

NHH



Strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering av
Norway Royal Salmon ASA

Av Jørgen Nordby og Christian Fredrik Aaby

Veileder: Gunnar A. Dahl



COMMITTED
BY NAME

Selvstendig arbeid – Master i regnskap og revisjon
Ved Norges Handelshøyskole

Forord

Det selvstendige arbeidet er en obligatorisk del av masterutdanningen i regnskap og revisjon ved Norges Handelshøyskole. I utredningen vil vi anvende den teoretiske kunnskapen vi har opparbeidet oss i løpet av studietiden.

Vi har valgt å gjennomføre en strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering av Norway Royal Salmon AS. Utredningen vil følge rammeverket presentert av Kjell Henry Knivsflå i kurset BUS 440/MRR 413A Regnskapsanalyse og verdivurdering.

Oppgaven har vært en tidkrevende og lærerik prosess, som har resultert i en god innsikt i oppdrettsbransjen og verdsettelse av selskaper. Kunnskapen vi har ervervet oss i utredningen tar vi med oss til videre studier og fremtidig arbeidsliv.

Vi vil rette en spesiell takk til vår veileder Gunnar Dahl for gode råd og et godt samarbeid.

Bergen, Juni 2017



Christian Fredrik Aaby



Jørgen Nordby

Sammendrag

I denne masterutredningen skal vi gjennomføre en strategisk regnskapsanalyse og verddivurdering av Norway Royal Salmon ASA. Formålet med denne oppgaven er å estimere verdien av egenkapitalen i selskapet per 31.12.2016. Vi har valgt å benytte en fundamental verddivurdering som verdsettelsesteknikk. Den fundamentale verddivurderingen vil bli supplert med en komparativ verddivurdering, hvor vi benytter multipler til å estimere verdien på egenkapitalen. I oppgaven vil vi kun basere oss på offentlig kjent informasjon.

Vi har delt oppgaven inn i tre deler der vi starter med en kort presentasjon av oppdrettsbransjen, Norway Royal Salmon og verdsettelsesteknikker. Videre vil vi gi en mer detaljert strategisk analyse hvor vi analyserer eksterne og interne forhold knyttet til NRS. I den strategiske analysen kom vi frem til at NRS hadde en midlertidig konkurransefordel. I del to av oppgaven gjennomfører vi en strategisk regnskapsanalyse, beregning av historiske krav og en analyse av den historiske lønnsomheten i bedriften. I lønnsomhetsanalysen kom vi frem til at selskapet hadde en tidsvektet strategisk fordel på hele 22,2%, hvilket må ansees som unormalt høyt.

I oppgavens siste del vil vi først utarbeide fremtidsregnskapet og de fremtidige kravene basert på funnen i tidligere kapitler. I den strategiske analysen antok vi at bransjen har en vedvarende strategisk fordel, hvilket stemmer godt overens med en fremtidig strategiske fordel på 6,9%. Videre gjennomførte vi en fundamental verdsettelse. I det første verdiestimatet fikk vi en estimert egenkapitalverdi på 9 113 446, hvilket tilsvarer en aksjekurs på 209,16. Estimaten gikk videre gjennom en konvergeringsprosess, og etter konkursjustering endte vi opp med et verdiestimat på 192,51 kr per aksje. På grunn av usikkerhet ved verdiestimatet gjennomførte vi en scenario- og sensitivitetsanalyse for å kartlegge de kritiske budsjettdriverne i verdiestimatet.

Som ett supplement til den fundamentale verdsettelsen utarbeidet vi en komparativ verddivurdering basert på multipler. I den komparative vurderingen endte vi opp med et verdiestimat på 200,69 kr per aksje, hvilket gav støtte til vår fundamentale verddivurdering. Som følge av usikkerhet ved verdiestimatet utarbeidet vi en handlingsstrategi basert på en øvre og en nedre grense på +/- 10% av vårt verdiestimat, hvilket gav en hold anbefaling per 31.12.16, da børsverdien til aksjen var på 207,00 kr per aksje.

Innholdsfortegnelse

Forord	2
Sammendrag	3
1. Innledning	8
1.1 Valg av selskap	8
1.2 Problemstilling og avgrensing	8
1.3 Struktur	9
2. Presentasjon av oppdrettsbransjen	11
2.1 Bransjens historie	11
2.2 Laksens livssyklus	12
2.3 Eksport	13
2.4 Utfordringer	14
2.4.1 Sykdommer	14
2.4.2 Rømming	14
2.4.3 Prissvingninger	15
2.4.4 Politikk	16
2.5 Konkurrenter	16
2.5.1 Marine Harvest ASA	17
2.5.2 Lerøy Seafood Group ASA	17
2.5.3 SalMar ASA	18
2.5.4 Grieg Seafood ASA	19
3. Norway Royal Salmon ASA	20
3.1 Historie	20
3.2 Drift	20
3.3 Lokalisering og organisasjon	22
3.4 Strategi og visjon	23
3.5 Markeder	23
3.6 Eierstruktur	23
3.7 Finansiell utvikling	24
4. Verdsettelsesmodeller	25
4.1 Fundamental verdsettelse	25
4.2 Komparativ verdsettelse	26
4.3 Opsjonsbasert verdivurdering	28
4.4. Valg av verdsettelsesmetode:	29
4.5. Rammeverk for fundamental verdsettelse	31
5. Strategisk analyse	32
5.1 Rammeverk	32
5.2 Ekstern analyse	33
5.2.1 PESTEL-analyse	33
5.2.2 Porters fem krefter	44
5.3 Intern analyse	51
5.3.1 VRIO-analyse	51
5.4 Oppsummering strategisk analyse	56
5.4.1 SWOT	58

6. Regnskapsanalyse	59
6.1 Rammeverk	59
6.2 Praktiske valg.....	60
6.2.1 Analyseperspektiv	60
6.2.2 Analysenivå	60
6.2.3 Analyseperiode.....	61
6.2.4 Komparative selskaper.....	62
6.3 Presentasjon av rapporterte tall	62
6.4 Omgruppering	64
6.4.1 Resultatregnskapet	65
6.4.2 Balansen.....	74
6.4.3 Omgruppering kontantstrøm.....	79
6.5 Målefeil og justering.....	80
6.5.1 Biologiske eiendeler	81
6.6 Omgrupperte tall.....	83
7. Analyse av risiko.....	85
7.1 Likviditetsanalyse	86
7.1.1 Likviditetsgrad 1.....	86
7.1.2 Likviditetsgrad 2 - tradisjonell.....	88
7.1.3 Likviditetsgrad 2 - utradisjonell.....	89
7.1.4 Finansiell gjeldsdekningsgrad	90
7.1.5 Rentedekningsgrad	91
7.1.6 Kontantstrømsanalyse	92
7.1.7 Rente- og avdragsdekning i fremtiden.....	93
7.2 Soliditetsanalyse.....	93
7.2.1 Egenkapitalprosent	93
7.2.2 Netto driftsrentabilitet.....	94
7.2.3 Kapitalstruktur	95
7.3 Oppsummering av risikoanalyse	96
7.3.1 Syntetisk rating	97
8. Historisk avkastningskrav	100
8.1 Egenkapitalkrav	100
8.1.1 Risikofri rente	101
8.1.2 Egenkapitalbeta	103
8.1.3 Markedsrisikopremien	105
8.1.4 Likviditetspremie	106
8.2 Finansielle krav	107
8.2.1 Finansielt gjeldskrav.....	108
8.2.2 Finansielt eiendelskrav.....	109
8.2.3 Netto finansielt gjeldskrav	111
8.2.4 Beta til finansiell gjeld, finansielle eiendeler og netto finansiell gjeld	111
8.3 Netto driftskapitalbeta og årlig egenkapitalbeta	114
8.4 Oppsummering egenkapitalkrav og minoritetskrav	115
8.5 Selskapskrav	117
8.5.1 Netto driftskrav.....	117
8.5.2 Sysselsatt kapitalkrav.....	117
8.6 Oppsummering historiske avkastningskrav.....	118
9. Lønnsomhetsanalyse	120
9.1 Egenkapitalrentabilitet.....	121
9.1.1 Strategisk fordel.....	121

9.2 Rammeverk strategisk fordel	125
9.3 Driftsfordel	125
9.3.1 Strategisk driftsfordel.....	127
9.3.2 Gearingfordel drift	137
9.3.3 Oppsummering driftsfordel.....	138
9.4 Finansieringsfordel	139
9.4.1 Finansieringsfordel finansiell gjeld.....	139
9.4.1 Finansieringsfordel finansielle eiendeler	140
9.4.2 Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	141
9.4.3 Finansieringsfordel minoritetsinteresser.....	141
9.4.4 Oppsummering finansieringsfordel.....	142
9.5 Oppsummering strategisk fordel.....	142
10. Fremtidsregnskap	144
10.1 Rammeverk for fremtidsregnskap.....	144
10.2 Vekstanalyse.....	145
10.2.1 Historisk driftsinntektsvekst.....	145
10.2.2 Egenkapitalvekst	146
10.3 Valg knyttet til fremtidsregnskapet.....	148
10.3.1 Budsjettthorison.....	148
10.3.2 Detaljnivå	150
10.3.3 Framskrivningsteknikk	150
10.4 Budsjett drivere i fremtidsregnskapet.	151
10.4.1 Driftsinntektsvekst	151
10.4.2 Netto driftseiendeler	154
10.4.3 Netto driftsresultat	156
10.4.4 Netto finansiell gjeld	158
10.4.5 Netto finansresultat	160
10.4.6 Minoritetsinteresser.....	162
10.4.7 Netto minoritetsresultat	162
10.5 Presentasjon av fremtidsregnskap	163
10.5.1 Fremtidsregnskap	163
10.5.2 Fremtidsbalanse.....	164
10.5.3 Kontantstrøm i fremtiden	164
11. Fremtidskrav	165
11.1 Egenkapitalkrav og minoritetskrav.....	165
11.1.1 Risikofri rente	165
11.1.2 Markedsrisikopremie	166
11.1.3 Egenkapitalbeta	167
11.1.4 Likviditetspremie.....	167
11.1.5 Oppsummering egenkapitalkrav.....	168
11.2 Finansielle krav	168
11.2.1 Syntetisk rating	169
11.2.2 Finansielt gjeldskrav.....	169
11.2.3 Finansielt eiendelskrav.....	170
11.2.4 Netto finansielt gjeldskrav	171
11.2.5 Finansielle betaverdier	171
11.3. Selskapskrav	172
11.5 Strategisk fordel	174
12. Fundamental verdsettelse.....	176
12.1 Egenkapitalmetoden	176

12.1.1 Utbyttemodellen	177
12.1.2 Fri-kontantstrømmmodellen	177
12.1.3 Superprofittmodellen	178
12.1.4 Superprofittvekstmodellen	178
12.2. Selskapskapitalmodellen	179
12.2.1. Sysselsatt kapitalmetoden	179
12.2.2. Netto driftskapitalmetoden	179
12.3 Første verdiestimat basert på budsjetterte vekter	180
12.3.1 Oppsummering første verdiestimat	182
12.4. Konvergering mot et felles verdiestimat	183
12.5 Analyse av usikkerhet	186
12.5.1. Konkursrisiko	186
12.5.2. Simuleringsanalyse - Crystal Ball	187
12.5.3. Sensitivitetsanalyse	195
12.6. Oppsummering verdiestimat og usikkerhet	200
13. Komparativ verdsettelse	202
13.1. Komparative selskaper	202
13.2 Multiplikatorer	203
13.2.1. Pris/salg - multiplikator	203
13.2.2. Pris/Fortjeneste - multiplikator	204
13.2.3. EV/EBIT - multiplikator	205
13.2.4 EV/EBITDA - multiplikator	206
13.3.5. Pris/bok - multiplikator	207
13.4 Endelig verdiestimat basert på komparativ verdsettelse	208
14. Oppsummering og handlingsstrategi	209
14.1 Oppsummering	209
14.2 Handlingsstrategi	210
14. Referanseliste	212
14.1 Faglitteratur	212
14.2 Forelesningsnotater	212
14.3 Selskapsinformasjon og rapporter	212
14.4 Offentlige kilder	215
14.5 Andre kilder	217
15. Figur- og tabelloversikt	222
15.1 Figuroversikt	222
15.2 Tabelloversikt	223
16. Oversikt over forkortelser	227

1. Innledning

I dette kapitlet vil vi gi en introduksjon der vi presenterer valget av selskap, vår problemstilling, hvilke avgrensninger vi har valgt å sette, samt oppbyggingen av oppgavens struktur.

1.1 Valg av selskap

Ved valg av selskap satt vi noen klare premisser vi ønsket å følge. Selskapet skulle ha en markedsverdi på over 5 milliarder, selskapet skulle ikke ha tilknytning til oljebransjen, og det skulle operere innenfor en bransje vi hadde interesse av å lære mer om. Vi bestemte oss raskt for at oppdrettsbransjen var den bransjen vi ønsket å skrive om. Lakseoppdrett står for en betydelig andel av Norsk eksport, og næringen har i de senere årene hatt en eksponentiell vekst. I tillegg står bransjen ovenfor en rekke utfordringer knyttet til luseproblematikk og bærekraftig utvikling.

Videre falt valget på Norway Royal Salmon (NRS). Vi valgt NRS på bakgrunn av selskapsstrukturen i selskapet, selskapet enorme vekst i markedsverdi det siste året, og på bakgrunn av selskapets oversiktlige nettsider og årsrapporter. NRS driver hovedsakelig med oppdrett av laks med tilhørende aktiviteter, noe som gjør at det er lett sammenlignbart med andre oppdrettsselskaper innenfor oppdrettsbransjen.

1.2 Problemstilling og avgrensning

I denne oppgaven skal vi gjennomføre en strategisk regnskapsanalyse og fundamental verdsettelse av selskapet, for å finne den underliggende verdien av selskapets egenkapital. Videre vil vi sammenligne vårt verdiestimat med aksjekursen 31.12.16 for å gi en anbefalt handlingsstrategi for investorer. Følgelig vil vår verdsettelse bygge på et investororientert perspektiv, noe som vil medføre en bearbeidelse av det kreditororienterte årsregnskapet.

Verdsettelsen vil bygge på offentlig tilgjengelig informasjon, og vi har ikke kontaktet selskapet for å få supplerende informasjon. Vi vil benytte årsregnskap fra de foregående årene som vår basis for den fundamentale verdsettelsen. Oppgaven vil videre benytte subjektive estimer basert på ekspertuttalelser, fremtidsanalyser og lignende. De subjektive estimatene benyttes grunnet oppgavens tids- og informasjonsbegrensning. Dette vil følgelig føre til et subjektivt verdiestimat. Dermed vil vi ha en kritisk vinkling på våre valgte estimer, og på

det fundamentale rammeverket vi presenterer i 4.5. Vårt hovedfokus vil ligge på den norske oppdrettsnæringen, ettersom det er her NRS har hatt all sin virksomhet frem til et oppkjøp på Island i 2016.

1.3 Struktur

Denne masterutredningen er basert på Kjell Henry Knivsflå sitt rammeverk for en fundamental verdsettelse, presentert i masterkurset BUS440/MRR413A Regnskapsanalyse og verdivurdering. Det vil gjennomgående gis henvisninger til Knivsflå sine forelesninger som ligger tilgjengelig på NHH sine nettsider. Utredningen består av tre hoveddeler, med en konklusjon til slutt. I tillegg består utredningen av referanseliste, liste over tabeller, figurer og forkortelser.

Den første hoveddelen av oppgaven består av 3 kapitler, kapittel 2-5. Kapitlene består av en introduksjon og presentasjonsdel, samt den strategiske analysen. Mer detaljert består kapittel 2 av en presentasjon av oppdrettsbransjen og de komparative selskapene vi har valgt som sammenligningsgrunnlag. I kapittel 3 presenterer vi Norway Royal Salmon ASA. Kapittel 4 inneholder av teori om de ulike verdsettelsesmetodene, og begrunnelse for vårt valg av metode, mens kapittel 5 består av den strategiske analysen. Den strategiske analysen består av en ekstern- og en intern analyse som er interessant for vår videre utarbeidelse av den fundamentale verdsettelsen.

Den andre hoveddelen i oppgaven består av kapitlene 6-9, hvilket utgjør den historiske regnskapsanalysen. I kapittel 6 gjennomfører vi en regnskapsanalyse der vi presenterer NRS sine ujustert regnskapstall, som vi videre omgrupperer og klargjør for videre analyse. I kapittel 7 gjennomfører vi en analyse av risikofaktorer knyttet til selskapet. Først gjennomfører vi en forholdstallsanalyse for NRS og bransjen i din helhet, før funnene blir oppsummert i en syntetiske rating. Kapittel 8 består av en utledning av selskapets historiske avkastningskrav, basert på den syntetiske ratingen fra kapittel 7. I kapittel 9 vil vi benytte de historiske tallene fra de foregående kapitlene for å utforme en lønnsomhetsanalyse. I lønnsomhetsanalysen vil analysere de historiske dataene for å gi ett uttrykk for NRS sin strategiske fordel.

I den tredje hoveddelen, kapittel 10-13, er det fremtiden som er fokusområdet, og det er her vi utfører selve beregningen av verdiestimatet. I kapittel 10 predikerer vi NRS sitt fremtidige regnskap basert på informasjonen fra de foregående kapitlene og subjektive estimater basert på fremtidsantakelser. Kapittel 11 består av en utarbeidelse av de fremtidige avkastningskravene, som benyttes som diskonteringsfaktor i den fundamentale verdsettelsen i kapittel 12. I kapittel 12 vil vi først benytte ulike verdsettelsesteknikker til å verdsette NRS sin egenkapital, før vi analyserer usikkerheten ved verdiestimatet gjennom en simulerings- og scenarioanalyse. På grunn av usikkerheten knyttet til verdiestimatet, vil vi også utarbeide en komparativ verdsettelsesteknikk basert på multiplikatorer i kapittel 13. Basert på estimatene i kapittel 12 og 13, vil vi i kapittel 14 gi en oppsummering av verdsettelsen og utarbeide en anbefalt handlingsstrategi for aksjen.

2. Presentasjon av oppdrettsbransjen

I dette kapittelet vil vi se nærmere på oppdrettsnæringen i Norge. I de påfølgende delkapitlene vil vi gi en overordnet presentasjon av bransjens historie, hvordan den fungerer, og ulike utfordringer bransjen står overfor. Til slutt vil vi gi en kort presentasjon av NRS sine konkurrenter, som vil bli brukt som sammenligningsgrunnlag videre i oppgaven.

2.1 Bransjens historie

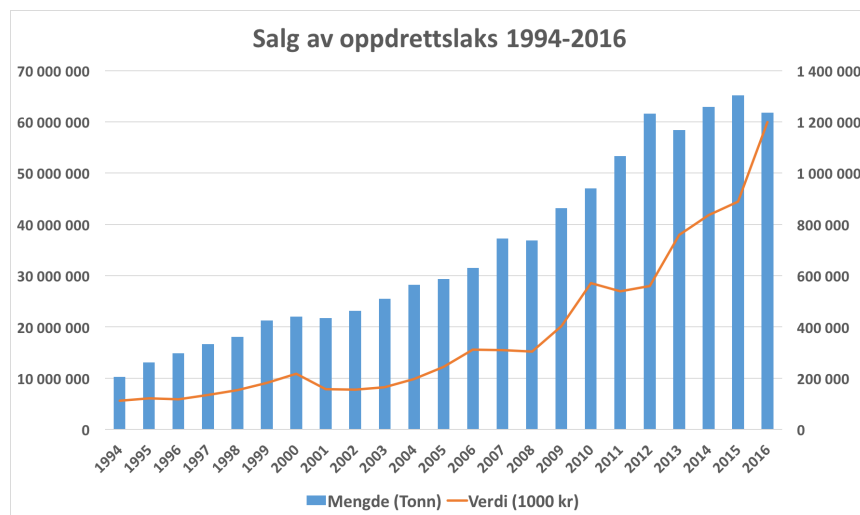
Oppdrett av fisk har røtter flere årtusener tilbake til Kina, der det finnes rapporter om oppdrett av karpefisk helt tilbake til ca. 3000 år f.kr. I Norge etablerte man de første klekkeriene allerede på 1850-tallet, med et formål om å øke fiskebestanden i enkelte vassdrag.

Kommersielt oppdrett av laks og ørret slik vi kjenner den i dag ble først igangsatt i stor skala på 1970-tallet i Norge [SNL, 2017a]. Oppblomstringen av oppdrettsselskaper på 70-tallet kan blant annet sees i sammenheng med opprettelsen av Marine Harvest (Mowi) i 1965. I dag er Marine Harvest det ubestridt største lakseoppdretteren på verdensbasis [Marine Harvest, 2017a].

Norges geografiske og klimatiske forhold med et mangfold av fjorder og god vannkvalitet gjør at Norge er spesielt godt egnet for oppdrett av laks. Norge har blant annet verdens nest lengste kystlinje etter Canada [SNL, 2017b]. Den tidlige etableringen av oppdrettsselskaper, de klimatiske forholdene og Norge sin brede forskning på aquakultur har gjort Norge til den ledende lakseoppdrettsnasjonen, foran land som Canada, Chile og Skottland.

På starten av 1990-tallet gikk oppdrettsnæringen i Norge gjennom en rekke forandringer og flere selskaper opplevde store økonomiske problemer. Etter en ny lovgivning i 1991, som gav mulighet for at én eier kunne ha flere konsesjoner, gikk bransjen gjennom en radikal endring. Lovgivningen førte til en rekke nyetableringer og sammenslutninger i næringen. Ledende selskaper som SalMar og Norway Royal Salmon ble etablert i henholdsvis 1991 [SalMar, 2017a] og 1992 [NRS, 2017a]. Reformen på 90-tallet sørget for en framvekst av flere store selskaper, som nå er ledende innenfor oppdrettsnæringen på verdensbasis. De store norske oppdrettsselskapene og staten har hatt et stort fokus på forskning og utvikling, noe som har sørget for at Norge har beholdt sin posisjon som ledende nasjon innenfor oppdrett av laks.

I Norge er det laksen som er den største eksportvaren i oppdrettsnæringen. I 2015 stod laks for 94,5 % av det totale salget av oppdrettsfisk, og i figur 2.1 ser man utviklingen i solgt mengde oppdrettslaks og utviklingen i pris i perioden 1994-2016. Som man kan se i figuren har både salgskvantum og laksepris hatt en enorm vekst de siste 20 årene [Fiskeridirektoratet, 2015].



Figur 2. 1. Salg av oppdrettslaks, [Fiskeridirektoratet, 2015]

2.2 Laksens livssyklus

Laksens livssyklus starter med at foreldrefisk, bedre kjent som “stamfisk”, gir fra seg rogn og melke som danner grunnlaget for nye fisker. Det befruktede egget, som blir omtalt som rogn, vil ligge i spesialtilpassede klekkerier over en lengre periode. Klekkeriene er som regel plassert på land og inneholder ferskvann med en vanntemperatur på ca. 8 grader. Etter ca. 25 dager vil en kunne se at embryoet inne i egget utvikler øyne, og fra dette stadiet blir embryoet omtalt som øyerogn.

Det vil ta ca. 60 dager fra befruktningen til den endelige klekkingen skjer. Etter klekkingen har yngelen med seg nok næring til de kommende ukene i den såkalte plommesekken (sekk med næring tilkoblet kroppen). I denne perioden er det temperaturforholdene som vil avgjøre utviklingen blant yngelen. Etter at plommesekken er oppbrukt vil yngelen bli flyttet over til nye ferskvannskar med en temperatur på 10-14 grader, og det er her man begynner oppføringsprosessen av yngelen. Oppføringen av yngelen varer i ca. ca. 6 uker, og etterhvert som yngelen vokser blir de sortert i forskjellige ferskvannskar basert på størrelse. I løpet av

disse 6 ukene går fisken fra å være yngel til å bli kalt parr. I denne perioden blir også fisken vaksinert mot diverse sykdommer.

Etter at fisken har levd 10-16 måneder i ferskvann skal fisken nå gradvis tilpasses et liv i saltvann; denne prosessen kalles smoltifisering. Fisken blir fraktet fra landanleggene i såkalte brønnbåter, her blir fisken gradvis eksponert for saltvann, noe som sørger for at gjellene på fisken endres til å tilpasse seg et liv i saltvann. Fisken er bare 60-120 gram tung da den forlater ferskvannsanleggene, men vil i løpet av kort tid vokse seg betydelig større. I saltvann blir fisken plassert i forskjellige merder basert på størrelse. Fisken vil oppholde seg i merdene i ca. 18 måneder før den er ca. 4-6 kg stor og slakteklar. En merd er en 15-30 meter dyp notpose som kobles til et flytende rammeverk. Tradisjonelt sett plasseres merdene i fjordarmer hvor det ofte er mindre bølger og et mer gjestmildt klima.

Når fisken har vokst seg stor nok til å slaktes vil fisken bli transportert levende om bord i de samme brønnbåtene som førte laksen til havet. På land blir de plassert i såkalte ventemerder før veien går videre til slakteriet. På slakteriet blir laksen bearbeidet og foredlet til en rekke forskjellige produkter, og videre solgt til markeder over hele verden [SalMar, 2015].



Figur 2. 2. Laksens livssyklus

2.3 Eksport

I 2016 eksporterte Norge laks for 61,4 milliarder kroner, noe som betyr en økning på hele 29% siden 2015. Dette er den høyeste eksportverdien av laks noensinne, og Norge er med dette verdensledende når det gjelder oppdrett og eksport av atlantehavslaks. Likevel har eksportvolumet gått noe ned siden 2015, hele 5,2 %, og var dermed på 980 000 tonn. Nedgangen i eksportvolum kompenseres med den store økningen av lakseprisen. Gjennomsnittlig pris på fersk, hel laks i 2016 var rekordhøy, og lå på 60,11 kroner per kilo. Dette er 40 % økning i prisen fra 2015 [Norges sjømatråd, 2016a].

Hele 67 % av eksport av norsk sjømat er laks. Laks er ferskvare, og det stilles store krav til kvalitet og behandling. Dette, kombinert med de store kostnadene til transport problematiserer eksporten av laksen noe ved at det blir vanskeligere å eksportere til fjerntliggende land.

Dermed er Europa det største eksportmarkedet for den norske laksen, og 76 % av all lakseeksport i 2016 ble eksportert til EU. Det største enkeltmarkedet for den norske laksen er Polen, etterfulgt av Frankrike, Danmark, Storbritania, og USA [Norges sjømatråd, 2016b]. Den norske laksen er populær over hele verden, og det er flere gode grunner til den store eksport-suksessen. Laksen er en svært anvendelig råvare som brukes av både gourmetkokker og privatpersoner verden over. Den smaker godt, og det er en relativt økonomisk råvare. I tillegg har det vært et økt fokus på helse de siste årene, og dermed er laksen, med sine gode helsefremmende egenskaper, blitt mer og mer populær. Laksen er heller ingen sesongbetont råvare, og er tilgjengelig året rundt. Dermed har Norge en jevn strøm av lakseeksport gjennom hele året [Laks, 2017].

2.4 utfordringer

I dette kapitlet vil det bli gitt en kort forklaring på oppdrettsbransjens største utfordringer. I den strategiske analysen vil dette utdypes videre.

2.4.1 sykdommer

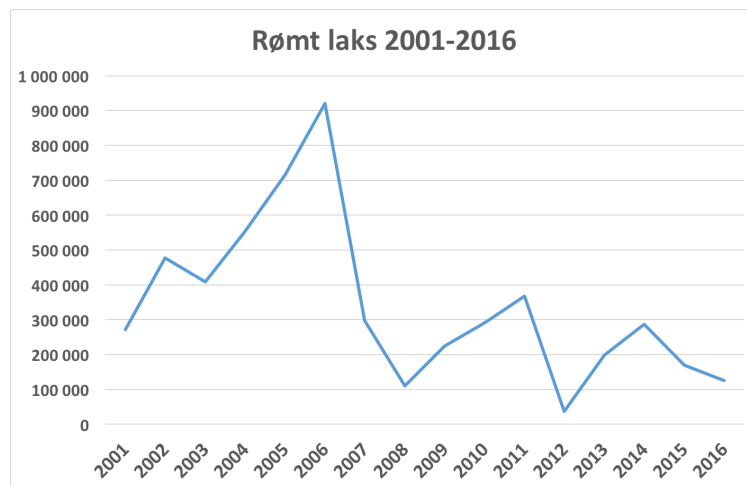
I dyreoppdrett er sykdomsutbrudd en av de største utfordringene. I laksebransjen, som i de fleste andre bransjer, sliter man også med hyppige sykdomsutbrudd. Helt siden oppdrettseventyret startet i Norge har man slitt med både bakterier, virus og parasitter. Verstingen, som man får høre mye om i media, er lakselusen. Lakselusen er en parasitt som skaper sår som kan gi infeksjoner og eventuell død blant laksen. Likevel påvirker ikke lusen mattrykgheten eller kvaliteten på laksen [Lusedata, 2017].

En av de største utfordringene i bransjen er at organismene som skaper sykdom blir resistente mot antibiotika eller annen medisin. Både oppdrettsselskapene og myndighetene fører tett oppfølging av sykdomsutbrudd blant laksen. Overvåkingen og forskningen knyttet til å komme opp med nye behandlingsmetoder/vaksiner skaper betydelige kostnader for oppdrettsselskapene.

2.4.2 Rømming

Rømming av laks er en utbredt utfordring både økologisk og økonomisk. Både myndighetene og næringen har som mål å minimere rømmingen av oppdrettslaks for å unngå økonomiske tap, og for å ikke påvirke villaksens habitat, genetikk og levemåte. Rømmingen av laks

oppstår av flere forskjellige årsaker. Dette kan være teknisk svikt, feil bruk av utstyr eller fartøyer/propeller som går i nota. I tillegg er uvær en faktor som fører til både slitasje og brudd på utstyr, som igjen fører til rømming fra notene. I 2003 ble det utarbeidet en standard som sa at oppdrettsanleggene skulle kunne stå imot en “50-års storm”. Likevel ble 2006 det året med flest dokumenterte rømminger [Laksefakta, 2017]. Nedenfor kan man se en oversikt over rømt laks i perioden 2001-2016.



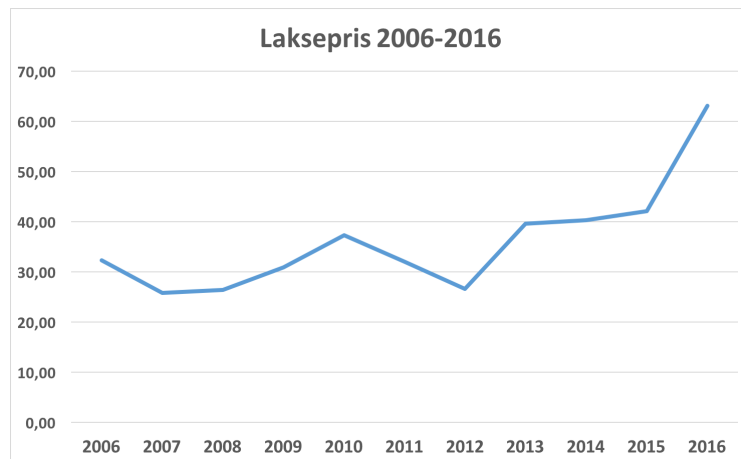
Figur 2. 3. Rømt laks i perioden 2001-2016 [Fiskeridirektoratet, 2017]

2.4.3 Prissvingninger

Prissvingninger er noe man finner i omtrent alle bransjer, også i laksebransjen.

Oppdrettsselskaperenes inntjening knytter seg direkte til solgt mengde, og hvilken pris de får per kilo solgt laks. Oslo børs opererer med en egen indeks kalt “Fish Pool Index” som oppgir spotprisen på oppdrettslaks. Spotprisen er det samme som markedsprisen, og denne kan variere mye i fra uke til uke [Fish pool, 2017a].

Fiskeoppdrett i Norge drives etter konsesjonssystemet, og dermed settes det begrensninger til utvidelser til utvidelser i næringen. Dermed er det lakseprisen som er den avgjørende faktoren for inntjeningen blant selskapene. Lakseprisen har i løpet av det siste året skutt i taket, og 2016 er ett rekordår for de fleste oppdrettsselskapene. En kraftig nedgang i lakseprisen vil være en av de største utfordringene oppdrettsnæringene har for å kunne videreføre en drift med positiv inntjening. For at et selskap skal ha en positiv inntjening må dermed lakseprisen være høyere enn alle de indirekte- og direktekostnadene i verdikjeden. I figur 2.4 nedenfor skisserer vi utviklingen i lakseprisen de siste 10 årene.



Figur 2. 4. Laksepriser 2006-2016 [Fish pool, 2017a]

2.4.4 Politikk

Naturlig nok er faktorer som politikk og andre makroøkonomiske forhold med på å skape utfordringer for bransjen. Både den nasjonale og internasjonale politikken er med på å sette restriksjoner og potensielle barrierer for selskapene. Som tidligere nevnt har oppdrettsnæringen vært konsesjonsbelagt siden 1973. Dette setter begrensninger for utvidelser og potensiell vekst. I tillegg har man en streng lovgivning på andre områder, hvor mye av lovgivningen knytter seg til at driften skal ha en minimal påvirkning økosystemene i nærområdet. Restriksjoner og lovgivning fører til store kostnader knyttet til lovpålagt utstyr, kontroller osv. Mye av den nasjonale lovgivningen er inspirert av EU sin lovgivning gjennom EØS-avtalen. Brorparten av eksporten av norsk laks skjer til EU, og man er dermed avhengig av å oppfylle EU sine krav til oppdrett for å få solgt laksen innenfor EU-sonen.

I senere tid har også enkelte markeder blitt stengt, mens andre har åpnet seg. I 2014 valgte Russland å vedta en importstopp for flere norske produkter, inkludert norsk laks [Nodland, E. 2015]. I 2016 åpnet derimot Kina opp for å normalisere forholdet til Norge, som etter fredsprisutdelingen i 2010 stoppet all politisk kontakt mellom landene. Dette har ført til at norsk laks nå er velkommen tilbake i Kina [DN, 2016b].

2.5 Konkurrenter

I de første årene var oppdrettsnæringen preget av mange små aktører. Noen på hobbybasis, mens andre i større skala. Spesielt på 90 tallet så man store forandringer med færre aktører og større anlegg. Siden den gang har det vokst frem flere store selskaper som nå er ledende både på nasjonal og internasjonal basis. Blant disse er Marine Harvest, SalMar og Lerøy Seafood

Group. I tillegg har man flere mellomstore aktører, som Grieg Seafood og Norway Royal Salmon (NRS) som vi verdsetter i denne oppgaven. Videre vil det gis en kort innføring i de fire konkurrentene listet ovenfor. Konkurrentene vil brukes som et sammenligningsgrunnlag videre i oppgaven. Marine Harvest, SalMar og Lerøy Seafood ble valgt som sammenligningsgrunnlag grunnet deres ledende posisjoner, mens Grieg Seafood ble valgt grunnet en tilnærmet lik størrelse som NRS.

2.5.1 Marine Harvest ASA

Marine Harvest har hovedkontor i Bergen, og er landets desidert største aktør og verdens ledende oppdrettselskap. Selskapet startet opp i 1965, da som en liten gründerbedrift. De har vokst enormt siden den tid, og fikk navnet Marine Harvest i 2006, etter en rekke sammenslåinger. Marine Harvest har over 1600 ansatte, og driver virksomhet langs hele norskekysten, delt inn i 4 regioner. De fire regionene er Nord, Midt, Vest, og Sør. Selskapet er i tillegg til å være notert på Oslo Børs, også notert på New York Stock Exchange [Marine Harvest, 2017b].



Marine Harvest opererer i 24 land, og leverer sjømat til over 70 markeder i verden. I 2016 produserte selskapet 380 000 tonn laks, der omlag 230 000 tonn ble produsert i Norge [Marine Harvest, 2016]. Det som skiller Marine Harvest fra Norway Royal Salmon er størrelsen, utbredelse, og segmentene. Norway Royal Salmon er en mellomstor aktør, som har tilnærmet all produksjon i Norge, mens Marine Harvest er verdensledende og produserer oppdrettsfisk i 24 land. NRS driver kun oppdrett og kjøp/salg av laks, mens Marine Harvest også driver oppdrett av kveite, og har i tillegg lakseolje og fôr på sin produktliste [Marine Harvest, 2017c].

2.5.2 Lerøy Seafood Group ASA

Lerøy sine aktiviteter har røtter helt tilbake til slutten av 1800-tallet, med salg av levende fisk på fisketorget i Bergen, men ble ikke etablert som et selskap før i 1939. I 2002 ble selskapet notert på Oslo Børs, og har i dag vokst til å bli verdens nest største produsent av atlantisk laks og ørret [Lerøy Seafood Group, 2017].



Selskapet opererer i tre segmenter, havbruk, bearbeiding, og distribusjon. Segmentet havbruk innebærer oppdrett av fisk og kommersiell fangst av villfisk. Bearbeiding driver med

foredling av fisk. Segmentet distribusjon driver med salg, markedsføring og produktutvikling av konsernets produkter. Selskapets produksjon er lokalisert i tre regioner i Norge, Lerøy Aurora AS i den nordlige regionen, Lerøy Midt AS i midt-Norge, og Lerøy Vest AS og Sjøtroll havbruk AS på vestlandet. Lerøy operer også internasjonalt med flere datterselskaper i Europa, samt salgskontorer i Kina, Japan, og USA.

I 2016 produserte Lerøy rett i overkant av 150 000 tonn laks og ørret fordelt på 146 konsesjoner. De hadde en omsetning på omlag 17,2 milliarder kroner. Konsernet er stort, og har over 2500 ansatte på verdensbasis [Lerøy Seafood Group, 2016]. Lerøy skiller seg fra Norway Royal Salmon i størrelse, utbredelse, og segmenter. Lerøy er verdens nest største produsent av atlantehavslaks. Utenom oppdrett av laks og ørret, driver Lerøy også oppdrett av hvitfisk og skalldyr. Dette skiller Lerøy fra Norway Royal Salmon, som kun driver oppdrett og salg av laks. I tillegg foredler Lerøy råvarer, noe NRS ikke gjør.

2.5.3 SalMar ASA

SalMar ble etablert i 1991, i det som var en meget urolig epoke i oppdrettsbransjen med mange konkurser og oppkjøp innad i bransjen. SalMar ble etablert etter et oppkjøp av et konkursbo, og har siden den gang vokst til å bli ett av de ledende oppdrettsselskapene både nasjonalt og internasjonalt. Selskapet har vokst til å bli et av de største oppdrettsselskapet i Norge med over 100 konsesjoner. I tillegg til den sterke posisjonen i Norge har også selskapet eierinteresser i Storbritannia.



I løpet av de 25 årene SalMar har eksistert har selskapet gått fra 25 til 1000 ansatte, og i 2016 slaktet SalMar om lag 131 100 tonn laks i Norge [SalMar, 2016]. SalMar er dermed det tredje største oppdrettsselskapet i Norge, med kun Marine Harvest og Lerøy Seafood Group foran seg på listen.

SalMar startet i hovedsak som en bearbeider av frossen fisk, men i dag strekker SalMar sin virksomhet seg fra utviklingen av stamfisk til oppdrett og salg av voksen laksefisk. SalMar er på mange måter en produsent som minner mye om NRS, bare i en mye større skala. Bedriften driver kun med oppdrett av laks, med tilhørende aktiviteter, og har brorparten av driften i Norge.

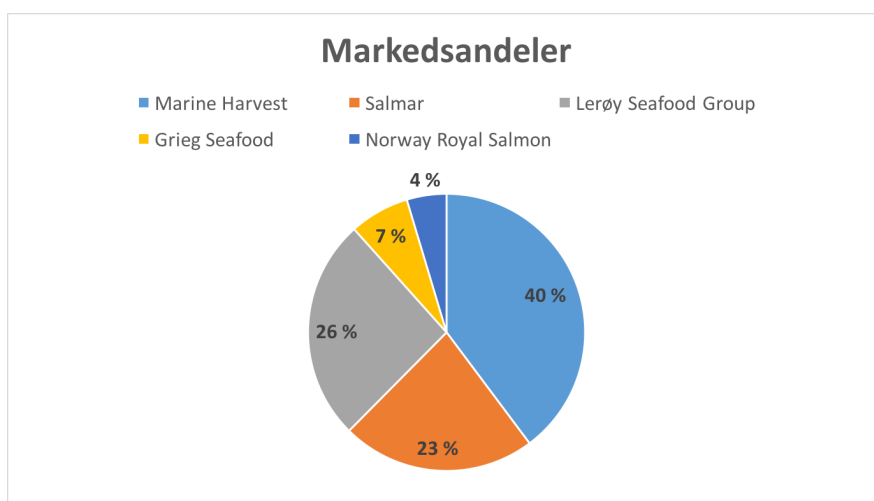
2.5.4 Grieg Seafood ASA



Grieg Seafood ASA ble etablert i 1888, men selskapet opererte ikke som et lakseoppdrettsselskap før i 1992. Selskapet ble notert på Oslo Børs i 2007, og har blitt en betydningsfull aktør innenfor lakseoppdrettsbransjen. Grieg driver i all hovedsak med oppdrett av laks og ørret, og har oppdrettsanlegg i både innlandet og utlandet. Oppdrettsanleggene er fordelt i fire selskaper; Grieg Seafood Rogaland AS, Grieg Seafood Finnmark AS, Grieg Seafood Shetland Ltd. på Shetlandsøyene, og Grieg Seafood BD Ltd. i Canada [Grieg Seafood, 2017].

I 2016 produserte selskapet 64 700 tonn laks og ørret, og av dette var 40 400 tonn produsert i Norge. Grieg opererer med 47 konsesjoner i Norge. Selskapet har litt over 700 ansatte, og av disse er litt over 260 ansatte i Norge, på anleggene i Finnmark og Rogaland [Grieg Seafood, 2016]. Grieg Seafood og Norway Royal Salmon er to selskaper med omtrent lik størrelse målt i markedsverdi og produksjon. Begge selskapene driver i all hovedsak med oppdrett av laks, mens Grieg Seafood driver også noe oppdrett av ørret.

Figur 2.5 viser en oversikt over markedsandelene mellom de aktuelle oppdrettsselskapene i 2016.



Figur 2. 5. Markedsandeler basert på antall slaktede tonn

3. Norway Royal Salmon ASA



3.1 Historie

Norway Royal Salmon ble i 1992 grunnlagt som et salgs- og markedsførings samarbeid mellom 34 lakseoppdrettere. I de første årene frem til 2000-tallet ble det gjennomført en rekke oppkjøp av andeler i diverse havbrukselskaper, og selskapet opplevde en gradvis vekst og utvikling. Det viktigste oppkjøpet NRS foretok seg i denne perioden var oppkjøpet av 90,1% i Reinhartsen Seafood AS i 1996. Dette året skiftet også selskapet navn til NRS Sales AS, og selskapet etablerte et eget investeringsselskap med navnet Salmon Invest AS. Disse to selskapene ble fusjonert i 2003, og selskapet gikk tilbake til navnet Norway Royal Salmon AS [NRS, 2017a].

I årene frem til 2006 var ikke selskapet en betydelig aktør i oppdrettsnæringen, da de hovedsakelig drev med salg og markedsføring av oppdrettslaks. Dette endret seg i 2006 da konsernet fattet en beslutning om å etablere seg som en betydelig lakseoppdretter. I det etterfølgende året ervervet NRS dermed en 100% eierandel i Feøy Fiskeoppdrett AS og Åmøy Fiskeoppdrett AS, i tillegg til 82,5% i Nor Seafood AS, og fra denne tid har oppdrett vært en del av konsernets virksomhet [NRS, 2016]. NRS fortsatte veksten og ekspanderte videre med oppkjøp og overtakelser av selskaper, og i 2010 ble selskapet omdannet til et allmennaksjeselskap - Norway Royal Salmon ASA. Året etter, mars 2011, ble NRS notert på Oslo Børs etter en emisjon på 50 millioner kroner.

I 2014 ble selskapet tildelt 10 grønne konsesjoner. De ble fordelt mellom datterselskapene, med 1 til NRS Feøy AS, 2 til Nord-Senja Laks AS, 2 til Nor Seafood AS og 5 til NRS Finnmark AS. Tildelingen av de grønne konsesjonene blir sett på som en milepæl mot en mer bærekraftig utvikling for NRS. I likheten med veksten i oppdrettsbransjen har NRS vokst tilsvarende med jevnt økt salgsvolum, slaktevolum, driftsresultat, eksportverdi m.m. Aksjeverdien har siden børsnoteringen i 2011 hatt en jevnt økende verdi, og 2016 var nok et godt år for Norway Royal Salmon med en bestenotering på 207 kr per aksje [NRS, 2017c].

3.2 Drift

Norway Royal Salmon ble startet som et rent salgs- og markedsførings samarbeid imellom 34 forskjellige oppdrettere, men har siden den gang blitt et integrert sjømatelskap. NRS omtaler

ikke seg selv som et integrert oppdrettsselskap da selskapet ikke opererer i alle fasene i oppdrettslaksens livssyklus. NRS driver f.eks. ikke med egenoppdrett av settefisk eller produksjon av fôr slik Marine Harvest gjør. I 2016 har de derimot etablert et settefiskselskap, slik at NRS kan stå for egenoppdrett av settefisk på en lengre sikt. I tillegg har NRS langsiktige avtaler med samarbeidspartnere og tilknyttede selskaper som skaffer selskapet de varene de trenger for å drive med lakseoppdrett [NRS, 2016].

Oppdrettsvirksomheten i NRS er delt inn i fire forskjellige datterselskaper. Datterselskapene er lokalisert i to forskjellige regioner, region Nord og region Sør. De fire selskapene har til sammen 35 konsesjoner, hvor de fleste er lokalisert i region Nord. Region Nord består av de tre datterselskapene NRS Finnmark AS, Nor Seafood AS og Nord Senja Laks AS, og disse innehar henholdsvis 19, 5 og 5 konsesjoner. Region Sør er noe mindre, og har kun 6 konsesjoner gjennom datterselskapet NRS Feøy AS. I tillegg til datterselskapene har NRS eierinteresser i flere andre selskaper, der de har minoritetsinteresser i hele 7 selskaper. Blant disse er det verd å nevne en eierpost på 37,5 % i Wilsgård Fiskeoppdrett AS som innehar 5 konsesjoner, og det nylige oppkjøpet på Island av Arctic Fish EHF(AS) der NRS har en eierandel på 50%.

Selskapets startet som et samarbeid mellom lokale oppdrettere, og ønsker å holde på den lokale tilhørigheten. Ifølge dem selv var flere av de opprinnelige 34 selskapene eid av pionérene innenfor oppdrettsnæringen, og den lokale kunnskapen og nære kontakten med naturen er en viktig tradisjon og egenskap selskapet ønsker å opprettholde [NRS, 2017d]. Selskapet er også svært opptatt av å jobbe mot en bærekraftig utvikling i oppdrettsnæringen. Selskapet jobber blant annet med å få samtlige produksjonssteder ASC-sertifisert innen 2020. En ASC-sertifisering er en internasjonal miljøsertifisering for havbruk som blir gitt av WWF som er et stempel på at produksjonen har en minimal påvirkning på miljøet og samfunnet [WWF, 2016].

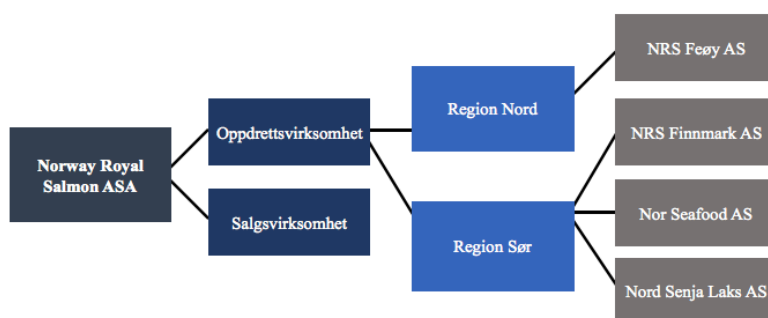
NRS var det selskapet som ble tildelt flest grønne konsesjoner av samtlige oppdrettsselskaper da disse ble utdelt i 2014 [Intrafish, 2014]. NRS sine datterselskaper ble tildelt hele 10 grønne konsesjoner. “Grønne-tillatelser har som formål å redusere miljøutfordringene med rømming av oppdrettsfisk og spredning av lakselus” [Fiskeridirektoratet, 2016]. Konsesjonene blir delt ut i 3 forskjellige grupper, gruppe A, B og C, og NRS fikk flest konsesjoner i gruppe A. Alle de grønne konsesjonene ble tildelt til NRS sine datterselskaper i region Nord.

Gjennom eierskap og avtaler har de også sikret en 100 % slaktekapasitet. Produksjonen i Finnmark og Troms er sikret gjennom avtaler og eierskap i Wilsgård Fiskeoppdrett, mens produksjonen i region Sør er sikret gjennom eierskap i Hardanger Fiskeforedling AS og Espevær Laks AS. I 2015 stod NRS sine datterselskaper alene for en produksjon av 27 903 tonn laks, noe som er “all-time-high” for bedriften.

I tillegg til egen produksjon, står NRS for salg og markedsføring av både laks og ørret på vegne av tilknyttede selskaper og andre samarbeidspartnere. Det var i hovedsak dette virksomheten startet opp med, men etter 2006 ønsket bedriften å utvide til å drive med egen oppdrett. På grunn av salgavtalene med tilknyttede-, og andre selskaper er salgsvolumet betydelig høyere enn hva produksjonsvolumet i konsernet er. 2015 solgte NRS hele 69 971 tonn laks og ørret, noe som var en soleklar salgsrekord. I 2016 gikk salgsvolumet noe ned til 66 800, men på grunn av høy laksepris var omsetningen på rekordhøye 4,2 milliarder [NRS, 2017j].

3.3 Lokalisering og organisasjon

Norway Royal Salmon ASA ledes av konsernsjef Charles Høstlund. Som nevnt tidligere driver NRS i to segmenter, oppdrett og kjøp/salg. Salgsvirksomheten, som ledes av konserndirektør for marked og forretningsutvikling Klaus Hatlebrekke, har hovedkontor i Kristiansand. Oppdrettsvirksomheten, som ledes av konsernsjef for oppdrett Arve Olav Lervåg, har hovedkontor i Trondheim. Lervåg tiltrådte denne stillingen 01.04.2017. Til tross for at hovedkontoret for oppdrett er i Trondheim, er oppdrettsvirksomheten lokalisert i regionene nord og sør. I nord er tre av datterselskapene lokalisert, med NRS Finnmark AS i Finnmark, og Nor Seafood AS og Nord-Senja AS i Troms. I region sør er selskapet NRS Feøy AS lokalisert i grenseområdene mellom Rogaland og Hordaland [NRS, 2017b].



Figur 3. 1. Selskapsstrukturen til Norway Royal Salmon AS

3.4 Strategi og visjon

NRS har fire grunnleggende verdier oppsummert under begrepet “TEFT”. TEFT står for trygg, engasjert, fremtidsrettet og troverdig, og det er disse fire verdiene NRS ønsker å bygge selskapskulturen rundt. Basert på disse fire verdiene har selskapet kommet opp med en klar visjon for fremtiden. NRS har lagt en 5 års plan der de har satt seg flere mål knyttet til deres drift. Først og fremst ønsker NRS å være det mest lønnsomme oppdrettsselskapet i Norge, og de ønsker å gå fra å være et mellomstort til å bli et stort oppdrettsselskap. Videre poengterer selskapet at de ønsker å være en foretrukket arbeidsgiver, og at både driften og utviklingen i selskapet skal oppfylle kravene til bærekraftig vekst [NRS, 2017f].

I 2006 tok styret en strategisk beslutning der de bestemte seg for å gå fra å være et rent salgs- og markedsføringsselskap til å etablere seg som en oppdretter. Når man ser på historikken og tidligere utvikling så har NRS en klar utviklingsstrategi som knytter seg til oppkjøp av andre oppdrettsselskaper. Dette har ført til en konstant ekspansjon, og I 2016 har selskapet kjøpt 50 % av aksjene i Arctic Fish ehf, Island [NRS, 2017a].

3.5 Markeder

I tillegg til eget oppdrett driver også NRS med kjøp og salg av ørret og laks som det tidligere har blitt nevnt. Totalt 66 800 tonn laks ble solgt i 2016, ca. 40 % av dette var produsert innad i konsernet. I 2016 ble 90 % av fisken eksportert ut av landet, mens kun 10 % ble solgt nasjonalt. I 2016 eksportert NRS fisk til hele 52 land, der det vesteuropeiske markedet står for 72 %, det østeuropeiske markedet stod for 6 %, Asia stod for 21 % og USA stod for 1 % av eksporten [NRS, 2016]. NRS har gode markeder i de fleste store importland sett bort fra Russland og Kina, grunnet en eksisterende og tidligere handelsblokade [NRS, 2015a]. Den økte etterspørselen etter norsk laks, og en svak krone gjorde at 2016 ble et rekordår for eksport knyttet til både volum og pris for NRS.

3.6 Eierstruktur

Norway Royal Salmon har ingen stor majoritetseier slik man finner i SalMar eller Lerøy Seafood Group. Selskapet har totalt 43 572 191 utstedte aksjer til en aksjekurs på 207 kr per aksje den 30.12.2017. Dette gir en markedsverdi på egenkapitalen på 9 019 444 000 NOK. De 20 største eierne eier hele 84,10 % av selskapet [Proff, 2017]. De største aksjonærene er Gåsø Næringsutvikling (15,22%), Glastad Invest AS (12,27%), Måsøval Eiendom AS

(11,73%) og Egil Kristoffersen & Sønner AS (10,61%). Dette er de eneste eierne med en eierandel på over 10 %. Av de resterende store eierne finner man flere norske- og internasjonale banker, investeringsfond, andre oppdrettsselskap osv.

3.7 Finansiell utvikling

NRS ble som tidligere nevnt etablert som et samarbeid mellom 34 forskjellige aktører i oppdrettsmarkedet for å drive felles markedsføring og salg av oppdrettslaks. Siden den gang har selskapet utviklet seg betydelig gjennom oppkjøp av forskjellige havbruksselskaper og en rekke emisjoner. I 2006 ble den første emisjonen på 50 millioner gjennomført, siden den gang har man hatt ytterligere en emisjon i 2008 på 100 millioner og en emisjon på 46,1 millioner før børsnoteringen i 2011 [NRS, 2016].

NRS ble notert på børsen den 29.03.2011 til en aksjekurs på 22,00 kr per aksje. Etter etableringen hadde aksjekursen en fallende trend, og på slutten av 2011 hadde man et bunnivå på 7,00 kr per aksje. Den betydelige aksjekursnedgangen førte til at NRS måtte ut i markedet for å få inn kapital. Dette gjorde de i form av en emisjon og salg av egne aksjer til en brutto proventy på 43,2 millioner. Etter bunnivået på slutten av 2011 har aksjen steget jevnt oppover, og toppnivået ble nådd den 30. Desember 2016 med en aksjekurs på hele 207,00 kr, en økning på over 2900 % fra bunnivået fem år tidligere. I Figur 3.2. ser man utviklingen av aksjekursen siden børsnoteringen i 2011.



Figur 3. 2. Historisk aksjekursutvikling NRS [NRS,2017k]

4. Verdsettelsesmodeller

Det finnes tre hovedteknikker for verdsettelse av et selskap. I de påfølgende delkapitlene vil vi presentere henholdsvis fundamental verdsettelse, komparativ verdsettelse, og opsjonsbasert verdsettelse. Teknikkene er ikke alternative, men fungerer som supplement til hverandre for å komme frem til et samlet verdiestimat. Til slutt vil vi gi en begrunnelse for vårt valg av metode for verdsettelsen av Norway Royal Salmon.

4.1 Fundamental verdsettelse

For å utføre en fundamental verdsettelse tar vi utgangspunkt i de underliggende økonomiske forholdene i selskapet. For å kartlegge de underliggende økonomiske forholdene i selskapet analyserer vi de historiske dataene i selskapets års- og delårsrapporter. Videre vil vi benytte de historiske dataene til å komme frem til et verdiestimat av NRS sin egenkapital. Den fundamentale verdsettelsesmetoden gjennomføres i flere steg, og er illustrert i figur 3.3 i delkapittel 4.5.

Det første en gjør å gjennomføre en strategisk regnskapsanalyse som innebærer en kvalitativ strategisk analyse, og en kvantitativ regnskapsanalyse av de underliggende økonomiske forholdene. I den strategiske analysen ser en på eksterne og interne faktorer, for å kartlegge eventuelle strategiske fordeler selskapet har ovenfor bransjen og/eller i markedet i sin helhet. Et mål på strategisk fordel kan ses på som selskapets evne til å generere en rentabilitet utover kravet, også kalt superrentabilitet. Nærmere beskrivelse av den strategiske analysen finner du i kapittel 5. I regnskapsanalysen kartlegger og bearbeider man selskapets årsregnskap. Dette innebærer omgruppering av regnskapet, forholdstallsanalyser, beregning av historiske avkastningskrav, og en lønnsomhetsanalyse.

Videre i prosessen tar vi utgangspunkt i den strategiske regnskapsanalysen og antakelser om fremtiden for å utarbeide en prognose for fremtiden i form av et fremtidsregnskap og et fremtidskrav. Fremtidsregnskapet kan defineres som et fremtidigbudsjett som utarbeides ved hjelp av kritiske budsjett drivere. Fremtidsregnskapet og -kravene er informasjon om forventet utvikling i selskapet, og brukes som grunnlag for den videre fundamentale verdsettelsen.

Det neste steget i den fundamentale verdsettelsen er diskontering av fremtidsregnskapet for å finne et verdiestimat av selskapet. Det er da to modeller som kan brukes; egenkapitalmodellen

og selskapskapitalmodellen. Innenfor hver modell er det fire modeller som kan brukes; utbyttmodellen, fri-kontantstrømmmodellen, superprofittmodellen, eller superprofittvekstmodellen. Etter egenkapitalmodellen diskonteres de fremtidige kontantstrømmene knyttet til egenkapitalen for å finne nåverdien. I den andre modellen, selskapskapitalmodellen diskonterer vi de fremtidige kontantstrømmene fra selskapet, justert for selskapets gjeld og minoritetsinteresser for å finne nåverdien. Mer detaljerte beskrivelser av modellene finner du i kapittel 12. Begge metodene er ekvivalente, og ved konsistent bruk vil begge metodene gi det samme estimat ved bruk av en konvergensprosedyre.

Ettersom verdiestimer er subjektive vil det være noe usikkerhet knyttet til verdiestimatet. Dermed vil utarbeider man gjennomføre en sensitivitets- og simuleringsanalyse for å identifisere avgjørende og kritiske variabler som kan påvirke verdiestimatet. Verdiestimatet kan videre benyttes for å utarbeide en handlingsstrategi for en investor. Estimatet kan også benyttes internt i selskapet i ulike sammenhenger [Knivsflå 1, 2017].

Denne verdsettelsesmetoden er ansett som den mest grunnleggende metoden. Metoden forutsetter at vi har tilgang til selskapets historiske data, og en god innsikt i de underliggende økonomiske forholdene. Metoden er svært grundig og en tar hensyn til svært mange forhold, men dette fører også til at metoden er svært tidkrevende [Sander, K. 2016a]. For at det skal knytte seg minst mulig usikkerhet til verdiestimatet så må man ha god tilgang til de historiske dataene, og god mulighet til å predikere fremtidige verdier. I et oppstartsselskap har man liten eller ingen tilgang til historisk data, og det er også vanskelig å predikere de fremtidige kontantstrømmene. I selskaper som har kommet lengre i livssyklusen har man ofte god tilgang på historiske data, og bedre muligheter til å predikere fremtidige kontantstrømmer. Dermed vil en fundamental verdsettelse av et veletablert selskap med stabile rammer gi et sikrere verdiestimat. Vi følger ikke Knivsflå sin argumentasjon om at en fundamental verdsettelsesteknikk ikke egner seg for bedrifter i en tidlig livssyklus [Knivsflå 1, 2017].

4.2 Komparativ verdsettelse

I komparativ verdsettelse verdsetter man et selskap basert på sammenlignbare priser på tilsvarende selskaper eller eiendeler. I verdsettelsesteknikken benytter man gjennomsnittsprisen på sammenlignbare selskaper i samme bransje. Modellen forutsetter at aksjene og eiendelene prises korrekt på bransjenivå, men det er ingen forutsetning at hver

enkelt eierandel prises korrekt på individuelt nivå. Dersom ett eller flere selskaper priser eiendelene/aksjene feil over et kortsiktig perspektiv, vil sammenligningsgrunnlaget i bransjen gjøre det mulig identifisere og rette opp disse feilene over tid [Damodaran, 2012]. I Komparativ verdsettelse skiller man mellom to forskjellige metoder, direkte- og indirekte komparativ verdsettelse.

Den direkte metoden er bedre kjent som multiplikatormodellen. Multiplikatormodellen benytter børsverdien til komparative selskaper for å finne en verdi på egenkapitalen til det selskapet en ønsker å verdsette. Dersom selskapet er unikt i sin form vil det være vanskelig å finne et godt sammenligningsgrunnlag til å gjennomføre en slik analyse. Multiplikatorene kan både være resultat-, balanse-, kontantstrøm- og ikke-finansielt orientert. Typiske multiplikatorer som benyttes i praksis er Pris/Bok og Pris/fortjeneste [Knivsflå 21, 2017]. Multiplikatormodellen er den mest benyttede modellen i praksis på grunn av sin enkle oppbygging og lave kostnad sammenlignet med de andre verdsettelsesteknikkene. Modellen har også sine svakheter, da man blant annet tar forutsetninger om at det eksisterer sammenlignbare selskaper i markedet [Kallestad, Y. og Møller, B. 2016]. I tillegg til dette er modellen veldig følsom overfor svingninger og stemninger i aksjemarkedet. I praksis viser det seg at man i nedgangssykluser har en tendens til å undervurdere verdiene, mens i oppgangssykluser har man en tendens til å overvurdere verdier. Verdsetterens påvirkningskraft på verdiestimatet synes også å være stor med tanke på valgfriheten ved valg av selskaper som brukes i sammenligningsgrunnlaget [Knivsflå 21, 2017].

Multiplikatormodellen skiller seg fra den fundamentale verdsettelsen ved at man benytter markedsverdier i stedet for virkelige verdier. Når man benytter virkelig verdi tar man hensyn til selskapsspesifikke forhold som gjør at man kan generere større eller mindre kontantstrømmer enn tilsvarende bedrifter. I mange tilfeller vil virkelig verdi og markedsverdi være tilnærmet den samme, men i enkelte tilfeller kan man ha relativt store variasjoner, noe som skaper forskjeller i verdsettelsen av selskapet. Dermed argumenterer man for at multiplikatormodellen i enkelte tilfeller er mindre egnet til å verdsette selskaper over et lengre perspektiv. Multiplikatormetoden gir derimot et godt bilde av den underliggende økonomiske situasjonen per dags dato [Kallestad, Y. og Møller, B. 2016]

Som tidligere nevnt er multiplikatormodellens enkle oppbygging noe som gjør at den benyttes oftest i praksis. Modellen trenger både mindre regnskapsinformasjon og mindre bearbeidelse

av informasjonen. I følge Knivsflå er modellen den foretrukne metoden i oppstartsfasen jfr. figur 4.1, men modellen benyttes også ofte som subsidiær verdsettelsesmetode [Knivsflå 21, 2017].

Den indirekte metoden er bedre kjent som substansverdimodellen. I substansverdimodellen sammenligner man eiendeler og gjeld i et selskap med komparative eiendeler og gjeld i markedet for å finne et estimat på selskapets egenkapital. Modellen forutsetter at man har informasjon om alle eiendeler og all gjeld i selskapet. Egenkapitalverdien vil da være markedsverdien av alle eiendeler minus markedsverdien til all gjeld, denne verdien blir ofte omtalt som substansverdien. Ettersom at man må hente inn data om komparative eiendeler og gjeld anses denne modellen som mer tids- og kostnadskrevende enn multiplikatormodellen [Knivsflå 17, 2017].

I tillegg til dette står man også overfor flere av de samme utfordringene som ved bruk av den direkte metoden. Når man innhenter markedsverdien på gjeld og eiendelene er man påvirket av den generelle over-/undervurderingen av markedsverdiene. Markedsverdiene vil variere avhengig om man er i en oppgangs- eller nedgangssyklus. Dersom man har store unike eiendeler og/eller immaterielle eiendeler som er vanskelig å verdsette vil det være vanskelig å benytte seg av den indirekte metoden, ettersom man mangler et sammenligningsgrunnlag [Sander, K. 2016b]. Substansverdien benyttes oftest i en tilbakegangs- eller avviklingsfase jfr. figur 4.1, men kan også benyttes subsidiært i andre faser av bedriftens livssyklus [Knivsflå, 1, 2017]

4.3 Opsjonsbasert verdivurdering

Den tredje verdsettelsesmetoden er opsjonsbasert verdivurdering. Denne metoden tar utgangspunkt i den fundamentale verdivurderingen, men er en utvidelse av denne ved at man har som mål å eksplisitt bygge inn verdien av fleksibilitet. Det vil si at en opsjonsbasert verdivurdering er et supplement til den fundamentale verdivurderingen. I opsjonsbasert verdivurdering ønsker vi først å finne den statiske verdien etter fundamental metode, for å deretter legger til nåverdien av fleksibilitet. Nåverdien av fleksibilitet kan ses på som verdien av en eller flere realopsjoner [Knivsflå 22, 2017].

En opsjon kan forklares som en rett, og ikke en plikt til å kjøpe eller selge en underliggende eiendel på et gitt tidspunkt til en forhåndsbestemt pris. Det er to typer underliggende eiendeler, finansiell og driftsrelatert. Den finansielle kalles finansiell opsjon, og den driftsrelaterte kaller vi for en realopsjon [Kallestad Y. og Møller, B. 2016]. Det kalles en realopsjon fordi den er knyttet til realøkonomiske eiendeler, for eksempel en netto driftseiendel. En finansiell opsjon er knyttet til aksjer, valuta, og andre verdipapirer. I opsjonsbasert verdivurdering fokuserer man på nåverdien av realopsjoner for å finne verdien av fleksibiliteten. Videre skiller man mellom europeiske og amerikanske opsjoner. En europeisk opsjon kun kan utøves på et bestemt tidspunkt, mens en amerikansk kan utøves når som helst frem til et gitt tidspunkt. Man benytter som regel amerikanske opsjoner, og disse er mer verdifulle ettersom eieren av opsjonen har en større frihet når det gjelder utøvelsestidspunkt [Knivsflå 22, 2017].

Som nevnt er den fundamentale verdivurderingen en del av denne metoden. I en ren fundamental verdsettelse tas det hensyn til opsjoner, men vi skal ikke gå nærmere inn på det her. Problemet med opsjonsbasert er at man trenger detaljert informasjon om markedsverdier for de ulike realopsjonene, dette er informasjon som er vanskelig eller umulig å oppdrive. En annen ulempe ved å bruke denne metoden er risikoen for dobbeltregning. Det er viktig at en ikke tar med fleksibiliteten ved beregningen av den underliggende verdien (fundamentalverdien), da denne skal innkalkuleres separat [Sander, K. 2016c]. Fordelen med å benytte en opsjonsbasert verdivurdering er at vi kan ta hensyn til og innkalkulere den fleksibiliteten et selskap har. Ifølge Knivsflå egner denne metoden seg best for selskaper som er i avviklingsfasen i livssyklusen [Knivsflå 1, 2017].

4.4. Valg av verdsettelsesmetode:

Når det kommer til valget av verdsettelsesmetoden er det flere faktorer som spiller inn. Hvilken metode man velger er avhengig av både selskaps- og investor-spesifikke forhold. Typiske forhold som spiller inn blant selskapsspesifikke forhold er hvilken bransje selskapet opererer i, hvilken fase selskapet er i livssyklusen, fremtidsprognoser, og hvilke eiendeler det er mulig å observere og om man kan sette en verdi på disse [Knivsflå 1, 2017]. I tillegg til dette er det også viktig å fokusere på en investors interesse. Tidshorisonten til en investering er en veldig viktig faktor dersom man skal verdsette en bedrift. Ønsker man å investere på et langsiktig eller kortsiktig perspektiv? Man finner også visse begrensninger knyttet til hvor

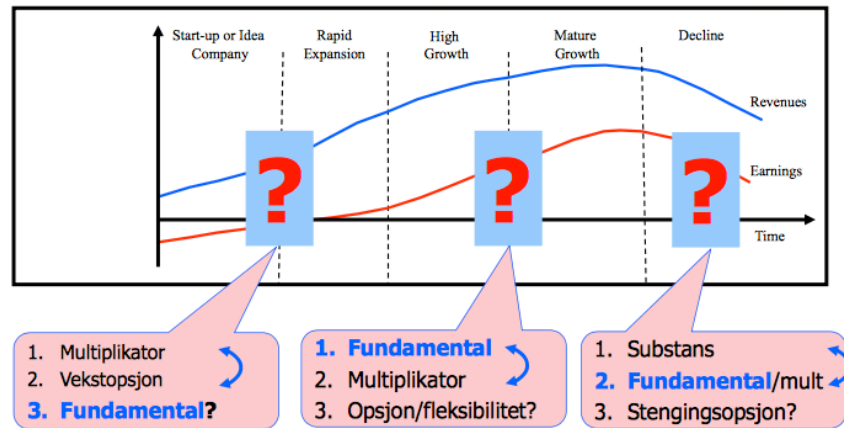
mye informasjon man har tilgjengelig om selskapet, og om denne informasjonen er pålitelig [Kallestad, Y. og Møller, B. 2016].

Da vi skulle velge verdsettelsesteknikk valgte vi å legge hovedvekt på bransjen selskapet opererer i, hvilken livssyklus bedriften er i, og om vi ønsket en modell med et langsiktig- eller kortsiktig perspektiv.

Etter de nye reguleringene på 1990-tallet opplevde bransjen i Norge en betydelig vekst som vi tidligere har nevnt. I perioden fra 1994-1998 hadde bransjen en gjennomsnittlig økning i volumet på slaktet laks på hele 15,4 % hvert år, mens man i de senere årene har opplevd en betydelig lavere vekst. I perioden fra 2012-2016 har man hatt en stillstand i antall tonn slaktet laks [Fiskeridirektoratet, 2017a]. Bransjen har gått fra en høy vekst på 1990-tallet til å ha en betydelig lavere vekst de siste årene. En lavere vekst skyldes naturlige begrensninger som tilgang på smolt, at næringen er konsesjonsbelagt, sykdommer osv. Ut ifra den betydelig lavere vekst tyder det på at bransjen er på vei inn i en modningsfase.

Norway Royal Salmon har derimot hatt en større vekst enn bransjen de siste 5 årene. I perioden fra 2012-2016 hadde selskapet en gjennomsnittlig årlig produksjonsvekst på 5,3 %, mens man i salgsavdelingen hadde en vekst på 3,2% årlig i samme periode [NRS, 2015a]. Selskapet har hatt en betydelig vekst siden børsnoteringen i 2011, noe som kan sees gjennom utviklingen av aksjekursen i figur 3.2. I det siste året har inntjeningen gått i været selv om produksjonen ikke har økt betraktelig, grunnet en høy laksepris. Selskapet enorme prisvekst på børsen det siste året på ca. 160% tyder på at selskapet er i en periode med høy vekst. Figur 4.1. angir at selskaper som er i en høy vekstfase eller som er inne i modningsprosessen, bør velge en fundamental verdsettelse som den primære verdsettelsesteknikken (Knivsflå 1, 2017).

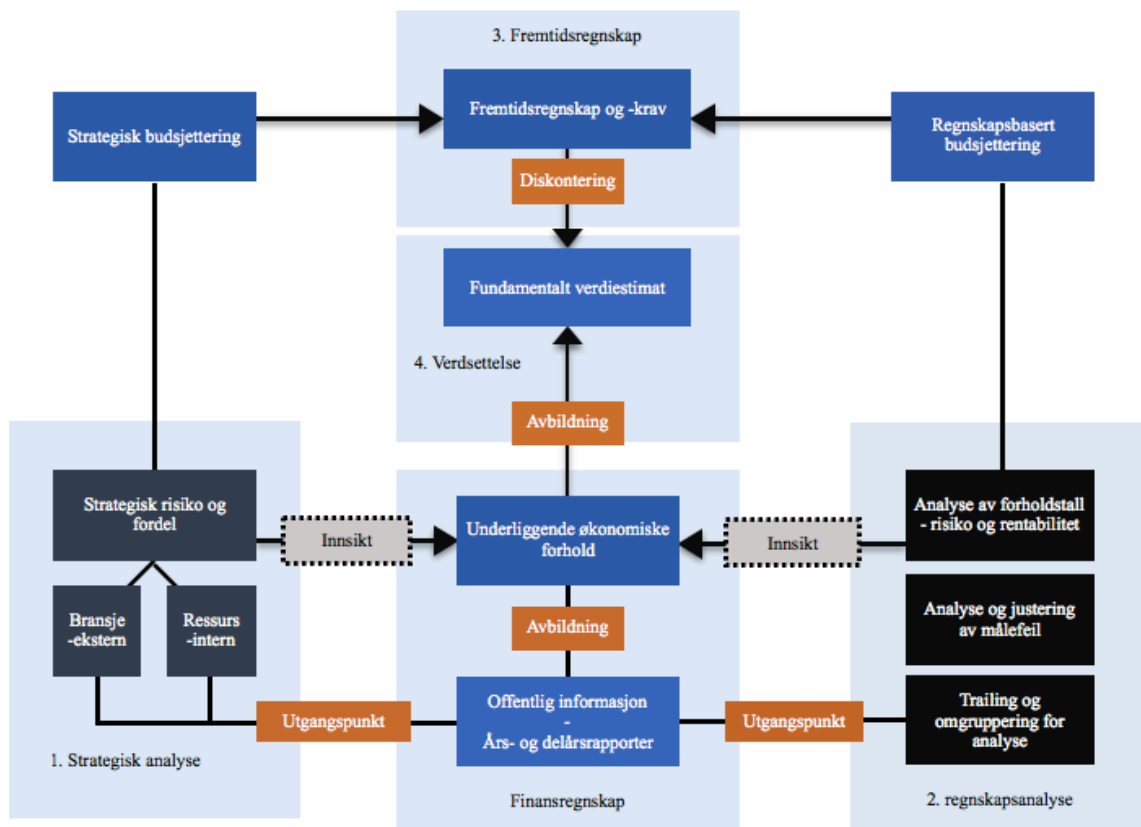
I tillegg til dette ønsket vi å ha et langsiktig perspektiv på investeringen noe som gjør at de komparative verdsettelsesteknikkene er mindre egnet som en primær verdsettelsesmetode. På bakgrunn av dette falt valget ned på en fundamental verdsettelsesteknikk. I tillegg til den fundamentale verdsettelsesmodellen, har vi valgt å benytte en komparativ verdsettelse som en supplerende verdsettelsesmetode. Valget falt på multiplikatormodellen da metoden er enkel å benytte, og modellen gir et godt “stillbilde” på bedriftens verdi.



Figur 4. 1. Valg av verdsettelsesteknikk etter livssyklus [Knivsflå 1, 2017]

4.5. Rammeverk for fundamental verdsettelse

I de følgende kapitlene vil vi gjennomføre en fundamental verdsettelse av Norway Royal Salmon. Vi har valgt å benytte oss av det fundamentale rammeverket utarbeidet av Kjell Henry Knivsflå, professor ved Norges Handelshøyskole. Rammeverket er presentert i figur 4.2. Som man kan se i figuren så består verdsettelsesprosessen i 4 steg, henholdsvis strategisk analyse, regnskapsanalyse, fremtidsregnskap og –krav, og verdsetting. Til slutt vil vi komme frem til en konklusjon der vi legger frem vår anbefalte handlingsstrategi for aksjen.



Figur 4. 2. Rammeverk for fundamental verdsettelse [Knivsflå 1, 2017]

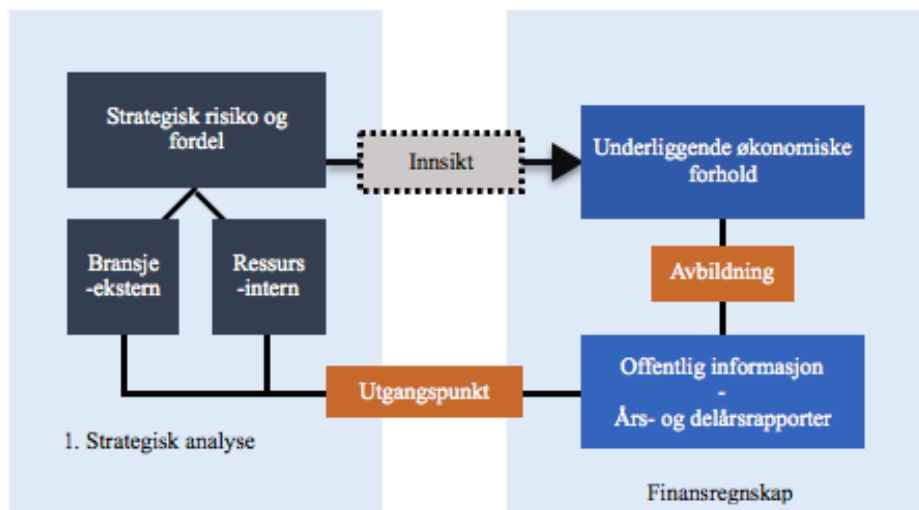
5. Strategisk analyse

“Strategisk analyse handler om å få bekreftet dynamikken i markedet, forstå egen posisjon og skape økt sikkerhet rundt valg. Ved hjelp av strategiske analyser kan virksomheter finne en realistisk målsetting for hvilken posisjon de bør ta, og bidra til å utvikle strategier for å nå denne.” [Deloitte, 2017a]. I den strategiske analysen vil vi gjennomføre en kvalitativ analyse av forhold knyttet til Norway Royal Salmon. Analysen har som formål å avdekke interne og eksterne faktorer som spiller inn på de underliggende økonomiske forholdene i NRS. Den eksterne analysen deles opp i makroøkonomiske- og bransjerelaterte forhold, mens den interne analysen baserer seg på selskapsspesifikke forhold. Ved hjelp av flere forskjellige analyseverktøy ønsker vi å avdekke NRS sin nåværende posisjon, fremtidige muligheter og utfordringer. Den strategiske analysen vil også være viktig i den videre utarbeidelsen av den kvantitative analysen og verdsettelsen av selskapet. I analysen vil vi kun basere oss på offentlig kjent informasjon.

5.1 Rammeverk

Det finnes mange forskjellige metoder å gjennomføre en strategisk analyse på, både for de interne og eksterne faktorene finnes det en rekke rammeverk å velge mellom. Nedenfor, i figur 5.1 har vi presentert et generelt rammeverk som illustrerer en anbefalt gjennomføring av den strategiske analysen [Knivsflå 2, 2017].

Vi har valgt å benytte en PESTEL-analyse for å kartlegge de makroøkonomiske faktorene som påvirker NRS. I tillegg vil vi benytte oss av analyseverktøyet “Porters fem krefter” for å analysere de bransjespesifikke forholdene. Disse to analyseverktøyene vil hjelpe å kartlegge eventuelle konkurransefortrinn som kan gi en varig lønnsomhets- og vekstfordel i oppdrettsbransjen. I den interne analysen er det det selskapet, og de interne faktorene man har fokus på. Formålet er å kartlegge eventuelle interne ressursfordeler som fører til at selskapet innehar et konkurransefortrinn innad i bransjen. For å analysere de interne faktorene har vi valgt å benytte oss av analyseverktøyet “VRIO”. Til slutt vil vi oppsummere de tre analysene i en SWOT-analyse. SWOT-analysen gir et bilde av NRS sine sterke sider, svake sider, muligheter og trusler. Formålet med analysene vil være å gi et godt bilde av bedriftens strategiske posisjon.



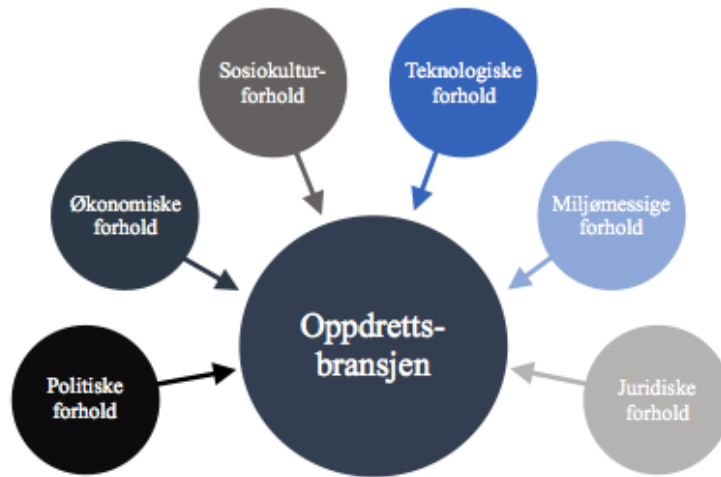
Figur 5. 1. Rammeverk strategisk analyse [Knivsflå 2, 2017]

5.2 Ekstern analyse

Gjennom den eksterne analysen ønsker man å danne seg et bilde av bedriften og dens omgivelser. Den eksterne analysen skal gi svar på de makroøkonomiske- og bransjespesifikke påvirkningsfaktorene. Analysene vil bygge på offentlig kjent informasjon, og mye av innholdet er allerede nevnt i kapittel 2 og 3 i oppgaven. I analysen vil man få en dypere forståelse om hvordan de forskjellige eksterne påvirkningsfaktorene spiller inn på NRS sin posisjon i markedet.

5.2.1 PESTEL-analyse

En PESTEL-analyse benyttes for å analysere de makroøkonomiske forhold i omgivelsene som påvirker bransjen, illustrert i figur 5.2. De ytre omgivelsene kartlegges for å få en bedre innsikt i bransjen posisjon i det totale markedet. Mange makroøkonomiske forhold er med på å sette begrensninger, men enkelte vil også åpne opp for muligheter som det kan dras fordeler av. PESTEL-analysen kartlegger seks forskjellige makroøkonomiske påvirkningsfaktorer, disse seks faktorene er: P - Political (Politiske forhold), E - Economic (økonomiske forhold), Sociocultural (sosiokulturelle forhold), Tecnological (teknologiske forhold), Environmental (samfunnsmessige forhold) og L - Legal (juridiske forhold) [Sander, K. 2017a]. Som man ser så baserer navnet PESTEL seg på forbokstaven på de seks påvirkningsfaktorene. Videre vil det bli gitt en analyse av de seks påvirkningsfaktorene basert på bransjeinformasjon fra kapittel 2, i tillegg til annen offentlig tilgjengelig informasjon.



Figur 5. 2. PESTEL-analyse av bransjemessige forhold [Sander, K. 2017a]

5.2.1.1 Politiske forhold

I Norge blir lover og regler vedtatt av Stortinget. Naturlig nok gjør dette at de politiske og juridiske forholdene har en tett sammenheng. Oppdrettsnæringen må etterstrebe de politiske vedtakene som gjøres for deres næring for å kunne drive oppdrett i Norge. I tillegg har man en rekke internasjonale politiske vedtak som må følges. Hovedfokuset i dette avsnittet vil være det norske konsesjonssystemet og handelsbarrierer.

Som tidligere nevnt er oppdrettsnæringen i Norge konsesjonsbelagt. Kort sagt vil det si at det kreves en tillatelse med strenge vilkår for å drive oppdrett av fisk i Norge. Man stiller strenge krav til det å drive bærekraftig, både i forhold til de miljømessige utfordringene og sikkerhetsmessige forhold. Selv om konsesjonslovgivningen har sitt utspring fra den første oppdrettsloven i 1973, er det akvakulturloven fra 2005 som regulerer dagens konsesjonssystem. Konsesjonssystemet sørger å holde useriøse aktører utenfor markedet, og sørger for en spredning av oppdrettsnæringen. Spredningen sørger for at utkant-Norge får opprettholdt eller tilført arbeidsplasser, og sørger for en begrenset påvirkning på de økologiske faktorene i Norges fjorder.

Konsesjonssystemet, sammen med akvakulturlovens forskrifter sørger også for at man til enhver tid vet hvor stor andel laks og annen oppdrettsfisk som oppholder seg i Norges fjorder [Nærings- og fiskeridepartementet, 2014a]. De siste to konsesjonsrundene var i henholdsvis 2009 og 2014, hvor det i 2014 ble utdelt såkalte grønne konsesjoner. Disse konsesjonene kommer vi tilbake til under miljømessige forhold.

Som tidligere nevnt blir mesteparten av den norske oppdrettslaksen eksportert ut av landet. Dermed er oppdrettsbransjen sterkt påvirket av internasjonale politiske forhold. Gjennom årenes løp har norsk laks vært utsatt for ulike tollbarrierer og handelsboikotter. Eksempelvis innførte USA en straffetoll på norsk laks på 24 % i 1991, etter beskyldninger om dumpingpriser i det amerikanske markedet. Straffetollen ble opprettholdt helt frem til 2012 [NRK, 2012a].

Tidligere har også EU spekulert i om de skal innføre en straffetoll på norsk laks, for å beskytte sine “egne” oppdrettere i Skottland og Irland. En straffetoll i EU ville vært kritisk for den norske oppdrettsnæringen, da EU er den største importøren av norsk laks. Til lykke for den norske oppdrettsnæringen ble ikke omdiskuterte straffetollen innført. Likevel har man hatt perioder der man har operert med en minstepris på laks i EU-sonen [Aftenposten, 2006].

I de siste årene har oppdrettsnæringen opplevd handelsboikotter fra Russland og Kina. Etter nobelprisutdelingen til den kinesiske dissidenten Liu Xiaobo i 2010 fikk man et kjølig politisk forhold mellom Norge og Kina. Kina valgte å innføre en rekke restriksjoner på norske varer, og oppdrettsnæringen ble spesielt hardt rammet grunnet et importforbud på norsk laks. I den senere tiden har forholdet mellom Kina og Norge myknet opp, og Kina har åpnet opp for normalisert handel mellom landene [SSB, 2012a].

I 2015 innførte Russland et importforbud av norsk laks. Russlands importforbud fikk ganske store konsekvenser for den norske oppdrettsnæringen. I nord ble man hardest rammet, da Russland var den største importøren av laks fra de nordligste fylkene. Dermed ble selskapene avhengig av å skaffe nye kunder, og transporten ble betydelig forlenget for oppdretterne i regionen. Dette er en aktuell problemstilling for NRS, ettersom selskapet har den største andelen av oppdrettsvirksomheten i Troms og Finnmark. Likevel ser vi at handelsboikottene har hatt mindre virkning enn først fryktet, hvilket skyldes en økt etterspørselen i andre land. I tillegg har det vist seg at endel norsk fisk blir solgt via Hviterussland, Polen eller de baltiske landene, for å så ende opp i Russland [NRK, 2014b].

5.2.1.2 Økonomiske forhold

Laksenæringen blir påvirket av mange forskjellige økonomiske faktorer. I dette avsnittet har vi valgt å se nærmere på de fire økonomiske faktorene vi anser som mest kritiske for oppdrettsbransjen: lakseprisen, valutakurser, rentenivå og BNP.

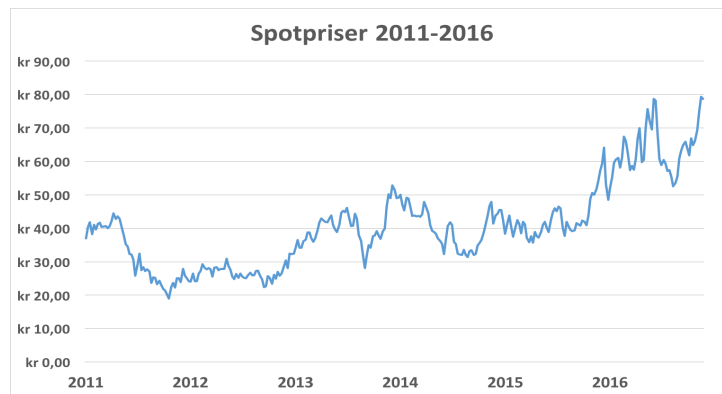
Laksepris:

Den viktigste økonomiske faktoren i oppdrettsbransjen er lakseprisen, ettersom lakseprisen er den enkeltfaktoren som har størst påvirkning på oppdrettsselskaperenes inntjening. Lakseprisen fluktuerer mye fra uke til uke, og i 2016 har man hatt en laksepris på tett opp mot 80 kroner, hvilket er den høyeste gjennomsnittsprisen noensinne. Kun på 80-tallet har man relativt sett hatt en høyere laksepris, dersom man omregner datidens kjøpekraft om til nåtidens kroner og øre.

Lakseprisen bestemmes av to faktorer, tilbudet og etterspørselen. På tilbudssiden har vi oppdrettsselskaper/salgsfirmaer, mens etterspørselssiden består av kunder/importører. Dersom man gjennomfører en analyse av den historiske sammenhengen mellom etterspørselen og prisen, så ser man at det er etterspørselen som styrer prisen, ikke prisen som styrer etterspørselen. I de siste årene har etterspørselen etter oppdrettslaks økt mer enn tilbudet, dette har igjen ført lakseprisen til himmels.

Den enorme prisveksten vi har sett det siste året skyldes dermed en ulik vekst i tilbud og etterspørsel. For å regulere tilbudsmarkedet må laksebransjen øke produksjonen. Produksjonen kan økes ved en økt smoltutsetting eller ved å etablere nye anlegg. Som nevnt i avsnitt 2.2, så tar det ca. 2-3 år å utvikle laks fra et egg til en slakteklar laks på 4-6 kg. Den tidkrevende prosessen, og begrensningene i konsesjonssystemet, gjør at etterspørselsoverskuddet ikke kan dekkes på kort sikt. I tillegg har bransjen store utfordringer knyttet til sykdomsutbrudd, rømming osv., hvilket fører til at man ikke kan regulere tilbudet i markedet slik man ønsker.

På Oslo Børs har man en egen indeks for oppdrettslaks kalt Fish Pool Index AS. Indeksen benytter markedsdata for å finne frem til daglige spotpriser på laks. Spotprisene blir utarbeidet ved å benytte data fra NASDAQs Salmon Index, SSB Customer Statistics og Fish Pool European Buyers Index, der de tre blir vektet med henholdsvis 85%, 10%, og 5%. I figur 5.3 nedenfor ser man en oversikt over spotpriser i perioden 2011-2016.

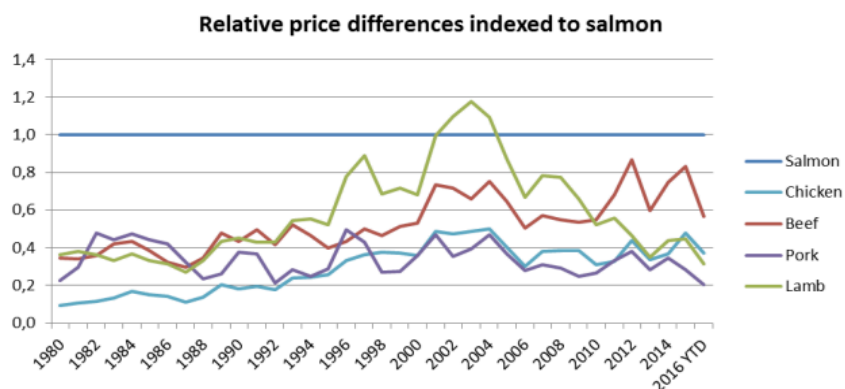


Figur 5. 3. Spotpriser i perioden 2011-2016 [Fish Pool, 2017c]

BNP:

For eksportnæringer er økonomien i importlandene viktig. Bruttonasjonalprodukt (BNP) uttrykker verdiskapningen i ett land over en periode på ett år. BNP per innbygger og utviklingen i BNP blir sett på som viktige indikasjonsfaktorer på velstanden og velstandsutviklingen i landet. Forholdstallene gir et uttrykk for innbyggernes kjøpekraft og hvordan denne utvikles over tid.

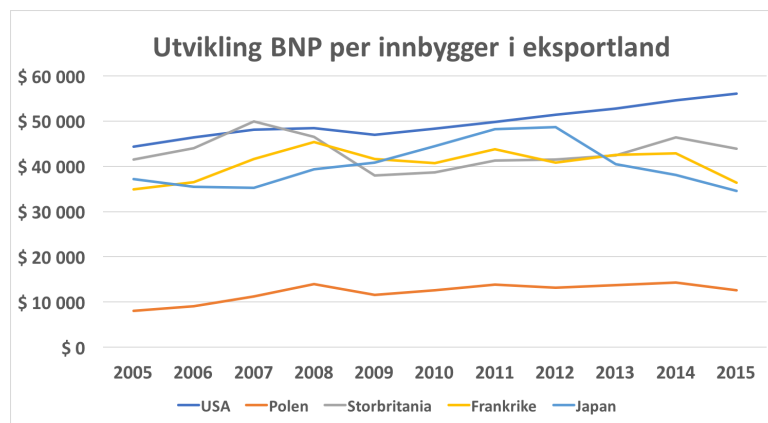
Mat er en essensiell gode man trenger for å overleve, og den store befolkningsveksten gjør at man er avhengig av å finne bedre måter å produsere mat på. Selv om mat er en nødvendighet, er det ikke slik at laksen er livsnødvendig. Laksen er næringsrik og en god kilde til vitaminer og mineraler, men er å anse som en luksusvare. Figur 5.4 underbygger denne påstanden.



Figur 5. 4. Relative prisforskjeller på kjøtt i forhold til laks i perioden 1980-2016 [Marine Harvest, 2016a]

Laksen blir generelt sett eksportert til land med høy velstand. Dermed vil velstandsutviklingen i eksportlandene være en viktig faktor for etterspørselen av norsk laks. Etterspørselen etter laks/luksusprodukter kan på mange måter sammenlignes med en students

hverdag. En student lever på et relativt stramt budsjett, noe som gjør at man er avhengig av billigprodukter som “First Price” for å holde seg innenfor budsjetttrammene. Etter at studenten har fullført sin grad, og begynt å jobbe, vil studenten ha større økonomisk fleksibilitet. Dermed vil luksusprodukter som “Jacobs Utvalgte” være mer tiltalende. På samme måte vil etterspørselen etter laks (Jacobs Utvalgte) øke da velstanden blant innbyggeren i eksportlandene øker (fått seg jobb). I Figur 5.5 ser man utviklingen i BNP blant noen av de viktigste eksportlandene for norsk laks.

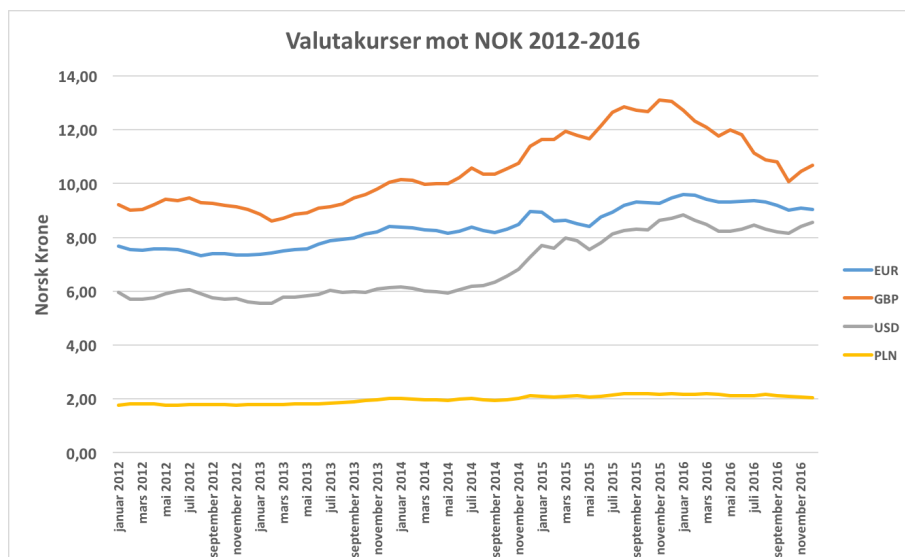


Figur 5. 5. Utvikling BNP per innbygger i viktigste eksportlandene i perioden 2005-2015 [World Bank, 2017c]

Valutakurser:

Som tidligere nevnt utgjør eksporten litt over 90 % av det totale salget av oppdrettslaks fra Norge. Med andre ord vil svingningene i valutakurser påvirke lønnsomheten i laksebransjen. Generelt sett ønsker eksportbedrifter en svak krone, noe som gir importørene større kjøpekraft, og de norske eksportørene får flere norske kroner per utenlandske valuta. Den norske valutakursen blir påvirket av mange forskjellige faktorer. Oljeprisen og veksten i BNP på fastlandet er to faktorer som påvirker valutakursen på en lengre sikt, mens spekulasjon og rentedifferanser mot utlandet virker å påvirke kursen på en kortere sikt. I figur 5.6 viser vi utviklingen i valutakursen mellom NOK og de fire utenlandske valutaene USD, EUR, GBP og PLN.

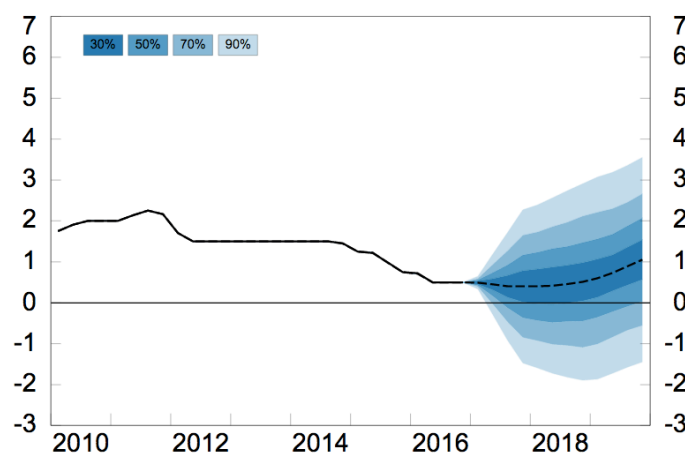
I figur 5.6 så ser man relativt store svingninger i valutakursene de siste 5 årene. Den norske kronen har svekket seg siden 2012, dette kan sees i sammenheng med den svake oljeprisen og den økonomiske stagnasjonen i norsk økonomi. Den amerikanske dollaren er den valutaen som har styrket seg mest i forhold til den norske kronen. I tillegg er det verd å merke seg at GBP har svekket seg med godt over 1 krone siden Brexit i juni 2016.



Figur 5. 6. Valutakurser mot NOK 2012-2016 [Norges Bank, 2017g]

Rentenivå:

Oppdrettsnæringen er en kapitalintensiv bransje. Bransjen har en relativt høy gjeldsgrad, hvilket fører til at rentenivået i markedet har en ganske stor påvirkning på selskapenes årsresultat. Rentenivået blir direkte påvirket av styringsrenten. “Styringsrenten (foliorenten) er den renten bankene får på sine innskudd i Norges Bank” [Norges Bank, 2017a]. Forenklet settes styringsrenten høyt i gode økonomiske perioder og lavt i dårlige økonomiske perioder. Med andre ord brukes styringsrenten som en regulator på den norske økonomien. Per dags dato er styringsrenten historisk lav, helt nede på 0,5 % [Norges Bank, 2017b]. I figur 5.7 viser vi de siste seks års historiske utvikling, og potensiell fremtidig utvikling i styringsrenten.



Figur 5. 7. Norges Bank styringsrente 2010-2018 [Norges Bank, 2017a]

5.2.1.3 Sosiokulturelle forhold

I dag lever det over 7 milliarder mennesker på jordkloden, og befolkningen er i stadig vekst. Med en befolkningsvekst på dagens nivå, vil vi passere 9 milliarder mennesker i 2050 [FN, 2016]. Befolkningsveksten fører også til en økning i verdens matbehov. Per dags dato produseres det nok mat til at hele verdens befolkning kan mettes, men likevel er det over 800 millioner mennesker som lider av sult. Sultproblemene skyldes skjevfordelingen av verdens ressurser. Dersom befolkningen øker til 9 milliarder mennesker, vil det kreve at matproduksjonen økes med 60% for å dekke verdens matbehov [Norad, 2014]. Spørsmålet blir da: Hvor skal denne maten produseres?

I dag produseres hele 95% av all mat på land. 70 prosent av jordkloden består av hav, likevel produseres kun 5% av maten i havet. Dermed er det i havet man finner det største utviklingspotensialet for å dekke fremtidig matbehov. For å løse de økende ernæringsproblemene i verden holder det ikke å gjøre folk mette, folk må også få i seg mat med riktig næringsinnhold. Det er her oppdrettsnæringen kan komme inn i bildet da sjømat er en svært god kilde til de rette næringsstoffene. Fisk inneholder mange av de næringsstoffene et menneske trenger for vekst og utvikling [NRS, 2017g].

I dagens vestlige samfunn har det blitt et større fokus på å spise sunt og ha en sunn livsstil. Laksens sunne egenskaper har ført til at den har blitt en naturlig del av den vestlige helsetrenden. Det er liten grunn til å tro at helsefokuset vil endre seg i betydelig i fremtiden. På bakgrunn av økt matbehov i fremtiden, og den vestlige helsetrenden, mener vi at laksebransjen vil oppleve en økt etterspørsel i fremtiden. Laksen er allerede en etterspurt vare i over 100 land, og det serveres over 14 millioner måltider laks hver eneste dag [Laks, 2017].

5.2.1.4 Teknologiske forhold

Utvikling og innovasjon viktig for å holde tritt med de krav som stilles av myndigheter, eiere og samfunnet. Eierne ønsker profitt på sine investeringer, mens myndigheter og samfunnet ønsker at man opprettholder visse miljø- og samfunnsstandarder. Oppdrettsselskapene har gått fra å være små selskaper som opererer med én konsesjon, til å bli store milliard-konserner. Selskapene har hele tiden hatt fokus på å holde kostnadene nede på et minimalt nivå for å være konkurransedyktige i en presset bransje. Etter press fra blant myndigheter og interesseorganisasjoner har oppdrettsbedriftene også fått ett stadig større fokus på bærekraftig utvikling.

Flere av de store oppdrettsselskapene har egne FoU-avdelinger. FoU-avdelingen forsøker å utvikle nye måter å drive oppdrett på, som skal tilfredsstillende kravene til kostnadseffektivt og bærekraftig utvikling. Myndighetene legger også til rette for den bærekraftige utviklingen ved å tildele konsesjoner og andre støttende tiltak til bedrifter som jobber effektivt mot en bærekraftig utvikling i bransjen.

I oppdrettsnæringen forskes det på en rekke forskjellige områder, blant annet: steril fisk, forskjellige typer fôr, lysforhold, temperaturforhold, utvikling av nye produksjonsprosesser, sykdomsbekjempelse og ikke minst nye og revolusjonerende måter å drive oppdrett på. De metodene man har kommet lengst med den siste tiden er utviklingen av lukkede anlegg på land og nedsenkbare merder til havs. Dersom disse metodene blir kostnadseffektive, vil man redusere mange av de miljømessige påvirkningene på de geografiske områdene man driver med oppdrett. Et annet tiltak som vil bidra til mindre miljømessig påvirkning er bruken av steril fisk. Steril laks blitt sett på som en effektiv måte å hindre oppdrettslaks å påvirke villaksen sin genetikk.

5.2.1.5 Miljømessige forhold

Som et ledd i fokuset på en bærekraftig utvikling i samfunnet, har oppdrettsnæringen en rekke potensielle miljøproblemer de må ta hensyn til. Regjeringen lanserte i 2009 en strategi for å gjøre oppdrettsnæringen mer bærekraftig. Strategien lanserte fem satsningsområder der oppdrettsbransjen må forsøke å minimere de miljømessige påvirkningene. Disse områdene er genetisk påvirkning, forurensing/utslipp, sykdom, arealbruk og fôrressurser [Laksefakta, 2017a].

En stor utfordring for oppdrettsnæringen er rømming av laks. Rømming kan forekomme på grunn av teknisk svikt i anleggene, feil bruk av utstyr, fartøyer og propeller som gjør skade på nota, eller voldsomt uvær som ødelegger/skader anleggene. Rømming utgjør, utenom økonomisk tap for bedriften, en skade på miljøet. Skaden oppstår da oppdrettslaksen, som er tilpasset et liv i et oppdrettsanlegg, går i lakseelver i nærområdet og blander seg med villaksen. Dersom de gyter sammen med villaksen, vil de få lakseyngel med manglende evne til å klare seg i naturen [Reddvillaksen, 2017]. For å redusere faren for rømming, stilles det en rekke krav til oppdrettsselskapene. Det skal føres daglig tilsyn med fisk og installasjoner. Akvakulturforskriften setter krav til de ansvarlige ved anleggene. De ansvarlige skal ha den nødvendige kunnskapen for å hindre, oppdage, og begrense rømming av fisk, og det skal til

enhver tid foreligge en beredskapsplan om hvordan rømming kan oppdages, begrenses, og hvordan rømt fisk kan fanges på en mest mulig effektiv måte [Laksefakta, 2016b].

Lakselusen er ett stort problem for oppdrettsnæringen. Lakselus lever naturlig i havet, og er en naturlig del av økosystemet. Det er en parasitt som lever og formerer seg på laks og sjøørret i saltvann. Den er skadelig for laksen ved at den gir sår, og potensielle infeksjoner som påvirker saltbalansen i fisken. Den påvirker riktignok ikke kvaliteten og mattryggheten på laksen. Ved oppdrettsanlegg får lusene flere verter, og dermed enklere muligheter til å formere seg og spre seg videre. Det er satt i gang en rekke tiltak for å redusere lusnivået i oppdrettsanleggene, da et for høyt nivå kan spre sykdommer, og i verste fall utrydde ville laksestammer [Laksefakta, 2016c].

Når det gjelder forurensing og utslipp fra oppdrett er det tilførsel av næringssalter, og bruk av kobber og kjemikalier som utgjør de største problemene. Fra fiskefôr og fiskens avføring kommer det næringssalter som kan gi økt algevekst og føre til overgjødning av havbunnen. Problemet er spesielt utbredt i områder med lav vannutskiftning. Myndighetene har innført tiltak for å redusere forurensningen ved å stille krav til bedre fôringsrutiner og økt overvåkning av miljøforholdene [Miljødirektoratet, 2014].

For å hjelpe bransjen mot en bærekraftig utvikling har myndighetene opprettet en rekke støttende tiltak. I dette avsnittet skal vi se nærmere på de såkalte grønne konsesjonene. Grønne konsesjoner har som formål å redusere oppdrettsbransjens miljømessige påvirkninger på økosystemet. Hovedfokuset er å redusere genetisk påvirkning og spredning av lakselus. De grønne konsesjonene blir lagt ut på anbud der oppdrettselskapene kan søke på de forskjellige konsesjonene. Konsesjonene deles inn i tre grupper A, B, og C, der det stilles ulike krav til de forskjellige gruppene. Konsesjonene blir utdelt av fiskeri- og kystdepartementet, og det stilles høyest krav til konsesjonene i gruppe A [Fiskeridirektoratet, 2016].

5.2.1.6 Juridiske forhold

De juridiske forholdene har en sterk tilknytning til de politiske forholdene. I oppdrettsnæringen må man forholde seg til både nasjonal og internasjonal lovgivning. Hele 91 % av oppdrettslaksen som produseres i Norge ble solgt ut av landet, og dermed ser man viktigheten av å overholde de internasjonale reglene. Den viktigste eksportpartneren er EU,

og dermed vil EU sine lover og regler bli vektlagt i redegjørelsen av den internasjonale lovgivningen.

Nasjonal lovgivning

I dag er oppdrettsnæringen regulert av en rekke lover og forskrifter. I 1985 trådte den første permanente oppdrettsloven i kraft. Etter en rekke revideringer i loven fra 1985 så man seg nødt til å lage en ny lov, og i dag er det akvakulturloven fra 2005 som er det gjeldende regelverket. Akvakulturloven har fokus på bærekraftig utvikling av næringen, og regulerer forhold som: konsesjoner, arealutnyttelse og miljømessige faktorer. Fokuset på den bærekraftige utviklingen kan sees gjennom lovens formål. "Loven skal fremme akvakulturnæringens lønnsomhet og konkurransekraft innenfor rammene av en bærekraftig utvikling, og bidra til verdiskaping på kysten" [Nærings- og fiskeridepartementet, 2005].

I tillegg til akvakulturloven så har man en rekke andre lover og forskrifter som næringen må forholde seg til. Av disse er det verd å nevne laksetildelingsforskriften, som blant annet regulerer maksimalt antall biomasse i merdene og hvordan søknadsprosessen rundt en konsesjon skal foregå [Nærings- og fiskeridepartementet, 2004]. NYTEK-forskriften, som regulerer den tekniske standarden til de flytende anleggene [Nærings- og fiskeridepartementet, 2012]. I tillegg har følges dyrevelferdsloven, som har formål å sørge for en human behandling av laksen. I 2012 utarbeidet man også en forskrift om bekjempelse av lakselus.

Mattilsynet og fiskeridirektoratet har også stilt en rekke ulovfestede krav, som f.eks. krav knyttet til to-årsplaner, sykdomsbekjempelse, saltinnhold i vannet, vannkvalitet, brakkelegging av anlegg, transport osv. I tillegg til egne kontroller av anleggene har man også uavhengige kontroller som gjennomføres i regi av mattilsynet. Kontrollene skal avdekke eventuelle avvik fra de kravene som er satt, og eventuelle feil i informasjonen selskapene rapporterer til myndighetene.

Internasjonal lovgivning

Norge har et handelssamarbeid med EU, og vi er dermed bundet gjennom EØS-avtalen. Gjennom EØS-avtalen forplikter vi oss til å implementere enkelte lover og regler som er gjeldende i EU-sonen. EØS-avtalen har blant annet ført til at vi har implementert hele EU sitt

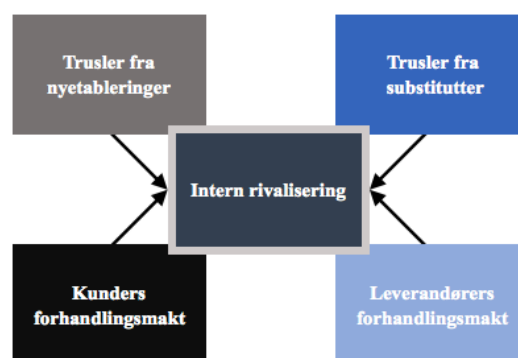
regelverk knyttet til mattrygghet. Dermed må de norske lakseprodusentene følge EU sitt regelverk for varestandarder og kvalitetskrav [Utenriksdepartementet, 2015]. I tillegg til det implementerte regelverket blir oppdrettsnæringen påvirket av EUs protokoll 9. Protokoll 9 regulerer handelen av fisk med EU-land. Protokollen angir et generelt tollfritak på hvitfisk som torsk, sei, hyse og kveite. Oppdrettslaksen har derimot en tollsats på 2% [Norges sjømatråd, 2017]. Oppdrettsnæringen blir også regulert av fiskebrevet fra 1973 og de forskjellige kompensasjonsavtalene fra 1995, 2004 og 2006 [Tollvesenet, 2017].

5.2.1.7 Oppsummering PESTEL-analyse

Ved hjelp av PESTEL-analysen har vi identifisert og kartlagt ulike makroforhold som påvirker oppdrettsbransjens lønnsomhet. Kort oppsummert kan vi si at politiske forhold og lovgivning har stor påvirkning på bransjen. De miljømessige forholdene knyttet til lakselus og sykdommer virker også å være en stor utfordring for fremtidig vekst og lønnsomhet. I tillegg vil politiske forhold som handelsboikotter, økonomiske forhold som laksepris, sosiokulturelle forhold knyttet til befolkningsvekst, og diverse teknologiske forhold knyttet til utvikling, være med på å prege fremtidens oppdrettsbransje.

5.2.2 Porters fem krefter

Vi har valgt å benytte Porters fem krefter for å avdekke en eventuell bransjefordel. Sammen med PESTEL-analysen utgjør porters fem krefter vår eksterne analyse. Porters fem krefter er en konkurranseanalyse der bransjen, ifølge modellen, oppnår et konkurransefortrinn ved å posisjonere seg riktig ovenfor fem konkurransekrefter. Disse fem kreftene er: trussel fra nyetableringer, trusler fra substitutter, kundenes forhandlingsmakt, leverandørers forhandlingsmakt, og intern rivalisering [Sander, K. 2017b], se figur 5.8. I dette delkapittelet vil vi først se nærmere på de ulike kreftene, og hvordan de påvirker oppdrettsbransjen.



Figur 5. 8. Rammeverk Porters fem krefter [Sander, K. 2017b]

5.2.2.1 Trusler fra nyetableringer

Ifølge Porter, påvirker nyetablerte selskaper konkurranseintensiteten i bransjen. Dersom det er lett å etablere seg i bransjen, vil en større andel tilbydere være en trussel for allerede etablerte aktører. Nye tilbydere vil videre kunne påvirke prisen og superrentabiliteten i bransjen. Vi skal dermed se nærmere på hvor lett det er å etablere seg for nye aktører i oppdrettsbransjen, og om oppdrettsbransjen innehar noen betydelige etableringsbarrierer.

Som nevnt i delkapittel 5.2.1.1 og 5.2.1.6 er oppdrettsbransjen styrt av en rekke politiske og lovmessige krav. Å drive oppdrettsvirksomhet er konsesjonsbelagt, og det stilles store krav til å drifte virksomheten på en bærekraftig måte. Ervervelse av konsesjoner krever også en stor kapitaltilgang, og markedsprisen for en konsesjon har økt enormt de siste årene. I konsesjonsfordelingsrunden i 2009, var vederlaget for en konsesjon på 8 millioner kroner. Siden den gang har en rekke av konsesjonene blitt solgt videre. Enkelte av konsesjonene ble senere solgt for hele 60 millioner kroner [VG, 2014]. Konsesjonsprisen, de omfattende kravene, og posisjonen til de etablerte selskapene skaper store inngangsbarrierer i oppdrettsnæringen.

Lukkede landbaserte oppdrettsanlegg er i oppstartsfasen. Anleggene er ikke kostnadseffektive enda, på grunn av høye etableringskostnader, dårlig utvikling av laksen, og høy dødelighet. Likevel forsøker myndighetene å oppmuntre til å utvikle lukkede landbaserte anlegg ved å tildele gratis konsesjoner, og ved å tilføre kapital med andre støttende tiltak [Sysla, 2016]. Dersom man lykkes i utviklingen av lukkede anlegg kan det tenke seg at produksjon i lavkostland blir mer utbredt. Med dette mister Norge sitt konkurransefortrinn, noe som videre vil svekke lønnsomheten i den norske bransjen. Per dags dato er de landbaserte anleggene ingen reell trussel mot den norske næringen, men dette kan endres på lang sikt [Sysla, 2015].

På bakgrunn av de store etableringsbarrierene i oppdrettsbransjen anser vi trusselen fra nyetableringer som lav. Dersom man klarer å utvikle de landbaserte oppdrettsanlegg til å bli kostnadseffektive, vil dette påvirke konkurransesituasjonen, og den norske oppdrettsnæringen vil trolig kunne miste sitt konkurransefortrinn.

5.2.2.2 Trusler fra substitutter

Den neste konkurransekraften i femfaktormodellen er trusler fra substitutter. Et substitutt blir definert som en erstatning for noe, dvs. at et substitutt tilfredsstiller det samme behovet som

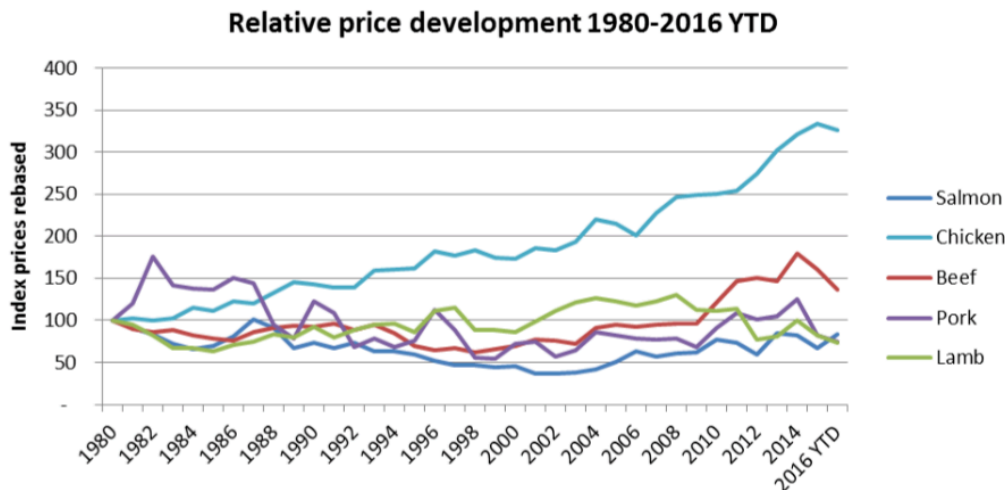
det gjeldene produktet. Vi er interessert i å kartlegge oppdrettslaksens substitutter, og omfanget av trusselen substituttene skaper. Trusselen fra et substitutt er avhengig av tre faktorer: produktdifferensiering, pris, og byttekostnader for kunden [Sander, K. 2017b].

Laks er næringsrik mat, og god kilde til protein. Dermed kan vi tenke oss at all protein- og næringsrik mat er ett substitutt for oppdrettslaksen. Proteinrik mat er et svært vidt begrep, men de nærmeste substituttene kommer fra landlige dyr som kylling, storfe, svin, og. Av proteinrike matkilder i verden konsumeres det hele 33 % fra landlige dyr, mens det kun konsumeres 6,5 % fra fisk [Marine Harvest, 2016a]. Det som skiller laksen fra de landlige dyrene, er dens høye innhold av omega 3-fettsyrer, D- og B1-vitaminer, og mineraler Dens høye næringsinnhold, og den økte helsetrenden har ført til at laksen har blitt en svært etterspurt vare [Godfisk, 2017].

Laksen har også andre nærliggende substitutter i andre fiskearter og sjømat. Torsk, sei, makrell, sild, og ørret er fiskearter det konsumeres mye av, og disse har også et høyt innhold av viktige næringsstoffer. Av de nevnte artene er det kun ørreten man har klart å drive kommersielt oppdrett av. Man har også forsøkt å drive oppdrett av torsk og kveite, men dette har vist seg å være problematisk. Torskelarver, og andre marine fiskelarver har mer komplekse krav til ernæring. De har behov for levende fôr i form av dyreplankton, og kan dermed ikke leve av tørrfôr i de tidlige livsstadiene. [NIFES, 2014].

Enkelte av fiskeartene er sesongbestemte, hvilket fører til varierende tilgang gjennom året. Tilbudet av oppdrettslaks er derimot ganske stabil gjennom året. I tillegg skiller laksen seg fra de magrere fiskeartene, som torsk, ved at laksen har ett større innhold av omega 3-fettsyrer. Den største forskjellen finner man likevel i smak og eksklusivitet. Laksen anses av mange som en meget god matfisk som egner seg i alt fra sushi til fiskegryte.

Som tidligere nevnt er prisen en meget viktig faktor. I absolutte verdier, så er laks dyrere enn andre proteinkilder. Utviklingen viser likevel at laksen har blitt billigere i forhold til den relative prisutviklingen siden 1980 [Marine Harvest, 2016a], se figur 5.9.



Figur 5. 9. Relativ prisutvikling kjøtt i perioden 1980-2016 [Marine Harvest, 2016a]

Oppsummeringsvis er det verdt å nevne at laksen er å anse som en luksusvare. Dersom man ønsker en billig kilde til proteiner, så styrer man trolig unna laks. Likevel så ser man at laksen har blitt relativt billigere siden 80-tallet enn mange andre proteinkilder. Videre har man en rekke andre substitutter innenfor sjømatindustrien. Selv om prisen har skutt i været det siste året, har ikke etterspørselen etter laks falt på verdensbasis, hvilket tyder på at man ikke anser substituttene som fullverdige substitutter. Laksens helsebringende effekter gjør også at varen er mer attraktiv. Dermed anser vi truslene fra substitutter som moderate.

5.2.2.3 Kunders forhandlingsmakt

Oppdrettsselskapenes kunder kan i all hovedsak deles opp i direkte og indirekte kunder. Oppdrettsselskapene selger sjeldent produkter direkte i butikk, med mindre man har en integrert foredlingsaktivitet i selskapet, slik som Lerøy Seafood. Oppdrettsselskapenes direkte kunder vil da i all hovedsak bestå av grossister, detaljhandlere, restauranter og foredlingsindustrien. Den indirekte kunden vil da f.eks. være kjøperen av ferdig foredlet laks i butikk, eller en kunde på en sjømatrestaurant. Foredlingsindustrien er oppdrettsselskapenes største kunde. Foredlingsindustrien i Europa består av mange små aktører. Dette fører til at foredlingsindustriens markedsrett er liten [Marine Harvest, 2016a].

Laksens homogenitet gjør at det er vanskelig å skille laks fra de ulike produsenter. Enkelte produsenter reklamerer med forskjellige sertifiseringer og lignende, men en laks produsert av Marine Harvest er tilnærmet lik en laks produsert av NRS. Med andre ord så vil det være

svært lite som differensierer produktene, og dermed vil byttekostnadene være svært lave. Lave byttekostnader gjør at kundene står fritt til å velge det selskapet som tilbyr den beste prisen/rammevilkårene. Homogeniteten og den lave markedsmakten til foredlingsindustrien gjør at vi anser trusselen fra kunder som moderat.

5.2.2.4 Leverandørers forhandlingsmakt

Når snakker om leverandørenes forhandlingsmakt, blir forholdene i forrige delkapittel snudd på hodet. Nå er det oppdrettsselskapene som er kundene og leverandørene som er tilbyder av produktene. Leverandørenes forhandlingsmakt blir styrt av hvor stor makt leverandørene har på å påvirke prisene og betingelsene i bransjen. Leverandørmaktens omfang baserer seg på antall leverandører, muligheten for substitutter, oppdrettsselskapenes størrelse, byttekostnader, og produktdifferensiering [Sander, K. 2017b].

Oppdrettsselskapene må først og fremst ha utstyr og anlegg til å produsere laksen. Det finnes en rekke leverandører av forskjellig utstyr til oppdrettsnæringen. Bransjen forsøker hele tiden å utvikle nye produksjonsmetoder, men det er den tradisjonelle merden som er dominerende i oppdrettsbransjen. Dens dominans og det store utvalget og leverandører gjør at leverandørene av utstyret har en lav grad av forhandlingsmakt. Likevel kan produktdifferensiering blant enkelte leverandører gi en viss grad av markedsmakt.

Enkelte oppdrettsselskap driver med egenutvikling av yngel, mens andre skaffer tilgangen på smolt via leverandører. NRS og andre store selskaper har gjerne egne datterselskaper eller tilknyttede selskaper som står for en rik tilgang til smolt. De store selskapenes egenutvikling av smolt gjør at de resterende leverandørene av smolt får en liten forhandlingsmakt i markedet. I tillegg har man en rekke uavhengige produsenter, hvilket gjør det enkelt å bytte mellom forskjellige produsenter.

Oppdrettsselskapenes største kostnad knytter seg til fôringen av fisken. Ifølge Marine Harvest sin bransjestatistikk utgjør kostnadene til fôr hele 47 % av de totale produksjonskostnadene blant produsentene i Norge. At halvparten av produksjonskostnadene knytter seg til oppforing av laksen gjør at man blir sterkt avhengig av fôrprodusentene. Fôrmarkedet i Norge er dominert av fire store aktører, disse er: Skretting, EWOS, Biomar og Marine Harvest. De fire aktørene har markedsandeler på henholdsvis 30%, 32%, 22% og 16%. Aktørene vil ha en betydelig markedsmakt. Likevel vil de fire selskapene forsøke å ta markedsandeler av

hverandre, noe som gjør at oppdrettsselskapene har gode muligheter til å bytte leverandør. De fire selskapene leverer relativt homogene produkter noe som gjør at byttekostnadene i mellom leverandørene er relativt små [Marine Harvest, 2016a].

Som tidligere nevnt er flere oppdrettsselskaper vertikalt integrert, noe som gjør at de er uavhengige eller svært lite avhengige av leverandører. En slik integrering gjør at leverandørens forhandlingsmakt er svært liten eller ubetydelig. Tydeligst kan man se dette gjennom Marine Harvest sin drift. Blant leverandørene er det fôrleverandørene som besitter en betydelig leverandørmakt, mens leverandørene av utstyr og smolt har en svært lav forhandlingsmakt. På bakgrunn av informasjonen ovenfor har vi valgt å sette truslene fra leverandører til moderat.

5.2.2.5 Intern rivalisering

Som det blir illustrert i figur 5.8 i delkapittel 5.2.2, vil de fire faktorene vi har nevnt over spille inn på rivaliseringen i bransjen. I tillegg til de nevnte fire vil faktorer som vekstrate i bransjen, konsentrasjonen av konkurrenter, sammensetningen av kostnader og exit-barrierer være viktige for den interne rivaliseringen. I de aller fleste bransjene opplever man en kamp om posisjonene og markedsandelene. I Norge var oppdrettsnæringen dominert av mange små aktører i de to første tiårene. Etter oppmykningen på 90-tallet så man en endring i bransjen, og siden den gang har noen store aktører vært dominerende. Chile konkurrerte lenge med Norge om å være verdensledende oppdrettsnasjon, men etter påvisningen av ILA-viruset i 2009 gikk produksjonen i bunn [Dagbladet, 2010]. Siden den gang har Norge vært den klart største oppdrettsnasjonen.

I Norge skaper konsesjonssystemet naturlige begrensninger for bransjen, dette har gjort at oppdrettsselskapene er avhengige av oppkjøp og sammenslåinger for å øke eller beholde sine markedsandeler. Dette har gjort at bransjen har sett en stor takt med konsolideringer siden oppmykningene på 90-tallet. I tillegg har de store inngangsbarrierene gjort at de dominerende selskapene har klart å beholde sine store markedsandeler.

Som tidligere nevnt har det vist seg at lakseprisen bestemmes av etterspørselen og tilbudet markedet. Dette gjør at selskapene er pristaker i markedet, hvilket betyr at de må forholde seg til markedsprisene. De dominerende selskapene har i mindre grad utøvd markedsrett ved å dumpe prisen på laksen for å utkonkurrere andre aktører. Den store etterspørselsveksten har

gjort at de fleste aktørene har opplevd en sterk vekst uten å ta betydelige markedsandeler fra hverandre.

Flere eksperter, miljøforkjempere, professorer med flere, har i mange år sagt at man har nådd et maksimalt nivå på biomasse (oppdrettslaks) i Norge. Likevel viste figur 2.1 at antall tonn sløyd laks har økt betydelig siden 1994. Økningen skyldes en mer effektiv næring, flere konsesjoner og økt maksimal tillatt biomasse i merder. Vekstraten i næringen og veksten i etterspørselen har på mange måter økt så mye at den interne konkurransen har blitt noe mindre innbitt. Ved en stagnasjon i veksten vil man trolig se en enda større konkurranse blant aktørene i bransjen.

Sammensetningen av kostnader og eventuelle exit-barrierer spiller også inn på den interne rivaliseringen. Ved en eventuell avvikling står aktørene overfor lave exit-kostnader. Dersom en aktør ønsker å avvikle sin virksomhet, er det mange aktører som står klar for å kjøpe den eller de konsesjonene som selskapet ønsker å selge. Dermed vil selskapene få godt betalt ved eventuell avvikling, og exit-kostnadene vil dermed bli minimale. Kostnadsstrukturen i oppdrettsnæringen består i en veldig stor andel av variable kostnader, blant annet er om lag 50% av kostnadene knyttet til oppføring av fisken. Det at bransjen er så kapitalintensiv, og den generelt høye gjeldsgraden i bransjen gjør at selskaper, store som små, er veldig sensitive overfor eventuelle en langvarig reduksjon i lakseprisen. Slik dagens situasjon er, anser vi ikke den interne konkurransen som stor, men dette kan raskt endre seg ved en stagnasjon i vekstraten. På bakgrunn av informasjonen ovenfor har vi valgt å sette truslene fra den interne rivaliseringen til moderat.

5.2.2.6 Oppsummering Porters fem krefter

Ut fra konkurranseanalysen som er foretatt i de foregående delkapitlene kan vi fastslå at det eksisterer trusler som medfører økt konkurranse i bransjen. De kreftene som skaper størst konkurranse er den interne rivaliseringen, og truslene fra substitutter, som diskutert i 5.2.2.2 og 5.2.2.5.. I tillegg anser vi trusselen fra nyetableringer som svært lav, da det er svært store etableringsbarrierer i bransjen. På bakgrunn av all informasjonen ovenfor har vi valgt å sette det samlede trusselnivået til moderat. På bakgrunn av de to foregående analysene antar vi at oppdrettsbransjen innehar et konkurransefortrinn, og at det eksisterer muligheter for en varig bransjefordel. Oppsummering av konkurranseanalysen er presentert i tabell 5.1.

Krefter	Lav	Moderat	Høy
Trusler fra nyetableringer	X		
Trusler fra substitutter		X	
Kunders forhandlingsmakt		X	
Leverandørers forhandlingsmakt		X	
Intern rivalisering		X	

Tabell 5. 1. Oppsummert resultat fra Porters femkraftmodell

5.3 Intern analyse

Etter å ha utarbeidet en analyse av de eksterne forholdene, så er det de interne selskapsspesifikke forholdene som skal analyseres. Den interne analysens formål er å kartlegge eventuelle interne ressursfordeler som vil føre til konkurransefortrinn innad i bransjen. Med dette menes det ressurser som skaper en rentabilitet utover rentabiliteten i bransjen, bedre kjent som superrentabilitet. Videre man ønsker å kartlegge om ressursene skaper midlertidige eller varige konkurransefortrinn. Hvordan fortrinnene oppstår avhenger av de spesifikke ressursene og hvordan disse utnyttes. Vi har valgt å benytte en VRIO-analyse for å kartlegge de interne ressursfordelene.

5.3.1 VRIO-analyse

En VRIO-analyse benyttes for å kartlegge de interne ressursfordelene i bedriften. En VRIO-analyse baserer seg på at et selskap har en eller flere bestemte ressurser som skaper en fordel som andre lignende selskaper ikke innehar. Fordelen kan være knyttet til en prosess, en fysisk ressurs, spesiell kunnskap eller annet som sørger for en midlertidig eller en varig konkurransefordel. Vi har valgt å fokusere på to ressurser vi mener kan gi NRS en selskapsspesifikk fordel, disse to er: lokalisering og bærekraftig utvikling og salgsvirksomheten.

På samme måte som ved PESTEL-analysen, baserer VRIO-analysen seg på bokstavene du finner i navnet. VRIO står for valuable (verdifull), rare (sjelden), imitable (imiterbar) og organized (organisering). Videre vil vi gjennomføre en VRIO-analyse, og forsøke å konkludere om forholdene skaper noen selskapsspesifikke konkurransefortrinn. Dersom vi finner noen selskapsspesifikke fortrinn ønsker vi også å konkludere om forholdene er å anse som midlertidige- eller varige forhold. I tabell 5.2 er rammeverket for VRIO-analysen, samt utfallene av analysen presentert.

Verdifull	Sjelden	Imiterbar	Organisering	Superrentabilitet	Implikasjoner
Nei	Nei	Nei	Nei	$ndr < ndr_B$	Konkurransulempe
Ja	Nei	Nei	-	$ndr \approx ndr_B$	Konkurranseparitet
Ja	Ja	Nei	-	$ndr > ndr_B$	Midlertidig konkurransefordel
Ja	Ja	Ja	Ja	$ndr > ndr_B$	Varig konkurransefordel

Tabell 5. 2. VRIO-analyse [Knivsflå 2, 2017]

5.3.1.1 Lokalisering og bærekraftig utvikling

NRS er lokalisert i to regioner. Region nord, som står for 85 % av produksjonen, er lokalisert i de to nordligste fylkene, mens region sør er lokalisert i Hordaland. NRS har et sterkt fokus på den bærekraftige utviklingen. Alle NRS sine lokaliteter er Global GAP- sertifisert, og man jobber også mot å få alle lokalitetene ASC-sertifisert. Den geografiske plasseringen, og fokuset på den bærekraftige utviklingen gjorde at man ved den siste konsesjonsutdelingen i 2014 fikk tildelt hele 10 grønne konsesjoner. De grønne konsesjonene er en av statens virkemidler for å forsøke å få en mer bærekraftig oppdrettsnæring. Konsesjonene setter forskjellige krav til maks antall lus per fisk, maks antall behandlinger med antibiotika osv. Konsesjonene ble delt inn i gruppe A, B og C med forskjellige krav. I 2014 ble NRS den store vinneren ettersom at datterselskapene stakk av med hele 9 grønne konsesjoner i gruppe A og 1 konsesjon i gruppe B, hvilket var mest av alle oppdrettselskaper. I gruppe A, som var den gruppen som NRS fikk flest konsesjoner i, krevde man blant annet at selskapet måtte innløse en tidligere konsesjon, og at man var lokalisert i ett av de to nordligste fylkene. [NRS, 2017i]

Verdifull

Den geografiske posisjonen og fokuset på den bærekraftige utviklingen har vist seg å være verdifull ettersom at selskapet ble belønnet med en rekke grønne konsesjoner. I 2014 ble de grønne konsesjonene i gruppe B solgt etter en lukket budrunde for mellom 55 og 65 millioner kroner. De grønne konsesjonene i klasse A har derimot en fastpris på 10 millioner, noe som gir en underpris på over 40 millioner kroner. Dette gjør at de 9 konsesjonene NRS fikk i klasse A har en totalverdi på ca. 450 millioner, mens NRS kun betalte 90 millioner. Det vil si at NRS fikk en underpris på ca. 360 millioner kroner [DN, 2014].

Sjelden

Som tidligere nevnt har de fleste store oppdrettselskapene et sterkt fokus på den bærekraftige utviklingen. Grunnen til at NRS kom så godt ut ved tildelingen av konsesjoner skyldes selskapets kombinasjon av lokalisering i de to nordligste fylkene og fokus på den

bærekraftige utviklingen. En kombinasjon som gjorde at selskapet mottok 9 av de 20 konsesjonene som ble gitt ut i klasse A. Konsesjoner er en begrenset faktor i oppdrettsbransjen, og dermed så vil en konsesjon ansees som sjelden, selv om det er så mye som ca. 1000 konsesjoner i Norge fordelt på laks (ca. 95 %), ørret og regnbueørret.

Imiterbar

Man kan forsøke å imitere organiseringen av selskapet som gjorde at NRS fikk tildelt konsesjoner til underpris, men dette er ikke lett å gjennomføre på kort sikt. Videre forklaring gis i neste punkt. Det er heller ikke mulig å imitere konsesjoner ettersom at disse blir utstede av staten.

Organisering

De store oppdrettsselskapene fokuserer på bærekraftig utvikling, men mye av oppdrettsnæringen er lokalisert i andre fylker enn de to nordligste. Kombinasjonen av fokuset på den bærekraftige utviklingen og lokaliseringen er ikke mulig å replikere på kort sikt. Selv om NRS fikk tildelt konsesjonene i 2014 har ikke selskapet klart å utnytte den økte produksjonskapasiteten enda. Dette skyldes flere faktorer, blant annet utfordringer knyttet til bruk av steril fisk, og flere andre miljømessige krav som var forutsetninger ved tildelingen av konsesjonene. I årsrapporten fra 2016 presiserer man derimot at man er godt i gang med produksjonsprosessen. NRS har kun utnyttet om lag halvparten av den estimerte maksimale produksjonskapasiteten på 45 000 [NRS, 2015a]. At konsesjonene ikke er i bruk gjør at man ikke har en driftsfordel knyttet til konsesjonene, men kun en fordel i de immaterielle eiendelene knyttet til den potensielle fremtidsverdien på konsesjonene.

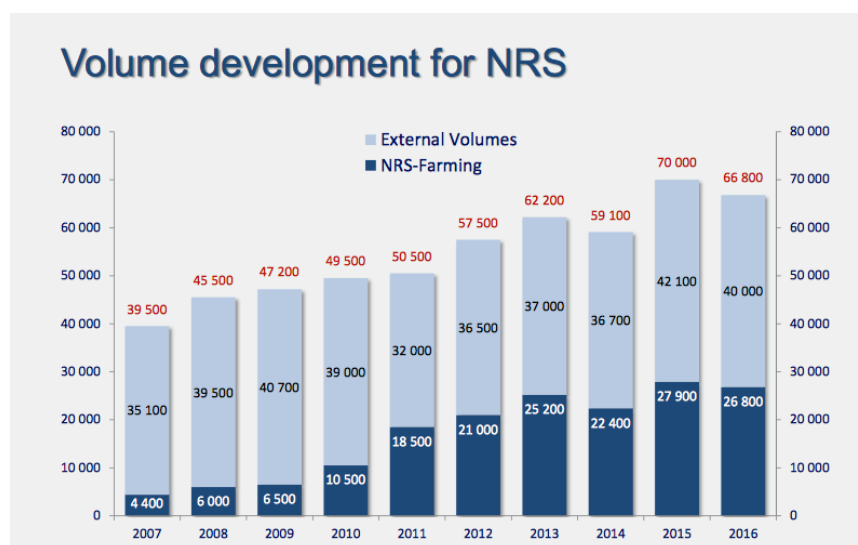
Oppsummering lokalisering og bærekraftig utvikling

Fokuset på miljø og bærekraftig utvikling er viktig for å overleve i en bransje med klare miljømessige utfordringer. Kombinasjonen av et sterkt fokus på miljø og lokalisering ga NRS en økonomisk fordel ved at de betalte en underpris på 40 millioner kroner per konsesjon i 2014. Totalt ble den økonomiske fordelen på litt over 350 millioner. De miljømessige kravene og organiseringen rundt konsesjonene har likevel gjort at bedriften ikke har klart å ta i bruk den økte produksjonskapasiteten. Fokuset på miljøet og den geografiske lokasjonen har dermed gitt selskapet en midlertidig konkurransefordel ettersom at selskapet har mottatt

konsesjoner til underpris. Ved en ny tildeling av grønne konsesjoner kan man derimot vente større konkurranse [NRS, 2015a].

5.3.1.2 Salgsvirksomheten

NRS har, som tidligere nevnt, to hovedvirksomheter: Salgsvirksomhet og oppdrettsvirksomhet. I salgsvirksomheten selges det både intern- og eksternprodusert laks. Omtrent 60% av salget stammer fra eksterne produsenter, mens 40 prosent kommer fra NRS sin egen oppdrettsvirksomhet. I 2016 var totalt solgt kvantum fra salgsvirksomheten på omtrent 66 800 tonn, hvorav 26 800 tonn stammet fra egen virksomhet. Salgsvirksomheten er direkte rettet mot utlandet, og hele 91 prosent av salget ble eksport til 52 ulike land. Omsetningen i salgsavdelingen har hatt en jevn økning siden 2007. Økningen stammer hovedsakelig fra den egenproduserte laksen, mens omsetningen fra eksterne produsenter har holdt seg ganske stabilt i perioden 2007-2016. I figur 5.10 ser man utviklingen i NRS sitt salgsvolum [NRS, 2017j].



Figur 5. 10. Utvikling av salgsvolum for NRS i perioden 2007-2016 [NRS, 2017j]

Verdifull

Salgsvirksomheten er verdifull fordi den sikrer en god og stabil verdiskapning for selskapet. Omsetning i volum og verdi har økt jevnt siden 2006, og i 2016 satt man en ny omsetningsrekord på 4,2 milliarder NOK [NRS, 2017j]. I salgsvirksomheten er det handelsmarginene som avgjør verdiskapningen, og disse svinger normalt ikke like mye som lakseprisen. Det vil si at svingninger i lakseprisen har mindre påvirkning på inntjeningen i

salgsavdelingen enn det den har i oppdrettsavdelingen. Det betyr at selskapet kan tjene penger på videresalg i perioder med lav laksepris. Det som påvirker handelsmarginene er den generelle konkurransesituasjonen mellom oppdretterne, eksportørene, og kunder. Dersom det skulle oppstå en svekkelse i en av de viktigste eksportmarkedene, vil NRS sin store eksportspredning være en verdifull ressurs [NRS, 2016a].

Sjelden

Ethvert selskap som driver med salg er nødt til å ha personell som fokuserer på salg. Det som skiller NRS fra konkurrentene er at NRS har en salgsavdeling som driver med kjøp og salg av eksternt produsert laks. Det er likevel ikke grunnlag nok til å si at dette er en sjelden ressurs innad i bransjen, da alle de andre oppdrettsselskapene opererer med eget salgsapparat.

Imiterbar

NRS er ikke alene om å drive med kjøp og salg av laks. Det er derimot vanskelig å kopiere NRS sitt gode kjøps- og salgsnettverk. Likevel vil det være en naturlig antakelse å tro at de største aktørene innen oppdrettsnæringen allerede innehar et slikt nettverk.

Organisering

NRS er som sagt organisert i to avdelinger, oppdrett og salg. Ved å ha en slik organisering tydeliggjør selskapet sine forretningsområder, og viser at selskapet har et fokus på en målrettet utvikling av forretningsområdene. Med salgsvirksomheten følger også et stort nettverk. Organiseringen sørger også for at samarbeidspartnerne oppnår en rekke stordriftsfordeler som de ellers ikke ville oppnådd. Dette gjelder blant annet en rekke felles avtaler om kjøp av fôr, samt implementering av lovpålagte krav innen kvalitetsarbeid og matsikkerhet. Dette fører videre til at salgsvirksomheten har mulighet til å inngå fordelaktige salgskontrakter for konsernet [NRS, 2015a].

Oppsummering salgsvirksomheten

I en bransje der hovedformålet er å drive salg, og oppnå profitt på det en driver med, gjør NRS det godt ved å organisere salgsvirksomheten som en egen avdeling. Ved å drive kjøp og salg av eksternt produsert laks vil NRS ha en mer stabil omsetning i nedgangsperioder der lakseprisen er lav. Dette gjør at NRS har en fordel ved at omsetningen er mindre utsatt ved fall i lakseprisene, og NRS er dermed eksponert for en lavere risiko. I tillegg vil

salgsspredningen i eksportmarkedet redusere risikoen ytterligere. Likevel anser vi ikke salgssavdelingen som en midlertidig konkurransefordel, men en selskapsspesifikk fordel som skaper konkurranseparitet for NRS.

5.3.1.3. Oppsummering intern analyse

På bakgrunn av den interne analysen, har vi grunnlag nok til å si at NRS innehar ressurser som gir opphav til konkurransefortrinn i noen grad. NRS har satsningsområder om å drive bærekraftig, og har dermed fått tildelt en rekke grønne konsesjoner som er svært verdifullt for selskapet. I tillegg har de organisert bedriften med en egen salgssavdeling med et dedikert salgs- og markedsføringspersonell, hvilket bidrar til en mer stabil omsetning for selskapet.

Som nevnt over anser vi tildelingen av de grønne konsesjonene som en økonomisk midlertidig konkurransefordel. NRS sin salgssavdeling bidrar til en sterk og stabil verdiskapning for selskapet, og har vist seg å være verdifullt for selskapet. Vi anser likevel ikke salgssavdelingen som unikt nok til at dette skal skape noe stort konkurransefortrinn ovenfor de andre konkurrentene. Tabell 5.3 viser en oppsummering av den interne ressursanalysen.

Ressurs	Verdifull	Sjelden	Imiterbar	Organisering	Implikasjoner
Lokalisering og bærekraftig utvikling	Ja	Ja	Nei	Nei	Midlertidig konkurransefordel
Salgssavdeling	Ja	Nei	Ja	Ja	Konkurranseparitet

Tabell 5. 3. Oppsummering intern ressursanalyse (VRIO)

5.4 Oppsummering strategisk analyse

Den strategiske analysen har tatt for seg eksterne- og interne forhold i henholdsvis PESTEL-analyse, Porters fem krefter og VRIO-analyse. Oppdrettsbransjen har i de siste årene hatt en sterk vekst, men bransjen står også overfor flere forskjellige utfordringer. I Norge setter de politiske forholdene begrensninger, da oppdrettsnæringen er konsesjonsbelagt med strenge krav til å drive bærekraftig. Bransjen står også overfor flere miljømessige utfordringer som lakserømming og spredning av lakselus. De biologiske påvirkningene er hovedgrunnen til at reguleringen av oppdrettsnæringen er så streng som den er, da rømminger og lakselus er svært skadelig for miljøet. Oppdrettsnæringen kan påvirkes sterkt av fremtidig lovgivning, og spørsmålet blir om fremtidig lovgivning ville skape nye restriksjoner eller åpne opp de

allerede eksisterende reguleringene. Med andre ord kan ny lovgivning skape muligheter for vekst, men lovgivningen kan også være en trussel for fremtid vekst.

Av internasjonale forhold har den russiske handelsboikotten vist seg å gi utfordringer for deler av den norske næringen. Boikotten har ført til at enkelte selskaper har måttet skaffe nye handelspartnere, og blant selskapene i nord har transportlengden økt betraktelig. Boikotten har riktignok ikke hatt fatale konsekvenser, da man har sett en økt etterspørsel i andre markeder.

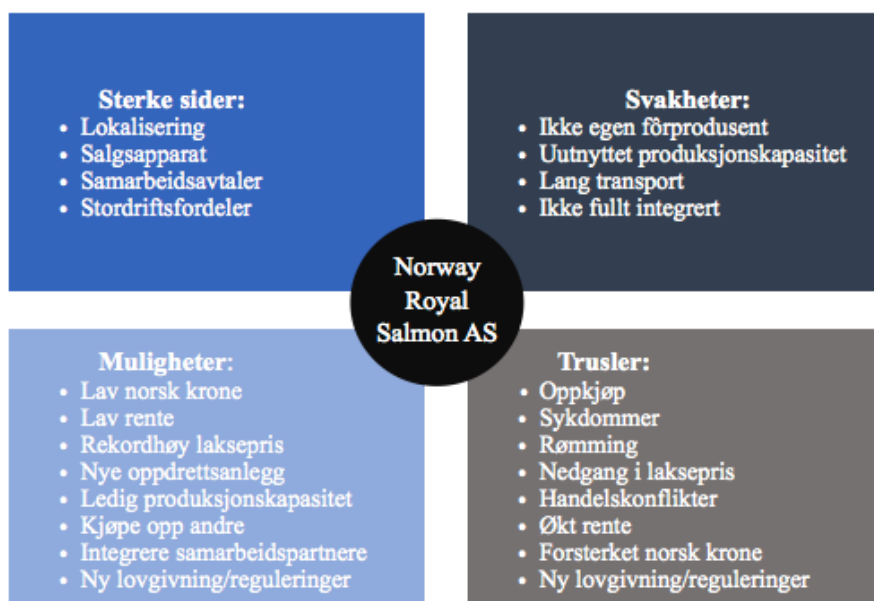
Internt i bransjen er det relativt stor konkurranse selskapene imellom. Vekst begrensninger, som blant annet skyldes konsesjonssystemet, fører til at selskapene må kjempe for å beholde markedsandeler. Likevel ser vi at den enorme veksten i oppdrettsnæringen har ført til konkurranseintensiteten har vært mindre en først fryktet. Dette hindrer likevel ikke store aktører å kjøpe opp små og mellomstore bedrifter. Innad i bransjen ser vi også at fôrproduzentene innehar en sterk markedsrett ettersom ca. 50% av produksjonskostnadene går til oppfôring av oppdrettslaksen.

I den interne ressursanalysen har vi sett at NRS skiller seg noe fra andre oppdrettselskaper notert på Oslo Børs, ved at de videreselger en betydelig andel av ekstern produsert laks. Ettersom at selskapet driver med en så stor salgsvirksomhet, vil selskapet ha en jevn og god inntjening knyttet til videresalg av laks. Inntjeningen i salgsavdelingen vil ikke være like sensitiv for store fall i laksepris som det oppdrettsavdelingen i konsernet vil være. På samme måte vil oppdrettsavdelingen i selskapet ha en betydelig høyere inntjening ved høye laksepriser. Salgsavdeling gjør at NRS er bedre rustet for nedgangssykluser.

Kombinasjonen av fokus på bærekraftig utvikling og den geografiske plasseringen i nord gjorde at NRS ble den store vinneren i konsesjonsutdelingsrunden i 2014. Riktignok har ikke selskapet klart å utnytte den økte produksjonskapasiteten disse konsesjonene gav. Produksjonskapasiteten er bare på om lag 60 % av den estimerte produksjonskapasiteten på 45 000 tonn. NRS har gode muligheter for vekst ved å integrere samarbeidspartnere, ved oppkjøp av leverandører, og skape en mer vertikal integrering der konsernet får bedre kontroll over produksjonssyklusen.

5.4.1 SWOT

En SWOT-analyse benyttes ofte i en bedrifts langtidsplanlegging. Analysen benyttes for å finne bedriftens sterke (Strengths) og svake sider (Weaknesses), og for å finne potensielle trusler (Threats) og muligheter (Opportunities). Analysen benyttes ofte for å klarlegge bedriftens faktiske posisjon i markedet. Ett av hovedformålene til analysen er å kartlegge og nøytralisere potensielle trusler, og å kartlegge og utnytte de potensielle mulighetene [Sander, K. 2016d]. I denne sammenheng benytter vi SWOT-analysen for å skissere de viktigste funnene som ble gjort i den strategiske analysen. SWOT-analysen kan du se i figur 5.11:



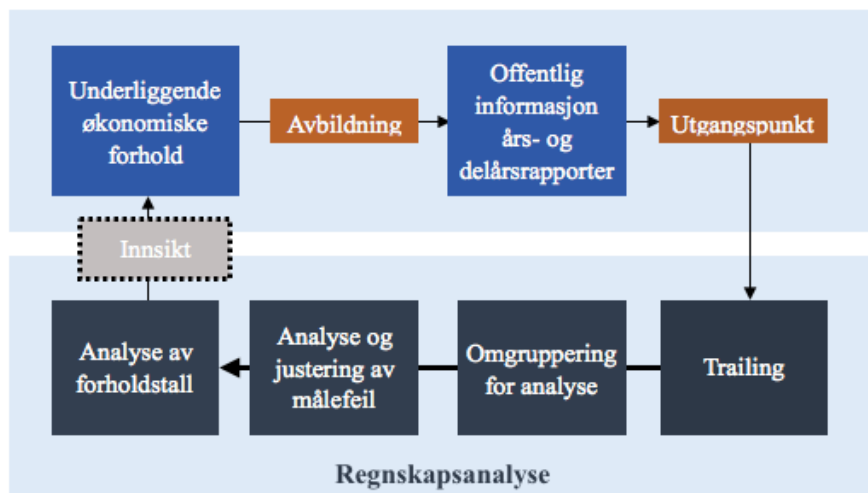
Figur 5. 11. Oppsummering av strategisk analyse ved bruk av SWOT-modell

6. Regnskapsanalyse

Etter å ha gjennomført den kvalitative analysen, er det den kvantitative analysen som står for tur. Vår kvantitative analyse vil bestå av en regnskapsanalyse som har som formål å analysere de underliggende økonomiske forholdene hos NRS. I regnskapsanalysen benytter vi de foregående års konsernregnskap til å analysere bedriftens utvikling og posisjon i markedet, og for å senere kunne predikere framtidsutsiktene for bedriften. Analysen vil hjelpe oss på vei mot ett endelig verdiestimat på NRS sin egenkapital per 31.12.2016.

6.1 Rammeverk

Som tidligere nevnt har vi valgt å følge Knivsflå sitt fundamentale rammeverk. Nedenfor, i figur 6.1, presenterer vi rammeverket for den strategiske regnskapsanalysen.



Figur 6. 1. Rammeverk for regnskapsanalyse [Knivsflå 2017]

Regnskapsanalysen gjennomføres i 4 steg, og hele analysen basere seg på regnskapsdata fra de foregående årene. Det første steget vil være å gjennomføre en trailing av årsregnskapet. Trailing vil kun gjennomføres dersom man ikke har alle tilgjengelige regnskapstall/ikke utarbeidet årsregnskap for den perioden man ønsker å analysere. I vårt tilfelle har tilgang til alle ønskede tall, og dermed vil ikke en trailing årsregnskapet være nødvendig. Steg nummer to vil være å omgruppere finansregnskapet. Regnskapsoppstillingen etter IFRS ikke er investororientert, og dermed må vi omgruppere regnskapet slik at det egner seg bedre for en investororientert analyse. Steg tre vil være å analysere og justere regnskapet for eventuelle målefeil. Det siste steget i den strategiske regnskapsanalysen er en analyse av forholdstall

knyttet til risiko og rentabilitet, noe som vil bli gjennomført i kapittel 7, 8 og 9. [Knivsflå 3, 2017].

6.2 Praktiske valg

Før vi foretar den kvantitative regnskapsanalysen må vi redegjøre for hvilke praktiske valg vi har foretatt oss. Dermed vil vi redegjøre for valg av analyseperspektiv, analysenivå, analyseperiode og hvile selskaper vi har valgt som komparative selskap, før vi går i gang med den strategiske regnskapsanalysen.

6.2.1 Analyseperspektiv

Brukerne av regnskapet har ulike perspektiv og bruksområder for regnskapet. Brukerne er mange, og vi skiller i hovedsak mellom en kreditor- eller investororientert regnskapsanalyse. Kreditorerne yter lån til selskapet, og ønsker dermed informasjon om kredittrisiko, som vil si risikoen for om forpliktelsene, i form av renter og avdrag vil bli misligholdt av selskapet. Investorene skyter inn egenkapital i selskapet, og får tilbake avkastning i form av utbytte. I en investororientert regnskapsanalyse ønsker investorene å analysere selskapets rentabilitet, fremtidig avkastning og kildene til dagens- og fremtidig rentabilitet. [Knivsflå 3, 2017].

Vi har valg en investororientert regnskapsanalyse, hvilket innebære at vi omgrupperer regnskapstallene. I kapittel 7 vil vi også gjennomføre en kredittrisikoanalyse, da dette er en del av Knivslå sitt rammeverk.

6.2.2 Analysenivå

NRS har organisert sin virksomhet i to avdelinger: oppdrett og salg. For selskaper som har svært forskjellige forretningsområder vil det være naturlig å analysere områdene hver for seg. Likevel vil det være mer hensiktsmessig å analysere NRS sine to segmenter samlet, i et konsolidert konsernregnskap, da de to virksomhetsområdene har så sterk sammenheng. I konsernregnskapet slipper man også å ta hensyn til konserninterne transaksjoner, da disse er eliminert. I tillegg finner man svært begrenset informasjon om de to virksomhetsområdene i NRS sin regnskapsinformasjon [Knivsflå 3, 2017].

6.2.3 Analyseperiode

Valg av analyseperiode avhenger av flere forskjellige faktorer. Hvilken bransje selskapet opererer i og selskapets stabilitet er to sentrale faktorer ved valg av analyseperiode. Dersom selskapet opererer i en stabil bransje, vil man ofte velge en lang analyseperiode for å se på den historiske utviklingen over tid. Dersom selskapet gjennomgår store endringer og/eller opererer i en bransje med stor endringstakt vil man legge mindre vekt på eldre regnskapstall, og dermed velge en kortere analyseperiode. I bransjer med sykliske svingninger ønsker man å inkludere både en oppgangs- og en nedgangskonjunktur i analyseperioden [Knivsflå 3, 2017]

Historisk sett så er laksebransjen en syklisk bransje. De sykliske svingningene skyldes i all hovedsak at utviklingen av laks er tidkrevende prosess som tar mellom 2 og 3 år. I oppdrettsbransjen er det etterspørselen og tilbudet som styrer lakseprisen. I perioder med høy laksepris og god inntjening velger selskapene å sette ut mye smolt for å øke produksjonen. Etter 2-3 år får man dermed en betraktelig økning i laksetilbudet. Når tilbudet øker mer enn etterspørselen vil dermed lakseprisen reduseres. På samme måte vil det settes ut mindre fisk i perioder med lav laksepris, og dermed vil prisene øke etter 2-3 år da tilbudet er lavt i markedet. På bakgrunn av de sykliske svingningene i oppdrettsnæringen ønsker vi å ha en analyseperiode som dekker både en opp- og en nedgang syklus.

Ved valg av analyseperiode ønsket vi å få med oss en oppgang- og en nedgangsperiode. I tillegg anså vi årene før børsnoteringen i 2011 som mindre relevant. Videre anså vi 2011 som et ekstraordinært år da det fremkom forskjellige unormale kostnader osv. knyttet til børsnoteringen. Dermed valgte vi en analyseperiode fra 2012 til 2016. I analyseperioden har vi fått inkludert en oppgangs- og en nedgangsperiode, da man i 2016 og 2015 har hatt to meget gode år, mens 2012 var ett år med lav inntjening.

I løpet av analyseperioden har selskapet hatt en eventyrlig utvikling på børsen, hvilket gjør de eldste årene i analyseperioden mindre relevante enn de nyeste. Dermed har vi valgt å gjennomføre en tidsvekting, denne blir nærmere forklart i kapittel 7.

6.2.4 Komparative selskaper

I en regnskapsanalyse ønsker man å sammenligne bedriften man verdsetter med komparative selskaper i bransjen. Dermed må vi velge en håndfull komparative selskaper som vil fungere som et sammenligningsgrunnlag for NRS. Sammenligningsgrunnlaget blir ofte omtalt som bransjegjennomsnittet. Vi har valgt å benytte norske oppdrettsselskaper som sammenligningsgrunnlag, da NRS har sine hovedaktiviteter i Norge. Selskapene man velger som bransjestandard bør ligne på det selskapet man verdsetter, men det vil alltid forekomme visse forskjeller i aktivitetene og i størrelsen på selskapene.

Vi har valgt å benytte følgende selskaper som sammenligningsgrunnlag for NRS: Marine Harvest ASA, Lerøy Seafood Group ASA, SalMar ASA, og Grieg Seafood ASA. Selskapene ble nærmere presentert i kapittel 2. I tillegg til de komparative selskapene, vil også NRS være en del av bransjegjennomsnittet. Det kan argumenteres for at NRS bør holdes utenfor bransjegjennomsnittet, da det vil være fare for at selskapet sammenlignes med seg selv. I vårt tilfelle er ikke dette en aktuell problemstilling, da NRS er det minste selskapet i bransjegjennomsnittet. Problemstillingen ville vært mer aktuell dersom vi hadde valgt et større selskap som Marine Harvest [Knivsflå 3, 2017].

6.3 Presentasjon av rapporterte tall

I dette kapittelet vil vi presentere NRS sine rapporterte tall for perioden 2011-2016. Oppstillingen vil inneholde resultatregnskapet, balansen og endringen i egenkapitalen. Alle tall er oppgitt i NOK 1000. Som tidligere nevnt har vi valgt en investororientert analyse. I en investororientert analyse ønsker man å skille mellom mellom finans- og driftsposter, og unormale og normale poster. Dermed har vi valgt å skille mellom finans/drift og normale/unormale poster i oppstillingen nedenfor. Alle tallene er hentet fra NRS sine årsrapporter, og bearbeidelsen av tallene gjøres på bakgrunn av informasjonen funnet i notene. Videre omgruppering og bearbeidelse av regnskapet gjøres i de neste delkapitlene.

Resultatregnskap for NRS (Tall i NOK 1000)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntekter	1 734 022	1 744 266	2 603 712	2 599 799	3 210 548	4 224 340
Varekostnad	-1 549 263	-1 540 290	-2 137 934	-2 175 278	-2 707 071	-3 230 927
Lønnskostnad	-60 595	-71 764	-85 627	-104 557	-113 268	-155 468
Annen driftskostnad	-50 865	-71 428	-88 203	-84 577	-103 288	-115 947
Driftsresultat før avskrivning og verdijustering	73 299	60 784	291 948	235 387	286 921	721 998
Avskrivninger	-26 043	-30 449	-33 728	-41 412	-53 697	-61 063
Driftsresultat før unormale poster	47 256	30 335	258 220	193 975	233 224	660 935
Nedskrivning	0	0	0	0	0	0
Virkelig verdijustering	-70 627	49 428	94 725	57 456	24 416	164 151
Netto andre driftsinntekter	-2 500	-9 919	-2 219	-35 911	-31 330	-20 322
Driftsresultat	-25 871	69 844	350 726	215 520	226 310	804 764
Netto resultat driftstilknyttet selskap - normalt	19 090	-376	23 664	27 768	28 776	51 049
Netto resultat driftstilknyttet selskap - unormalt	-20 779	10 840	5 170	-632	-6 022	20 816
Finansinntekt - normal	338	422	338	935	882	1 803
Finanskostnad - normal	-28 363	-35 928	-31 321	-22 434	-24 859	-18 020
Netto unormalt finansresultat	38 419	-4 055	47 715	99 550	44 994	312 009
Resultat før skatt, diskontinuerlig virksomhet og minoritet	-17 166	40 747	396 292	320 707	270 081	1 172 421
Skattekostnad - normal	15 592	-8 997	-80 487	-52 422	-32 340	-164 312
Skattekostnad - unormal	-44	-133	0	0	-158	-3 395
Resultat før diskontinuerlig virksomhet og minoritet	-1 618	31 617	315 805	268 285	237 583	1 004 714
Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	0	0	0	0	0	0
Netto minoritetsresultat - normal	3 759	-3 428	-13 371	-13 936	-7 950	-16 706
Netto minoritetsresultat - unormal	0	0	0	0	0	0
Årsresultat	2 141	28 189	302 434	254 349	229 633	988 008
Andre driftsrelaterte resultatelementer	0	4 271	-798	-6 665	4 749	11 535
Andre finansrelaterte resultatelementer	-23 132	2 573	-7 325	-18 306	-362	21 429
Totalresultat	-20 991	35 033	294 311	229 378	234 020	1 020 972
Utbetalt utbytte	-34 711	0	-43 542	-93 332	-65 353	-111 773

Tabell 6. 1. Tabulert resultatregnskap for NRS i perioden 2011-2016

Eiendeler (Tall i NOK 1000)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Anleggsmidler						
Konsesjoner	502 887	502 887	502 887	648 887	648 887	648 887
Sum immaterielle eiendeler	502 887	502 887	502 887	648 887	648 887	648 887
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	4 021	4 103	5 474	12 746	12 866	19 579
Maskiner og anlegg	89 013	95 457	115 370	154 260	175 233	182 110
Båter og flytende anlegg	76 089	72 486	84 475	115 178	157 106	197 285
Andre driftsmidler	8 187	6 853	5 235	6 868	12 742	18 521
Sum varige driftsmidler	177 310	178 899	210 554	289 052	357 947	417 495
Investeringer i tilknyttede selskaper	96 087	110 860	132 758	150 155	169 991	531 504
Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg	3 385	3 335	1 395	1 895	395	395
Andre langsiktige fordringer	3 766	4 673	3 127	3 000	20 000	16 000
Sum finansielle anleggsmidler	103 238	118 868	137 280	155 050	190 386	547 899
Sum anleggsmidler	783 435	800 654	850 721	1 092 989	1 197 220	1 614 281
Omløpsmidler						
Varelager	18 851	20 816	27 038	40 270	40 630	101 635
Biologiske eiendeler	387 880	525 739	639 238	808 674	829 928	1 205 399
Sum varer	406 731	546 555	666 276	848 944	870 558	1 307 034
Kundefordringer	227 901	286 918	412 148	421 691	500 689	478 214
Andre kortsiktige fordringer	43 021	31 545	68 735	174 344	100 438	244 596
Sum kortsiktige fordringer	270 922	318 463	480 883	596 035	601 127	722 810
Kontanter og kontantekvivalenter	6 205	9 854	53 732	61 494	201 339	69 257
Sum omløpsmidler	683 858	874 872	1 200 891	1 506 473	1 673 024	2 099 101
Sum eiendeler	1 467 293	1 675 526	2 051 612	2 599 462	2 870 244	3 713 382

Tabell 6. 2. Presentasjon av eiendeler til NRS i perioden 2011-2016

Egenkapital og gjeld (Tall i NOK 1000)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Egenkapital						
Aksjekapital	39 611	43 572	43 572	43 572	43 572	43 572
Egne aksjer	-1 467	0	-30	-34	-71	-98
Annen innskutt og opptjent egenkapital	457 290	522 628	771 090	905 587	1 070 287	1 970 509
Sum egenkapital henført til eierne av morselskapet	495 434	566 200	814 632	949 125	1 113 788	2 013 983
Ikke kontrollerende eierinteresser	37 229	40 984	54 355	64 781	72 730	33 034
Total egenkapital	532 663	607 184	868 987	1 013 906	1 186 518	2 047 017
Gjeld og forpliktelser						
Pensjonsforpliktelser	8 480	9 854	10 320	18 733	12 480	11 383
Utsatt skatt	153 784	161 753	231 640	272 742	303 485	394 786
Langsiktig rentebærende gjeld	320 884	328 292	323 084	518 788	653 361	303 781
Sum langsiktig gjeld og forpliktelser	483 148	499 899	565 044	810 263	969 326	709 950
Kortsiktig rentebærende gjeld	217 054	247 637	184 530	182 089	46 519	47 635
Leverandørgjeld	219 868	292 655	382 944	426 331	530 430	646 515
Betalbar skatt	0	780	8 313	2 031	3 180	79 350
Annen kortsiktig gjeld	14 560	27 371	41 792	164 842	134 271	182 916
Sum kortsiktig gjeld og forpliktelser	451 482	568 443	617 579	775 293	714 400	956 416
Sum gjeld og forpliktelser	934 630	1 068 342	1 182 623	1 585 556	1 683 726	1 666 366
Sum gjeld og egenkapital	1 467 293	1 675 526	2 051 610	2 599 462	2 870 244	3 713 383

Tabell 6. 3. Presentasjon av egenkapital og gjeld for NRS i perioden 2011-2016

Endringer i egenkapital (Tall i 1000 NOK)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Egenkapital 1.1	537 934	495 433	566 201	814 632	949 125	1 113 788
Totalresultat	-20 992	35 034	294 311	229 377	234 020	1 020 971
Betalt utbytte	-34 711	0	-43 542	-93 332	-65 353	-111 773
Netto kapitalinnskudd	17 521	43 586	-2 336	-1 389	-3 838	-25 867
Driftsrelatert dirty surplus	0	-6 994	0	-163	-165	16 862
Finansielt relatert dirty surplus	-4 320	-858	0	0	0	0
Egenkapital 31.12	495 433	566 201	814 632	949 125	1 113 788	2 013 984

Tabell 6. 4. Endring i egenkapital for NRS i perioden 2012-2016

6.4 Omgruppering

Omgrupperingen av årsregnskapet har som formål å skreddersy årsregnskapet for analyseformål. Etter skiftet fra NGRS til IFRS har årsregnskapet blitt mer investororientert, men selv etter skiftet er årsregnskapet hovedsakelig kreditororientert. Ved å omgruppere regnskapet til å bli mer investororientert ønsker man å beholde kreditorenes risikofokus, samtidig som man setter et kraftigere fokus på kilder til vekst og rentabilitet, hvilket er viktig for en investor. Videre ønsker man å komme frem til det normaliserte resultatet, og kildene til resultatet. Omgrupperingen av resultatregnskapet, balansen og kontantstrømmen er nødvendig for den videre regnskapsanalysen og verdivurdering av Norway Royal Salmon [Knivsflå 4, 2017].

6.4.1 Resultatregnskapet

Det første vi skal gjøre er å omgruppere resultatregnskapet. Omgrupperingen av resultatregnskapet gjennomføres i fire forskjellige steg:

1. Identifisere fullstendig nettoresultat
2. Fordele fullstendig nettoresultat
3. Identifisere unormale- og normale poster
4. Fordeling av skattekostnaden

Etter å ha gjennomført de fire stegene vil ha utarbeidet et omgruppert resultatregnskap som benyttes videre i analysen av NRS.

6.4.1.1. Steg1: Identifisering av fullstendig nettoresultat

Det første steget er å identifisere det fullstendige nettoresultatet. Fullstendig nettoresultat (FNR) tilsvarer den andelen av resultatet som tilhører majoritetseierne i selskapet. FNR kan utarbeides med følgende formel:

Formel 6.1.

$$FNR = RES + OCI + DSP$$

FNR = fullstendig nettoresultat, RES = Rapportert årsresultat, OCI = other comprehensive Income (OCI),

DSP = dirty Surplus

NRS er notert på Oslo Børs og er dermed pliktig til å rapportere etter IFRS. Etter IFRS sine regler finner vi både det rapporterte årsresultatet og other comprehensive income i årsrapporten til selskapet. Det er derimot ingen post i regnskapet som heter dirty surplus. Etter IFRS sin hovedregel skal alle inntekter og kostnader føres mot årsresultatet, men IFRS har også enkelte unntak fra hovedregelen. Postene som blir rammet av unntaksregelen blir dermed ikke tatt med i årsresultatet, men mot det som etter IFRS kalles totalresultatet. Postene som blir rammet av unntaksregelen går under samlebetegnelsen other comprehensive income, og blir ført direkte mot egenkapitalen. To eksempler på poster som etter IFRS skal føres under OCI er reklassifiseringer og kontantstrømsikring.

Som tidligere nevnt finner man ikke en post eller samlebetegnelse i regnskapet som heter dirty surplus. Dirty surplus er poster som føres direkte mot egenkapitalen og dermed vil de fleste forhold ved en rapportering etter IFRS bli rammet av OCI. Likevel vil enkelte inntekter

og kostnader føres som dirty surplus, dette kan f.eks være: emisjonskostnader eller verdiregulering grunnet prinsippendringer. Dirty surplus kan oppstå både på grunn av driftsrelaterte- og finansrelaterte forhold, og man finner størrelsen på tallene ved å analysere forskjellen mellom inngående og utgående egenkapital.

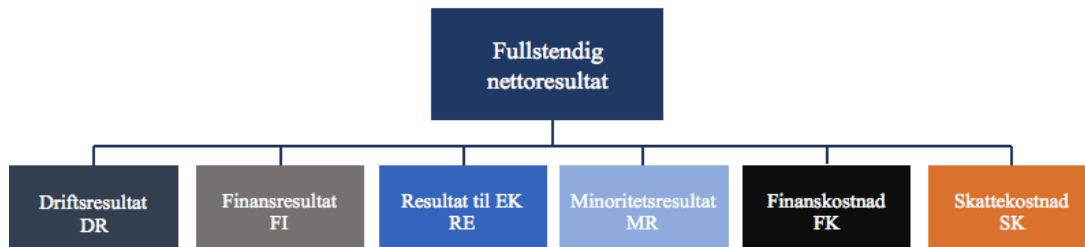
Fullstendig nettoresultat (Tall i NOK 1000)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Rapportert årsresultat	2 140	28 191	302 434	254 348	229 633	988 007
OCI	-23 132	6 844	-8 123	-24 971	4 387	32 965
Rapportert totalresultat	-20 992	35 034	294 311	229 377	234 020	1 020 972
Driftsrelatert dirty surplus	0	-6 994	0	-163	-165	16 862
Finansrelatert dirty surplus	-4 320	-858	0	0	0	0
Fullstendig nettoresultat	-25 312	27 182	294 311	229 214	233 855	1 037 834

Tabell 6. 5. Fullstendig nettoresultat til NRS i perioden 2011-2016

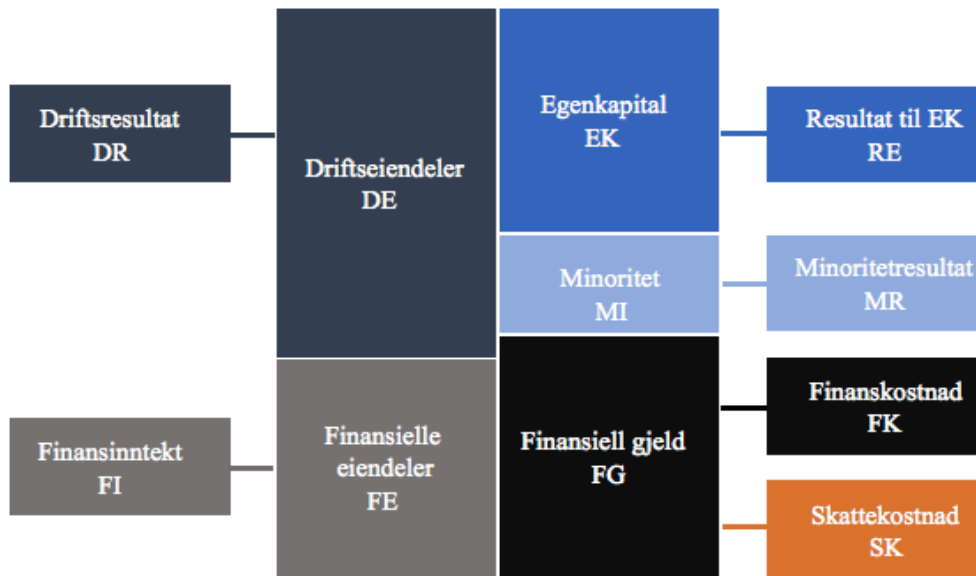
I tabell 6.5 ser man NRS sitt fullstendige nettoresultat i perioden 2011-2016. Som tidligere nevnt er tallene knyttet til det rapporterte totalresultatet oppgitt i resultatregnskapet. Postene relatert til driftsrelatert dirty surplus oppstår som følge av endringer i tilknyttede selskaper i årene 2014-2016, mens man i 2012 får en negativ post på 6944 på grunn endring av regnskapsprinsipper. Det finansrelaterte dirty surpluset i 2011 og 2012 oppstår på grunn av emisjonskostnader.

6.4.1.2. Steg 2: Fordele fullstendig nettoresultat

Steg nummer to i omgrupperingen av årsresultatet er å fordele det fullstendige nettoresultatet. Formålet med å fordele det fullstendige nettoresultatet er å identifisere de forskjellige kildene til verdiskapningen. Det fullstendige nettoresultatet blir delt inn i et drifts- og et finansresultat som videre fordeles på “kapitalene” i balansen. Hver kapital får tildelt sin andel av resultatet, før eventuelle skattekostnader. Til slutt, i steg nummer fire, vil man fordele skattekostnaden på de forskjellige kapitalene. I figur 6.2 ser man hvordan nettoresultatet fordeler seg til seks forskjellige resultatposter, og i figur 6.3 ser man sammenhengen mellom resultatpostene og de tilhørende kapitalene i balanse. Koblingen mellom resultatregnskapet og balansen er viktig for å kunne forstå hvor den reelle verdiskapningen kommer fra.



Figur 6. 2. Fordeling av fullstendig nettoresultat [Knivsflå 4, 2017]



Figur 6. 3. Sammenheng mellom poster i balansen og nettoresultatet før skatt [Knivsflå 4, 2017]

I tabell 6.3 har vi fordelt det fullstendige nettoresultatet på en drift- og finans-del. Videre vil vi gi en kort forklaring av enkelte poster i tabellen. Posten “virkelig verdijustering” knytter seg til en regulering av verdien på laks. Etter de internasjonale regnskapsreglene (IFRS), skal laks over 1 kilo verdsettes til virkelig verdi per 31.12 i henhold til standarden for landbruk (IAS 41) [Magma, 2007]. I tillegg inneholder posten en verdiregulering av salgs- og Fish Pool-kontrakter.

Posten OCI inneholder både en finans- og en driftsdel. Driftsdelen knytter seg til regulering av den ytelsesbaserte pensjonsordningen. Denne posten ble først implementert i årsregnskapet fra 2013, og dermed har man ikke noen driftsrelatert OCI i 2011 og 2012. Den finansielle OCI-en knytter seg til kontantstrømsikring og finansielle eiendeler som er tilgjengelige for salg. Videre deles også dirty surplus inn i finans og drift. Dirty surplus ble forklart i forrige delkapittel. Som vi ser er det en stor økning i finansinntekter i 2016. Dette skyldes nesten

utelukkende en stor økning i realiserte og urealiserte gevinster på TRS-kontrakter (Total Return Swap).

Drift (Tall i NOK 1000)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntekter	1 734 022	1 744 266	2 603 712	2 599 799	3 210 548	4 224 340
Virkelig verdijustering	-70 627	49 428	94 725	57 456	24 416	164 151
Driftskostnader	-1 689 266	-1 723 850	-2 347 711	-2 441 735	-3 008 653	-3 583 727
Driftsresultat egen virksomhet	-25 871	69 844	350 726	215 520	226 311	804 764
Resultat fra driftstilknyttede selskaper	-1 689	10 464	28 834	27 136	22 754	71 865
Driftrelatert OCI	0	4 271	-798	-6 665	4 749	11 535
Driftsrelatert dirty surplus	0	-6 994	0	-163	-165	16 862
Fullstendig driftsresultat før skatt	-27 560	77 585	378 762	235 828	253 649	905 026

Finans (Tall i NOK 1000)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Finansinntekter	43 353	666	49 923	101 615	48 312	315 089
Finanskostnader	-32 960	-40 226	-33 191	-23 564	-27 295	-19 297
Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	0	0	0	0	0	0
Finansielt OCI	-23 132	2 573	-7 325	-18 306	-362	21 429
Finansielt dirty surplus	-4 320	-858	0	0	0	0
Fullstendig finansresultat før skatt	-17 059	-37 845	9 407	59 745	20 655	317 221

Tabell 6. 6. Fordeling av fullstendig nettoresultat før skatt for NRS i perioden 2011-2016

6.4.1.3. Steg 3: Identifisere unormale- og normale poster

Det neste steget vil være å dele resultatregnskapet i normale og unormale poster. De normale postene er relevante for fremtidsregnskapet som skal utarbeides i kapittel 10. Normale poster, også kalt permanente/varige, er poster som er forventet å gå igjen år etter år. Dette kan f.eks. være salgssinntekter og lønnskostnader innenfor driften, eller rentekostnader og utdeling av utbytte innenfor det som ble definert som finansdelen av virksomheten.

Unormale poster er poster som påvirker resultatregnskapet i én eller i et fåtall av perioder. Postene vil ofte ha stor variasjon, og vil ikke være relevante for utarbeidelsen av fremtidsregnskapet i kapittel 10. Unormale poster kan f.eks. være nedskrivning av eiendeler og restruktureringskostnader i driften eller valutatap og verdiendring på finansielle instrumenter i det finansielle resultatet [Knivslå 4, 2017].

I verdsettelsen av selskapet er det verdsetteren som avgjør hvilke poster som er å anse som unormale. Som tidligere nevnt er de unormale postene ikke relevant for fremtidsregnskapet, og dermed vil forskjeller i utvelgelsen av normale/unormale poster påvirke det endelige verdiesestimater. Dermed kan dårlige valg i utvelgelsen av hvilke poster som ansees som unormale skape en vesentlig feilkilde for verdsettelsen av selskapet. Det er dermed viktig å

analysere finansregnskapet ned i den minste detalj for å fatte en profesjonell beslutning om hvilke poster som skal defineres som unormale/normale. I henhold til Knivsflå sine uttalelser er poster med en rimelig stabil trend en indikator på en normal post, mens ustabile poster er en indikator på unormale poster [Knivsflå 4, 2017]. Dette kan diskuteres, da en stor del av regnskapet i oppdrettsselskaper bestemmes av lakseprisen. Lakseprisen er en svært ustabil verdidriver, da prisen er svært varierende. Selv om postene som er sterkt påvirket av lakseprisen anses som ustabile poster, vil de likevel kunne anses som normale ettersom lakseprisens påvirkning på regnskapspostene er ”normal”. I en fundamental verdsettelse vil det likevel være hensiktsmessig å definere enkelte av postene som unormale, da det er vanskelig å predikere fremtidig utvikling i lakseprisen.

Videre vil vi definere hvilke poster vi anser som unormale poster i henholdsvis drifts- og finansdelen av regnskapet. Vi vil også gi en forklaring på hvorfor vi definerer postene som unormale, og utarbeide en tabellarisk oppstilling hvor vi summerer de unormale postene i analyseperioden.

Unormale poster i drift:

Etter gjennomgang av finansregnskapene i analyseperioden har vi definert følgende poster som unormale poster i driftsresultatet:

- Virkelig verdijustering
- Enkeltstående hendelser
- Driftsrelatert OCI
- Driftsrelatert dirty surplus

I tabell 6.7 har man to poster knyttet til den virkelige verdijusteringen; en knyttet til justeringen internt i konsernet, og en knyttet til verdijustering i tilknyttede selskaper. I henhold til notene i resultatregnskapet inneholder verdijusteringen flere forskjellige komponenter, blant annet verdiendringen i biomasse, salgskontrakter og Fish-Pool kontrakter. Vi har valgt å klassifisere hele verdijusteringen som en unormal driftspost. Posten er har en meget ustabil trend som varierer avhengig av lakseprisen. Vi kommer tilbake til denne posten under målefeil i delkapittel 6.5

Enkeltstående hendelser er hendelser som relaterer seg til “ekstraordinære kostnader”. Enkeltstående hendelsene i 2011 knytter seg til ekstraordinære kostnader ved børsnoteringen i

2011. I årene 2012, 2014 og 2015 knytter kostnadene seg helt eller delvis seg til ekstraordinær dødelighet. I 2014 består også kostnaden av en endring i konsernledelsen, mens i 2015 er deler av beløpet knyttet til en bot tildelt til Nord Senja Laks AS. I 2013 er kostnadene i sin helhet knyttet til rømming ved et av anleggene. I 2016 knytter kostnadene seg til destruksjon av fisk. Dette er kostnader som ikke er gjentakende hvert år, men som skyldes enkeltstående hendelser i driften. Dermed skal posten klassifiseres som unormale driftskostnader.

I tillegg til kostnadene i det ordinære resultatet inneholder det unormale driftsresultatet driftsrelatert OCI og dirty surplus. Forklaringen av disse postene ble gitt under steg 2 i omgrupperingen av årsresultatet.

Unormalt driftsresultat (Tall i 1000 NOK)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Virkelig verdijustering	-70 627	49 428	94 725	57 456	24 416	164 151
Virkelig verdijustering, tilknyttet selskap	-20 779	10 840	5 170	-632	-6 022	20 816
Enkeltstående hendelser	-2 500	-9 919	-2 219	-35 911	-31 330	-20 322
Driftsrelatert OCI	0	4 271	-798	-6 665	4 749	11 535
Driftsrelatert dirty surplus	0	-6 994	0	-163	-165	16 862
Sum unormalt driftsresultat før skatt	-93 906	47 626	96 878	14 085	-8 352	193 042

Tabell 6. 7. Unormalt driftsresultat til NRS i perioden 2011-2016

Unormale poster i finans:

Etter en gjennomgang av finansregnskapet, har vi valgt å klassifisere følgende poster som unormale:

- Netto unormalt finansresultat.
- Finansrelatert OCI
- Finansrelatert dirty surplus

Posten “netto unormalt finansresultat” er en samlepost som inneholder en rekke forskjellige kostnader og inntekter knyttet til finansresultat. Blant annet inneholder den forskjellige realiserte- og urealiserte tap knyttet til finansielle instrumenter. I tillegg har vi valgt å klassifisere eventuelle utbytter som netto unormalt finansresultat. Dette skyldes at utbytteutbetalingene er svært varierende, og eventuelle utbytter som mottas er svært lave/ubetydelige, hvilket gjør at utbyttene har svært liten påvirkning på årsresultatet. Det unormale finansresultatet inneholder også de to postene finansrelatert OCI og -dirty surplus. Dette er poster som ikke inngår i årsresultatet, men som inngår i totalresultatet. Postene ble bedre forklart i steg 2 av omgrupperingen.

Unormalt finansresultat (Tall i 1000 NOK)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto unormalt finansresultat før skatt	38 419	-4 055	47 715	99 550	44 994	312 009
Finansrelatert OCI	-23 132	2 573	-7 325	-18 306	-362	21 429
Finansrelatert dirty surplus	-4 320	-858	0	0	0	0
Sum unormalt finansresultat før skatt	10 967	-2 340	40 390	81 244	44 632	333 438

Tabell 6. 8. Unormalt finansresultat til NRS i perioden 2011-2016

6.4.1.4. Steg 4: Fordeling av skattekostnaden

Det siste steget i omgrupperingen av resultatet er å fordele skattekostnaden. Skattekostnaden fordeles på de forskjellige kapitalene som er illustrert i figur 6.3 ovenfor. Skatten fordeles både på finans- og driftsinntekter/kostnader. Den generelle selskapsskatten i Norge er 25% per 2016. Selskapsskatten har ikke vært konstant i analyseperioden som en kan se i figur 6.9, noe det må tas hensyn til ved beregningen av skattekostnader.

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Skattesats	28 %	28 %	28 %	27 %	27 %	25 %

Tabell 6. 9. Selskapsskattesatsen i Norge i perioden 2011-2016

Den rapporterte skattekostnaden består av flere komponenter, og skatteleggingen av inntekter og kostnader vil være avhengig av de gjeldende skattereglene. På grunn av diverse skatteregler, vil man kunne få avvik fra selskapsskattesatsen knyttet til både finans- og driftsdelen av regnskapet. Den effektive skattesatsen vil dermed kunne være høyere og lavere enn selskapsskattesatsen [Knivslå 4, 2017]. Fordelingen av skattekostnaden vil gjennomføres i flere steg, og videre vil vi forklare de ulike stegene i fordelingen, før vi presenterer den endelige fordelingen av skattekostnaden i tabell 6.10.

Det første steget vil være å fordele skatt til de normale finanskostnadene. Skatteleggingen av finanskostnader vil i teorien være en skatteinntekt. Dette skyldes at man reduserer kostnaden med en prosent tilsvarende selskapsskattesatsen. Skatteleggingen av finanskostnaden gjøres ved å multiplisere finanskostnaden med selskapsskattesatsen (*sss*) for det gjeldende året.

Formel 6.2

$$\text{Skatt på normale finanskostnader} = \text{Normale finanskostnader} * sss$$

sss=selskapsskattesats

Det neste steget vil være å skatlegge finansinntektene. Enkelte finansinntekter vil være skattefrie grunnet fritaksmodellen som man finner i skatteloven §2-38. Dermed kan den

effektive skattesatsen for finansinntektene avvike fra selskapsskattesatsen. I vår omgruppering av finansregnskapet er det kun renteinntekter som inngår i de normale finansinntektene, ettersom vi har valgt å definere utbytte som unormalt jfr. forrige delkapittel. Dermed er den effektive skattesatsen lik selskapsskattesatsen, og skatten på finansinntektene blir slik:

Formel 6.3

$$\text{Skatt på normale finansinntekter} = \text{Normale finansinntekter} * sss$$

sss = selskapsskattesats

Det tredje steget vil være å skattlegge det unormale finansresultatet. Det unormale finansresultatet inneholder en rekke forskjellige poster. Noen av postene skal skattlegges mens andre er skattefrie. I skatteleggingen av denne posten har vi dermed valgt å granske noteopplysningene i årsregnskapene for å avgjøre hvilke poster som skattlegges, og hvilke poster som er skattefrie. Avgjørelsen fattes på bakgrunn av vår kunnskap i skatterett. Dermed adderer vi de postene som skal skattlegges, og resultatet multipliseres med selskapsskattesatsen.

Formel 6.4

$$\text{Skatt unormalt finansresultat} = \text{Unormalt skattbart finansresultat} * sss$$

sss = selskapsskattesats

Videre skal driftsresultatet skattlegges. Ved skatteleggingen av driftsresultatet er man avhengige av å utarbeide driftsskattesatsen. Driftsskattesatsen blir utledet av formel 6.5, gjengitt av Knivsfå [Knivsfå 4 2017].

Formel 6.5

$$dss = \frac{NSK - FI * f_{iss} - UFR * u_{frss} - FK * f_{kss}}{\text{Driftsresultatet før skatt}}$$

dss = driftsskattesats, NSK = netto skattekostnad, FI = normale finansinntekter, f_{iss} = finansinntektsskattesats, UFR = unormalt finansresultat, u_{frss} = unormal finansresultatsskattesats, FK = normale skattekostnader, f_{kss} = finanskostnadsskattesats

For å utarbeide driftsskattesatsen måtte vi først identifisere den unormale skattekostnaden. Den unormale skattekostnaden finner man ved å granske notene i finansregnskapet. I 2011, 2012, 2015 og 2016 består posten av korrigerende av tidligere års skattekostnad.

Driftsskattesatsen	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt	Median
<i>dss</i>	0,2649	0,2874	0,2173	0,1455	0,1178	0,1123	0,1909	0,1814

Tabell 6. 10. Driftsskattesats for NRS i perioden 2011-2016

Etter utarbeidelsen av driftsskattesatsen i årene 2011-2016 ønsker man å utarbeide en normalisert driftsskattesats (*ndss*). Som en kan se i tabell 6.10 vil *dss* variere over tid. Ved utarbeidelsen av skatten til det normale driftsresultatet ønsker man derimot å ha en normalisert sats som er lik over hele analyseperioden. Dermed utarbeider man en normalisert driftsskattesats. Utarbeidelsen av en normalisert driftsskattesats gjøres ved å utarbeide et gjennomsnitt og en median av driftsskattesatsene i perioden. Deretter velges enten snittet eller medianen basert på hvilken sats som er minst ekstrem (den verdien som er nærmest selskapsskattesatsen). I vårt tilfelle er medianen og gjennomsnittet ganske likt. Gjennomsnittsverdien er noe nærmere *sss*, og dermed har vi valgt gjennomsnittet som vår *ndss*. Etter at man har utarbeidet *ndss* vil man deretter utarbeide den normale skatten på det normale driftsresultatet. Dette gjøres ved å gange bedriftsskattesatsen med det normale driftsresultatet.

Formel 6-6

$$\text{Normal driftsskattekostnad} = \text{Normalt driftsresultat} * \text{ndss}$$

ndss = normalisert driftsskattesats

Etter å ha utarbeidet den normale skatten på det normale driftsresultatet ønsker man også å utarbeide den unormale skatten på det normale driftsresultatet. Dette gjøres ved å multiplisere det normale driftsresultatet med differansen mellom driftsskattesatsen og den normaliserte driftsskattesatsen. Beregningen gjøres på følgende måte:

Formel 6.7

$$\text{Unormal skatt på normalt driftsresultat} = \text{Normalt driftsresultat} * (\text{dss} - \text{ndss})$$

ndss = normalisert driftsskattesats, *dss* = driftsskattesatsen

Det siste steget vil være å beregne skatt på det unormale driftsresultatet. Dette gjøres ved å multiplisere driftsskattesatsen med årets unormale driftsresultat.

Formel 6.8

$$\text{Skatt på unormalt driftsresultat} = \text{unormalt driftsresultat} * \text{dss}$$

dss = driftsskattesatsen

Etter å ha gjennomført alle stegene ovenfor sitter vi igjen med følgende fordeling av skattekostnaden:

Fordeling skattekostnad (Tall i 1000 NOK)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Normal driftsskattekostnad	-9 019	-5 789	-49 282	-37 020	-44 511	-126 140
Skatt på normal finansinntekt	-95	-118	-95	-252	-238	-451
Skatt på normal finanskostnad	7 942	10 060	8 770	6 057	6 712	4 505
Skatt på unormalt driftsresultat	19 368	-11 355	-20 099	-3 134	815	-16 150
Unormal skatt på normalt driftsresultat	-3 497	-2 929	-6 822	8 808	17 031	51 926
Skatt på unormalt finansresultat	893	1 135	-12 960	-26 879	-12 148	-78 002
Unormal skatt	-44	-133	0	0	-158	-3 395
Rapportert skattekostnad	15 548	-9 130	-80 487	-52 422	-32 498	-167 707

Tabell 6. 11. Fordeling av skattekostnadene til NRS i perioden 2011-2016

Som man kan se i tabell 6.11 har skattekostnaden en svært varierende sammensetning i analyseperioden. Trenden i den normale driftsskattekostnaden er klart økende, noe som har en naturlig sammenheng med det økte driftsresultatet. Videre ser vi at skatten på de normale finanskostnadene er fallende, noe vi kan se i sammenheng med en lavere rente og lavere gjeldsandel i selskapet. I tillegg ser vi at den unormale skatten på det normale driftsresultatet øker tydelig over perioden, noe som har sammenheng med en lavere driftsskattesats, bedre driftsresultat og større differanse mellom *ndss* og *dss*. Avslutningsvis er det verd å nevne at den høye skatten på det unormale finansresultatet i 2016 skyldes unormale gevinster på TRS-avtaler (Total Return Swap).

6.4.2 Balansen

Etter IFRS er også balansen kreditororientert. Balansen har fokus på eiendelslikviditeten og forfallstidspunkt for gjelden, fremfor å ha fokus på verdiskapningen i bedriften. Tilførsel av kapital kan enten skje gjennom innskutt kapital fra investorer eller gjennom opptak av gjeld. Verdiskapningen i bedriften skjer enten via sysselsettingen eller investeringen av kapital i driften. Det er verdiskapningen i bedriften en investor ønsker å analysere, og vi ønsker dermed å omgruppere balansen i finans- og driftseiendeler. Omgrupperingen av balansen vil gjennomføres i fire trinn [Knivsfå 5, 2017]:

1. Eventuelt utbytte flyttes til egenkapitalen
2. Skille mellom drift og finansiering i balansen
3. Fra total kapital til sysselsatt kapital
4. Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

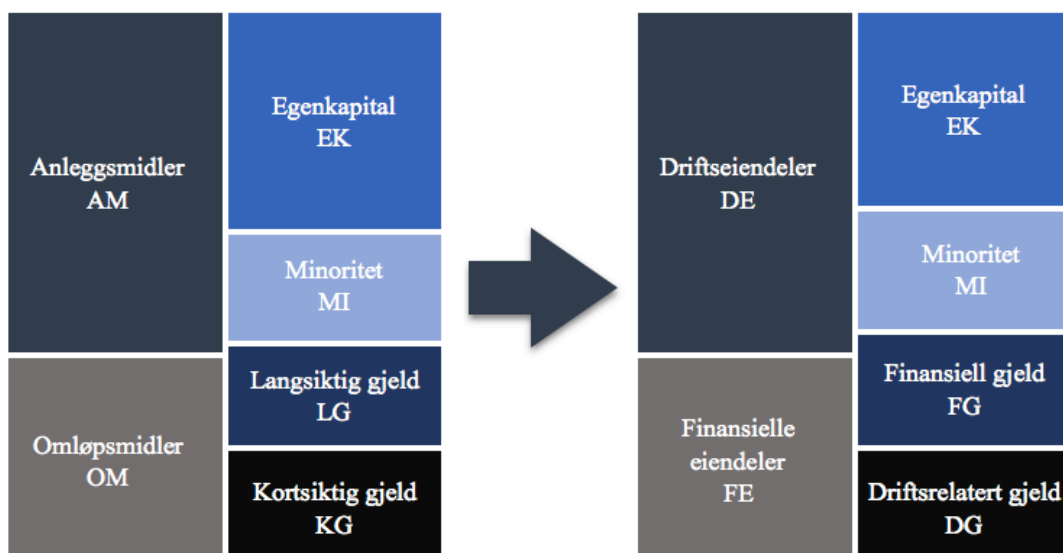
Etter omgrupperingen av balansen sitter man igjen med en balanse som er bedre egnet til videre analyse og verdivurdering av bedriften. Det kan nevnes at begrepene sysselsatt kapital og netto driftskrav ofte ikke er de samme begrepene som brukes praksis, og kan for noen skape forvirring. Vi benytter oss av Knivsfå sitt rammeverk, dermed benytter vi hans definisjoner av uttrykkene sysselsatt kapital og netto driftskrav, videre forklaring gis i de neste delkapitlene.

6.4.2.1 Eventuelt utbytte flyttes til egenkapitalen

Det første steget vil være å omgruppere eventuelt avsatt utbytte fra kortsiktig gjeld til egenkapital. Etter norske regnskapsregler (NGRS) avsettes utbytte, foreslått av styret, som kortsiktig gjeld i balansen. Etter de internasjonale regnskapsreglene (IFRS) vil en slik avsetning være ulovlig. Etter IFRS skal utbytte først avsettes da det har blitt fattet en endelig avgjørelse av generalforsamlingen. Balansen vil dermed ikke inneholde noen avsetning knyttet til utbytte per 31.12, og en omklassifisering vil ikke være nødvendig. Norway Royal Salmon fører sitt regnskap etter IFRS, og dermed vil ikke balansen per 31.12 inneholde avsatt utbytte.

6.4.2.2 Skille mellom drift og finansiering i balansen

Det andre steget vil være å omgruppere balansen i drift og finansiering. Dette gjøres, som tidligere nevnt for å få en mer investororientert balanse. Som vist i figur 6.3 vil hver balansepost ha tilhørende kostnader og inntekter. Derfor velger man å omgruppere balansen etter hvor verdiskapningen faktisk skjer. I figur 6.4 vises det hvordan omgrupperingen gjøres fra en kreditororientert balanse til en investororientert balanse. Eiendelene blir delt inn i driftsrelaterte- og finansrelaterte eiendeler. De driftsrelaterte eiendelene er naturlig eiendeler knyttet til driften, mens de finansrelaterte eiendelene er de eiendelene som er fremmede i driften. På gjelds- og egenkapitalsiden har vi fire komponenter hvor gjelden deles inn i drift og finans. Den driftsrelaterte gjelden er ikke-rentebærende gjeld som knytter seg til driften, typisk leverandørgjeld. Den finansrelaterte gjelden er da den rentebærende gjelden, typisk gjeld til kredittinstitusjoner [Knivsfå 5, 2017].



Figur 6. 4. Omgruppering av balansen fra kreditororientert til investororientert [Knivsfå 5, 2017]

Skillet mellom drift og finans i balansen gjøres på basis av kvalifiserte valg av verdsetteren. Enkelte poster er enkle å klassifisere, mens andre poster kan klassifiseres som både finans og drift. Valget verdsetteren gjør vil da kunne påvirke verdiestimatet, og er da potensiell feilkilde i verdiestimatet. Nok en gang er det notene i årsregnskapet som benyttes for å klassifisere de ulike postene i enten drift eller finans. Videre vil vi vise oppdelingen av balansen presentert i tabell 6.12.

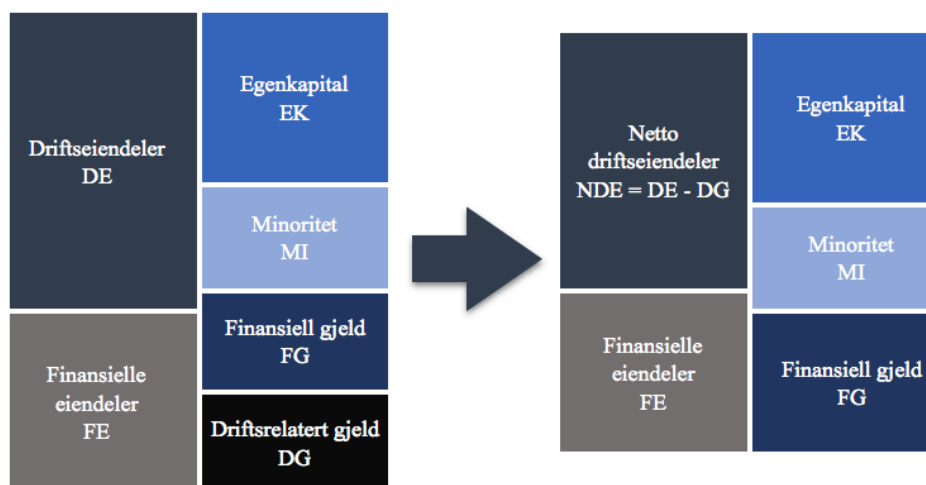
Eiendeler (Tall i NOK 1000)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Immaterielle eiendeler	502 887	502 887	502 887	648 887	648 887	648 887
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	4 021	4 103	5 474	12 746	12 866	19 579
Maskiner og anlegg	89 013	95 457	115 370	154 260	175 233	182 110
Båter og flytende anlegg	76 089	72 486	84 475	115 178	157 106	197 285
Andre driftsmidler	8 187	6 853	5 235	6 868	12 742	18 521
Investeringer i tilknyttede selskaper	96 087	110 860	132 758	150 155	169 991	531 504
Sum Driftsrelaterte anleggsmidler	776 284	792 646	846 199	1 088 094	1 176 825	1 597 886
Varelager	18 851	20 816	27 038	40 270	40 630	101 635
Biologiske eiendeler	387 880	525 739	639 238	808 674	829 928	1 205 399
Kundefordringer	227 901	286 918	412 148	421 691	500 689	478 214
Andre kortsiktige fordringer	43 021	31 545	68 735	174 344	100 438	244 596
Driftsrelaterte omløpsmidler	677 653	865 018	1 147 159	1 444 979	1 471 685	2 029 844
Driftseiendeler	1 453 937	1 657 664	1 993 358	2 533 073	2 648 510	3 627 730
Andre langsiktige fordringer	3 766	4 673	3 127	3 000	20 000	16 000
Finansielle anleggsmidler	3 766	4 673	3 127	3 000	20 000	16 000
Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg	3 385	3 335	1 395	1 895	395	395
Kontanter og kontantekvivalenter	6 205	9 854	53 732	61 494	201 339	69 257
Finansielle omløpsmidler	9 590	13 189	55 127	63 389	201 734	69 652
Finansielle eiendeler	13 356	17 862	58 254	66 389	221 734	85 652
Totale eiendeler	1 467 293	1 675 526	2 051 612	2 599 462	2 870 244	3 713 382

Egenkapital og gjeld (Tall i NOK 1000)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Egenkapital (majoritet)	495 434	566 200	814 632	949 125	1 113 788	2 013 983
Ikke kontrollerende eierinteresser	37 229	40 984	54 355	64 781	72 730	33 034
Total egenkapital	532 663	607 184	868 987	1 013 906	1 186 518	2 047 017
Pensjonsforpliktelser	8 480	9 854	10 320	18 733	12 480	11 383
Utsatt skatt	153 784	161 753	231 640	272 742	303 485	394 786
Leverandørgjeld	219 868	292 655	382 944	426 331	530 430	646 515
Betalbar skatt	0	780	8 313	2 031	3 180	79 350
Annen kortsiktig gjeld	14 560	27 371	41 792	164 842	134 271	182 916
Driftsrelatert gjeld	396 692	492 413	675 009	884 679	983 846	1 314 950
Langsiktig rentebærende gjeld	320 884	328 292	323 084	518 788	653 361	303 781
Kortsiktig rentebærende gjeld	217 054	247 637	184 530	182 089	46 519	47 635
Finansiell gjeld	537 938	575 929	507 614	700 877	699 880	351 416
Sum gjeld	934 630	1 068 342	1 182 623	1 585 556	1 683 726	1 666 366
Sum gjeld og egenkapital	1 467 293	1 675 526	2 051 610	2 599 462	2 870 244	3 713 383

Tabell 6. 12. Omgruppering av balansen fra kreditororientert til investororientert

6.4.2.3 Fra totalbalanse til sysselsatt kapital

Etter omgrupperingen i forrige kapittel, ser vi at kapitalsiden av totalbalansen består av kapital som er investert fra eierne, dvs. majoritet og minoritet, og driftsrelatert og finansiell gjeld. Ifølge Knivsflå ønsker vi ved en investororientert balanse å omgruppere slik at kapitalsiden kun består av sysselsatt kapital. Knivsflå definerer sysselsatt kapital som innskutt kapital. Dermed kan ikke driftsrelatert gjeld ansees som sysselsatt kapital. Den driftsrelaterte gjelden består av blant annet leverandørgjeld, skyldig lønn, utsatt skatt, etc. og er et resultat av driftssyklusen i selskapet. Vi vil dermed omgruppere balansen ved å flytte den driftsrelaterte gjelden over på eiendelssiden for å få frem netto driftseiendeler. [Knivsflå 5, 2017].



Figur 6. 5. Omgruppering fra totalkapital til sysselsatt kapital [Knivsflå 5, 2017]

Omgrupperingen fra total kapital til sysselsatt kapital er presentert i tabell 6.13.

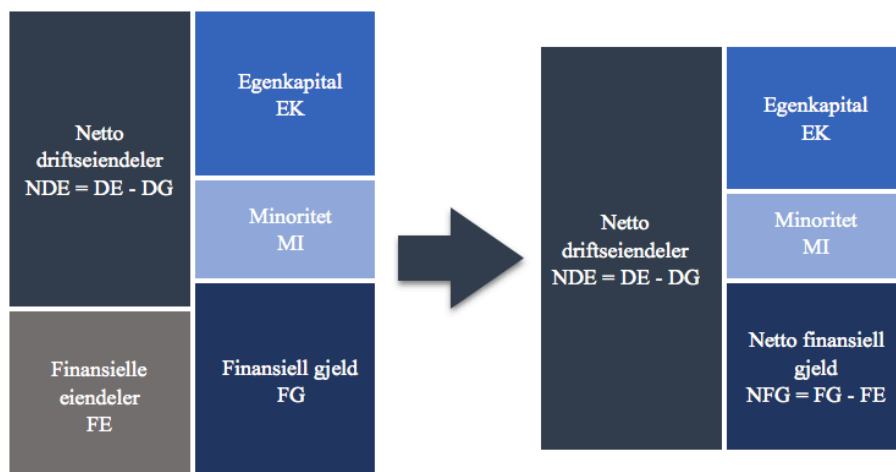
Sysselsatt kapital	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	614 020	621 039	604 239	796 619	860 860	1 191 717
Driftsrelatert arbeidskapital	443 225	544 212	714 110	851 775	803 804	1 121 063
Netto driftseiendeler	1 057 245	1 165 251	1 318 349	1 648 394	1 664 664	2 312 780
Finansielle eiendeler	13 356	17 862	58 254	66 389	221 734	85 652
Sysselsatte eiendeler	1 070 601	1 183 113	1 376 603	1 714 783	1 886 398	2 398 432
Egenkapital	495 434	566 200	814 632	949 125	1 113 788	2 013 983
Minoritetsinteresser	37 229	40 984	54 355	64 781	72 730	33 034
Finansiell gjeld	537 938	575 929	507 614	700 877	699 880	351 416
Sysselsatt kapital	1 070 601	1 183 113	1 376 601	1 714 783	1 886 398	2 398 433

Tabell 6. 13. Sysselsatt kapital for NRS i perioden 2011-2016

Som vi kan se har sysselsatt kapital vokst over analyseperioden, hvilket i hovedsak skyldes en jevn økning i egenkapital, og gode år for NRS. Videre ser vi at egenkapitalen nesten har hatt en fordobling i 2016. I tillegg er det verd å merke seg at NRS har nedbetalt store deler av den finansielle gjelden i 2016 har. Minoritetsinteressene har også sunket i 2016, noe som skyldes NRS sitt oppkjøp av resterende eierandeler i datterselskapet Nord-Senja laks AS.

6.4.2.4. Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

Det siste steget i omgrupperingen av balansen er å finne netto driftskapitalen. Etter gjennomføringen av det tredje steget består eiendelssiden av netto driftseiendeler og finansielle eiendeler. For å finne netto driftskapital må vi flytte de finansielle eiendelene over på kapitalsiden. Etter at vi har flyttet de finansielle eiendelene over på kapital siden stå man kun igjen med netto driftseiendeler på eiendelssiden. Kapitalsiden består av egenkapital, minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld [Knivsfå 5, 2017]. Steg fire illustreres i figur 6.6 nedenfor.



Figur 6. 6. Omgruppering fra sysselsatt kapital til netto driftskapital [Knivsfå 5, 2017]

Omgrupperingen fra sysselsatt kapital til netto driftskapital presenteres i tabell 6.14.

Netto driftskapital	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	614 020	621 039	604 239	796 619	860 860	1 191 717
Driftsrelatert arbeidskapital	443 225	544 212	714 110	851 775	803 804	1 121 063
Netto driftseiendeler	1 057 245	1 165 251	1 318 349	1 648 394	1 664 664	2 312 780
Egenkapital	495 434	566 200	814 632	949 125	1 113 788	2 013 983
Minoritetsinteresser	37 229	40 984	54 355	64 781	72 730	33 034
Netto finansiell gjeld	524 582	558 067	449 360	634 488	478 146	265 764
Netto driftskapital	1 057 245	1 165 251	1 318 347	1 648 394	1 664 664	2 312 781

Tabell 6. 14. Netto driftskapital til NRS i perioden 2011-2016

Som vi ser har netto driftskapital økt i analyseperioden, og kildene til dette ble forklart i delkapittelet over. Vi har nå gjennomført de omgrupperingene av balansen som er nødvendige for en videre investororientertanalyse. Balansen må likevel justeres for eventuelle målefeil. Dette kommer vi tilbake til i delkapittel 6.5.

6.4.3 Omgruppering kontantstrøm

På lik linje med resultatregnskapet og balanseregnskapet, er kontantstrømoppstillingen kreditororientert etter IFRS. I IFRS sin oppstilling av kontantstrøm er det fokus på bedriftens evne til å generere kontanter. I et investororientert regnskap er man derimot mer interessert i å finne kontantstrømmen skapt gjennom driftsaktiviteten i virksomheten. Den frie kontantstrømmen til egenkapitalen tilsvarer kontantstrømmen som blir generert fra de forskjellige kapitalene i virksomheten, hensyntatt eventuelle investeringer. Dette fører til at fri kontantstrøm til egenkapital skal tilsvare verdien til netto utbetalt utbytte [Knivsflå 5, 2017]. Den omgrupperte kontantstrømmen til NRS er presentert i tabell 6.15.

Kontantstrøm (Tall i 1000 NOK)	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsresultat	24 170	232 602	184 723	217 489	585 844
Unormalt netto driftsresultat	-21 787	-5 597	-22 891	17 630	47 537
Endring i netto driftseiendeler	-53 011	-77 544	-287 397	-24 564	-470 230
Fri kontantstrøm fra drift	-50 628	149 461	-125 566	210 555	163 150
Netto finansinntekter	304	243	683	644	1 352
Unormalt netto finansinntekter	-1 205	27 430	54 366	32 484	255 436
Endring i finansielle eiendeler	-4 506	-40 392	-8 135	-155 345	136 082
Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	-56 035	136 743	-78 653	88 337	556 020
Netto finanskostnad	-25 868	-22 551	-16 377	-18 147	-13 515
Endring i finansiell gjeld	37 991	-68 315	193 263	-997	-348 464
Netto minoritetsresultat	-3 428	-13 371	-13 936	-7 950	-16 706
Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0
Endring i minoritetsinteresser	3 755	13 371	10 426	7 949	-39 696
Fri kontantstrøm til egenkapital	-43 585	45 877	94 724	69 192	137 639

Tabell 6. 15. Omgruppert kontantstrøm til NRS i perioden 2012-2016

6.5 Målefeil og justering

Hensikten med regnskapsanalysen å få et best mulig bilde av de underliggende økonomiske forholdene i selskapet. I regnskapet kan rapporteringen avvike fra de underliggende økonomiske forholdene, og dermed må regnskapet justeres for eventuelle målefeil. Målefeil kan oppstå på flere forskjellige måter, og vi kan derfor dele målefeil opp i tre kategorier som av Knivsflå betegnes som “the good, the bad, and the ugly” [Knivsflå 6, 2017]. Overalt i regnskapet kan det oppstå feil, og dermed bør det ved en verdivurdering foretas en nøye gjennomgang av regnskapet for å kunne identifisere og justere for eventuelle målefeil. Ved å justere for målefeil skal regnskapet gi et godt bilde av de faktiske økonomiske forholdene i selskapet. Tids- og informasjons-begrensningen gjør at vi kun vil korrigere for de mest betydelige målefeilene [Knivsflå 6, 2017].

Målefeil type 1, The good

Målefeil av type 1 omtales som “god” fordi den gir uttrykk for en strategisk fordel for selskapet. Dette er målefeil som oppstår på grunn av bruk av historisk kost fremfor virkelig verdi. Regnskapsføring etter kostmodellen får frem underliggende rentabilitet over driftsperioden, og er dermed god for rentabilitetsanalyse. Denne regnskapsmodellen vil få frem eventuell superrentabilitet over driftsperioden, og dermed gi uttrykk for eventuell strategisk fordel. Med andre ord er det ikke målefeilen som er en strategisk fordel, men målefeilen vil gi uttrykk for strategisk fordel ved å påvirke beregningen av nøkkeltall. Ved regnskapsføring etter verdimodellen vil man kun identifisere en eventuell superrentabilitet på investeringspunktet. Dermed har denne typen målefeil god informasjonsverdi, og dermed ønsker vi ikke å korrigere for denne typen feil i regnskapet [Knivsflå 6, 2017].

Målefeil type 2, The bad

Målefeil av type 2 er målefeil som oppstår fordi regnskapsreglene tillater en “dårlig” måling av verdi. Det vil si at regnskapsreglene tillater å rapportere etter verdier som avviker fra den underliggende økonomiske realiteten. En av de vanligste kildene til målefeil av type 2, er manglende balanseføring, hvilket skaper støy i rentabilitetsmålingen. Et eksempel er manglende balanseføring av egen forskning. Dette vil føre til at rentabiliteten vil være undervurdert på investeringspunktet, og overvurdert over driftsperioden. Betydelige målefeil av type 2 bør justeres i regnskapet.

Målefeil type 3, The ugly

Målefeil av type 3 er målefeil som oppstår på grunn av kreativ regnskapsføring. Dette er målefeil som Knivsflå velger å kalle "stygg" målefeil. Målefeil av type tre oppstår dersom et selskap rapporterer verdier som bryter med de gjeldene regnskapsreglene. Manipulering av regnskapstall er ulovlig, og den "kreative" rapporteringen skyldes som oftest et ønske om å forbedre regnskapstallene. Slike målefeil skaper støy i rentabilitetsberegninger, og må derfor justeres for.

Målet med justeringene er at regnskapet skal avbilde de underliggende, økonomiske forholdene på en best mulig måte. At regnskapet skal avbilde de underliggende økonomiske forholdene kan anses som en svært ambisiøs målsetning. På grunn av tids- og informasjonsbegrensning er det lite realistisk å identifisere og endre for alle målefeil. En kan også spørre om vi som eksterne analytikere har et bedre syn på de økonomiske realitetene i selskapet enn de som har utarbeidet det selv. Eller om våre vurderinger bare vil tilføre mer støy i regnskapstallene. En må gjennomføre en kost/nytte vurdering, der man avgjør om identifisering og justering av målefeil er hensiktsmessig [Knivsflå 7, 2017].

I justeringen av målefeil ønsker man kun å justere for feil av type 2 og 3 feil, da type 1 er en "ønsket" feil. Målefeil av type 3 har allerede blitt undersøkt, da selskapet er pliktig til å bli revidert av en statsautorisert revisor. Vi velger å stole på revisors kunnskap, og fokuserer dermed på målefeil av type 2. Målefeil av type 2 er ikke revisors oppgave å oppdage, da regnskapsreglene tillater målefeil av denne typen. Etter en gjennomgang av NRS sin regnskapsinformasjon har vi valgt å justere regnskapet for målefeil knyttet til virkelig verdijustering.

6.5.1 Biologiske eiendeler

I henhold til IFRS skal biologiske eiendeler regnskapsførers til virkelig verdi etter IAS 41 - IFRS sin regnskapsstandard for landbruk. Dette innebærer at NRS foretar en årlig verdijustering av de biologiske eiendelene i regnskapet. Som følge av dette vil det være et avvik mellom den virkelige verdien og den historiske kosten knyttet til de biologiske eiendelene. Siden lakseprisen er svært volatil vil også den virkelige verdien ha en svært varierende trend. Historisk kost vil være bedre egnet for et langsiktig investeringsperspektiv,

da historisk kost vil skape en mer stabil verdi. Dette vil igjen føre til mindre støy og gi et bedre bilde på lønnsomheten i bedriften.

Likevel kan man argumentere for at virkelig verdi er den foretrukne verdsettelsesmetoden. I et oppdrettsselskap er det lakseprisen som er den største påvirkningsfaktoren på verdiskapningen i selskapet, og dermed bør denne tas hensyn til regnskapet. Man kan argumentere for at slakteklar laks bør vurderes etter virkelig verdi, mens laks i tidligere livsfaser bør vurderes etter historisk kost. Etter IAS 41 er det kun fisk over 1 kg som skal verdijusteres, hvilket underbygger vår påstand. Likevel har vi valgt å vurdere oppdrettslaksen etter historisk kost. I tillegg til argumentasjonen ovenfor ser vi at lakseprisen er på en "all time high", hvilket fører til et eventyrlig år for den norske oppdrettsnæringen. Gjennom hele oppgaven argumenterer vi for at man har en tendens til å overvurdere selskaper i gode tider. Som virkemiddel for å unngå overvurdering av selskapets underliggende verdi velger vi dermed å forholde oss til den historiske kosten på de biologiske eiendelene.

Verdijusteringen finner man i NRS sitt resultatregnskap. Videre ser vi at verdijusteringen har en positiv påvirkning på resultatet i samtlige år i den historiske analyseperioden. Vi har valgt å reversere den virkelige verdijusteringen av biomassen i egen- og tilknyttet virksomhet. Nedenfor i tabell 6.16 har vi presentert hvilken effekt verdiendringen har på resultatregnskapet og balansen til NRS.

Justeringer resultatregnskap (Tall i 1000 NOK)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Unormalt netto driftsresultat før justering	-78 079	33 208	69 957	19 757	9 336	225 423
Netto justering av reversering av verdijustering biomasse, (egen)	56 512	-44 155	-70 384	-43 280	2 272	-157 070
Netto justering av reversering av verdijustering biomasse, (tks)	20 779	-10 840	-5 170	632	6 022	-20 816
Netto endring av netto unormalt driftsresultat	77 291	-54 995	-75 554	-42 648	8 294	-177 886
Unormalt netto driftsresultat etter justering	-788	-21 787	-5 597	-22 891	17 630	47 537

Justering netto driftseiendeler (Tall i 1000 NOK)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftseiendeler før justering	1 057 245	1 165 251	1 318 349	1 648 394	1 664 664	2 312 780
Justering i året	77 291	-54 995	-75 554	-42 648	8 294	-177 886
Netto driftseiendeler etter justering	1 134 536	1 187 547	1 265 091	1 552 488	1 577 052	2 047 282

Justering egenkapital (Tall i 1000 NOK)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Egenkapital før justering	495 433	566 201	814 632	949 125	1 113 788	2 013 984
Netto justering	77 291	22 296	-53 258	-95 906	-87 612	-265 498
Egenkapital etter justering	572 724	588 497	761 374	853 219	1 026 176	1 748 486
Minoritetsinteresser	37 229	40 984	54 355	64 781	72 730	33 034
Netto finansiell gjeld	524 582	558 067	449 360	634 488	478 146	265 764
Netto driftskapital	1 134 535	1 187 548	1 265 089	1 552 488	1 577 052	2 047 284

Tabell 6. 16. Effekt av målefeiljustering i resultatregnskapet og balansen til NRS i perioden 2011-2016

Som vi kan se i tabellen ovenfor fører justeringen av biomasse til en endring i det unormale driftsresultatet. Justeringen fører til at det unormale reduseres i alle år med positiv verdiregulering, mens man får en økning i det unormale driftsresultatet år med negativ regulering. Dermed får det unormale resultatet en negativ regulering i alle år bortsett fra i 2011 og 2015. Justeringene i egen- og tilknyttet virksomhet vil påvirke ulike kapitaler. Justeringen i egen virksomhet vil påvirke den driftsrelaterte arbeidskapitalen, mens justeringen i de driftstilknyttede bedriftene vil påvirke de driftsrelaterte anleggsmidlene. Den ulike påvirkningen skyldes at investeringer i driftstilknyttede selskaper anses som et anleggsmiddel, mens bedriftens egne biologiske eiendeler klassifiseres som driftsrelatert arbeidskapital.

6.6 Omgrupperte tall

Etter den trinnvise omgrupperingen og justeringen av målefeil kan vi presentere et endelig omgruppert årsregnskap. Nedenfor presenterer vi henholdsvis det omgrupperte resultatregnskapet, den omgrupperte balansen og endringene i egenkapitalen.

Omgruppert resultatregnskap (1000)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntekter	1 734 022	1 744 266	2 603 712	2 599 799	3 210 548	4 224 340
Varekostnader	-1 549 263	-1 540 290	-2 137 934	-2 175 278	-2 707 071	-3 230 927
Lønn og pensjonskostnader	-60 595	-71 764	-85 627	-104 557	-113 268	-155 468
Andre driftskostnader	-50 865	-71 428	-88 203	-84 577	-103 288	-115 947
Avskrivning	-26 043	-30 449	-33 728	-41 412	-53 697	-61 063
Driftsresultat fra egen virksomhet	47 256	30 335	258 220	193 975	233 224	660 935
Driftsrelatert skattekostnad	-9 019	-5 789	-49 282	-37 020	-44 511	-126 140
Netto driftsresultat egen virksomhet	38 237	24 546	208 938	156 955	188 713	534 795
Netto driftsresultat fra driftstilknyttet virksomhet	19 090	-376	23 664	27 768	28 776	51 049
Netto driftsresultat	57 327	24 170	232 602	184 723	217 489	585 844
Netto finansinntekt	243	304	243	683	644	1 352
Netto resultat til sysselsatt kapital	57 571	24 473	232 846	185 405	218 133	587 196
Netto finanskostnad	-20 421	-25 868	-22 551	-16 377	-18 147	-13 515
Netto minoritetsresultat	3 759	-3 428	-13 371	-13 936	-7 950	-16 706
Normalt nettoresultat til egenkapital	40 908	-4 823	196 924	155 092	192 036	556 975
Unormalt netto driftsresultat	-744	-21 787	-5 597	-22 891	17 630	47 537
Unormalt netto finansresultat	11 816	-1 205	27 430	54 366	32 484	255 436
Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	51 980	-27 815	218 757	186 567	242 150	859 948
Netto utbetalt utbytte	-17 190	43 587	-45 879	-94 722	-69 193	-137 639
Endring i egenkapital	34 790	15 772	172 878	91 845	172 957	722 309

Tabell 6. 17. Omgruppert resultatregnskap for NRS i perioden 2011-2016

Sysselsatt kapital for NRS	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	634 799	630 978	609 008	802 020	872 283	1 182 324
Driftsrelatert arbeidskapital	499 737	556 569	656 083	750 468	704 769	864 958
Netto driftseiendeler	1 134 536	1 187 547	1 265 091	1 552 488	1 577 052	2 047 282
Finansielle eiendeler	13 356	17 862	58 254	66 389	221 734	85 652
Sysselsatte eiendeler	1 147 892	1 205 409	1 323 345	1 618 877	1 798 786	2 132 934
Egenkapital	572 724	588 496	761 374	853 219	1 026 176	1 748 485
Minoritetsinteresser	37 229	40 984	54 355	64 781	72 730	33 034
Finansiell gjeld	537 938	575 929	507 614	700 877	699 880	351 416
Sysselsatt kapital	1 147 891	1 205 409	1 323 343	1 618 877	1 798 786	2 132 935

Tabell 6. 18. Sysselsatt kapital til NRS i perioden 2011-2016

Netto driftskapital	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	634 799	630 978	609 008	802 020	872 283	1 182 324
Driftsrelatert arbeidskapital	499 737	556 569	656 083	750 468	704 769	864 958
Netto driftseiendeler	1 134 536	1 187 547	1 265 091	1 552 488	1 577 052	2 047 282
Egenkapital	572 724	588 496	761 374	853 219	1 026 176	1 748 485
Minoritetsinteresser	37 229	40 984	54 355	64 781	72 730	33 034
Netto finansiell gjeld	524 582	558 067	449 360	634 488	478 146	265 764
Netto driftskapital	1 134 535	1 187 547	1 265 089	1 552 488	1 577 052	2 047 283

Tabell 6. 19. Netto driftskapital til NRS i perioden 2011-2016

Endring i egenkapital	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Inngående egenkapital	537 934	572 724	588 496	761 374	853 219	1 026 176
Fullstendig nettoresultat	52 024	-31 953	218 757	186 567	235 596	858 838
Netto betalt utbytte	-17 234	47 725	-45 879	-94 722	-62 639	-136 529
Utgående egenkapital	572 724	588 496	761 374	853 219	1 026 176	1 748 485

Tabell 6. 20. Endring i egenkapital NRS i perioden 2011-2016

Som vi kan se i tabellene ovenfor har bedriften hatt en eventyrlig vekst i perioden. Dette kan vi blant annet se gjennom en økning i driftsinntektene på over 240 %, og en økning i egenkapital på hele 305 %. Mye av veksten stammer fra rekordåret i 2016, og bedriften må trolig belage seg på en kraftig reduksjon i vekstraten i de kommende årene.

De fleste postene har en naturlig trend basert på veksten de siste årene, men likevel er det enkelte poster som skiller seg ut. Forhold som er verdt å nevne er at NRS betalte ned en betydelig andel av den finansielle gjelden i 2016. I tillegg er det verdt å merke seg at det høye unormale finansresultatet stammer fra realiserte og urealiserte gevinster på TRS-kontrakter (Total Return Swap). Til slutt er det verdt å nevne at NRS fikk tilført kapital fra eierne gjennom emisjoner i 2011 og 2012.

7. Analyse av risiko

I dette kapittelet vil vi benytte det omgrupperte regnskapet for å kartlegge kredittrisikoen til NRS og bransjen i sin helhet. Kredittrisikoen er risikoen en kreditor har for at en debitor helt eller delvis misligholder sin tilbakebetaling av lånebeløpet, med tilhørende rentebetalinger. Et mislighold vil oppstå gjennom gjeldsforhandling eller ved en konkurs. Kredittrisikoen vil være avhengig av to faktorer: sannsynligheten for konkurs, og hvor stor tapsprosent kreditoren påføres. Kredittrisikoen kan ikke diversifiseres bort og vil dermed være en systematisk risiko for kreditorene. Kreditoren vil dermed gjennomføre en selskapsspesifikk risikoanalyse for å avdekke den spesifikke risikoen for sine utlån.

Kredittanalysen deles inn i en likviditets- og soliditetsanalyse. Likviditetsanalysen tar for seg den kortsiktige risikoen for et eventuelt tap, mens soliditetsanalysen tar for seg den langsiktige risikoen. Likviditetsanalysen består av syv separate forholdstallsanalyser, mens soliditetsanalysen består tre. Av disse vil fire forholdstall; likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosenten og netto driftsrentabiliteten danne grunnlaget for vår syntetisk rating av NRS [Knivsflå 8, 2017].

I delkapittel 6.2.4 gikk vi igjennom de komparative selskapene. De komparative selskapene danner sammen med NRS grunnlaget for bransjegjennomsnittet. For å utarbeide bransjegjennomsnittet må selskapene i bransjestandarden vektet på et vis. Vi har valgt å benytte de årlige driftsinntektene som vektingsgrunnlag, da vi mener at dette gir en god indikasjon på markedsandelene i oppdrettsnæringen. Som man kan se i tabell 7.1 er det stor variasjon i størrelsen på selskapene i bransjen, der NRS er det minste i sammenligningsgrunnlaget, mens Marine Harvest er det dominerende selskapet i bransjen. Videre er det verdt å nevne at Marine Harvest endret presentasjonsvaluta i 2016, fra NOK til EUR. Vi har valgt å benytte den gjennomsnittlige valutakursen i resultatregnskapet, mens vi har benyttet oss av kursen per 31.12 ved beregning av balansen. Eventuelle valutadifferanser har vi klassifisert som finansielt unormalt resultat [Norges Bank, 2017c]. Vektingen mellom selskapene er presentert i tabell 7.1.

Vekting av bransjegjennomsnittet	2012	2013	2014	2015	2016
Norway Royal Salmon ASA	5 %	6 %	5 %	6 %	6 %
Marine Harvest ASA	47 %	47 %	50 %	49 %	47 %
Lerøy Seafood Group ASA	28 %	26 %	25 %	24 %	25 %
Salmar ASA	13 %	15 %	14 %	13 %	13 %
Grieg Seafood ASA	6 %	6 %	5 %	8 %	9 %
Bransje	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

Tabell 7. 1. Vekting av bransjegjennomsnittet 2012-2016

I utredningen ser vi både på den nåværende- og fremtidige posisjonen til selskapet for å gi ett godt estimat på verdien til NRS sin egenkapital. Som tidligere nevnt har vi valgt å analysere regnskapstallene i perioden fra 2012 til 2016, og naturlig nok vil de ferskeste tallene ha en større relevans for de underliggende verdiene enn hva de eldre tallene har. På bakgrunn av dette har vi valgt å tidsvekta regnskapstallene. I tabell 7.2 har vi presentert hvordan vi har valgt å vekta de forskjellige årene i analyseperioden.

År	2012	2013	2014	2015	2016
Tidsvekting	0,125	0,15	0,2	0,25	0,275

Tabell 7. 2. Tidsvekting av regnskapsår

7.1 Likviditetsanalyse

I likviditetsanalysen kartlegger man bedriftens kortsiktige kredittrisiko. Likviditetsanalysen skal kartlegge bedriften sin evne til å betjene sine løpende forpliktelser etterhvert som de forfaller. Dersom selskapet mangler kapital til å dekke sine kortsiktige forpliktelser, vil likviditetsanalysen kunne oppdage en eventuell konkurstrisiko. I likviditetsanalysen skal vi gjennomføre syv forskjellige forholdstallsanalyser. Analysen gjennomføres i tre steg. I det første steget analyserer vi likviditeten i balansen. I det andre steget ser man nærmere likviditeten i resultatet og kontantstrømmene, og til slutt gjør vi en analyse av den fremtidige rentedekningen.

7.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 finner vi ved å regne ut forholdet mellom selskapets omløpsmidler og selskapets kortsiktige gjeld. Forholdstallet forteller noe om selskapets evne til å betale den kortsiktige gjelden [Knivsflå 8, 2017]. Formelen uttrykkes slik:

Formel 7-1

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

Hvor høy likviditetsgrad 1 bør være er omdiskutert, men en gammel tommelfingerregel sier at likviditetsgraden bør være 2 eller høyere. Mange mener at denne tommelfingerregelen er utdatert, og at bransjesnittet er en bedre målestokk for likviditetsgraden. Følgelig vil likviditetsgraden være god dersom den er lik eller større enn likviditetsgraden i bransjen [Knivsflå 8, 2017]. De fleste er også enige om at lg1 bør være over 1, eller i hvert fall i nærheten av 1. Dersom lg1 er under 1, vil selskapet har mer kortsiktig gjeld enn det har av likvide midler. Dette kan føre til problemer med å dekke gjelden på kort sikt, altså en likviditetsrisiko.

Det er noen svakheter ved bruk av likviditetsgrad 1. For det første vil analysen vise et stillbilde per 31.12, den forteller oss ingenting om hvordan den løpende likviditeten er i resten av året. Dermed vil den ikke fange opp eventuelle sesongsvingninger som kan påvirke likviditeten. En annen svakhet er at den ikke sier noe om omløpshastigheten til omløpsmidlene, eller hvor raskt omløpsmidlene kan omgjøres til likvider. Forholdstallsanalysen egner seg best i bedrifter som opererer i bransjer som innehar varelager med høy omløpshastighet.

For at man skal kunne betjene sin kortsiktige gjeld må omløpsmidlene kunne likvideres. I lg1 skiller man derimot ikke mellom omløpsmidler som kan likvideres på kort sikt, og omløpsmidler som ikke kan likvideres på kort sikt. I oppdrettsbransjen vil dermed lg1 være mindre relevant enn i andre næringer, da biologiske eiendeler er en del av omløpsmidlene. Laksens produksjonssyklus tar 2-3 år, og dermed vil en stor andel av omløpsmidlene være illikvide da laksen ikke er slakteklar. Med dette vil likviditetsgrad 1 gi et dårlig bilde på oppdrettsselskaps evne til å betjene sin kortsiktige gjeld.

Likviditetsgrad 1	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
NRS	1,44	1,71	1,69	2,07	1,79	1,78
Bransje	2,33	2,66	2,64	2,58	2,11	2,44

Tabell 7. 3. Likviditetsgrad 1 til NRS og bransjen i perioden 2012-2016

Som vi kan lese ut fra tabell 7.3, er likviditetsgraden til NRS noe lavere enn bransjegjennomsnittet over hele analyseperioden. Som tidligere nevnt sier tommelfingerregelen at lg1 bør være over 2. I tabellen ser vi at bransjegjennomsnittet har en likviditetsgrad over 2, mens NRS ligger noe under. Forholdstallsanalysen gir en indikasjon på en likviditetsulempe. Vi anser likevel ikke forholdet som bekymringsverdig da

likviditetsgraden er relativt høy. Som tidligere nevnt er også forholdstallet noe misvisende, da omløpsmidlene består av biologiske eiendeler med relativt lav omløpshastighet. Derfor velger vi å legge lite vekt på dette forholdstallet i helhetsvurderingen av selskapets kredittrisiko.

7.1.2 Likviditetsgrad 2 - tradisjonell

Vi har valgt å dele likviditetsgrad 2 inn i to forskjellige forholdstallsanalyser, henholdsvis tradisjonell og utradisjonell. Lg 2 skiller seg fra lg 1 ved at man kun tar utgangspunkt i de mest likvide midlene i selskapet. I den tradisjonelle metoden trekker man varelageret (inkl. biologiske eiendeler) fra omløpsmidlene, før man dividerer på den kortsiktige gjelden. Dermed kan den tradisjonelle metoden uttrykkes slik:

$$\text{Likviditetsgrad 2 (tradisjonell)} = \frac{\text{Omløpsmidler} - \text{Varer} - \text{Biologiske eiendeler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Formel 7-2

Fordelene med likviditetsgrad 2 er at vi skiller ut de mindre likvide omløpsmidlene. Dermed sitter vi kun igjen med de mest likvide midlene i selskapet dividert med den kortsiktige gjelden. Dette gir oss et bedre bilde på selskapet evne til å dekke sine kortsiktige krav, og forholdstallet er bedre egnet for analyse av oppdrettsselskaper. Ifølge Knivsfå er tommelfingerregelen at likviditetsgrad 2 bør være på minst 1, og at bransjegjennomsnittet er en god målestokk på om likviditetsgraden er god eller ikke.

Likviditetsgrad 2 - Tradisjonell	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
NRS	0,58	0,87	0,85	1,12	0,83	0,88
Bransje	0,82	1,14	1,04	0,99	0,89	0,97

Tabell 7. 4. Tradisjonell likviditetsgrad for NRS og bransjen i perioden 2012-2016

Som vi ser i tabell 7.3 ligger likviditetsgrad 2 jevnt under 1 for NRS i analyseperioden, med unntak av 2015. Videre ser vi at NRS sin lg2 ligger noe under bransjegjennomsnittet, men i det tidsvektede gjennomsnittet er det ingen stor differanse. En lg 2 under 1 kan tyde på likviditetsrisiko, og det samme gjelder en lg 2 som ligger under bransjesnittet. Selv om selskapet ligger noe under snittet og “tommelfingerregelen” på 1, så er det ingen klare indikasjoner på en likviditetsrisiko. Om man ser på NRS over hele analyseperioden, har selskapet vokst til å bli en solid bedrift med solid finansiering. Selv om bedriften har hatt en lg2 på under 1 over analyseperioden har ikke bedriften hatt problemer med å betjene sin gjeld

etter børsnoteringen og overgangsfasen i 2011/2012. Bedriften har også store ubrukte kassekreditter tilgjengelig dersom de skulle ha behov for likvide midler. På bakgrunn av dette anser vi ikke forholdstallet som en indikasjon på en likviditetsrisiko. Lg 2 er ikke en del av den syntetiske ratingen, men vi har valgt å ta hensyn til forholdstallet i oppsummeringen av kredittrisikoen.

7.1.3 Likviditetsgrad 2 - utradisjonell

Nå skal vi se nærmere på den utradisjonelle utregningen av likviditetsgrad 2. I den utradisjonelle metoden tar man utgangspunkt i selskapets aller mest likvide midler. De finansielle omløpsmidlene regnes som de mest likvide midlene, og i analysen divideres disse på den kortsiktige gjelden [Knivsflå 7, 2017]. Formelen uttrykkes slik:

$$\text{Formel 7-3} \\ \text{Likviditetsgrad 2 (utradisjonell)} = \frac{\text{Finansielle omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Ifølge Knivsflå bør likviditetsgrad 2 være minst 1. Dette anser vi som en urimelig målestokk, da bransjen innehar en liten andel av finansielle omløpsmidler, og følgelig en likviditetsgrad langt under 1. Dermed vil vi bruke bransjegjennomsnittet som sammenligningsgrunnlag. Beregningen av den utradisjonelle likviditetsgrad 2 er presentert i tabell 7.5.

Likviditetsgrad 2 - Utradisjonell	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
NRS	0,02	0,09	0,08	0,28	0,07	0,12
Bransje	0,20	0,40	0,32	0,24	0,25	0,28

Tabell 7. 5. Utradisjonell likviditetsgrad 2 til NRS og bransjen i perioden 2012-2016

Som vi ser av tabellen ligger likviditetsgraden et godt stykke under 1. NRS har en veldig lav likviditetsgrad gjennom hele analyseperioden, om man ser bort fra 2015. Det tidsvektede snittet til NRS ligger under halvparten av bransjegjennomsnittet, hvilket er en indikasjon på en likviditetsrisiko. Isolert sett kan det se ut som om NRS innehar en likviditetsrisiko, men forholdstallsanalysen er mindre relevant for oppdrettsnæringen. Bransjen er svært kapitalintensiv og de fleste bedriftene har få finansielle omløpsmidler tilgjengelig for hånd. I fremtidsregnskapet argumenterer vi for at kapitalintensive bedrifter, som kun benytter kontanter til å betale sine løpende forpliktelser, har et svært lavt behov for mengder av finansielle eiendeler. Dermed anser vi denne forholdstallsanalysen som lite relevant for NRS.

7.1.4 Finansiell gjeldsdekningsgrad

Likviditetsgraden i kapitlene over viste selskapets evne til å dekke den kortsiktede gjelden. Nå skal vi undersøke selskapets evne til å betale den langsiktige gjelden. Den finansielle gjeldsdekningsgraden viser om selskapet innehar nok finansielle eiendeler til å dekke den finansielle gjelden per 31.12. En logisk påstand er at desto mer finansielle eiendeler et selskap har, jo bedre rustet er det til å kunne dekke den langsiktige gjelden, og desto mindre fare er det for likviditetsrisiko. Dersom forholdstallet er større enn 1, innebærer det at selskapet har mer finansielle eiendeler enn finansiell gjeld [Knivsfå 7, 2017]. Formelen for finansiell gjeldsdekningsgrad uttrykkes slik:

Formel 7-4

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

I den finansielle gjeldsdekningsgraden vil vi benytte oss av bransjegjennomsnittet som målestokk. Vi anser dette som mest hensiktsmessig, da oppdrettsbransjen er mer kapitalintensiv enn markedet, og vil følgelig ha en gjeldsdekningsgrad som er lavere enn markedsgjennomsnittet. I tabell 7.6 har vi presentert den finansielle gjeldsdekningsgraden.

Finansiell gjeldsdekningsgrad	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
NRS	0,03	0,11	0,09	0,32	0,24	0,19
Bransje	0,22	0,25	0,21	0,17	0,22	0,21

Tabell 7. 6. Finansiell gjeldsdekningsgrad til NRS og bransjen i perioden 2012-2016

Som vi kan se av tabellen så lå gjeldsdekningsgraden til NRS under bransjegjennomsnittet frem til 2014, etter dette har NRS hatt en høyere finansiell gjeldsdekningsgrad enn bransjen. Dette er naturlig nok positivt for selskapet, og viser at NRS har bedret evnen til å dekke den langsiktige gjelden. Dersom vi ser på det tidsvektede snittet, ligger NRS temmelig likt med bransjen. På bakgrunn av dette kan vi si at den finansielle gjeldsdekningsgraden til NRS er god, men gjeldsdekningsgraden kan fort endre seg dersom selskapet tar opp nye finansielle lån eller kvitter seg med finansielle eiendeler. Forholdstallet gir ingen betydelig indikasjon på likviditetsrisiko.

7.1.5 Rentedeckningsgrad

Frem til nå har vi kun tatt utgangspunkt i balansen ved beregning av gjeldsdekning. Vi skal i de neste delkapitlene undersøke dekningsgraden med utgangspunkt i resultat og kontantstrøm. Først vil vi se på rentedeckningsgraden. Dette forholdstallet viser forholdet mellom netto resultat fra sysselsatt kapital og netto finanskostnad. Netto resultat fra sysselsatt kapital kan dekomponeres i netto driftsresultat og netto finansinntekter. Rentedeckningsgraden viser selskapets evne til å dekke finanskostnadene [Knivsflå 7, 2017]. Formelen uttrykkes slik:

Formel 7-5

$$\text{Rentedeckningsgrad} = \frac{\text{Netto resultat fra sysselsatt kapital}}{\text{Netto finanskostnader}} = \frac{\text{Netto driftsresultat} + \text{netto driftseiendeler}}{\text{Netto driftskostnad}}$$

Dersom rentedeckningsgraden er 1, innebærer det at overskuddet fra drift og finansinntekter går med til å betale finanskostnadene for inneværende år. En tommelfingerregel sier at rentedeckningsgraden bør være større enn 2. Det er fordi resultatet etter fradrag for finanskostnader bør være tilstrekkelig nok til å kunne dekke eventuelle økte investeringsbehov, eller avkastning til eierne [Dahl, G. 2006]. Vi vil nok en gang benytte bransjegjennomsnittet som sammenligningsgrunnlag i analysen

Rentedeckningsgrad	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
NRS	0,9	10,3	11,3	12,0	43,4	18,9
Bransje	2,2	8,4	10,8	9,1	18,6	11,1

Tabell 7. 7. Rentedeckningsgrad til NRS og bransjen i perioden 2012-2016

I tabell 7.7 ser vi at NRS sin rentedeckningsgrad er jevnt over høyere enn bransjens. Vi ser også en tilnærmet lik utvikling i *rdg*, om man ser bort fra 2016 da NRS sin rentedeckningsgrad har økt betraktelig. Økningen oppstår ved at netto resultatet til sysselsatt kapital øker, og de finansielle kostnadene synker. Tidligere har vi nevnt at 2016 er å anse som et ekstraordinært år med ekstremt god inntjening. Dermed må man ta den ekstreme veksten i *rdg* med ”en klype salt”. Isolert sett tyder NRS sin *rdg* på en lav likviditetsrisiko.

En svakhet ved rentedeckningsgraden er at den ikke tar hensyn til avdrag knyttet til finansiell gjeld, kun finanskostnadene. Det innebærer at selskapet kan ha en tilsynelatende god rentedeckningsgrad, men likevel ha problemer med å betale ned avdragene etterhvert som de forfaller. Dermed vil vi i neste kapittel gjennomføre en kontantstrømanalyse for å kunne fange opp eventuelle problemer med betjening av lån og avdrag.

7.1.6 Kontantstrømsanalyse

Kontantstrømsanalysen skal se nærmere på bedriftens evne til å generere likvide midler/kontanter gjennom de forskjellige kapitalene i bedriften. Som investor er det selskapets evne til å generere kontanter i driften som er det mest interessante analyseområdet.

Kontantstrøm (Tall i 1000 NOK)	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsresultat	24 170	232 602	184 723	217 489	585 844
Unormalt netto driftsresultat	-21 787	-5 597	-22 891	17 630	47 537
Endring i netto driftseiendeler	-53 011	-77 544	-287 397	-24 564	-470 230
Fri kontantstrøm fra drift	-50 628	149 461	-125 566	210 555	163 150
Netto finansinntekter	304	243	683	644	1 352
Unormalt netto finansinntekter	-1 205	27 430	54 366	32 484	255 436
Endring i finansielle eiendeler	-4 506	-40 392	-8 135	-155 345	136 082
Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	-56 035	136 743	-78 653	88 337	556 020
Netto finanskostnad	-25 868	-22 551	-16 377	-18 147	-13 515
Endring i finansiell gjeld	37 991	-68 315	193 263	-997	-348 464
Netto minoritetsresultat	-3 428	-13 371	-13 936	-7 950	-16 706
Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0
Endring i minoritetsinteresser	3 755	13 371	10 426	7 949	-39 696
Fri kontantstrøm til egenkapital	-43 585	45 877	94 724	69 192	137 639

Tabell 7. 8. Kontantstrømoppstilling til NRS i perioden 2012-2016

Som vi ser i tabell 7.8 har NRS en negativ kontantstrøm fra driftsaktivitetene i årene 2012 og 2014. Den negative kontantstrømmen skyldes store investeringer i netto driftseiendeler i 2014 og et dårlig resultat fra driftsaktivitetene i 2012. Etter børsnoteringen i 2011 gikk bedriften gjennom en omorganisering i årene 2011/2012, før bedriften opplevde en betydelig vekst i de etterfølgende årene. Den betydelige veksten har ført til at selskapet har gjennomført store investeringer i netto driftseiendeler. De store investeringene fører til en lavere kontantstrøm fra driften.

I år med høy kontantstrøm til sysselsatt kapital vil en reduksjon av den finansielle gjelden føre til en lavere fri kontantstrøm til egenkapital, hvilket er spesielt synlig i årene 2013 og 2016. Til slutt er det verdt å merke seg at rekordåret i 2016 fører med seg et stort unormalt finansresultat, en stor økning i netto driftseiendeler og en stor nedbetaling av den finansielle gjelden. I kontantstrømanalysen ser vi at bedriften har en god evne til å generere likvide midler, og kapitalene i bedriften har bidratt til positiv kontantstrøm til egenkapitalen i alle år bortsett fra i 2012.

7.1.7 Rente- og avdragsdekning i fremtiden

Til slutt ønsker vi å gjennomføre en analyse av fremtidig likviditet. Vi ønsker først og fremst å si noe om rente- og avdragsdekningen ett år frem i tid. En analyse av neste års rente- og avdragsdekning vil si noe om bedriftens evne til å kunne betjene sin kortsiktige gjeld. I analysen vil årets finansielle eiendeler og fri kontantstrøm fra sysselsatt kapital i det kommende året divideres på neste års netto finanskostnader + avdrag. Da får vi følgende formel [Knivsfå 7, 2017]:

$$\text{Rente - og avdragsdekning } t + 1 = \frac{\text{Formel 7-6}}{\text{Netto finanskotnad } t + 1 + \text{Avdrag } t + 1} = \frac{\text{Finansielle eiendeler } t + \text{Fri kontantstrøm fra ssk } t + 1}{\text{Netto finanskotnad } t + 1 + \text{Avdrag } t + 1}$$

For at bedriften skal få dekket sine fremtidige finanskostnader og avdrag bør forholdstallet være over 1. Når man skal regne ut neste års rente og avdragsdekning tar man en forutsetning om en svikt i inntjeningen slik at den frie kontantstrømmen fra sysselsatt kapital = 0. Dermed er det de finansielle eiendelene som skal dekke neste års finanskostnader + avdrag. Videre tar vi forutsetning om at neste års gjeldsrente = årets gjeldsrente. Neste års avdrag finner man i årets regnskapsnoter.

Basert på disse forutsetningene finner vi ut at NRS sin rente og avdragsdekning for 2017 er 1.46. Dvs. at årets finansiell eiendeler dekker neste års finanskostnader og avdrag. Dermed finner vi ingen stor likviditetsrisiko knyttet til neste års rente- og avdragsdekning.

7.2 Soliditetsanalyse

Soliditetsanalysen analyserer den langsiktige kredittrisikoen. Formålet med soliditetsanalysen er å undersøke en bedrifts evne til å stå imot en lengre periode med tap. Egenkapitalen er på mange måter virksomhetens buffer mot dårlige tider, og følgelig vil egenkapitalprosenten analyseres i en soliditetsanalyse. I tillegg til egenkapitalprosenten vil vi også gjennomføre en analyse av NRS sin netto driftsrentabilitet og kapitalstruktur.

7.2.1 Egenkapitalprosent

Det viktigste forholdstallet i soliditetsanalysen er egenkapitalprosenten. Dette forholdstallet viser hvor mye egenkapital selskapet innehar i forhold til den totale kapitalen. Desto høyere andel egenkapital, jo bedre er selskapet rustet for en lengre periode med tap. Følgelig vil også

bedriftens kreditorer være bedre skjermet mot eventuelle tap ved en høy egenkapitalprosent [Knivsflå 7, 2017]. Formelen uttrykkes slik:

Formel 7-7

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital majoritet} + \text{Minoritetsinteresser}}{\text{Totalkapital}}$$

Egenkapitalprosenten forteller noe om selskapets evne til å kunne stå imot tap, i form av driftstap eller eventuelle verdifall. Derfor er det viktig, spesielt for den kapitalintensive oppdrettsnæringen å ha en buffer til å stå imot verdifall. I tabell 7.9 har vi presentert NRS og bransjens egenkapitalprosent.

Egenkapitalprosent	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
NRS	0,37	0,41	0,37	0,39	0,52	0,42
Bransje	0,48	0,48	0,44	0,46	0,42	0,45

Tabell 7. 9. Egenkapitalprosent til NRS og bransjen i perioden 2012-2016

I tabellen kan vi se at NRS sin egenkapitalprosent har ligget under bransjen i analyseperioden, sett bort fra 2016. Selskapet har hatt stabil trend med en sterk stigning i 2016, hvilket er positivt og taler for god soliditet. I tillegg ligger det tidsvektede snittet for NRS nær det tidsvektede bransjegjennomsnittet. Egenkapitalprosenten har ligget på et relativt jevnt nivå over perioden, og følgelig har man ingen indikasjoner som taler mot en økt gearing i bransjen. Med dagens rentenivå kunne en økt gearing vært en naturlig antakelse. Basert på utviklingen i egenkapitalprosenten, og bruken av bransjegjennomsnittet som målestokk, kan vi konkludere med at NRS har en god egenkapitalprosent. Videre er det verdt å merke seg at fallet i bransjens egenkapitalprosent i 2016 skyldes et fall i Marine Harvest sin egenkapitalprosent. Fallet skyldes en stor utdeling av utbytte, en stor reversering av verdivurderingen og den tidligere nevnte omregningsdifferansen.

7.2.2 Netto driftsrentabilitet

Forholdstallet netto driftsrentabilitet er et mål på lønnsomheten i de driftsrelaterte aktivitetene i en bedrift. Investorene ønsker hovedsakelig å se på avkastning i driftsaktivitetene, og dermed blir en analyse av *ndr* viktig i soliditetsanalysen. Vi definerer netto driftsrentabilitet som forholdet mellom netto driftsresultat og gjennomsnittlig netto driftseiendeler i foregående år, justert for opptjent kapital i året. Formelen uttrykkes slik:

Formel 7-8

$$\text{Netto driftsrentabilitet (ndr)} = \frac{\text{Netto driftsresultat } t}{\text{Netto driftseiendeler } t - 1 + \frac{\Delta NDE - NDRt}{2}}$$

$\Delta NDE = \text{Endring netto driftseiendeler}$, $NDRt = \text{Netto driftsresultat i år } t$

En negativ eller veldig svak *ndr* vil påvirke egenkapitalen negativt. En lang periode med lav eller negativ inntjening vil gjøre at egenkapitalen synker, og dette vil være en indikasjon på en potensiell soliditetsrisiko. På samme måte som i analyse av likviditetsrisikoen vil bransjesnittet være en god indikasjon på NRS sin eventuelle soliditetsrisiko.

Netto driftsrentabilitet	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
NRS	0,02	0,21	0,14	0,15	0,39	0,21
Bransje	0,03	0,14	0,16	0,10	0,23	0,15

Tabell 7. 10. Netto driftsrentabilitet til NRS og bransjen i perioden 2012-2016

Oppdrettsbransjen er en syklisk bransje der lønnsomheten varierer fra år til år. Som vi ser av tabell 7.10, følger NRS og bransjen samme trend, med høyeste rentabilitet i 2016. NRS sin *ndr* ligger over bransjen i alle år bortsett fra 2012 og 2014, og NRS sitt tidsvektede gjennomsnitt er høyere enn bransjens. Den høye rentabiliteten taler for at driftsaktivitetene i bedriften er sterkt lønnsomme, hvilket indikerer at bedriften har en lav soliditetsrisiko. Videre er det verdt å nevne at *ndr* i 2016 er veldig høy, og at året bør ansees som ekstraordinært.

7.2.3 Kapitalstruktur

Kapitalstrukturen i en bedrift sier noe om hvordan de totale eiendelene i selskapet er finansiert. En bedrifts total kapital består av bedriftens egenkapital, minoritetsinteresser og gjeld. I en analyse av kapitalstrukturen ønsker man å kartlegge hvordan bedriften finansierer sine eiendeler. I analysen deler man eiendelene inn i finansielle/driftsrelaterte omløps- og anleggsmidler. Videre blir total kapitalen delt opp i egenkapital, minoritetsinteresser, og langsiktig-/kortsiktig driftsrelatert- og finansrelatert gjeld. Som tidligere nevnt er det positivt med en høy egenkapitalprosent. I en analyse av kapitalstrukturen ønsker man at mest mulig av anlegg- og omløpsmidlene skal være finansiert av egenkapital, minoritetsinteresser og langsiktig gjeld. Dette er de tre finansieringspostene det knytter seg minst risiko opp mot. I tabellene under ønsker man dermed at mest mulig skal være finansiert av de fire første postene i tabellen. Jo raskere de lyseblå feltene går nedover i tabellen jo mindre risiko antas det å ligge i bedriftens kapitalstruktur.

Kapitalstruktur 2016 Norway Royal Salmon	Egenkapital	Minoritets- interesser	Langsiktig driftsgjeld	Langsiktig finansgjeld	Kortsiktig driftsgjeld	Kortsiktig finansgjeld	Totale eiendeler
Driftsrelaterte Am	1 588 493						1 588 493
Finansielle AM	16 000						16 000
Driftsrelaterte OM	143 992	33 034	406 169	303 781	886 763		1 773 739
Finansielle OM					22 018	47 635	69 652
Totalkapital	1 748 485	33 034	406 169	303 781	908 781	47 635	3 447 885

Tabell 7. 11. Kapitalstruktur til NRS 2016

Kapitalstruktur 2016 Norway Royal Salmon	Egenkapital	Minoritets- interesser	Langsiktig driftsgjeld	Langsiktig finansgjeld	Kortsiktig driftsgjeld	Kortsiktig finansgjeld	Totale eiendeler
Driftsrelaterte Am	100,00 %						46,07 %
Finansielle AM	100,00 %						0,46 %
Driftsrelaterte OM	8,12 %	1,86 %	22,90 %	17,13 %	49,99 %		51,44 %
Finansielle OM					31,61 %	68,39 %	2,02 %
Totalkapital	50,71 %	0,96 %	11,78 %	8,81 %	26,36 %	1,38 %	100,00 %

Tabell 7. 12. Kapitalstruktur til NRS 2016 - prosentvis oppstilling

Kapitalstruktur 2016 Bransje	Egenkapital	Minoritets- interesser	Langsiktig driftsgjeld	Langsiktig finansgjeld	Kortsiktig driftsgjeld	Kortsiktig finansgjeld	Totale eiendeler
Driftsrelaterte Am	80,22 %	2,38 %	17,40 %				51,47 %
Finansielle AM			100,00 %				0,22 %
Driftsrelaterte OM			5,34 %	58,51 %	36,15 %		43,39 %
Finansielle OM					28,35 %	71,65 %	4,92 %
Totalkapital	41,29 %	1,23 %	11,49 %	25,39 %	17,08 %	3,53 %	100,00 %

Tabell 7. 13. Kapitalstruktur til bransjen 2016 - prosentvis oppstilling

Som man kan se i de tre tabellene over, er store andeler av eiendelene finansiert av egenkapital. Likevel ser vi at NRS sin kapitalstruktur “faller” raskere enn bransjesnittet. Dette er et tegn på at NRS sin kapitalstruktur har lavere risiko enn bransjens. Ett punkt som taler for det motsatte er at NRS har hatt en økning i leverandørgjelden i 2016, noe som gjør at en stor andel av omløpsmidlene er finansiert av kortsiktig driftsrelatert gjeld. Som man kan se så har NRS en prosentvis høy kortsiktig driftsrelatert gjeld i forhold til bransjesnittet. I tillegg er det verd å merke seg at NRS sin langsiktige finansielle gjeld er lav i forhold til bransjesnittet. Ut fra disse opplysningen kan det se ut som den store nedbetalingen av langsiktig finansiell gjeld i 2016 har blitt delvis kompensert med en økt kortsiktig driftsrelatert gjeld. Den store kortsiktige driftsrelaterte gjelden har en større iboende risiko enn den finansielle langsiktige gjelden, hvilket skaper en høyere soliditetsrisiko.

7.3 Oppsummering av risikoanalyse

Som tidligere nevnt oppsummeres kredittrisikoen i en syntetisk rating. I den syntetiske ratingen vil vi benytte forholdstallene utarbeidet i delkapitlene over til å utforme en samlet rating på bedriftens kredittrisiko. Videre benyttes ratingen til å bestemme kreditrisikopremie ved utarbeidelse av avkastningskrav. I Knivsflå sitt rammeverk er det i hovedsak fire

forholdstall som benyttes som grunnlag for den syntetiske ratingen. Disse fire forholdstallene er: Likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. De fire forholdstallene tildeles en individuell rating basert på en tabell, tilsvarende tabell 7.14. Videre vil vi legge sammen de fire individuelle karakterene til en samlet rating for selskapet. Ved utarbeidelsen av ratingkarakterer har vi valgt å følge Knivsflå sitt rammeverk ved å benytte Standard og Poor sine ratingklasser [Knivsflå 8, 2017].

7.3.1 Syntetisk rating

Under har vi presentert tre forskjellige tabeller. Tabell 7.14 danner grunnlaget for utarbeidelsen av den syntetiske ratingen, mens tabell 7.15 og 7.16 viser utarbeidelsen av den syntetiske ratingen for henholdsvis NRS og bransjegjennomsnittet.

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

Tabell 7. 14. Syntetisk rating basert på Knivsflå sitt rammeverk [Knivsflå 8, 2017]

Syntetisk rating - NRS	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
Likviditetsgrad	1,44	1,71	1,69	2,07	1,79	1,78
Rating	BB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Rentedekningsgrad	0,95	10,33	11,32	12,02	43,45	18,88
Rating	B	AA	AA	AAA	AAA	AAA
Egenkapitalprosent	0,37	0,41	0,37	0,39	0,52	0,42
Rating	BB	BBB	BB	BBB	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet	0,02	0,21	0,14	0,15	0,39	0,21
Rating	CCC	A	A	A	AAA	A
Samlet rating	B	A	A	A	A	A

Tabell 7. 15. Syntetisk rating til NRS i perioden 2012-2016

Syntetisk rating - bransje	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
Likviditetsgrad	2,33	2,66	2,64	2,58	2,11	2,44
Rating	BBB	A	A	A	BBB	A
Rentedekningsgrad	2,23	8,39	10,84	9,12	18,61	11,11
Rating	BBB	AA	AA	AA	AAA	AA
Egenkapitalprosent	0,48	0,48	0,44	0,46	0,42	0,45
Rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet	0,03	0,14	0,16	0,10	0,23	0,14
Rating	B	A	A	BBB	AA	A
Samlet rating	BBB/BB	A	A	A	A	A

Tabell 7. 16. Syntetisk rating for bransjen i perioden 2012-2016

Som man kan se i tabellene over har både NRS og bransjen en samlet tidsvektet rating på “A”, noe som anses som en meget god rating. I henhold til Standard og Poor sine ratingklasser vil en samlet rating på A gi en konkursrisiko på 0,1 % og en kredittrisikopremie (*krp*) på 1% [Knivsfå 8, 2017]. Krp kommer vi tilbake til i kapittel 8.

Utarbeidelsen av den syntetisk ratingen har enkelte svakheter. Først og fremst baserer Knivsfå sitt rammeverk seg på å kun benytte fire forholdstall i analysen. Ved å kun benytte fire vil man utelate flere viktige forholdstall. Som tidligere nevnt vil f.eks. ikke likviditetsgrad 1 være et godt forholdstall for oppdrettsbransjen. Dermed vil det være viktig å analysere om ratingen man har utarbeidet gir en god indikasjon på de faktiske underliggende økonomiske forholdene i selskapet. Viktigheten av å utarbeide en god syntetisk rating er stor da den vil bli benyttet videre i verdivurderingen, blant annet ved utarbeidelse av historiske avkastningskrav i kapittel 8.

For å undersøke om den utarbeidede ratingen gir en god avbildning av selskapets kredittrisiko ønsker man å sammenligne den utarbeidede ratingen med en rating utarbeidet av store ratingbyråer som “Standard og Poor’s og “Moody’s”. Ingen av de store ratingbyråene har utarbeidet kredittrisiko for NRS, og følgelig må vi heller belage oss på en dypere analyse av forholdstallene utarbeidet i de tidligere delkapitlene.

Ut fra den syntetiske ratingen har både bransjen og NRS en rating på A. Bransjen har en tidsvektet høyere egenkapitalprosent og likviditetsgrad, mens NRS har en høyere netto driftsrentabilitet og rentedekningsgrad. Om undersøker siste års regnskap har NRS hatt et ekstremt godt år med en stor økning i alle fire forholdstall. Selskapet har en *ndr* på hele 39 %, noe som anses som et unormalt høyt tall. Tidsvektingen gjør at det gode året i 2016 spiller sterkt inn på det tidsvektede gjennomsnittet. Spørsmålet blir da om ratingen på A er

overvurdert grunnet et ekstraordinært godt år i 2016, eller om A er en passende rating for både bransjen og selskapet.

Etter rekordåret 2016 ser man en fallende trend i lakseprisen i 2017. Lakseprisen er den viktigste enkeltfaktoren for oppdrettsbransjens inntjening. Et fall i prisen indikerer at selskapene ikke kan forvente en opprettholdelse av den gode inntjeningen. Dette kan være en indikasjon på en overdrevet god syntetisk rating. Dersom inntjeningen synker vil *ndr* i det gjeldende året synke. En svikt i inntjeningen kan også føre til endringer i *ekp* og andre forholdstall på lengre sikt. Om man ser på NRS og bransjens syntetiske rating i de foregående årene, ligger denne på eller omkring en A-rating med unntak av et mindre godt år i 2012. Dette er et forhold som peker mot at "A" er en korrekt syntetisk rating.

Om vi ser på de andre forholdstallene som ikke er med i den syntetiske ratingen ser vi at NRS sine tall varierer noe fra bransjesnittet, de største variasjonene finner man i likviditetsgraden. Selv om tallene varierer noe fra bransjesnittet kan både bransjen og NRS vise til sterke tall på de relevante områdene. Kun i likviditetsgrad 2 finner vi tall som er svake i forhold til de gamle tommelfingerreglene. De svake tallene i likviditetsgrad 2 må sees i sammenheng med den kapitalintensive bransjen, der selskapene har få finansielle omløpsmidler for hånd. Dermed finner vi ingen klare faresignaler som kan tyde på en større kredittrisiko enn det A-ratingen tilsier. Vår konklusjon blir dermed å opprettholde "A" som gjeldende syntetisk rating.

8. Historisk avkastningskrav

Når en investor investerer pengene sine vil han kreve en avkastning som er minst like stor som avkastningen på tilsvarende investeringer med en lik risiko. Utarbeidelsen av avkastningskravet er viktig for den videre utarbeidelsen av oppgaven, da avkastningskravet er avgjørende for beregning av lønnsomheten i bedriften. Fremtidig avkastningskrav er også viktig i den fundamentale verdsettelsen da det fungerer som en diskonteringsfaktor ved nåverdiberegningen [Knivsflå 9, 2017]. Videre drøftelse av disse to områdene gis henholdsvis i kapittel 9 og 12.

I økonomisk litteratur er det WACC som benyttes som det vektete gjennomsnittlige avkastningskravet, også kalt selskapskravet. WACC inkluderer avkastningskrav fra investorer og kreditorer, og gir dermed en god indikasjon på det reelle avkastningskravet i selskapet. I vår oppgave vil vi benytte to ulike selskapskrav, netto driftskrav og sysselsatt kapitalkrav. Nedenfor utleder vi formelen for netto driftskravet, mens sysselsatt kapitalkrav kommer vi tilbake til i slutten av kapittelet.

Formel 8-1

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

ndk = netto driftskrav, ekk = egenkapitalkrav, EK = egenkapital,

NDK = netto driftskapital, mik = minoritetskrav, MI = Minoritetsinteresser,

nfgk = netto finansielt gjeldskrav, NFG = neto finansiell gjeld

Som vi kan se opererer formelen med tre ulike krav; egenkapitalkrav, minoritetskrav og netto finansielt gjeldskrav. På bakgrunn av disse tre kravene og vektingen mellom disse vil man kunne utlede et netto driftskrav. Videre i kapittelet vil de tre nevnte kravene utledes.

8.1 Egenkapitalkrav

Det første kravet som må utarbeides er egenkapitalkravet. Egenkapitalkravet har vi valgt å utarbeide ved hjelp av kapitalverdimodellen (CAPM). CAPM-modellen har fått endel kritikk for at den forenkler mange kompliserte aspekter, men likevel er dette den modellen som brukes hyppigst av investorer og analytikere. Man snakker ofte om to forskjellige risiko når det kommer til investeringer, den systematiske og usystematiske risikoen. Samlet sett vil den systematiske og usystematiske risikoen utgjøre den totale risikoen for investeringen.

Systematisk risiko omhandler forhold som inflasjon, konjunktursvingninger, rentenivå og

arbeidsledighet. Med andre ord er det snakk om en generell markedsrisiko. Usystematisk risiko representerer en bedriftsspesifikk risiko, som kan minimaliseres ved å diversifisere sin portefølje [Knivsflå 9, 2017].

I CAPM-modellen legges det til grunn en rekke forutsetninger. For det første forutsettes det at man opererer i et perfekt kapitalmarked hvor utlån- og innlånsrenten er lik. En videre forutsetning er at investorene diversifiserer sin portefølje slik at den usystematiske risikoen blir tilnærmet lik null. Dermed tar CAPM kun høyde for den systematiske risikoen. I tillegg anfører Berk & DeMarzo at investorene handler rasjonelt, og ikke basert på følelser eller ren gjetting [Berk & DeMarzo, 2017]. Egenkapitalkravet kan utledes på følgende måte ved hjelp av CAPM-modellen:

Formel 8-2

$$ekk = r_f * (1 - s) + B_{EK} * (r_m - r_f * (1 - s)) + ilp$$

$r_f * (1 - s)$ = Risikofri rente etter skatt, B_{EK} = Selskapets egenkapitalbeta,
 $(r_m - r_f * (1 - s))$ = Markedets risikopremie, ilp = Illikviditetspremie

Formelen består av tre ledd. Det første leddet er risikofri rente etter skatt. Det kan diskuteres om det i beregning av egenkapitalkravet ikke bør hensyntas skatt, ettersom egenkapitalrentabiliteten ofte beregnes før skatt, da det er lettest. Ettersom vi følger Knivsflå sitt rammeverk, velger vi å ta hensyn til skatt ved beregning av risikofri rente. De to andre leddene er egenkapitalbetaen multiplisert med markedsrisikopremien, og illikviditetspremien. Samlet sett utgjør disse tre leddene det samlede egenkapitalkravet i CAPM-modellen. I de påfølgende delkapitlene vil vi utlede de tre leddene.

8.1.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten er den renten en investor kan få ved en investering uten risiko. Det vil si at en får full sikkerhet for betaling av det nominelle beløp, og det er ingen risiko for konkurs eller mislighold. For at det skal være hensiktsmessig å investere i aksjen, må investeringen minimum tilfredsstillende den risikofrie renten. Vi er nødt til å finne den historiske risikofrie renten for å videre kunne beregne de historiske avkastningskravene. Det er gjerne to ulike renter som i praksis blir benyttet som den risikofrie renten, avhengig av tidsperspektivet på investeringen. I henhold til PWC og Norsk finansanalytikerforening, er den mest benyttede renten 10 års statsobligasjonsrente fra Norges Bank fratrukket en risikopremie for konkurs.

Ettersom konkursrisikoen knyttet til statsobligasjonene er svært liten, om ikke lik null, kan det diskuteres om det vil være hensiktsmessig å trekke fra risikopremien [PWC, 2017a]

Alternativt benyttes tre måneders Nibor-rente, en kortsiktig lånerente bankene bruker seg imellom. Ifølge Knivsflå sitt rammeverk er det tre måneders Nibor-rente som anbefales å bruke. Denne renten blir fratrukket en risikopremie basert på ratingen til Nibor-renten, som er satt til AA [Knivsflå 9, 2017].

Å bruke kortsiktig Nibor-rente slik Knivsflå anbefaler det, strider litt imot praksis. I PWC sin undersøkelse viser det seg at 41% av respondentene benytter seg av 10-årig statsobligasjonsrente, mens kun 11% benytter seg av Nibor 3M [PWC, 2017b]. Valget av risikofri rente vil ha innvirkning for den videre analysen og beregningen av egenkapitalkravet. Vi har valgt å følge Knivsflå sitt rammeverk, og følgelig vil vi benytte oss av 3 måneders effektiv Nibor-rente slik han anbefaler. Som nevnt vil det fratrekkes en kredittrisikopremie, og i tillegg må det tas hensyn til skatt. I praksis vil man ofte se bort fra skatt på den risikofrie renten, men som vi diskuterte i delkapittel 8.1 har vi valgt å ta hensyn til skatten. Ratingen til Nibor 3M er satt til AA. Risikofri rente er presentert i tabell 8.1.

Risikofri rente	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Gjennomsnittlig bankrating	AA	AA	AA	AA	AA	AA
3 måneder NIBOR-rente	0,021	0,018	0,017	0,014	0,013	0,016
Kredittrisikopremie før skatt	0,006	0,006	0,005	0,005	0,005	0,005
Risikofri rente før skatt	0,015	0,012	0,012	0,009	0,008	0,011
Skatt (25%, 27%, 28%)	0,004	0,003	0,003	0,002	0,002	0,003
Risikofri rente etter skatt	0,011	0,009	0,008	0,006	0,006	0,008

Tabell 8. 1. Risikofri rente i perioden 2012-2016

Dersom vi hadde benyttet oss av 10 års statsobligasjonsrente, hadde vi fått en høyere risikofri rente. Dette fordi statsobligasjonsrenten ligger på et generelt høyere nivå enn Nibor-renten [Norges Bank, 2017d]. Dersom vi hadde benyttet statsobligasjonsrenten, ville dette ført til et høyere avkastningskrav, som igjen ville ført til høyere selskapskrav og dermed et lavere verdierestimat av selskapet.

8.1.2 Egenkapitalbeta

Selskapets egenkapitalbeta kan sees på som systematisk risiko knyttet til investering i et selskap. Dette er den delen av risiko som ikke kan diversifiseres bort, og beregnes ved å se på samvariasjon mellom aksjens kurssvingninger og markedsporteføljens svingninger.

Egenkapitalbetaen sier noe om risikoen til aksjen sammenlignet med markedets risiko.

Dersom den estimerte betaverdien er lik 1, innebærer dette at selskapets aksjekurs svinger helt i takt med markedets svingninger. En betaverdi på 0 innebærer at svingninger i markedsporteføljen ikke har noen påvirkning på aksjen, og kan dermed sees på som en risikofri investering. Mer risikofylte investeringer har en beta over 1, hvilket innebærer at aksjekursen svinger mer enn markedet [Knivslå 9, 2017].

Betaverdien kan finnes på to måter for børsnoterte selskaper. Den ene er på basis av historisk kursdata, og den andre er å bruke en beta beregnet av andre finansielle nyhetskilder, som for eksempel Dagens Næringsliv. Siden NRS er notert på Oslo-børs har vi tilgang til NRS sin historiske aksjekurs, og vi velger å estimere egenkapitalbetaen på bakgrunn av de historiske dataene. Beregningen gjøres ved å foreta en regresjonsanalyse mellom avkastningen til selskapet og markedet. I beregningen av egenkapitalbetaen har vi valgt et fem års tidsperspektiv hvor vi benytter den siste aksjekursen hver måned, hvilket innebærer at vi får 60 punkter å basere regresjonen på. Vi har valgt Oslo Børs sin hovedaksjeindeks, OSEBX som sammenligningsgrunnlag.

OSEBX er en vektet markedsindeks som inneholder et representativt utvalg av selskaper fra ulike sektorer. Siden OSEBX består av mange oljeselskaper, vil dette være noe forstyrrende for analysen. Alternativt kunne vi valgt Oslo Børs sin sjømatindeks, som inneholder et utvalg av ulike selskaper som opererer innenfor sjømat og oppdrett. Vi ville da funnet risikoen knyttet til investeringer i et oppdrettsselskap sammenlignet med sjømatnæringen generelt, men det vil være mer hensiktsmessig å sammenligne med det totale markedet. Dette fordi analysen er fra et investorperspektiv, og en investor vil basere sine handlinger ut fra et helhetlig perspektiv. Regresjonsanalysen har vi gjort i dataprogrammet Excel, og vi har kommet frem til følgende resultat. Se tabell 8.2 nedenfor.

Regresjonsstatistikk	
Multippel R	0,269788514
R-kvadrat	0,072785842
Justert R-kvadrat	0,055927403
Standardfeil	0,09336398
Observasjoner	60

Variansanalyse					
	fg	SK	GK	F	Signifikans-F
Regresjon	1	0,037634683	0,037634683	4,317472174	0,042403753
Residualer	59	0,479425801	0,008716833		
Totalt	60	0,517060484			

	Koeffisienter	Standardfeil	t-Stat	P-verdi	Nederste 95%	Øverste 95%	Nedre 95,0%	Øverste 95,0%
Skjæringspunkt	0,047042494	0,013148568	3,577765514	0,000732227	0,020692174	0,073392814	0,020692174	0,073392814
X-variabel 1	0,861704624	0,414709181	2,07785278	0,042403753	0,030608854	1,692800394	0,030608854	1,692800394

Tabell 8. 2. Regresjonsanalyse av NRS og OSEBX i perioden april 2012 til mars 2017

Egenkapitalbetaen til NRS har vi estimert til å være 0,86. Det innebærer at aksjekursen til NRS har variert mindre enn markedsindeksen har variert i perioden. Siden betaverdien til NRS er 0,86 betyr dette at ved 1% økning eller reduksjon i markedsindeksen, vil aksjekursen til NRS øke eller reduseres med 0,86%. Vår estimerte egenkapitalbeta vil vi justere med en vektning mellom betaverdi til selskapet og markedsbetaen, også kalt en Meryll Lynch-justering. I teorien vil selskapsbetaen gå mot 1, så dermed bør det foretas en vektning for å normalisere estimatet og gjøre det mindre ekstremt [Knivsflå 9, 2017]. Vektingsformelen er som følger:

Formel 8-3

$$B_{EK}(\text{justert}) = B_{EK}(\text{usjustert}) * \frac{2}{3} + 1 * \frac{1}{3}$$

B_{EK} = egenkapitalbeta

Med denne justeringen blir NRS sin endelige estimerte egenkapitalbeta på 0,91. På bakgrunn av estimatet har vi grunnlag til å si at aksjekursen til NRS svinger mindre enn markedet, og er dermed en mindre risikofyllt investering. Dagens Næringsliv opererer med en betaverdi på 1,09 per 30. mars 2017 [DN, 2017a], og mener at NRS sin aksjekurs svinger noe mer enn markedet. Denne betaverdien er riktignok basert på et kortere tidsperspektiv, da den er beregnet på ett år, og i tillegg er basert på ukentlige målinger. Vi anser vårt estimat som passende, da estimatet har et rimelig avvik fra markedsindeksen. Hovedindeksen blir i stor grad påvirket av oljeselskapene, og det er generelt svak korrelasjon mellom lakseoppdrett og de andre bransjene i Norge [DN, 2016b]. Videre har vi estimert betaverdier til de komparative

selskapene, og sammenlignet estimatene med Dagens Næringslivs beregninger. Se tabell 8.3 for resultatene.

Egenkapitalbeta	NRS	Marine Harvest	Leroy Seafood	Grieg Seafood	SalMar	Bransjesnitt
Egenkapitalbeta ujustert	0,86	0,52	0,54	0,75	0,20	0,52
Egenkapitalbeta justert	0,91	0,68	0,69	0,83	0,47	0,68
Beta Dagens Næringsliv (1 år)	1,09	0,43	0,61	0,98	0,57	0,57

Tabell 8. 3. Justert egenkapitalbeta NRS og komparative selskaper

Som vi ser ligger egenkapitalbetaen til alle selskapene under 1, og vi har grunnlag til å si at oppdrettsbransjen er mindre volatil enn markedet. Da de justerte betaverdiene er nærmere 1 enn de ujusterte, velger vi å benytte oss av justert egenkapitalbeta videre i analysen. Vi har kun funnet snittet av egenkapitalbetaen over analyseperioden. I delkapittel 8.3 vil vi beregne den årlige egenkapitalbetaen.

8.1.3 Markedsrisikopremien

Markedsrisikopremien er differansen mellom den forventede avkastningen man får i markedet og den risikofrie renten etter skatt. Markedsrisikopremien er med andre ord den meravkastningen man kan forvente når man utsetter seg selv for en risiko ved å investere i aksjer, fremfor å sette pengene i statsobligasjoner eller andre risikofrie investeringsalternativer [Knivsflå 9, 2017]. Det finnes flere forskjellige kilder, både nasjonale og internasjonale, som utarbeider oversikt over markedsrisikopremien. Blant de viktigste kildene er det verd å nevne Damodaran, som har utarbeidet en oversikt over markedsrisikopremien i det internasjonale og nasjonale markedet tilbake til 1960 [Damodaran, 2017a], og PWC som utarbeider en årlig rapport over risikopremien i det norske markedet. PWC sin rapport skiller seg fra mange andre kilder ved at de ikke baserer seg på historiske data, men på en spørreundersøkelse de gjennomfører blant analytikere og økonomer i det norske markedet [PWC, 2017b].

I Knivsflå sitt rammeverk benytter man et gjennomsnitt av den historiske avkastningen på Oslo Børs fratrukket fra den risikofrie renten. Knivsflå har også valgt å dele den historiske avkastningen opp i et langsiktig og et kortsiktig perspektiv, som vektes med henholdsvis 75% og 25%. Vektingen skyldes at Knivsflå mener at man må ta mer hensyn til de senere års risikopremie fremfor historiske data flere tiår tilbake. Knivsflå mener dermed at vektingen i et langsiktig og kortsiktig perspektiv vil gi en bedre indikasjon på den reelle

markedsrisikopremien, fremfor hva et rent historisk perspektiv vil gi [Knivsflå 9, 2017]. Dette er en uttalelse vi støtter

Markedsrisikopremie	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Årlig risikopremie 95-t, korts.	0,039	0,041	0,040	0,041	0,041	0,040
Vekt	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250
Årlig risikopremie 58-t, langs.	0,051	0,051	0,051	0,052	0,052	0,051
Vekt	0,750	0,750	0,750	0,750	0,750	0,750
Løpende risikopremie	0,048	0,049	0,048	0,049	0,049	0,049

Tabell 8. 4. Løpende markedsrisikopremie i perioden 2012-2016 [Knivsflå 9, 2017]

Som vi ser i tabellen vil gjennomsnittlig normalisert risikopremie etter skatt være på 4,9%. Ifølge PwC og NFF sin undersøkelse “risikopremien i det norske markedet” har markedsrisikopremien ligget på rundt 5% i de siste årene [PWC, 2017b]. Markedsrisikopremien i PwC sin undersøkelse er riktignok basert på 10 års statsobligasjonsrente, hvilket bryter med vår beregning da vi bruker Nibor 3M. Vi ser at estimatene er noenlunde like, og vi anser dermed den beregnede markedsrisikopremien som et rimelig estimat.

8.1.4 Likviditetspremie

Illikviditetspremie, eller likviditetspremie som det blir forkortet til, er en kompensasjon en investor får for å låse sine midler i en investering. Likviditetspremien tillegges egenkapitalkravet ettersom det eksisterer en systematisk risiko man ikke blir kvitt. Risikoen kan oppstå i et “perfekt marked” ved at man ikke blir kvitt all risiko, og i praksis ved at investorene krever en ekstra risikopremie grunnet markedssvikt.

Likviditetspremien baseres på skjønn, og varierer avhengig av flere faktorer. Faktorene deles inn i tre: graden av markedssvikt, innlåsing av aksjen, og selskapsspesifikke forhold. Knivsflå argumenterer for at man også bør inkludere en vridningseffekt av eierskatt i illikviditetspremien. I praksis vil vridningseffektene være såpass små at vi har valgt å ikke legge vekt på disse i utarbeidelsen av illikviditetspremien. Formelen vil se slik ut dersom man tar hensyn til vridningseffektene [Knivsflå 9, 2017]:

Formel 8-4

$$ilp = ilp' + ekk' * \frac{\tau}{1 - \tau} + \tau fm$$

ilp = endelig likviditetspremie, ilp' = likviditetspremie i utgangspunktet,

$ek k' * \frac{\tau}{1 - \tau}$ = virkningen av utbytte- og gevinstbeskatning, τ_{fm} = virkning formueskatten

Bedrifter som er notert på Oslo Børs er lettere omsettelige enn selskaper som ikke er børsnotert. Dette skyldes at børsen opererer som en salgspattform for kjøp og salg av eiendeler i de noterte selskapene. De største selskapene på børsen har høy omsetning av eierandelene, hvilket fører til en likviditetspremie tilnærmet lik null. På den andre siden vil ofte de mindre selskapene være mindre omsatt, noe som vil føre til en noe større likviditetspremie. På børsen kan man raskt se forskjeller i likviditeten på aksjene. Dersom det er en stor differanse mellom salgs- og kjøpsprisen, tyder dette på at aksjen er mindre likvid.

Norway Royal Salmon er børsnotert, men er ikke blant de 40 mest omsatte aksjene i 2016 [Oslo Børs, 2016]. Omsetningen har ligget mellom 1000 000,- kr og 50 000 000,- kr per dag i løpet av året. På børsen kan man også se at det er liten differanse mellom kjøp- og salgsprisen til NRS. Per 16.03.17 opererer man med 1 kroners differanse ved en pris på 165 kr mellom salgs- og kjøpsprisen, noe som tyder på en likvid aksje. På bakgrunn av informasjonen ovenfor har vi valgt å sette den endelige illikviditetspremien til 1,5 %.

8.2 Finansielle krav

På bakgrunn av beregningene ovenfor har vi nå grunnlag for å beregne det gjennomsnittlige egenkapitalkravet, men ikke det årlige. Ved beregning av årlige egenkapitalkrav må vi først beregne de finansielle kravene, med tilhørende betaverdier, som er nødvendig for å finne den årlige egenkapitalbetaen. Det neste steget i prosessen blir dermed å finne netto finansielt gjeldskrav. Dette kravet blir fastsatt gjennom en vektning mellom ulike komponenter. Nedenfor presenterer vi formelen for netto finansielt gjeldskrav [Knivsflå 9, 2017]:

Formel 8-5

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

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

Som vi ser utgjør netto finansielt gjeldskrav det vektete finansielle gjeldskravet fratrukket vektet finansielt eiendelskrav. Vi begynner med å beregne finansielt gjeldskrav.

8.2.1 Finansielt gjeldskrav

Det finansielle gjeldskravet kan beregnes på følgende måte:

Formel 8-6

$$fgk = rf * (1 - s) + krp$$

krp = kredittrisikopremie, $rf * (1-s)$ = risikofri rente etter skatt

Som vi ser består gjeldskravet av to komponenter; risikofri rente etter skatt og en kredittrisikopremie. Risikofri rente for analyseperioden beregnet vi i kapittel 8.1.1. Det andre leddet er kredittrisikopremien. En långiver tar risiko ved å utstede gjeld, da at det foreligger en sannsynlighet for at lånet misligholdes. Det eksisterer kun en ensidig tapsrisiko, fordi en som utsteder gjeld aldri vil få mer tilbake enn lånet pluss avtalt rente. Dette kan anses som en systematisk risiko for långiver fordi risikoen aldri vil kunne diversifiseres bort.

Kredittrisikopremien er dermed en premie långiver krever, som avhenger av sannsynligheten for konkurs. Vi fastsetter kredittrisikopremien basert på den syntetiske ratingen vi utarbeidet i kapittel 7.3.1. Kredittrisikopremien avhenger av tidshorizonten til den finansielle gjelden.

Norway Royal Salmon sin rentebærende gjeld er i all hovedsak langsiktig, og av den grunn benytter vi langsiktig kredittrisikopremie. Vi vil bruke Knivsflå sine estimater for kredittrisikopremie basert på den syntetiske ratingen [Knivsflå 9, 2017]. Se tabell 8-5.

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

Tabell 8. 5. Kredittrisikopremie basert på syntetisk rating [Knivsflå 9, 2017]

Ved å ta utgangspunkt i Knivsflå sine estimater for kredittrisikopremie og risikofri rente etter skatt, vil vi kunne beregne det finansielle gjeldskravet. Finansielt gjeldskrav er presentert i tabell 8.6.

Finansielt gjeldskrav NRS		2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Rating		B	A	A	A	A	A
Risikofri rente etter skatt	$rf * (1-s)$	0,011	0,009	0,008	0,006	0,006	0,008
Kredittrisikopremie	krp	0,044	0,010	0,010	0,010	0,010	0,017
Finansielt gjeldskrav	fgk	0,055	0,019	0,018	0,016	0,016	0,025

Tabell 8. 6. Finansielt gjeldskrav til NRS i perioden 2012-2016

Som vi ser av tabellen er det gjennomsnittlige finansielle gjeldskravet til NRS på 2,5%. Vi ser at gjeldskravet har hatt en synkende trend siden 2012 som følge av fall i risikofri rente og kredittrisikopremien. Vi ser at kravet har en stor reduksjon fra 2012 til 2013. Dette skyldes at ratingen til NRS gikk fra B til A i 2013, hele 3 karakterer opp. Den syntetiske ratingen ble nærmere forklart i delkapittel 7.3.1

Et finansielt gjeldskrav på 2,5% anses som unormalt lavt. NRS har hatt rentekostnader på mellom 3 og 4 prosent over analyseperioden, hvilket tyder på at långiverne knytter en høyere risiko til selskapet enn hva det estimerte gjeldskravet viser. Ut fra dette kan vi se svakheter ved metoden og rammeverket, ved at komponentene i beregningen av finansielt gjeldskrav underestimerer kravet og risikoen i selskapet. Årsaken til at kravet er underestimert er trolig den syntetiske ratingen til NRS. Modellen vi brukte for å beregne syntetisk rating kan være for snever til å fange opp alle risikoelementene i selskapet, og dermed får vi en overestimert ratingkarakter. En unormalt høy rating, og en unormalt lav risikofri rente vil føre til et unormalt lavt gjeldskrav. Igjen ser vi svakheter ved rammeverket til Knivsflå. Vi vil likevel benytte oss av estimatet som er beregnet etter rammeverket, og setter dermed finansielt gjennomsnittlig historisk gjeldskrav til 2,5%. Vi vil understreke at det vil være fare for underestimering av avkastningskravene og overestimering av verdiesimatet, og vil ta hensyn til dette senere i analysen.

8.2.2 Finansielt eiendelskrav

Den neste komponenten som må beregnes er det finansielle eiendelskravet. Finansielle eiendeler består av kontanter, fordringer, og investeringer. Vi beregner dette kravet med en vekting mellom de finansielle eiendelene, og formelen uttrykkes slik:

Formel 8-7

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

fek = finansielt eiendelskrav, *kk* = kontantkrav, *fk* = fordringskrav, *ik* = investeringskrav, *KON* = kontanter og kontantekvivalenter, *FE* = finansielle eiendeler, *FOR* = finansielle fordringer, *INV* = finansielle investeringer

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

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

$$ik = (rf * (1 - s) + B_{INV} * mrp + ilp)$$

B_{INV} = Investeringsbeta, *krp_{FOR}* = kredittrisikopremie fordringer

Som vi ser av formelen må vi beregne krav knyttet til kontanter, fordringer, og investeringer. I formelen må vi legge til grunn enkelte forutsetninger, og vi vil forklare disse videre. Ved å ha en kontantbeholdning oppstår det ingen risiko og dermed ingen beta eller risikopremie. Når det gjelder fordringer vil det være en viss risiko for tap, og dermed må det tillegges en kredittrisikopremie. Kredittrisikoen utarbeides med utgangspunkt i syntetisk rating, men etter Knivsflå sine forutsetninger anses alle finansielle fordringer å ha en rating på BBB, da dette er den gjennomsnittlige ratingen på Oslo Børs. Som tidligere nevnt er brorparten av NRS sine finansielle fordringer langsiktige, og følgelig vil vi benytte oss av langsiktig kredittrisikopremie. Kredittrisikopremien setter vi da til 1,4%.

Neste forutsetning er at investeringsporteføljen er perfekt diversifisert slik at investeringsbetaen er lik én, og likviditetspremien er lik null. Med denne forutsetningen blir investeringskravet lik risikofri rente etter skatt, tillagt markedsrisikopremien. Det kan diskuteres om dette kravet bør være før skatt, da norske aksjeselskaper ikke blir skattlagt for gevinster og utbytte fra investeringer. Når beta er én og illikviditetspremie er null, vil dette uansett ikke ha noen påvirkning på eiendelskravet [Knivsflå 9, 2017]. Se tabell 8.7 for beregning.

Finansielt eiendelskrav NRS		2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Kontantkrav	$rf * (1-s)$	0,011	0,009	0,008	0,006	0,006	0,008
Kontantvekt	KON/FE	0,552	0,922	0,926	0,908	0,809	0,823
Fordringskrav	$rf * (1-s) + 14\%$	0,025	0,023	0,022	0,020	0,020	0,022
Fordringsvekt	FOR/FE	0,262	0,054	0,045	0,090	0,187	0,127
Investeringskrav	$rf * (1-s) + mrp$	0,059	0,057	0,057	0,055	0,055	0,057
Investeringsvekt	INV/FE	0,187	0,024	0,029	0,002	0,005	0,049
Finansielt eiendelskrav	fek	0,024	0,011	0,010	0,008	0,009	0,012

Tabell 8. 7. Finansielt eiendelskrav til NRS i perioden 2012-2016

Det gjennomsnittlige eiendelskravet er på 1,2%. I likhet med det finansielle gjeldskravet har det vært synkende siden 2012, og fra 2012 til 2013 ble det redusert med mer enn 50 prosent. Det vi ser er at kontantvekten har økt, og dermed har fordringsvekten og investeringsvekten blitt redusert. Dette fører til en reduksjon av det finansielle eiendelskravet. Et finansielt eiendelskrav på 1,2%, anses som lavt. Riktignok er det en rimelig antakelse da store deler av de finansielle eiendelene består av kontanter, og risikoen knyttet til kontantene er lave.

8.2.3 Netto finansielt gjeldskrav

Etter å ha beregnet finansielt gjeldskrav og eiendelskrav har vi nå grunnlag for å beregne netto finansielt gjeldskrav. Kravet er vektet mellom finansiell gjeld og finansielle eiendeler, og formelen kan utledes slik:

Formel 8-8

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

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

Det finansielle gjeldskravet beregnet vi i kapittel 8.2.1, og det finansielle eiendelskravet beregnet vi i 8.2.2. Vektingen er basert på den finansielle gjelden og de finansielle eiendelene som er å finne i den omgrupperte balansen i kapittel 6.4.2.3. Vi har basert vektingen på gjennomsnittlig kapital justert for opptjent kapital i løpet av året. Dette gjør vi for å være konsistent med beregningen av rentabilitet i kapittel 9, slik rammeverket anbefaler det [Knivsflå 9, 2017]. I tabell 8.10 har vi presentert beregningene.

Netto finansielt gjeldskrav NRS		2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Finansielt gjeldskrav	<i>fgk</i>	0,055	0,019	0,018	0,016	0,016	0,025
Finansiell gjeldsvekt	<i>FG/NFG</i>	1,030	1,078	1,117	1,264	1,423	1,182
Finansielt eiendelskrav	<i>fek</i>	0,024	0,011	0,010	0,008	0,009	0,012
Finansiell eiendelsvekt	<i>FE/NFG</i>	0,030	0,078	0,117	0,264	0,423	0,182
Netto finansielt gjeldskrav	<i>nfgk</i>	0,056	0,020	0,019	0,019	0,019	0,026

Tabell 8. 8. Netto finansielt gjeldskrav til NRS i perioden 2012-2016

Gjennomsnittlig netto finansielt gjeldskrav over analyseperioden er beregnet til 2,6%, og i likhet med de to foregående kravene har kravet en synkende trend. Netto finansielt gjeldskrav er unormalt lavt, noe som skyldes det unormalt lave finansielle gjeldskravet. Nok en gang ser vi svakheter ved det fundamentale rammeverket. Her ser vi følgende av svakheterne vi diskuterte delkapittel 8.2.1. Vi vil benytte oss av netto finansielt gjeldskrav i beregning av netto driftskrav i delkapittel 8.5.

8.2.4 Beta til finansiell gjeld, finansielle eiendeler og netto finansiell gjeld

For å beregne netto driftskapitalbeta og årlig egenkapitalbeta er vi nødt til å utlede netto finansiell gjeldsbeta. Netto finansiell gjeldsbeta finner vi ved å vekte finansiell gjeldsbeta og finansiell eiendelsbeta, og vi vil beregne disse i de neste delkapitlene [Knivsflå 9, 2017].

8.2.4.1 Finansiell gjeldsbeta

Finansiell gjeldsbeta finner vi ved å dividere produktet av markedsrisikodelen og kredittrisikopremien med markedsrisikopremien. Formelen for finansiell gjeldsbeta uttrykkes slik:

Formel 8-9

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

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

Kredittrisikopremien til den finansielle gjelden fant vi i kapittel 8.2.1, og vi benytter oss fortsatt av langsiktig krp etter skatt. Markedsrisikopremien beregnet vi i kapittel 8.1.3, dermed mangler vi kun markedsrisikodelen. Markedsrisikodelen defineres som den delen av konkursrisikoen som ikke er markedsrelatert [Knivsflå 9, 2017]. Denne verdien henter vi ut fra regresjonsanalysen vi gjennomførte i delkapittel 8.1.2. Vi bruker tallet R-kvadrat som er å finne i tabell 8.2. Dette tallet er 0,072. Ifølge Knivsflå bør denne verdien justeres for en passende faktor som reflekterer gjeldsavkastningen [Knivsflå 9, 2017]. Vi velger å benytte oss av Knivsflå sin faktor på $\frac{1}{3}$. Gjennomsnittlig finansiell gjeldsbeta er beregnet til 0,008, og i likhet med de finansielle kravene er den finansielle gjeldsbetaen høy i 2012, og lav i resten av analyseperioden. Se tabell 8.9 for beregning.

Finansiell gjeldsbeta NRS		2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Langsiktig kredittrisikopremie	krp_L	0,044	0,010	0,010	0,010	0,010	0,017
Markedsrisikopremie	mrp	0,048	0,049	0,048	0,049	0,049	0,049
Markedsrisikodelen FG	mrd	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024
Finansiell gjeldsbeta	B_{FG}	0,022	0,005	0,005	0,005	0,005	0,008

Tabell 8. 9. Finansiell gjeldsbeta til NRS i perioden 2012-2016

8.2.4.2 Finansiell eiendelsbeta

Den finansielle eiendelsbetaen finner vi ved hjelp av vekting mellom beta for kontanter, finansielle fordringer, og investeringer. Formelen uttrykkes slik:

Formel 8-10

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

B_{FE} = Finansiell eiendelsbeta, FE = finansielle eiendeler, KON = kontanter, FOR = fordringer, INV = investeringer

Til denne beregningen må det tas noen forutsetninger når det gjelder de ulike betaverdiene. Forutsetning én er at kontanter er risikofrie eiendeler, og følgelig er kontantbetaen lik 0. Betaen til investeringene kjenner vi fra beregningen av finansielt eiendelskrav i kapittel 8.2.2, og denne er satt til 1. De finansielle fordringene er utsatt for kredittrisiko, og vi må dermed finne fordringsbetaen. Den finner vi med følgende formel:

Formel 8-11

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

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

Vi kjenner til kredittrisikopremien til fordringene og markedsrisikopremien fra tidligere, og vi benytter samme markedsrisikodel som vi gjorde ved beregning av den finansielle gjeldsbetaen. Beregningen av finansiell eiendelsbeta er presentert i tabell 8-10 under.

Finansiell eiendelsbeta NRS		2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Lang kredittrisikopremie	krp_L	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
Markedsrisikopremie	mrp	0,048	0,049	0,048	0,049	0,049	0,049
Markedsrisikodel	mrd	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024
Fordringsbeta	B_{FOR}	0,007	0,007	0,007	0,007	0,007	0,007
Fordringsvekt	FOR/FE	0,262	0,054	0,045	0,090	0,187	0,127
Kontantbeta	B_{KON}	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Kontantvekt	KON/FE	0,552	0,922	0,926	0,908	0,809	0,823
Investeringsbeta	B_{INV}	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Investeringsvekt	INV/FE	0,187	0,024	0,029	0,002	0,005	0,049
Finansiell eiendelsbeta	B_{FE}	0,189	0,024	0,029	0,002	0,006	0,050

Tabell 8. 10. Finansiell eiendelsbeta til NRS i perioden 2012-2016

8.2.4.3 Beta til netto finansiell gjeld

Vi har nå funnet finansiell gjeldsbeta og finansiell eiendelsbeta, og har dermed grunnlag til å beregne netto finansiell gjeldsbeta. Vi bruker i denne beregningen den samme vektingen som ved beregning av netto finansielt gjeldskrav, og formelen blir som følger:

Formel 8-12

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

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

Beregningene av netto finansiell gjeldsbeta for analyseperioden er presentert i tabell 8.11.

Netto finansiell gjeldsbeta NRS		2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Finansiell gjeldsbeta	B_{FG}	0,022	0,005	0,005	0,005	0,005	0,008
Finansiell gjeldsvekt	FG/NFG	1,030	1,078	1,117	1,264	1,423	1,182
Finansiell eiendelsbeta	B_{FE}	0,189	0,024	0,029	0,002	0,006	0,050
Finansiell eiendelsvekt	FE/NFG	0,030	0,078	0,117	0,264	0,423	0,182
Netto finansiell gjeldsbeta	B_{NFG}	0,017	0,004	0,002	0,006	0,005	0,007

Tabell 8. 11. Netto finansiell gjeldsbeta til NRS i perioden 2012-2016

I tabellen ser vi at netto finansiell gjeldsbeta er relativt høy i 2012. Deretter faller betaverdien drastisk i 2013, og holder deretter et jevnt lavt nivå i perioden. Endringene skyldes endringene i gjelds- og eiendelsbetaen, og vektingen mellom finansiell gjeld og eiendeler. Den gjennomsnittlige netto finansielle gjeldsbetaen er beregnet til 0,007.

8.3 Netto driftskapitalbeta og årlig egenkapitalbeta

Det neste steget er å beregne netto driftskapitalbeta. Denne blir beregnet med en vekting mellom egenkapitalbetaen, minoritetsbetaen, og beta til netto finansiell gjeld. Vektingen er gjort på samme måte som netto finansielt gjeldskrav, med gjennomsnittlig kapital justert for opptjent resultat til kapitalen. Dette for å få konsistent vekting med beregning av rentabilitet i kapittel 9 [Knivsflå 9, 2017]. Selskapets gjennomsnittlige egenkapitalbeta har vi beregnet i kapittel 8.1.2, men vi mangler å utarbeide de årlige betaverdiene.

For et selskap er det to forhold som er gjeldende knyttet til utarbeidelsen av egenkapital- og netto driftsbetaen i henhold til Miller og Modigliani. For det første er verdien av et selskap uavhengig av hvordan selskapet er finansiert, og for det andre vil egenkapitalkravet øke i takt med gjeldsgraden. For selskapet innebærer det at når verdien av netto driftskapital er uavhengig av finansieringen, vil også beta til netto driftskapital være uavhengig og følgelig være konstant fra år til år [Knivsflå 9, 2017]. Formelen for netto driftskapitalbeta uttrykkes slik:

Formel 8-12

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

B_{NDK} = netto driftskapitalbeta, NDK = netto driftskapital,

EK = egenkapital, MI = minoritetsinteresser, NFG

Formelen forutsetter at egenkapitalbetaen og minoritetsbetaen er den samme. Den gjennomsnittlige egenkapitalbetaen har vi funnet tidligere, og dermed har vi grunnlag til å beregne den gjennomsnittlig netto driftskapitalbeta, presentert i tabell 8.12. Netto driftskapitalbeta blir 0,562, og etter Miller og Modiglianis proposisjoner vil den være konstant over den historiske analyseperioden. Vi har nå funnet netto driftskapitalbeta og netto finansiell gjeldsbeta, og med det grunnlaget kan vi nå beregne den årlige egenkapitalbeta residualt. Beregningen er presentert i tabell 8.12.

Netto driftskapitalbeta NRS		2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Egenkapitalbeta	B_{EK}	1,026	1,007	0,944	0,897	0,739	0,910
Egenkapitalvekt	EK/NDK	0,507	0,519	0,554	0,579	0,730	0,578
Egenkapitalbeta	B_{EK}	1,026	1,007	0,944	0,897	0,739	0,910
Minoritetsvekt	MI/NDK	0,033	0,037	0,040	0,044	0,029	0,037
Netto finansiell gjeldsbeta	B_{FG}	0,017	0,004	0,002	0,006	0,005	0,007
Netto finansiell gjeldsvekt	NFG/NDK	0,460	0,444	0,406	0,376	0,241	0,385
Netto driftskapitalbeta	B_{NDK}	0,562	0,562	0,562	0,562	0,562	0,562

Tabell 8. 12. Netto driftskapital og årlig egenkapitalbeta til NRS i perioden 2012-2016

Ettersom vi nå har beregnet den årlige egenkapitalbetaen til NRS, kan vi endelig beregne årlig egenkapitalkrav og minoritetskrav, hvilket gjøres i neste delkapittel.

8.4 Oppsummering egenkapitalkrav og minoritetskrav

I avsnittene over har vi utarbeidet den nødvendige informasjonen for å komme frem til egenkapitalkravet til NRS. Det endelige egenkapitalkravet kan da utredes i en tabell der vi ser sammenhengen mellom den risikofrie renten, egenkapitalbetaen, markedsrisikopremien og illikviditetspremien. Beregningene er vist i tabell 8.13.

Egenkapitalkrav NRS		2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Gjennomsnittlig bankrating		AA	AA	AA	AA	AA	AA
3 måneder Nibor-rente		0,021	0,018	0,017	0,014	0,013	0,017
Kreditrisikopremie før skatt		0,006	0,006	0,005	0,005	0,005	0,005
Risikofri rente før skatt		0,015	0,012	0,012	0,009	0,008	0,011
Skatt (25%, 27%, 28%)		0,004	0,003	0,003	0,002	0,002	0,003
Risikofri rente etter skatt	$rf^* (1-s)$	0,011	0,009	0,008	0,006	0,006	0,008
Egenkapitalbeta	B_{EK}	1,026	1,007	0,944	0,897	0,739	0,910
Markedsrisikopremie etter skatt	mrp	0,048	0,049	0,048	0,049	0,049	0,049
Likviditetspremie majoritet	ilp_{MAJ}	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015
Egenkapitalkrav CAPM	ekk	0,075	0,073	0,069	0,065	0,057	0,067

Tabell 8. 13. Egenkapitalkrav NRS i perioden 2012-2016

Det gjennomsnittlige egenkapitalkravet er beregnet til 6,7%. Vi kan se at kravet har hatt en synkende trend over analyseperioden, noe som skyldes at selskapets økonomi har bedret seg over perioden. Grunnen til at kravet synker i takt med styrkingen av økonomien er at risikoen knyttet til selskapet blir lavere for investorene, og krever investorene ett mindre risikopåslag.

Minoritetskrav

Minoritetskravene stammer fra minoritetsinteressene sine avkastningskrav.

Minoritetsinteresser er ikke-kontrollerende interesser som opptrer som egenkapital i konsernet gjennom at minoriteten eier 0-50 % av datterselskaper i Konsernet [Knivsfå 9, 2017].

Minoritetskravet utarbeides ved at vi tillegger en ekstra likviditetspremie til egenkapitalkravet. Årsaken til at man tillegger en ekstra likviditetspremie til minoritetsinteressene skyldes at minoritetsinteressene ofte er "låst inne". Minoriteten har ikke styrende kontroll over selskapet og eierandelene kan være illikvide, hvilket innebærer at det kan være vanskelig å selge eierandelene. På samme måte som i delkapitlet 8.1.4 vil likviditetspremien til minoriteten bli utarbeidet basert på skjønn. Minoritetskravet utarbeides med følgende formel:

Formel 8-13

$$mik = ekk + ilp$$

mik = minoritetskrav, ekk = egenkapitalkrav,

ilp = likviditetspremie

NRS har fire datterselskaper, og er selv minoritetsinteresser i flere andre tilknyttede selskaper. I analyseperioden finner vi minoritetsinteresser i to av datterselskapene til NRS, en på 17,51 % i Nor Seafood og en på 33,33 % i Nord-Senja Laks. I 2016 kjøpte NRS opp de resterende eierandelene i Nord-Senja Laks, slik at denne minoritetsinteressen ikke eksisterer i 2016 [NRS, 2016]. De to postene er i klar minoritet, hvilket betyr at de ikke har styrende innflytelse på selskapene. Datterselskapene er ikke notert på børsen, og eierandelene er såpass store og verdifulle at man trenger en eller flere større investorer til å ta over eierandelen. Ut fra hvordan konsesjonssystemet er utarbeidet, og lønnsomheten til næringen de siste årene, kan man tenke seg at det er flere interessenter for andelene. Ved et eventuelt salg er NRS den mest sannsynlige kjøper for eierandelene basert på NRS sin oppkjøpsstrategi jfr. delkapittel 3.4. Ut fra opplysningene over har vi valgt å tillegge minoriteten en ekstra likviditetspremie på 1,5 %. Det gjennomsnittlige minoritetskravet er beregnet til 8,2%, presentert i tabell 8.14.

Minoritetskrav NRS		2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Egenkapitalkrav CAPM	<i>ek</i>	0,075	0,073	0,069	0,065	0,057	0,067
Ekstra likviditetspremie minoritet	<i>ilp_M</i>	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015
Minoritetskrav	<i>mik</i>	0,090	0,088	0,084	0,080	0,072	0,082

Tabell 8. 14. Minoritetskrav til NRS i perioden 2012-2016

8.5 Selskapskrav

Vi har nå grunnlag til å beregne selskapskravene. Som nevnt i starten av kapittelet omtales selskapskrav som vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad, også kalt WACC. Ifølge Knivsflå er det to ulike selskapskrav, netto driftskrav og sysselsatt kapitalkrav [Knivsflå 9, 2017].

8.5.1 Netto driftskrav

Netto driftskrav finner vi ved å vekte egenkapitalkravet, minoritetskravet, og netto finansielt gjeldskrav. Beregningen er presentert i tabell 8.15, og utregningene gjøres med ved hjelp av følgende formel:

Formel 8-14

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

ndk = netto driftskrav, ekk = egenkapitalkrav, EK = egenkapital, NDK = netto driftskapital,

mik = minoritetskrav, MI = minoritetsinteresser, nfgk = netto finansielt gjeldskrav, NFG = netto finansiell gjeld

Netto driftskapitalkrav NRS		2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Egenkapitalkrav	<i>ekk</i>	0,075	0,073	0,069	0,065	0,057	0,067
Egenkapitalvekt	<i>EK/NDK</i>	0,507	0,519	0,554	0,579	0,730	0,578
Minoritetskrav	<i>mik</i>	0,090	0,088	0,084	0,080	0,072	0,082
Minoritetsvekt	<i>MI/NDK</i>	0,033	0,037	0,040	0,044	0,029	0,037
Netto finansielt gjeldskrav	<i>nfgk</i>	0,056	0,020	0,019	0,019	0,019	0,026
Netto finansiell gjeldsvekt	<i>NFG/NDK</i>	0,460	0,444	0,406	0,376	0,241	0,385
Netto driftskrav	<i>ndk</i>	0,067	0,050	0,049	0,048	0,048	0,053

Tabell 8. 15. Netto driftskrav til NRS i perioden 2012-2016

Gjennomsnittlig netto driftskrav har vi beregnet til 5,3%. Dette anses som relativt lavt, hvilket skyldes det lave netto finansielt gjeldskrav som vi diskuterte i delkapittel 8.2.3. Vi ser at netto driftskrav har holdt seg relativt stabilt over analyseperioden. Jo lavere avkastningskravet er, jo høyere blir verdierestimatet av selskapet. At avkastningskravet settes lavt, kan føre til at verdierestimatet blir overvurdert i den fundamentale verdsettelsen.

8.5.2 Sysselsatt kapitalkrav

Til slutt vil vi beregne sysselsatt kapitalkrav. Dette finner vi ved å vekte egenkapitalkravet, minoritetskravet, og finansielt gjeld gjeldskrav. I likhet med netto driftskravet vil kravet bli lavt på grunn av det lave gjeldskravet. Beregningene er presentert tabell 8.16.

Formel 8-15

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

skk = sysselsatt kapitalkrav, ekk = egenkapitalkrav, EK = egenkapitalkrav, SSK = sysselsatt kapital, mik = minoritetskrav,

MI = minoritetsinteresser, fgk = finansielt gjeldskrav, FG = finansiell gjeld

Sysselsatt kapitalkrav NRS		2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Egenkapitalkrav	<i>ekk</i>	0,075	0,073	0,069	0,065	0,057	0,067
Egenkapitalvekt	<i>EK/SSK</i>	0,501	0,502	0,529	0,527	0,663	0,545
Minoritetskrav	<i>mik</i>	0,090	0,088	0,084	0,080	0,072	0,082
Minoritetsvekt	<i>MI/SSK</i>	0,032	0,036	0,038	0,040	0,027	0,035
Finansielt gjeldskrav	<i>fgk</i>	0,055	0,019	0,018	0,016	0,016	0,025
Finansiell gjeldsvekt	<i>FG/SSK</i>	0,467	0,462	0,432	0,432	0,310	0,421
Sysselsatt kapitalkrav	<i>skk</i>	0,066	0,048	0,048	0,045	0,045	0,050

Tabell 8. 16. Sysselsatt kapitalkrav til NRS i perioden 2012-2016

8.6 Oppsummering historiske avkastningskrav

Vi har nå beregnet alle de nødvendige kravene, er og kravene er presentert i tabell 8.17. Vi kan se at alle kravene har hatt en synkende trend siden 2012, noe som skyldes styrkingen av NRS sin økonomiske posisjon, hvilket har sammenheng med de økte lakseprisene.

Avkastningskravene for NRS er presentert i tabell 8.17, og bransjekravene er presentert i tabell 8.18.

Historiske avkastningskrav NRS		2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Egenkapitalkrav	<i>ekk</i>	0,075	0,073	0,069	0,065	0,057	0,067
Minoritetskrav	<i>mik</i>	0,090	0,088	0,084	0,080	0,072	0,082
Finansielt gjeldskrav	<i>fgk</i>	0,055	0,019	0,018	0,016	0,016	0,025
Finansielt eiendelskrav	<i>fek</i>	0,024	0,011	0,010	0,008	0,009	0,012
Netto finansielt gjeldskrav	<i>nfgk</i>	0,056	0,020	0,019	0,019	0,019	0,026
Netto driftskrav	<i>ndk</i>	0,067	0,050	0,049	0,048	0,048	0,053
Sysselsatt kapitalkrav	<i>skk</i>	0,066	0,048	0,048	0,045	0,045	0,050

Tabell 8. 17. Historiske avkastningskrav til NRS i perioden 2012-2016

Historiske avkastningskrav bransje		2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Egenkapitalkrav	<i>ekk</i>	0,054	0,052	0,051	0,050	0,0501	0,051
Minoritetskrav	<i>mik</i>	0,064	0,063	0,061	0,061	0,0608	0,062
Finansielt gjeldskrav	<i>fgk</i>	0,036	0,019	0,018	0,018	0,016	0,021
Finansielt eiendelskrav	<i>fek</i>	0,030	0,024	0,012	0,008	0,008	0,016
Netto finansielt gjeldskrav	<i>nfgk</i>	0,039	0,018	0,021	0,020	0,018	0,023
Netto driftskrav	<i>ndk</i>	0,049	0,040	0,039	0,039	0,038	0,041
Sysselsatt kapitalkrav	<i>skk</i>	0,045	0,039	0,037	0,036	0,035	0,039

Tabell 8. 18. Vektete historiske avkastningskrav til bransjen i perioden 2012-2016

I tabellene ser vi at kravene som stilles til NRS er høyere enn bransjekravene i analyseperioden. Dette har sammenheng med resultatene vi kom frem til i risikoanalysen i kapittel 7, da det knyttets høyere risiko til NRS sammenlignet med bransjen. Dette beviser at det er sammenheng mellom risiko og avkastningskrav, ved at høyere risiko fører til høyere avkastningskrav til investeringen.

Noe som har gått igjen i dette kapitlet, er at inputverdiene har vært lave. Det lave finansielle gjeldskravet har ført til at de fleste kravene har blitt undervurdert, hvilket fører til at de beregnede selskapskravene har blitt lave. Dette viser en svakhet i Knivsflå sitt rammeverk da

enkelte inputverdier vil ha så stor betydning for resultatet. En undervurdering av kravene fører til risiko for overestimering av verdierestimatet av selskapet. I tillegg har vi sett at den risikofrie renten har stor påvirkning på beregningene, og ettersom vi har brukt 3 måneders Nibor-rente, har den risikofrie renten blitt veldig lav. Dersom vi hadde brukt 10-års statsobligasjonsrente i tråd med praksis, hadde den risikofrie renten blitt høyere, hvilket ville resultert i høyere avkastningskrav. Dette viser igjen en svakhet ved Knivsfå sitt rammeverk, likevel velger vi å bruke de beregnede verdiene som grunnlag for vår videre fundamentale verdsettelse av NRS.

Basert på argumentene om at avkastningskravene kan være undervurdert, vil vi ta hensyn til dette i den videre analysen.

9. Lønnsomhetsanalyse

I dette kapittelet skal vi gjennomføre en grundigere analyse av NRS sin lønnsomhet. Hvorfor er selskapet lønnsomt? Hvor stor er bransjens netto driftsmargin? Og hvordan gjør NRS det i forhold til bransjen? Dette er noen av spørsmålene som blir besvart i løpet av lønnsomhetsanalysen.

Lønnsomhetsanalysen gjennomføres ved hjelp av rentabilitetsmåling. I de følgende delkapitlene vil vi beregne ulike rentabiliteter som videre vil sammenliknes med de historiske kravene vi utarbeidet i kapittel 8. Vi definerer rentabilitet som avkastningen til en kapital i form av en prosentvis rente, for eksempel at egenkapitalrentabiliteten uttrykker avkastningen til egenkapitalen. Rentabiliteten gjør det mulig å sammenligne både selskapets og bransjens lønnsomhet over tid [Knivsflå 10, 2017]. Formel 9-1 illustrerer hvordan en enkel rentabilitetsberegning gjøres.

$$\begin{aligned} & \text{Formel 9-1} \\ \text{Rentabilitet} &= \frac{\text{Resultat til kapital}}{\text{Kapital IB}} \\ & \text{IB} = \text{inngående balanse} \end{aligned}$$

I telleren har vi resultatet til kapitalen; et resultat som enten kan være fullstendig eller normalisert. Det fullstendige resultatet har en viss relevans for risikoanalysen, men det er det normaliserte resultatet som er fremtidsrettet og som egner seg best i en kreditt- og verdivurdering. Den normaliserte rentabiliteten er mer “forward-looking”, og dermed er det denne rentabiliteten vi benytter oss av videre i lønnsomhetsanalysen.

I rentabilitetsmålinger har man også forskjellige måter å behandle nevneren på. Ovenfor, i formel 9-1, har man valgt en enkel løsning ved å kun basere vektningen på inngående balanse. Svakheten med denne metoden er at man kun tar hensyn til kapitalen per 31.12 i foregående år. I en god rentabilitetsmåling ønsker man å ta hensyn til at kapitalen bygger seg opp i løpet av året. Kapitalen er ikke konstant, men bygges gradvis opp/ned avhengig av aktiviteten i selskapet. Dette tar man hensyn til i nevneren ved å tillegge et ledd som tar hensyn til endringen i kapitalen i løpet av året [Knivsflå 10, 2017]. Formel 9-2 viser hvordan vi har valgt å utforme våre rentabilitetsmålinger.

$$\begin{aligned} & \text{Formel 9-2} \\ \text{Rentabilitet} &= \frac{\text{Normalisert nettoresultat til kapitalen}}{\text{Inngående kapital} + (\Delta\text{kapital} - \text{normalisert nettoresultat})/2} \end{aligned}$$

Videre i dette kapittelet vil vi gjennomføre en strategisk regnskapsanalyse av NRS. Vi vil først gjennomføre en analyse av bedriftens strategiske fordel, før denne dekomponeres videre i en finansierings- og driftsfordel. Videre vil både finansierings- og driftsfordelen dekomponeres videre for å finne de underliggende årsakene til NRS sin strategiske fordel.

9.1 Egenkapitalrentabilitet

I det første delkapittelet vil vi utarbeide egenkapitalrentabiliteten. Egenkapitalrentabiliteten er nødvendig for å finne bedriftens superrentabilitet, også kjent som bedriftens strategiske fordel. Utarbeidelsen av egenkapitalrentabiliteten følger vår “standard” rentabilitetsformel som ble vist i formel 9-2, og kan dermed uttrykkes på følgende måte:

Formel 9-3

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Nettoresultat til egenkapital}}{\text{Egenkapital IB} + (\Delta\text{Egenkapital} - \text{nettoresultat til egenkapital})/2}$$

Ut fra formel 9-3 har vi utarbeidet følgende egenkapitalrentabilitet i analyseperioden:

Egenkapitalrentabilitet	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet gjennomsnitt
Netto resultat til egenkapital	-4823	196924	155092	192036	556975	
Justert egenkapital	583022	576473	729751	843680	1108843	
Egenkapitalrentabilitet	-0,008	0,342	0,213	0,228	0,502	0,288

Tabell 9. 1. Egenkapitalrentabilitet til NRS i perioden 2012-2016

Som man kan se i tabell 9.1 er egenkapitalrentabiliteten svært varierende over analyseperioden. I 2012 hadde NRS en negativ egenkapitalrentabilitet, mens selskapet har opplevd en svært god rentabilitet i resten av perioden. Den negative egenkapitalrentabiliteten i 2012 kan sees i sammenheng med et generelt dårlig år for oppdrettsnæringen. I de etterfølgende årene har derimot rentabiliteten vært svært høy, med et toppår i 2016 med en rentabilitet på hele 50,2%. En egenkapitalrentabilitet på 50,2% er ekstremt i et økonomisk perspektiv, og videre i kapittelet vil vi forsøke å kartlegge de ulike faktorene til den ekstreme rentabiliteten.

9.1.1 Strategisk fordel

Den strategiske fordelen finner man ved å trekke egenkapitalkravet fra egenkapitalrentabiliteten. Egenkapitalrentabiliteten ble utarbeidet i forrige delkapittel og egenkapitalkravet ble utarbeidet i delkapittel 8.4. Formelen kan utledes på følgende måte

Formel 9-4

$$\text{Strategisk fordel} = ekr - ekk$$

$ekr = \text{egenkapitalrentabilitet}$, $ekb = \text{egenkapitalkravet}$

Den strategiske fordelen danner grunnlaget for den videre analysen av lønnsomheten. Den strategiske fordelen er den rentabiliteten utover kravet som kommer investorene til gode. Derfor blir ofte den strategiske fordelen omtalt som superrentabilitet. I tabell 9.2 har vi presentert NRS sin superrentabilitet.

Strategisk fordel	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet gjennomsnitt
Egenkapitalrentabilitet	-0,008	0,342	0,213	0,228	0,502	0,288
Egenkapitalkrav	0,075	0,073	0,069	0,065	0,057	0,066
Strategisk fordel	-0,084	0,269	0,144	0,162	0,445	0,222

Tabell 9. 2. Strategisk fordel til NRS i perioden 2012-2016

Superrentabilitet kan dekomponeres videre i en ekstern bransjefordel, en intern ressursfordel og en intern egenkapitalkravfordel. Dekomponeringen gjøres for å få en bedre innsikt i kildene til den strategiske fordelen. Dekomponeringen av superrentabiliteten kan illustreres med følgende formel:

Formel 9-4

$$ekr - ekk = (ekrb - ekkb) + (ekr - ekrb) + (ekkb - ekk)$$

$ekr = \text{egenkapitalrentabilitet}$, $ekb = \text{egenkapitalkrav}$, $b = \text{bransje}$

I de påfølgende delkapitlene vil vi dekomponere den strategiske fordelen. Vi ønsker å gi en bedre innsikt i de eksterne og interne kilder til den strategiske fordelen.

9.1.1.1 Ekstern bransjefordel

Den eksterne bransjefordelen oppstår dersom bransjen har en egenkapitalrentabilitet som er større enn egenkapitalkravet til bransjen. Med andre ord er den eksterne bransjefordelen bransjens superrentabilitet. Den eksterne bransjefordelen er en del av formel 9-4 ovenfor, og kan presenteres på følgende måte: $(ekrb - ekkb)$

Ekstern bransjefordel	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet gjennomsnitt
Egenkapitalrentabilitet i bransjen	0,023	0,181	0,213	0,138	0,313	0,193
Egenkapitalkrav i bransjen	0,054	0,052	0,051	0,050	0,050	0,051
Ekstern bransjefordel	-0,031	0,128	0,163	0,087	0,263	0,142

Tabell 9. 3. Ekstern bransjefordel i perioden 2012-2016

Som man kan se i tabellen har bransjen en varierende superrentabilitet. Rentabiliteten er positiv i alle år, sett bort ifra 2012. 2012 var et dårlig år for hele næringen og dermed hadde bransjen en ekstern bransjeulempe på 0,031. Om man ser på de resterende årene så ser man at perioden har vært veldig god for oppdrettsnæringen. Man ser også at rekordåret i 2016 har ført til en høy ekstern bransjefordel på hele 0,263.

9.1.1.2 Intern ressursfordel

Den interne ressursfordelen oppstår som følge av at NRS har en rentabilitet som er større enn rentabiliteten til bransjen. I kapittel 7 valgte vi å bruke bransjegjennomsnittet som en god indikator på forholdstallene. På samme måte kan den interne ressursfordelen uttrykkes hvordan selskapet gjør det i forhold til bransjen. Den interne ressursfordelen kan uttrykkes på følgende måte: ($ekr - ekr_b$)

Intern ressursfordel	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet gjennomsnitt
Egenkapitalrentabilitet	-0,008	0,342	0,213	0,228	0,502	0,288
Egenkapitalrentabilitet bransjen	0,023	0,181	0,213	0,138	0,313	0,193
Intern ressursfordel	-0,031	0,161	-0,001	0,090	0,189	0,095

Tabell 9. 4. Intern ressursfordel i perioden 2012-2016

Som man kan se i tabell 9.4, har NRS et tidsvektet gjennomsnitt som er en del høyere enn bransjesnittet. Videre ser man at NRS kun har ett år, 2012, med en rentabilitet som er merkbart lavere enn bransjen. I 2014 har NRS en tilnærmet lik rentabilitet som bransjen, mens de i 2013, 2015 og 2016 har en rentabilitet som er merkbart større. Videre ser vi at NRS har hatt spesiell høy intern ressursfordel i årene 2013 og 2016. Den meget høye egenkapitalrentabilitet i 2016, gjør at det tidsvektede snittet kan være noe misvisende som et representativt gjennomsnitt.

9.1.1.3 Egenkapitalkravfordel

En fordel knyttet til egenkapitalkravet oppstår dersom egenkapitalkravet til bransjen er høyere enn egenkapitalkravet til NRS. Egenkapitalkravet ble utarbeidet i kapittel 8, og kravet varierer på grunn av forskjeller i egenkapitalbetaen. I tillegg er det verdt å nevne at vi har valgt å tillegge SalMar, Marine Harvest og Lerøy en noe lavere likviditetspremie på grunn størrelsen til selskapene (1 % istedenfor 1,5%). Fordelen/ulempen knyttet til egenkapitalkravet oppstår som følge av at investorer knytter mer eller mindre risiko til bransjen enn de gjør til NRS. Egenkapitalkravfordelen kan uttrykkes slik: ($ekkb - ekk$)

Egenkapitalkravfordel	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet gjennomsnitt
Egenkapitalkrav i bransjen	0,054	0,052	0,051	0,050	0,050	0,051
Egenkapitalkrav	0,075	0,073	0,069	0,065	0,057	0,066
Egenkapitalkravfordel	-0,022	-0,020	-0,018	-0,015	-0,007	-0,015

Tabell 9. 5. Egenkapitalkravfordel i perioden 2012-2016

I tabell 9.5 kan man se at NRS har hatt en egenkapitalkravulempe over hele perioden.

Ulempen skyldes i all hovedsak at NRS har en egenkapitalbeta som er høyere enn snittet i bransjen. Som man kan se har også egenkapitalkravulempen hatt en fallende trend i løpet av perioden, noe som kan tyde på en konvergering mot bransjesnittet. Med andre ord fremstår NRS som en mer risikofylt investering enn en investering i bransjesnittet, noe som er ganske naturlig basert på størrelsen til NRS.

9.1.1.4 Oppsummering strategisk fordel

Som det har blitt illustrert i de tre delkapitlene ovenfor har man forskjellige kilder til den strategiske fordelen. Den største kilden til den strategiske fordelen er den eksterne bransjefordelen. I tillegg har NRS en ganske stor intern ressursfordel i årene 2013, 2015 og 2016. I tillegg så vi at NRS har en fallende egenkapitalkravulempe over perioden.

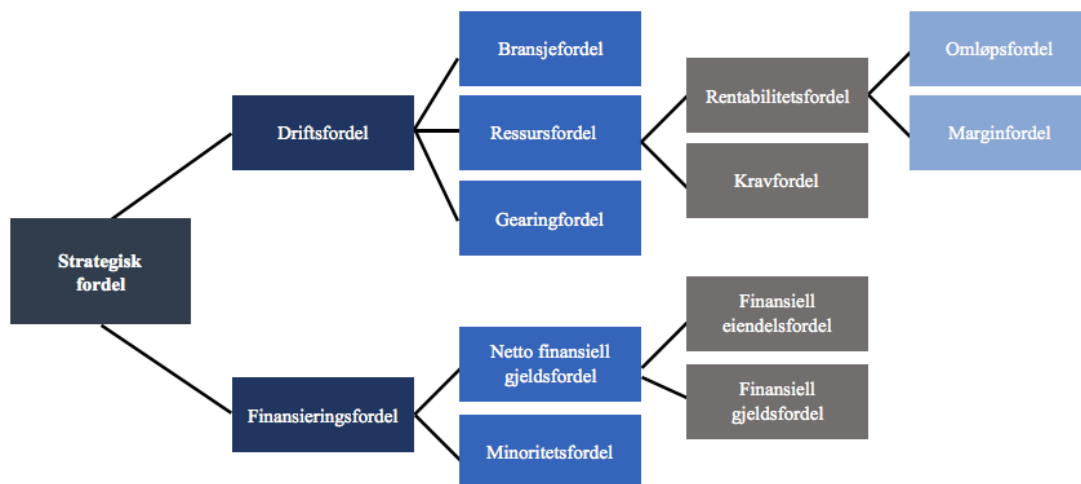
Videre stemmer den strategiske fordelen godt overens med vår strategiske analyse fra kapittel 5, der vi kom frem til at bedriften kunne ha et midlertidig konkurransefortrinn. I tillegg har bransjen en rekke etableringsbarrierer som gjør det vanskelig for nye aktører i markedet. Dermed opplever bransjen en rentabilitet som ligger ganske høyt over kravene i år med gode laksepriser. Selv om det virker som om NRS har en midlertidig strategisk fordel, anser vi ikke fordelen å være vedvarende. I de etterfølgende delkapitlene vil vi gjennomføre en grundigere analyse av den strategiske fordelen. I tabell 9.6 har vi presentert en oppsummering av den strategiske fordelen.

Strategisk fordel	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet gjennomsnitt
Ekstern bransjefordel	-0,031	0,128	0,163	0,087	0,263	0,142
Intern ressursfordel	-0,031	0,161	-0,001	0,090	0,189	0,095
Egenkapitalkrav fordel	-0,022	-0,020	-0,018	-0,015	-0,007	-0,015
Strategisk fordel	-0,084	0,269	0,144	0,162	0,445	0,222

Tabell 9. 6. Oppsummering strategisk fordel NRS i perioden 2012-2016

9.2 Rammeverk strategisk fordel

I delkapitlene ovenfor kom vi frem til at NRS har en strategisk fordel i samtlige år i analyseperioden, bortsett fra i år 2012. Ovenfor valgte vi også å dekomponere den strategiske fordelen basert på fordeler knyttet til egenkapitalkravet og egenkapitalrentabiliteten. I tillegg til analysen i forrige delkapittel har vi valgt å utarbeide en mer detaljert dekomponeringsmetode som dekomponerer den strategiske fordelen i en finansieringsfordel og en driftsfordel.



Figur 9. 1. Rammeverk for dekomponeringsanalyse av strategisk fordel [Knivsflå 11, 2017]

Som man kan se i figuren ovenfor kan finansieringsfordelen og driftsfordelen dekomponeres videre i en rekke forskjellige fordeler. Dekomponeringen vil gi en bedre innsikt i de ulike kildene til den strategiske fordelen. En slik dekomponering vil være relevant for en investororientert analyse, da man skiller mellom verdiskapningen i drift og verdiskapningen knyttet til den finansielle delen av virksomheten.

Som vi nevnte i kapittel 8 kan noen av kravene fremstå som kunstig lave. Dette skyldes blant annet den gode syntetiske ratingen vi utarbeidet i kapittel 7. Dermed vil enkelte fordeler i lønnsomhetsanalysen bli overvurdert da kravene er undervurdert. Basert på dette har vi valgt å legge lite vekt på lønnsomhetsanalysen i den videre verdivurderingen av selskapet.

9.3 Driftsfordel

Driftsfordelen er den største kilden til strategisk fordel, da det er vanskelig å oppnå en stor finansfordel i et velfungerende finansmarked. Dette stemmer godt overens med et investororientert perspektiv der man har hovedfokus på driftsaktiviteten i virksomheten.

Driftsfordelen kan utledes med følgende formel:

Formel 9-5

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

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

Driftsfordelen består av en ren driftsfordel og en gearingfordel. I de neste delkapitlene vil vi dekomponere den rene driftsfordelen, gearingeffekten kommer vi først tilbake til i delkapittel 9.3.2

Før vi går i gang med dekomponering av driftsfordelen, er det enkelte forhold det er viktig å belyse for å kunne få en bedre forståelse av de forskjellige forholdstallene.

Som tidligere nevnt ble NRS opprettet som et slags- og markedsførings samarbeid mellom en rekke oppdrettsaktører i Norge. Den største andelen av solgt laks kommer fra tilknyttede selskaper eller samarbeidspartnere. I 2016 solgte NRS 66 800 tonn laks hvorav 40 000 tonn kom fra selskaper utenfor konsernet [NRS, 2016]. I de andre selskapene står oppdrett for en større andel av virksomheten til bedriften. I tillegg skiller f.eks. Lerøy seg fra bransjesnittet ved at de tilbyr et mye bredere utvalg av ferdig fôredlet fiskemat, og Marine Harvest skiller seg fra resten av bransjesnittet ved at de har egen fôrproduksjon innad i konsernet.

NRS vil på samme måte som de andre selskapene i bransjen bli sterkt påvirket av endringer i lakseprisen. I NRS står oppdrettsavdelingen for 40 % av omsetningen, mens salgsavdelingen står for 60%. Til sammenligning står oppdrettsavdelingen for mer enn 90% av netto driftseiendelene i balansen [NRS, 2016]. Dette har en ganske naturlig forklaring da oppdrettsavdelingen krever mye større investeringer i netto driftseiendeler. Avdelingene har også en kostnadssammensetning som skiller seg fra hverandre. I oppdrettsavdelingen vil de fleste kostnadene relatere seg til oppdrett av fisken. Dette vil være kostnader knyttet til fôr, medisiner, lønnskostnader osv. I Salgsavdelingen vil kostnadene i all hovedsak bestå av varekostnader knyttet til innkjøp av laksen, personalkostnader til traderne, kostnader knyttet til forretningslokalene, osv.

På bakgrunn av de store forskjellene mellom oppdretts- og salgsavdelingen, ville et naturlig utgangspunkt være å skille de to avdelingene fra hverandre og gjennomført to separate lønnsomhetsanalyser. Den tilgjengelige regnskapsinformasjonen inneholder ikke nok informasjon til å gjøre dette, og dermed må vi gjennomføre en samlet lønnsomhetsanalyse for

hele bedriften. De store forskjellene mellom selskapene i bransjesnittet vi gjøre den samlede lønnsomhetsanalysen misvisende, og dermed mindre relevant for utarbeidelsen av fremtidsregnskapet i kapittel 10. Selv om lønnsomhetsanalyse vil ha sine klare svakheter velger vi likevel å gjennomføre en lønnsomhetsanalyse etter Knivsfå sitt rammeverk.

9.3.1 Strategisk driftsfordel

Den strategiske driftsfordelen blir ofte omtalt som ren driftsfordel. En analyse av driftsfordelen blir ansett som ”strategisk” ettersom man gjennomfører en analyse som er relativ til en målestokk (avkastningskravet) [Knivsfå 11, 2017]. En analyse av driftsfordelen kan dermed sees i sammenheng med den strategiske analysen vi gjennomførte i kapittel 5.

Den strategiske driftsfordelen kan vises med følgende formel:

Formel 9-6

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

$$ndr = \text{netto driftsrentabilitet, } ndk = \text{netto driftskrav}$$

Den strategiske driftsfordelen består av netto driftskravet og netto driftsrentabiliteten. Netto driftskravet ble utarbeidet i delkapittel 8.5.1, mens netto driftsrentabiliteten kan utarbeides med følgende formel:

Formel 9-7

$$ndr = \frac{NDR}{NDE \cdot t - 1 + (\Delta NDE - NDR)/2}$$

$$ndr = \text{netto driftsrentabilitet, } NDR = \text{netto driftsresultat, } NDE = \text{netto driftseiendeler}$$

Den rene driftsfordelen finner man ved å subtrahere netto driftskravet fra netto driftsrentabiliteten. Vi har utarbeidet følgende tabell for den strategiske driftsfordelen:

Strategisk fordel drift	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet gjennomsnitt
Netto driftsrentabilitet	0,021	0,210	0,140	0,149	0,386	0,206
Netto driftskrav	0,067	0,050	0,049	0,048	0,048	0,051
Ren driftsfordel	-0,046	0,160	0,091	0,101	0,337	0,154

Tabell 9. 7. Strategisk driftsfordel NRS i perioden 2012-2016

Som man kan se i tabellen ovenfor har NRS en ren driftsfordel i alle år bortsett fra 2012. Som vi har nevnt flere ganger tidligere var 2012 et dårlig år for oppdrettsnæringen, hvilket førte til negativ strategisk driftsfordel. Videre ser vi at netto driftskravet har hatt en fallende trend. *Ndk* har stort fall fra 2012 til 2013, et fall som relateres til den forbedrede syntetiske ratingen. I tillegg er det verdt å merke seg den høye netto driftsrentabiliteten i 2016.

Den strategiske driftsfordelen kan dekomponeres på samme måte som den strategiske fordelten. Den strategiske driftsfordelen blir dermed dekomponert i en ekstern bransjefordel, en intern ressursfordel og en intern netto driftskravfordel. Dekomponeringen av den strategiske fordelten kan vises på følgende måte:

Formel 9-8

$$SFD = (ndr_b - ndk_b) + (ndr - ndr_b) + (ndk_b - ndk)$$

$SFD =$ strategisk driftsfordel, $ndr =$ netto driftsrentabilitet,

$ndk =$ netto driftskrav, $b =$ bransje

I de neste delkapitlene vil vi utarbeide bransjefordelen, ressursfordelen, og fordelten eller ulempen knyttet til netto driftskrav.

9.3.1.1 Bransjefordel drift

Bransjefordelen er en ekstern superrentabilitet som knytter seg til den strategiske driftsfordelen i bransjen. Superrentabilitet oppstår dersom netto driftsrentabiliteten i bransjen er høyere enn netto driftskravet som stilles til bransjen [Knivsflå 10, 2017]. Bransjefordelen kan dermed uttrykkes på denne måten: $(ndr_b - ndk_b)$

Bransjefordel	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet gjennomsnitt
Netto driftsrentabilitet i bransjen	0,030	0,145	0,157	0,103	0,228	0,145
Netto driftskrav i bransjen	0,049	0,040	0,039	0,039	0,038	0,040
Bransjefordel drift	-0,019	0,104	0,118	0,064	0,190	0,105

Tabell 9. 8. Bransjefordel drift i perioden 2012-2016

I tabell 9.8 ser vi at bransjen har en positiv driftsfordel i alle år bortsett fra i 2012.

Bransjefordelen skyldes en høy netto driftsrentabilitet, men det er også verdt å merke seg det kunstig lave netto driftskravet, hvilket fører til en ekstra høy bransjefordel. Ndk ble diskutert i delkapittel 8.6. I år med god laksepris opplever bransjen en rentabilitet som ligger godt over kravet. Dette stemmer godt overens med det vi kom frem til i den strategiske analysen i kapittel 5. Her kom vi frem til at konsesjonssystemet og sykliske svingninger i lakseproduksjonen fører til en begrenset konkurranse i laksetilbudsmarkedet.

9.3.1.2 Kravfordel

Netto driftskravet ble utarbeidet i delkapittel 8.5.1. Netto driftskravet består av egenkapitalkrav, minoritetskrav og netto finansielt gjeldskrav. Fordelen/ulempen i netto driftskravet blir utarbeidet av følgende formel $(ndk_b - ndk)$. Fordelen eller ulempen oppstår

dersom det er forskjeller mellom kravene som stilles til NRS og kravene som stilles til bransjen.

Kravfordel drift	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet gjennomsnitt
Netto driftskrav i bransjen	0,049	0,040	0,039	0,039	0,038	0,040
Netto driftskrav	0,067	0,050	0,049	0,048	0,048	0,051
Kravfordel drift	-0,018	-0,010	-0,010	-0,010	-0,011	-0,011

Tabell 9. 9. Kravfordel netto driftskrav i perioden 2012-2016

Som man kan se i tabellen ovenfor har NRS en kravulempe over hele analyseperioden. Ulempen er spesielt stor i 2012 som skyldes at NRS har en svakere rating enn bransjegjennomsnittet dette året. Den resterende kravulempen skyldes at NRS har et høyere egenkapitalkrav. Ulempen ble nærmere forklart i delkapittel 9.1.1.3. For selskaper som driver i samme bransje med en tilnærmet lik drift, bør driftskravet være tilnærmet likt [Knivsfå 9 2017]. Differansene i virksomhetsstrukturen innad i bransjen gjør det derimot mulig å forsvare en liten differanse i netto driftskravet.

9.3.1.3 Ressursfordel

Den interne ressursfordelen kan uttrykkes på følgende måte: $(ndr - ndr_b)$. NRS har en ressursfordel dersom deres netto driftsrentabilitet er større enn netto driftsrentabiliteten i bransjen. Ressursfordelen oppstår dersom selskapet klarer å identifisere og utnytte potensielle konkurransefortrinn knyttet til selskapets ressurser. Dette kan f.eks. være en mer effektiv for-sammensetning eller en raskere foredlingsprosess. Dersom selskapet har en intern ressursfordel, kan denne være varig eller midlertidig avhengig av om fordelene er sjelden, imiterbar, verdifull og/eller effektivt organisert. Dette ble nærmere forklart under VRIO-analysen i kapittel 5.3

Rentabilitetsfordel drift	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet gjennomsnitt
Netto driftsrentabilitet	0,021	0,210	0,140	0,149	0,386	0,206
Netto driftsrentabilitet i bransjen	0,030	0,145	0,157	0,103	0,228	0,145
Rentabilitetsfordel drift	-0,009	0,065	-0,017	0,046	0,158	0,060

Tabell 9. 10. Rentabilitetsfordel drift i perioden 2012-2016

Som man kan se har NRS en ressursfordel i årene 2013, 2015 og 2016. I 2012 og 2014 har derimot selskapet en liten ressursulempe. Det tidsvektede gjennomsnittet tilsier at NRS har en historisk ressursfordel på hele 6% i analyseperioden. Det tidsvektede snittet blir dratt opp av den høye rentabilitetsfordelen i 2016. Som vi har nevnt tidligere kan det diskuteres om det

tidsvektede snittet representerer et godt gjennomsnitt, med en så høy rentabilitet i 2016. Funnene i rentabilitetsanalysen kan kobles opp mot VRIO-analysen i kapittel 5.3, der vi mener at NRS kan inneha en midlertidig konkurransefordel.

Netto driftsrentabiliteten består av to komponenter, omløpshastighet på driftseiendelene (*onde*) og netto driftsmargin (*ndm*) [Knivsflå 10, 2017]. Dermed kan netto driftsrentabiliteten utledes på følgende måte:

Formel 9-9

$$ndr = ndm * onde$$

ndr = netto driftsrentabilitet, ndm = netto driftsmargin,

onde = omløpshastighet netto driftseiendeler

Denne sammenhengen gjør at ressursfordelen kan dekomponeres videre i en omløps- og marginfordel. Dekomponeringen av ressursfordelen kan gjøres på følgende måte:

Formel 9-10-1

$$ndr - ndr_b = (ndm - ndm_b) * onde + (onde - onde_b) * ndm_b$$

ndr = netto driftsrentabilitet, ndm = netto driftsmargin,

onde = omløpshastighet netto driftseiendeler, b = bransje

Dekomponeringen gjør at man får en dypere forståelse av ressursfordelen i bedriften, men metoden har også møtt en del kritikk fordi den ikke er entydig. Formelen kan også utledes på følgende måte:

Formel 9-10-2

$$ndr - ndr_b = (ndm - ndm_b) * onde_b + (onde - onde_b) * ndm$$

ndr = netto driftsrentabilitet, ndm = netto driftsmargin,

onde = omløpshastighet netto driftseiendeler = bransje

Som vi ser kan dekomponeringen gi forskjellige verdier avhengig av hvilken formel man benytter. Vi følger Knivsflå sitt rammeverk og velger dermed å dekomponere omløps- og marginfordelen etter formel 9-10-1.

9.3.1.3.1 Omløpsfordel

Omløpsfordelen sier noe om forholdet mellom driftsinntekter og investerte kroner. Dersom en bedrift har en omløpsfordel, har bedriften en evne til å generere høyere driftsinntekter per investerte krone enn det bransjen klarer å generere. En omløpsfordel kan f.eks. oppstå ved

oppkjøp av konsesjoner til en billig penge. Dersom selskapet får kjøpt konsesjoner til underpris vil selskapet generere en lik driftsinntekt som andre, men med færre kroner investert i netto driftseiendeler (med en forutsetning om lik *ndm*). Omløpsfordelen finner man ved hjelp av følgende formel:

Formel 9-11

$$\text{Omløpsfordel} = (\text{onde} - \text{ondeb}) * \text{ndmb}$$

onde = omløpshastighet netto driftseiendeler, *ndm* = netto driftsmargin

For å finne NRS sin omløpsfordel må vi dermed regne ut bransjens og NRS sin omløpshastighet på netto driftseiendelene, i tillegg til netto driftsmarginene i bransjen. Netto driftsmarginen utarbeider vi i delkapittel 9.3.1.3.2, mens omløpshastigheten til netto driftseiendelene (*onde*) kan regnes ut på følgende måte:

Formel 9-12

$$\text{onde} = \frac{DI}{NDE\ t - 1 + (\Delta NDE - NDR)/2}$$

Onde = omløpshastighet netto driftseiendeler, *DI* = driftsinntekter,

NDE = netto driftseiendeler, *NDR* = netto driftsresultat

Ut fra formel 9-12 har vi utarbeidet følgende omløpsfordel i analyseperioden:

Omløpsfordel	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet gjennomsnitt
Omløpshastighet NRS	1,518	2,346	1,975	2,205	2,781	2,252
Omløpshastighet bransje	0,957	1,193	1,304	1,261	1,556	1,302
Uvektet omløpsfordel	0,561	1,153	0,671	0,944	1,225	0,950
Netto driftsmargin i bransjen	0,030	0,123	0,122	0,082	0,147	0,108
Vektet omløpsfordel	0,017	0,142	0,082	0,077	0,181	0,109

Tabell 9. 11. Omløpsfordel NRS i perioden 2012-2016

Som man kan se i tabell 9.11, har NRS en stor tidsvektet omløpsfordel. I analyseperioden har omløpsfordelen hatt en varierende trend med et bunnivå i 2012, mens man i 2016 hadde en vektet omløpsfordel på hele 0,181. I den historiske analyseperioden har NRS et tidsvektet snitt på 0,109. Som tidligere nevnt gjør forskjellene i selskapsstrukturen at det oppstår noen naturlige forskjeller i lønnsomhetsanalysen. Omløpshastigheten blir beregnet ved å dividere driftsinntektene på netto driftseiendelene. I NRS kommer 60 % av driftsinntektene fra salgsavdelingen i selskapet. Salgsavdelingen er ikke like avhengig av investeringer i netto driftseiendelene, og dermed vil NRS få en høyere omløpshastighet på netto driftseiendelene enn bransjen.

Omløpshastigheten kan dekomponeres videre i en pris- og effektivitetsfordel. Dette kan gjøres på følgende måte:

Formel 9-13

$$\text{Omløpsfordel} = \frac{DI}{\text{Enheter}} * \frac{\text{Enheter}}{NDE_t - 1 + (\Delta NDE - NDR)/2}$$

DI = driftsinntekter, NDE = netto driftseiendeler, NDR = netto driftsresultat

I de to neste delkapitlene vil vi dekomponere omløpsfordelen i en pris- og effektivitetsfordel.

9.3.1.3.1 Prisfordel

En prisfordel oppstår dersom selskapet oppnår en høyere salgsinntekt per enhet enn det bransjen gjør. Prisfordelen uttrykkes på følgende måte:

Formel 9-14

$$\text{Prisfordel} = \frac{DI}{\text{enheter}}$$

DI = driftsinntekter

En prisforskjell kan oppstå på grunn av kvalitetsforskjeller i produktene, markedsføring, gode avtaler, eller andre lignende tiltak. Oppdrettslaksen er et standardisert produkt som selges i et åpent marked der tilbudet og etterspørselen styrer prisen på produktet. Det er svært lite/ingenting som skiller kvaliteten på produktene, så en prisforskjell vil kun oppstå på grunn av langsiktige fastprisavtaler eller andre lignende forhold. Nedenfor vil vi presentere prisfordelen for hele virksomheten i tabell 9.12 og prisfordelen i oppdrettsavdelingen i tabell 9.13.

Prisfordel - Hele virksomheten	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet gjennomsnitt
Pris NRS	22,13	29,81	31,91	32,80	45,12	34,23
Pris bransje	43,66	58,05	62,96	67,99	91,05	68,79
Prisfordel	-21,54	-28,23	-31,05	-35,19	-45,93	-34,57

Tabell 9. 12. Prisfordel - hele virksomheten i perioden 2012-2016

I tabell 9.12 ser vi at NRS har en stor prisulempe over hele analyseperioden. Om man ser på hele virksomheten under ett, ser det ut til at NRS mottar en pris per kilo laks som er omlag halvparten av prisen i bransjen. På grunn av forskjeller i selskapsstrukturen vil det være mer relevant å analysere NRS sin prisfordel i oppdrettsavdelingen. Vi forutsetter at oppdrettsavdelingen står for 40% av driftsinntektene over hele analyseperioden.

Prisfordel - Oppdrettsavdelingen	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet gjennomsnitt
Pris NRS	32,97	41,34	46,52	46,02	63,01	48,46
Pris bransje	44,24	58,77	63,71	68,74	92,14	69,61
Prisfordel	-11,27	-17,43	-17,20	-22,72	-29,13	-21,15

Tabell 9. 13. Prisfordel - oppdrettsavdeling i perioden 2012-2016

I tabell 9.13 ser man at prisulempen reduseres dersom man kun analyserer oppdrettsavdelingen i virksomheten. Prisen i bransjen finner vi ved å dividere salgsinntektene på den egenproduserte laksen i virksomheten. Vi ser at prisen i tabellene er forskjellig fra den reelle lakseprisen vi viste i delkapittel 2.4.3. Differansen skyldes flere årsaker, men oppstår i hovedsak på grunn av at oppdrettsselskapene opparbeider seg driftsinntekter i andre virksomhetsområder enn lakseoppdrett. Dette kan f.eks. være oppdrett av annen fisk, foredling av fisk, salg av fôr osv. Dermed vil forskjellene i selskapsstruktur gjøre at analysen av prisfordelen er svært lite relevant for videre verdivurdering av NRS.

9.3.1.3.1.2 Effektivitet

En effektivitetsfordel oppstår dersom en bedrift klarer å produsere flere enheter per investerte krone enn det bransjen klarer [Knivsflå 10, 2017]. Effektivitetsfordelen kan uttrykkes på følgende måte:

Formel 9-15

$$\text{Effektivitetsfordel} = \frac{\text{Enheter}}{NDE_t - 1 + (\Delta NDE - NDR)/2}$$

NDE = netto driftseiendeler, NDR = netto driftsresultat

Som vi kan se ovenfor er effektiviteten avhengig av de gjennomsnittlige netto driftseiendelene og antall enheter, i vårt tilfelle antall tonn oppdrettslaks. En effektivitetsfordel i oppdrettsbransjen kan oppstå på bakgrunn av bedre produksjonsteknikker, bedre geografisk plassering, forskjeller i selskapsstrukturen osv. Nedenfor presenterer vi effektivitetsfordelen i NRS sin samlede virksomhet.

Effektivitetsfordel - hele virksomheten	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet gjennomsnitt
Effektivitet NRS	0,069	0,079	0,062	0,067	0,062	0,067
Effektivitet bransje	0,023	0,022	0,022	0,020	0,019	0,021
Effektivitetsfordel	0,045	0,056	0,040	0,047	0,043	0,046

Tabell 9. 14. Effektivitetsfordel - hele virksomheten i perioden 2012-2016

Som man kan se i tabell 9.14, har NRS en stor effektivitetsfordel i hele analyseperioden. Effektivitetsfordelen skyldes de store forskjellene i selskapsstrukturen som vi har belyst tidligere. På samme måte som ved prisfordelen vil en analyse av effektivitetsfordelen i

oppdrettsavdelingen gi bedre innsikt den reelle effektivitetsfordelen i selskapet. Vi har lagt til grunn forutsetninger om at 90% av netto driftseiendelene stammer fra oppdrettsvirksomheten i bedriften.

Effektivitetsfordel - Oppdrettsavdelingen	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet gjennomsnitt
Effektivitet NRS	0,041	0,051	0,038	0,043	0,040	0,042
Effektivitet bransje	0,022	0,021	0,021	0,019	0,017	0,020
Effektivitetsfordel	0,020	0,030	0,017	0,024	0,022	0,023

Tabell 9. 15. Effektivitetsfordel oppdrettsavdelingen i perioden 2012-2016

I tabell 9.15 ser vi at effektivitetsfordelen går ned dersom vi velger å kun se på oppdrettsvirksomheten i selskapet. Likevel ser vi at effektivitetsfordelen ligger over dobbelt så høyt som bransjen i det tidsvektede snittet. Ifølge tabell 9.15 produserer NRS 40 kg fisk per tusen kroner investert i 2016, mens bransjen kun produserer 17 kg. Den store forskjellen skyldes de store forskjellene i selskapsstrukturen, og dermed vil tallene ovenfor gi et dårlig bilde av de faktiske økonomiske forholdene. Dermed vil vi ikke vektlegge disse tallene i vår videre verdsettelse av NRS.

9.3.1.3.2 Marginfordel

En marginfordel kan oppstå dersom selskapet har en lavere driftskostnad per omsatt krone enn det bransjen har, forutsatt lik *onde*. En marginfordel kan oppstå av flere ulike årsaker f.eks. på grunn av plassering i lavkostland eller integrering av en fôrprodusent [Knivsflå 10, 2017]. Marginfordelen finner man på følgende måte:

Formel 9-16

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

ndm = netto driftsmargin, *onde* = omløpshastighet netto driftseiendeler, *b* = bransje

For å finne marginfordelen til både NRS og bransjen må vi regne ut omløpshastigheten til NRS og netto driftsmarginen til NRS og bransjen. Omløpshastigheten til netto driftseiendelene ble utledet i delkapittel 9.3.1.3.1, mens netto driftsmarginen kan regnes ut på følgende måte:

Formel 9-17

$$\text{ndm} = \frac{\text{NDR}}{\text{DI}}$$

NDR = netto driftsresultat, *DI* = driftsinntekter

I tabell 9.16 har vi utledet NRS sin marginfordel.

Marginfordel	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet gjennomsnitt
Netto driftsmargin NRS	0,014	0,089	0,071	0,068	0,139	0,084
Netto driftsmargin bransje	0,030	0,123	0,122	0,082	0,147	0,108
Uvektet marginfordel	-0,016	-0,034	-0,051	-0,014	-0,009	-0,023
Omløpsfordel NRS	1,518	2,346	1,975	2,205	2,781	2,252
Vektet marginfordel	-0,025	-0,079	-0,101	-0,031	-0,024	-0,050

Tabell 9. 16. Marginfordel NRS i perioden 2012-2016

Som man kan se i tabellen over har NRS en marginulempe over hele analyseperioden.

Ulempen er relativt stabil i årene 2012, 2015 og 2016, mens man har en forhøyet marginulempe i 2013 og 2014. Den uvektede marginulempen er på 2,3 %, mens det vektete snittet ligger på 5%. Vektingen skjer ved hjelp av omløpshastigheten til NRS, og som nevnt i forrige delkapittel vil omløpshastigheten være overvurdert. På samme måte som ved utarbeidelsen av omløpshastigheten inneholder utarbeidelsen av marginfordelen flere implisitte feil. Salgsavdelingen har en mye lavere marginfordel enn oppdrettsavdelingen, og dermed vil NRS få en naturlig marginulempe. For å få en bedre forståelse av forskjellene mellom kostnadsstrukturen i NRS og Bransjen har vi valgt å utlede et såkalt “Common-size” regnskap.

9.3.1.3.2.1 “Common size”

“Common size” - regnskapet brukes for å kartlegge differansene mellom NRS og bransjesnittets kostnadsstruktur. Man ønsker å se på utviklingen i de forskjellige kostnadene over analyseperioden. Analysen gjennomføres ved at alle postene i netto driftsresultatet uttrykkes som en prosentsats av driftsinntektene. Nedenfor presenterer vi tre forskjellige common size regnskap. Først presenterer vi tallene for NRS og bransjen, før den siste tabellen viser differansene i kostnadsstrukturen mellom bransjen og NRS.

"Common size" - NRS	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet snitt
Driftsinntekter	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100,00 %
Varekostnader	-88,31 %	-82,11 %	-83,67 %	-84,32 %	-76,48 %	-82,20 %
Lønn og pensjonskostnader	-4,11 %	-3,29 %	-4,02 %	-3,53 %	-3,68 %	-3,71 %
Andre driftskostnader	-4,10 %	-3,39 %	-3,25 %	-3,22 %	-2,74 %	-3,23 %
Avskrivninger	-1,75 %	-1,30 %	-1,59 %	-1,67 %	-1,45 %	-1,55 %
Driftsresultat egen virksomhet	1,74 %	9,92 %	7,46 %	7,26 %	15,65 %	9,32 %
Driftsrelatert skattekostnad	-0,33 %	-1,89 %	-1,42 %	-1,39 %	-2,99 %	-1,78 %
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	1,41 %	8,02 %	6,04 %	5,88 %	12,66 %	7,54 %
Netto driftsresultat fra tilknyttet virksomhet	-0,02 %	0,91 %	1,07 %	0,90 %	1,21 %	0,90 %
Netto driftsresultat	1,39 %	8,93 %	7,11 %	6,77 %	13,87 %	8,44 %

Tabell 9. 17. Common size til NRS i perioden 2012-2016

Som man kan se i tabellen ovenfor er det varekostnadene som er den klart største kostnadsdriveren i NRS sin virksomhet. Videre ser vi en fallende varekostnad i 2016, hvilket har en naturlig sammenheng med økningen i lakseprisen, som skaper en større netto driftsmargin. I tillegg ser vi en økende trend i NRS sitt driftsresultat over perioden.

"Common size" - Bransje	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet snitt
Driftsinntekter	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100,00 %
Varekostnader	-64,97 %	-55,54 %	-56,26 %	-59,55 %	-53,56 %	-57,32 %
Lønn og pensjonskostnader	-13,14 %	-11,58 %	-11,13 %	-11,54 %	-10,58 %	-11,40 %
Andre driftskostnader	-14,17 %	-13,17 %	-12,85 %	-14,20 %	-13,25 %	-13,51 %
Avskrivninger	-4,08 %	-3,54 %	-3,44 %	-3,92 %	-3,49 %	-3,67 %
Driftsresultat egen virksomhet	3,65 %	16,17 %	16,31 %	10,80 %	19,12 %	14,10 %
Driftsrelatert skattekostnad	-1,06 %	-4,65 %	-4,76 %	-3,12 %	-5,46 %	-4,06 %
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	2,59 %	11,52 %	11,55 %	7,68 %	13,66 %	10,04 %
Netto driftsresultat fra tilknyttet virksomhet	0,41 %	0,79 %	0,65 %	0,50 %	1,08 %	0,72 %
Netto driftsresultat	3,00 %	12,31 %	12,20 %	8,18 %	14,74 %	10,76 %

Tabell 9. 18. Common size til bransjen i perioden 2012-2016

I bransjens common size regnskap ser vi igjen at det er varekostnadene som er det største kostnadsdriveren. Likevel ser vi at varekostnadene er mye lavere i bransjen sammenlignet med NRS. I tillegg ser vi at de tre andre kostnadspostene (Lønn, andre driftskostnader og avskrivninger) er betydelig større hos bransjen i forhold til NRS. Bransjens netto driftsresultat ligger også noe høyere enn NRS sitt over hele perioden.

"Common size" - Differanse	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet snitt
Driftsinntekter	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100,00 %
Varekostnader	-23,34 %	-26,57 %	-27,41 %	-24,77 %	-22,93 %	-24,88 %
Lønn og pensjonskostnader	9,02 %	8,29 %	7,11 %	8,01 %	6,90 %	7,69 %
Andre driftskostnader	10,07 %	9,78 %	9,60 %	10,98 %	10,51 %	10,28 %
Avskrivninger	2,34 %	2,24 %	1,85 %	2,24 %	2,05 %	2,12 %
Driftsresultat egen virksomhet	-1,91 %	-6,26 %	-8,85 %	-3,54 %	-3,48 %	-4,79 %
Driftsrelatert skattekostnad	0,72 %	2,76 %	3,33 %	1,73 %	2,48 %	2,28 %
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	-1,18 %	-3,50 %	-5,52 %	-1,80 %	-1,00 %	-2,50 %
Netto driftsresultat tilknyttet virksomhet	-0,44 %	0,12 %	0,42 %	0,40 %	0,12 %	0,18 %
Uvektet netto driftsmargin	-1,62 %	-3,38 %	-5,10 %	-1,41 %	-0,88 %	-2,32 %
Vekting - onde NRS	1,518	2,346	1,975	2,205	2,781	2,252
Vektet netto driftsmargin	-2,46 %	-7,93 %	-10,07 %	-3,11 %	-2,44 %	-4,96 %

Tabell 9. 19. Common size - differanse i perioden 2012-2016

I tabell 9.19 belyser vi forskjellene i kostnadsstrukturen til NRS og bransjen. Oppsummert gjør salgsavdelingen at forholdet mellom driftsinntektene og netto driftseiendelene blir betydelig annerledes i NRS enn resten av bransjen. Dette fører videre til en naturlig differanse i kostnadsstrukturen der NRS har en mye høyere varekostnad enn bransjen, mens de andre driftskostnadene er lavere i NRS. I NRS sitt årsregnskap finner vi ikke detaljert informasjon om de to virksomhetsområdene, dermed kan vi ikke analysere forskjellene i kostnadsstrukturen i avdelingene.

9.3.2 Gearingfordel drift

I tillegg til den rene driftsfordelen består også driftsfordelen av en gearingfordel.

Gearingfordelen i driften oppstår som en følge av at man finansierer driften med andre midler enn egenkapital. Dermed vil det være naturlig å tro at gearingfordelen knytter seg til finansieringen av virksomheten. Slik er det derimot ikke. En bedrift oppnår en gearingfordel dersom bedriften har en strategisk driftsfordel [Knivsflå 11, 2017]. Dette kan illustreres med følgende formel:

Formel 9-18

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

ndr = netto driftsrentabilitet, ndk = netto driftskrav,

nfgg = netto finansiell gjeldsgrad, mig = minoritetsgrad

Dermed er man avhengig av en superrentabilitet i driften for å oppnå en gearingfordel.

Dersom driften ikke er lønnsom ($ndk > ndr$) vil selskapet få en forsterket negativ lønnsomhet gjennom gearingeffekten. For å kunne regne ut gearingfordelen må man dermed finne den netto finansielle gjeldsgraden og minoritetsgraden. Den rene driftsfordelen fant vi i delkapittel 9.3.1. Nedenfor vil vi dermed utlede *nfgg* og *mig*.

Formel 9-19

$$nfgg = \frac{NFG}{EK} = \frac{FG - FE}{EK}$$

nfgg = netto finansiell gjeldsgrad, NFG = netto finansiell gjeld, EK = egenkapital,

FG = finansiell gjeld, FE = finansielle eiendeler

Formel 9-20

$$mig = \frac{MI}{EK}$$

mig = minoritetsgrad, MI = minoritetsinteresser

Gearingeffekten er en meget omdiskutert effekt. I henhold til Miller-Modigliani skaper ikke gearingeffekten noe verdi for investorene. Verdien av å flytte en krone fra EK-finansiering til NFG-finansiering er lik null, dermed gir det ingen merverdi å endre gearingen i selskapet [Knivsflå 11, 2017].

En økt gearingeffekt fører til høyere driftsfordel så lenge $ndr > ndk$. I teorien kan man dermed tenke seg at det å “gire” opp NFG i virksomheten vil skape en større rentabilitet. I praksis vil

en kraftig gearing føre til at kreditorer vil kreve en høyere rente, og dermed vil *ndk* øke. En økt gearingfordel vil også øke konkurrisikoen for den aktuelle bedriften. Dermed mener Miller og Modigliani og en rekke andre økonomiske eksperter at gearingeffekten ikke skal påvirke verdien av selskapet. Nedenfor presenterer vi NRS sin gearingfordel.

Gearingfordel	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet gjennomsnitt
Netto driftsrentabilitet	0,021	0,210	0,140	0,149	0,386	0,206
Netto driftskrav	0,067	0,050	0,049	0,048	0,048	0,051
Strategisk driftsfordel	-0,046	0,160	0,091	0,101	0,337	0,154
Netto finansiell gjeldsgrad	0,907	0,854	0,732	0,649	0,330	0,641
Minoritetsgrad	0,064	0,071	0,072	0,077	0,040	0,063
Gearingfordel - drift	-0,045	0,148	0,073	0,073	0,125	0,084

Tabell 9. 20. Gearingfordel – drift til NRS i perioden 2012-2016

Som man kan se i tabellen har NRS en positiv gearingfordel i alle år bortsett fra 2012, da den rene driftsfordelen var negativ. Videre ser vi at den netto finansielle gjeldsgraden har sunket i løpet av analyseperioden. Om den strategiske driftsfordelen hadde vært konstant ville dette ført til en lavere gearingfordel. Vi ser også at den strategiske driftsfordelen har en økende trend, noe som gjør at gearingfordelen ikke får en fallende trend i løpet av analyseperioden.

9.3.3 Oppsummering driftsfordel

Etter å ha gjennomført en dekomponering av driftsfordelen vil vi presentere resultatene i en tabell for å illustrere sammenhengene mellom de ulike fordelene.

Oppsummering driftsfordel	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet snitt
Omløpsfordel	0,017	0,142	0,082	0,077	0,181	0,109
Marginfordel	-0,025	-0,079	-0,101	-0,031	-0,024	-0,050
Rentabilitetsfordel	-0,009	0,065	-0,017	0,046	0,158	0,060
Bransjefordel	-0,019	0,104	0,118	0,064	0,190	0,105
Netto driftskravfordel	-0,018	-0,010	-0,010	-0,010	-0,011	-0,011
Strategisk driftsfordel	-0,046	0,160	0,091	0,101	0,337	0,154
Gearingfordel - drift	-0,045	0,148	0,073	0,073	0,125	0,084
Driftsfordel	-0,091	0,308	0,164	0,174	0,462	0,238

Tabell 9. 21. Oppsummert driftsfordel NRS i perioden 2012-2016

Vi ser av tabellen at NRS har en tidsvektet strategisk driftsfordel på 15,4% og en gearingfordel på 8,4%. Vi ser at det er bransjefordelen som er størst, noe som stemmer godt med den strategiske analysen i kapittel 5. I tillegg konkluderte vi med at selskapet hadde en midlertidig ressursfordel, noe som gjenspeiler seg i rentabilitetsfordelen. Som tidligere nevnt kan den strategiske driftsfordelen være misvisende. Avkastningskravene fra kapittel 8 er trolig undervurdert, og forskjellene i virksomhetssammensetningen gjør at bransjegjennomsnittet er et dårlig sammenligningsgrunnlag.

9.4 Finansieringsfordel

Vi vil i det påfølgende kapittelet gjennomføre en strategisk finansieringsanalyse for å se om selskapet har en finansieringsfordel. Hovedkilden til den strategiske fordelene er driftsfordelen, men en finansieringsfordel kan være med på å øke den strategiske fordelene.

Finansieringsfordelen stammer fra en fordel knyttet til netto finansiell gjeld, eller minoritetsinteresser. Finansieringsfordelen anses ikke som strategisk, dermed er det ikke hensiktsmessig å splitte opp fordelene i bransje- og ressursfordel [Knivsflå 10, 2017].

Formelen for finansieringsfordel ser slik ut:

Formel 9-21

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

$nfgk$ = netto finansielt gjeldskrav, $nfggr$ = netto finansiell gjeldsrentabilitet,

$nfgg$ = netto finansiell gjeldsgrad, mik = minoritetskrav, mir = minoritetsinteressegrad

Som vi ser av formelen, vil selskapet kun ha en finansieringsfordel dersom minoritet- og/eller det netto finansielle gjeldskravet er høyere enn rentabiliteten til de to kapitalene. Vi må videre dekomponere netto finansiell gjeldsfordelen inn i finansiell gjeldsfordel og finansiell eiendelsfordel. Vi starter med å analysere den finansielle gjeldsfordelen.

9.4.1 Finansieringsfordel finansiell gjeld

Dersom det finansielle gjeldskravet er høyere enn gjeldsrentabiliteten, innehar selskapet en fordel. Selskapet vil ha en rimelig finansiering, og da er det fordelaktig at lånerenten er lavere enn gjeldskravet. Motsatt gjelder for långiver, da de oppnår en fordel dersom rentabiliteten er høyere enn kravet. Vi finner den finansielle gjeldsfordelen ved å multiplisere gjeldsgraden med differansen mellom finansielt gjeldskrav og finansiell gjeldsrentabilitet [Knivsflå 10, 2017]. Det finansielle gjeldskravet ble utarbeidet i delkapittel 8.2.1, så i dette delkapittelet vil vi utarbeide fgr og fgg . Formelen og resultatet av beregningen blir presentert nedenfor.

Formel 9-22

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

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

fgk = finansielt gjeldskrav, fgr = finansiell gjeldsrentabilitet, fgg = finansiell gjeldsgrad

NFK = netto finanskostnader, FG = finansiell gjeld, ΔFG = endring i finansiell gjeld gjennom året,

EK = egenkapital, NRE = netto resultat til EK, ΔEK = endring i egenkapitalen gjennom året

Finansieringsfordel finansiell gjeld NRS		2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
Finansielt gjeldskrav	<i>fgk</i>	0,055	0,019	0,018	0,016	0,016	0,022
Finansiell gjeldsrente	<i>fgr</i>	0,048	0,043	0,027	0,026	0,026	0,032
Finansiell gjeldsrentefordel	<i>fgk - fgr</i>	0,008	-0,024	-0,009	-0,010	-0,010	-0,010
Finansiell gjeldsgrad	<i>fgg</i>	0,933	0,920	0,817	0,819	0,468	0,752
Finansieringsfordel finansiell gjeld NRS	FFFG	0,007	-0,022	-0,007	-0,008	-0,005	-0,007

Tabell 9. 22. Finansieringsfordel til NRS i perioden 2012-2016

I tabellen fremkommer det at NRS innehar en liten tidsvektet finansieringsulempe på 0,7 prosent. NRS hadde en marginal finansieringsfordel i 2012, mens i resten av perioden har selskapet hatt en finansieringsulempe. I perioden har den tidsvektede gjeldsrenten vært på 3,2%, mens kravet har vært på 2,2%. Som vi ser har det finansielle gjeldskravet blitt redusert i analyseperioden, hvilket ble diskutert i kapittel 8.2.3.

9.4.1 Finansieringsfordel finansielle eiendeler

NRS vil ha en finansiell eiendelsfordel dersom rentabiliteten knyttet til de finansielle eiendelene er høyere enn eiendelskravet. Vi finner fordelene ved å multiplisere finansiell eiendelsgrad med differansen mellom finansiell eiendelsrentabilitet og finansielt eiendelskrav. Det finansielle eiendelskravet ble beregnet i 8.2.2, videre beregninger av finansiell eiendelsfordel og presentasjon av formelen gjøres under.

Formel 9-23

$$\text{Finansieringsfordel finansielle eiendeler} = (fer - fek) * feg$$

$$fer = \frac{NFI}{FE_{IB} + (\Delta FE - NFI)/2} \quad feg = \frac{FE_{IB} + (\Delta FE - NFI)/2}{EK_{IB} + (\Delta EK - NRE)/2}$$

fer = finansiell eiendelsrentabilitet, *fek* = finansielt eiendelskrav, *feg* = finansiell eiendelsgrad

NFI = netto finansinntekter, *FE* = finansielle eiendeler, ΔFE = endring i finansielle eiendeler gjennom året,

EK = egenkapital, *NRE* = netto resultat til EK, ΔEK = endring i egenkapitalen gjennom året

Finansieringsfordel finansielle eiendeler		2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
Finansiell eiendelsrentabilitet	<i>fer</i>	0,020	0,006	0,011	0,004	0,009	0,009
Finansielt eiendelskrav	<i>fek</i>	0,024	0,011	0,010	0,008	0,009	0,011
Finansiell eiendelsrentabilitetsfordel	<i>fer-fek</i>	-0,004	-0,004	0,001	-0,003	0,000	-0,002
Finansiell eiendelsgrad	<i>feg</i>	0,027	0,066	0,085	0,170	0,138	0,111
Finansieringsfordel finansielle eiendeler	FFFE	0,000	0,000	0,000	-0,001	0,000	0,000

Tabell 9. 23. Finansieringsfordel finansielle eiendeler for NRS i perioden 2012-2016

Hos NRS eksisterer det ingen finansieringsfordel knyttet til de finansielle eiendelene. Dersom vi ser nærmere på det tidsvektede snittet, har NRS en eiendelsrentabilitetsulempe på 0,02%, hvilket skyldes en liten differanse mellom kravet og rentabiliteten. Med NRS sin lave eiendelsgrad, fører dette til en ubetydelig lav finansieringsulempe på 0,0002 %. Det lave avkastningskravet og den lave rentabiliteten skyldes at NRS sine finansielle eiendeler i all hovedsak består av kontanter. Dette ble diskutert i delkapittel 8.2.2.

9.4.2 Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

Vi har nå beregnet finansieringsfordel knyttet til finansiell gjeld og finansielle eiendeler, og dermed har vi grunnlag til å beregne finansieringsfordelen knyttet til netto finansiell gjeld. Fordelen finner vi ved å multiplisere netto finansiell gjeldsgrad med differansen mellom netto finansielt gjeldskrav og netto finansiell gjeldsrentabilitet. NRS innehar en finansieringsfordel dersom nettokravet er høyere enn nettorentabiliteten [Knivsfå 9, 2017]. Beregningene og gjeldene formel blir presentert nedenfor.

Formel 9-24

$$\text{Finansieringsfordel netto finansiell gjeld} = (nfgk - nfg) * nfgg$$

$$nfg = \frac{NFK - NFI}{NFG_{IB} + (\Delta NFG - NFK + NFI)/2} \quad nfgg = \frac{NFG_{IB} + (\Delta NFG - NFK + NFI)/2}{EK_{IB} + (\Delta EK - NRE)/2}$$

$nfgk$ = netto finansielt gjeldskrav, nfg = netto finansiell gjeldsrentabilitet, $nfgg$ = netto finansiell gjeldsgrad

NFK = netto finanskostnader, NFI = netto finansinntekter, NFG = netto finansiell gjeld, ΔFG = endring i finansiell gjeld

gjennom året, EK = egenkapital, NRE = netto resultat til EK, ΔEK = endring i egenkapitalen gjennom året

Finansieringsfordel netto finansiell gjeld		2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
Netto finansielt gjeldskrav	$nfgk$	0,056	0,020	0,019	0,019	0,019	0,024
Netto finansiell gjeldsrente	nfg	0,048	0,045	0,029	0,032	0,033	0,036
Finansiell eiendelsrentabilitet	$nfgk - nfg$	0,008	-0,026	-0,010	-0,013	-0,014	-0,012
Netto finansiell gjeldsgrad	$nfgg$	0,907	0,854	0,732	0,649	0,330	0,641
Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	FFNFG	0,007	-0,022	-0,007	-0,009	-0,005	-0,007

Tabell 9. 24. Finansieringsfordel netto finansiell gjeld til NRS i perioden 2012-2016

I tabellen ser vi at netto finansiell gjeldsrente ligger over netto finansielt gjeldskrav i analyseperioden, dermed har NRS en finansieringsulempe i analyseperioden. Den vektete finansieringsulempen ligger på 0,007, hvilket tilsvarer finansieringsulempen i den finansielle gjelden. Vi anser ulempen på 0,007 som veldig marginal, og på grunn av usikkerhet rundt vurderingen av gjeldskravet kan vi anta at fordelene i realiteten går mot null.

9.4.3 Finansieringsfordel minoritetsinteresser

Finansieringsfordelen består også av en fordel knyttet til minoritetsinteressene. For investorene er det en fordel å ha minoritetseiere i selskapet dersom minoritetskravet er større enn rentabiliteten. I motsatt tilfelle kan minoriteten anses som en byrde dersom rentabiliteten er større enn kravet. En antakelse er at minoritetsfordelen vil være tilnærmet null. Majoriteten ville trolig "skvist" ut minoriteten av selskapet dersom minoritetsinteressene hadde skapt en ulempe for selskapet [Knivsfå 10, 2017]. Beregningene og formelen for utregning av finansieringsfordelen i minoritetsinteressene presenteres nedenfor:

Formel 9-25

$$\text{Finansieringsfordel minoritetsinteresser} = (\text{mik} - \text{mir}) * \text{mig}$$

$$\text{mir} = \frac{\text{NMR}}{\text{MI}_{1B} + (\Delta\text{MI} - \text{NMR})/2} \quad \text{mig} = \frac{\text{MI}_{1B} + (\Delta\text{MI} - \text{NMR})/2}{\text{EK}_{1B} + (\Delta\text{EK} - \text{NRE})/2}$$

mik = minoritetsinteressekrav, mir = minoritetsinteresserentabilitet, mig = minoritetsinteressegrad NMR = netto resultat

minoritet, MI = minoritetsinteresser, ΔMI = endring i minoritetsinteresser gjennom året,

EK = egenkapital, ΔEK = endring i egenkapital gjennom året, NRE = netto resultat til EK

Finansieringsfordel minoritet NRS		2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
Minoritetskrav	<i>mik</i>	0,090	0,088	0,084	0,080	0,072	0,081
Minoritetsrentabilitet	<i>mir</i>	0,092	0,326	0,265	0,123	0,375	0,247
Minoritetsrentabilitetsfordel	<i>mik-mir</i>	-0,001	-0,238	-0,181	-0,042	-0,303	-0,166
Minoritetsgrad	<i>mig</i>	0,064	0,071	0,072	0,077	0,040	0,063
Finansieringsfordel minoritetsinteresser	FFMI	0,000	-0,017	-0,013	-0,003	-0,012	-0,009

Tabell 9. 25. Finansieringsfordel minoritet til NRS i perioden 2012-2016

Som vi ser av tabellen har selskapet har hatt en liten finansieringsulempe knyttet til minoritetsinteressene i analyseperioden. NRS har en tidsvektet ulempe på 0,009 med den størst ulempen i 2013. Ettersom selskapet har en finansieringsulempe, ville det lønnet seg å redusere finansieringen fra minoriteter. På en annen side er minoritetsinteressene med på å dele risikoen, hvilket er positivt for selskapet.

9.4.4 Oppsummering finansieringsfordel

Vi har nå beregnet de nødvendige komponentene som behøves for å beregne NRS sin finansieringsfordel. Som vi ser av tabell 9.26 innehar NRS en tidsvektet finansieringsulempe på 1,7%. Som vi diskuterte tidligere i kapittelet antar vi at finansieringsulempen knyttet til netto finansiell gjeld i realiteten er tilnærmet lik null. Under forutsetningen om effektive markeder forventer vi en fremtidig finansieringsfordel på null.

Finansieringsfordel NRS		2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
Finansieringsfordel finansiell gjeld	<i>FFFG</i>	0,007	-0,022	-0,007	-0,008	-0,005	-0,007
Finansieringsfordel finansielle eiendeler	<i>FFFE</i>	0,000	0,000	0,000	-0,001	0,000	0,000
Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	FFNFG	0,007	-0,022	-0,007	-0,009	-0,005	-0,007
Finansieringsfordel minoritet	<i>FFMI</i>	0,000	-0,017	-0,013	-0,003	-0,012	-0,009
Finansieringsfordel	FF	0,007	-0,039	-0,020	-0,012	-0,017	-0,017

Tabell 9. 26. Finansieringsfordel til NRS i perioden 2012-2016

9.5 Oppsummering strategisk fordel

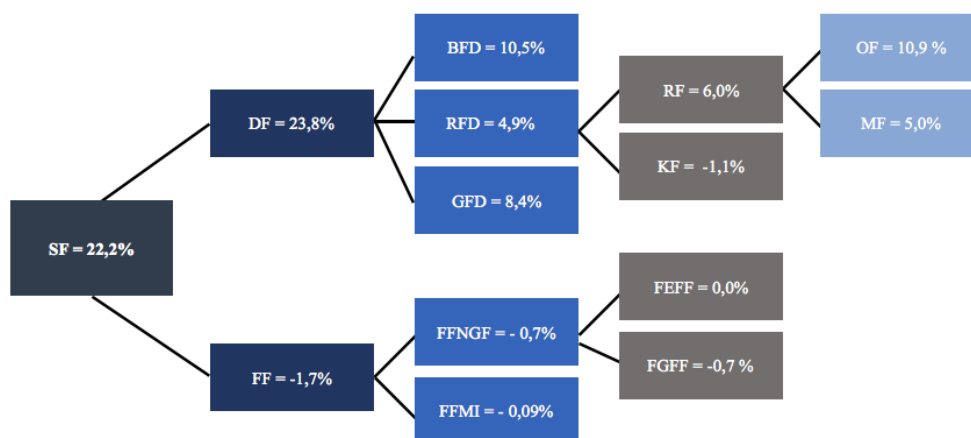
I delkapitlene ovenfor har vi gjennomført de analyser, utregninger og dekomponeringer som er nødvendige for å finne frem til kildene til den beregnede strategiske fordelen til NRS.

Oppsummeringen av den strategiske fordel har vi presentert i tabell 9.27.

Oppsummering Strategisk analyse	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet snitt
Omløpsfordel	0,017	0,142	0,082	0,077	0,181	0,109
Marginfordel	-0,025	-0,079	-0,101	-0,031	-0,024	-0,050
Rentabilitetsfordel	-0,009	0,065	-0,017	0,046	0,158	0,060
Bransjefordel	-0,019	0,104	0,118	0,064	0,190	0,105
Netto driftskravfordel	-0,018	-0,010	-0,010	-0,010	-0,011	-0,011
Strategisk driftsfordel	-0,046	0,160	0,091	0,101	0,337	0,154
Gearingfordel - drift	-0,045	0,148	0,073	0,073	0,125	0,084
Driftsfordel	-0,091	0,308	0,164	0,174	0,462	0,238
Finansieringsfordel finansiell gjeld	0,007	-0,022	-0,007	-0,008	-0,005	-0,007
Finansieringsfordel finansielle eiendeler	0,000	0,000	0,000	-0,001	0,000	0,000
Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	0,007	-0,022	-0,007	-0,009	-0,005	-0,007
Finansieringsfordel minoritet	0,000	-0,017	-0,013	-0,003	-0,012	-0,009
Finansieringsfordel	0,007	-0,039	-0,020	-0,012	-0,017	-0,017
Strategisk fordel	-0,084	0,269	0,144	0,162	0,445	0,222

Tabell 9. 27. Oppsummering strategisk fordel til NRS i perioden 2012-2016

I tabellen ser vi at driftsfordelen står for den største andelen av den strategiske fordel. NRS har en tidsvektet strategisk fordel på 22,2%, der 23,8 % stammer fra driften, mens finansieringen har en negativ påvirkning på 1,7%. I driftsfordelen er det bransjefordelen som har størst påvirkning, hvilket stemmer godt overens med den kvalitative analysen i kapittel 5. Som tidligere nevnt eksisterer det en risiko for at driftsfordelen er overvurdert, på grunn av undervurderte krav. Kravene ble nærmere drøftet i kapittel 8. De undervurderte kravene gjør at lønnsomhetsanalysen er misvisende. Likevel konkludere med at NRS innehar en strategisk fordel, men vi mener det er fare for at den er overvurdert.



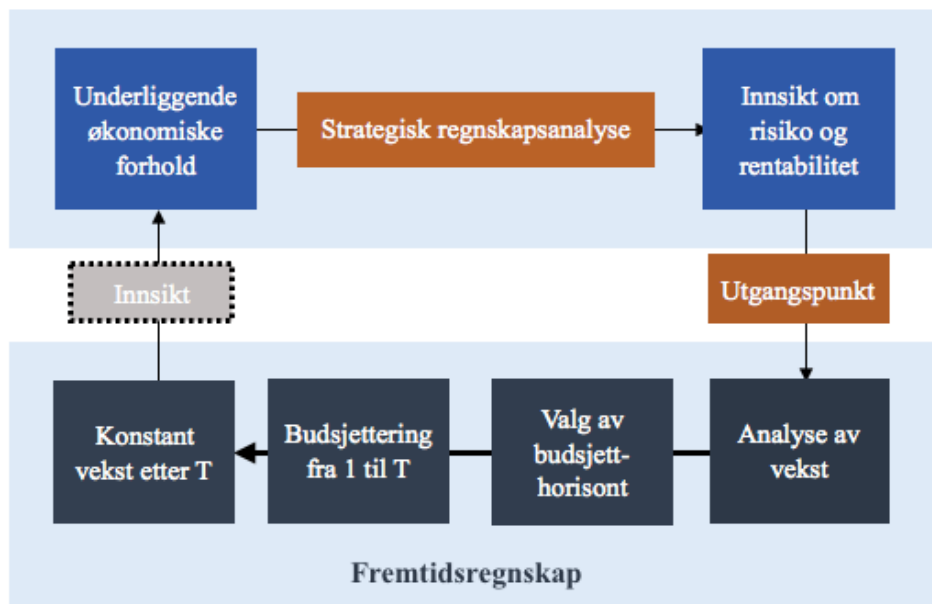
Figur 9. 2. Oppsummering strategisk fordel til NRS tidsvektet gjennomsnitt

10. Fremtidsregnskap

Vi er nå på det punktet i prosessen der vi skal utarbeide Norway Royal Salmon sitt fremtidsregnskap, hvilket innebærer å lage prognoser for fremtidig resultat, balanse, og kontantstrømmer. Utarbeidelsen tar utgangspunkt i den strategiske analysen gjennomført i kapittel 5 til 9. I gjennomføringen av den fundamentale verdsettelsen av selskapet er fremtidsregnskapet essensielt for å komme frem til et estimat på verdien av selskapet.

10.1 Rammeverk for fremtidsregnskap

Rammeverket for utarbeidelse av fremtidsregnskapet består av fire steg. Det første vi vil gjøre er å gjennomføre en vekstanalyse av driftsinntektsvekst og egenkapitalvekst i analyseperioden. Det neste steget vil være å gjøre forskjellige valg knyttet til utformingen av fremtidsregnskapet, blant annet hvor lang budsjetthorisonten i fremtidsregnskapet skal være [Knivsflå 13, 2017]. I delkapittel 10.4 vil vi gi en detaljert beskrivelse av de ulike budsjett drivere i regnskapet, mens delkapittel 10.5 vil gi en oppsummering og oppstilling av vårt utarbeidede fremtidsregnskap. Figur 10.1 illustrerer rammeverket for utarbeidelsen av fremtidsregnskapet.



Figur 10. 1. Rammeverk for fremtidsregnskap [Knivsflå 13, 2017]

10.2 Vekstanalyse

I utarbeidelsen av et fremtidsregnskap er det viktig å kartlegge den historiske veksten for å få en bedre innsikt i bedriftens historiske utvikling. Innsikten i de historiske dataene vil være en viktig informasjonskilde ved prediksjonen av et fremtidsregnskap. I de to neste delkapitlene vil vi dermed gi en innsikt i den historiske veksten i driftsinntekter og egenkapitalen.

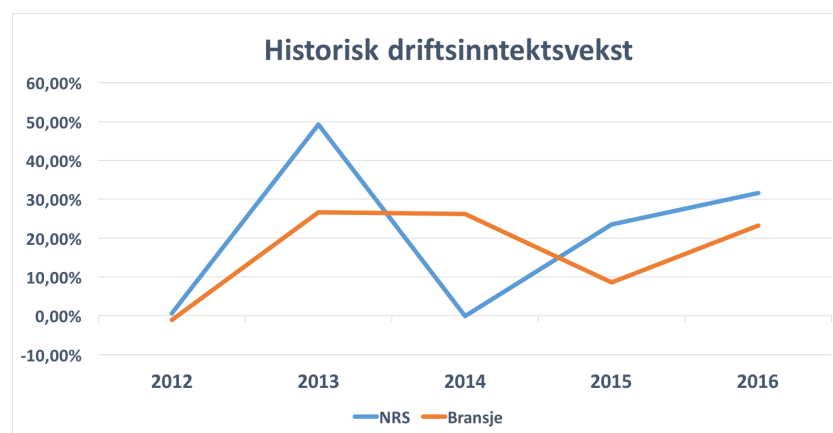
10.2.1 Historisk driftsinntektsvekst

Driftsinntektsveksten sier noe om hvordan omsetningen har utviklet seg over en gitt periode. Sammen med eventuelle kostnadskutt er veksten i driftsinntekter den viktigste kilden til en økning i driftsresultatet, hvilket gjør driftsinntektsveksten interessant å analysere. Videre avgjør driftsinntektsveksten omfanget av virksomheten, og dermed ansees driftsinntektsveksten som den viktigste budsjettdriveren i regnskapet. Et problem ved bruk av driftsinntektsveksten som kilde til vekst i resultatet, er at driftsinntektene kan være svært ustabile over en gitt periode [Knivsflå 13, 2017] [Penman, S.H, 2010]. Driftsinntektsveksten kan utformes på følgende måte:

$$\text{Formel 10-1} \\ \text{div}_t = \frac{DI_t - DI_{t-1}}{DI_{t-1}} = \frac{\Delta DI_t}{DI_{t-1}}$$

div = driftsinntektsvekst, DI = driftsinntekter, ΔDI = endring i driftsinntekter gjennom året

Nedenfor presenteres den historiske driftsinntektsveksten både figurativt og tabellarisk i henholdsvis figur 10.2 og tabell 10.1.



Figur 10. 2. Driftsinntektsvekst i perioden 2012-2016

Historisk driftsinntektsvekst	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet snitt
NRS	0,59 %	49,27 %	-0,15 %	23,49 %	31,58 %	21,99 %
Bransje	-1,05 %	26,69 %	26,21 %	8,52 %	23,28 %	17,64 %
Differanse	1,64 %	22,59 %	-26,36 %	14,97 %	8,30 %	4,35 %

Tabell 10. 1. Driftsinntektsvekst til NRS i perioden 2012-2016

Den viktigste enkeltfaktoren for driftsinntektsveksten er lakseprisen. En lav laksepris vil føre til en lav eller negativ påvirkning på driftsinntektsveksten. Dette kan forklare den lave driftsinntektsveksten i 2012. I de resterende årene ser vi en økning i driftsinntektene for både NRS og bransjegjennomsnittet, om man ser bort fra NRS i 2014. Som man kan se har driftsinntektsveksten vært svært varierende i analyseperioden. NRS sin driftsinntektsvekst har vært noe mer varierende, noe som trolig skyldes strukturen og størrelsen på selskapet. Likevel ser vi at NRS og bransjen har en relativt lav tidsvektet forskjell på 4,35 %.

Det er i tillegg verdt å nevne at NRS er det minste av de komparative selskapene. Det innebærer at investeringer som genererer nye driftsinntekter vil gi en prosentvis høyere driftsinntektsvekst i NRS, enn det ville gjort i ett av de andre selskapene i bransjesnittet. Dette er en av faktorene som kan forklare NRS sin jevnt høyere driftsinntektsvekst, sett bort fra 2014.

10.2.2 Egenkapitalvekst

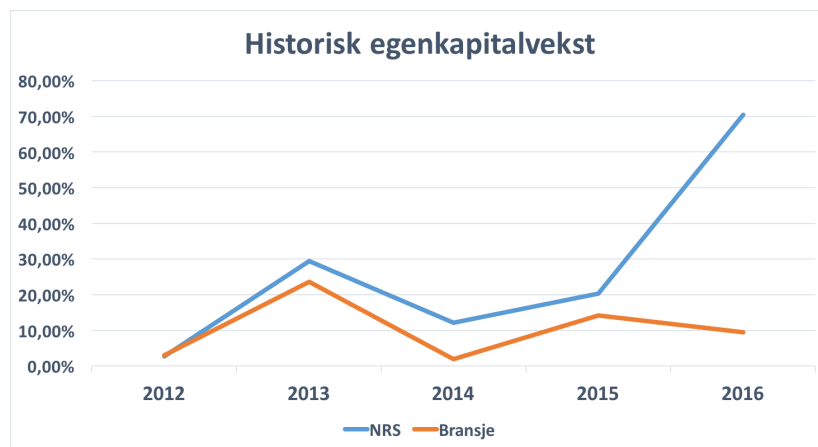
Egenkapitalveksten oppstår på grunn av to forhold, nettoresultatet til egenkapitalen eller på grunn av innskutt kapital til/fra eierne. For investorene er en analyse av historisk egenkapitalvekst ofte mer interessant enn en analyse av driftsinntektsveksten, da investorene ønsker å estimere potensielt utbytte i fremtiden [Knivsflå 13, 2017]. I egenkapitalveksten har vi valgt å skille mellom en fullstendig og en normalisert egenkapitalvekst. Vi vil først utlede den fullstendige egenkapitalveksten ved bruk av følgende formel:

Formel 10-2

$$\text{Fullstendig egenkapitalvekst} = \frac{(EK_t - EK_{t-1})}{EK_{t-1}} = \frac{\Delta EK}{EK_{t-1}}$$

EK = egenkapital, ΔEK = endring i egenkapital gjennom året

Nedenfor har vi valgt å utarbeide en visuell og tabellarisk fremstilling av den historiske egenkapitalveksten.



Figur 10. 3. Historisk og fremtidig egenkapitalvekst til NRS i perioden 2012-2030

Historisk egenkapitalvekst	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet snitt
NRS	2,75 %	29,38 %	12,06 %	20,27 %	70,39 %	31,59 %
Bransje	2,98 %	23,64 %	1,93 %	14,20 %	9,46 %	10,46 %
Differanse	-0,23 %	5,73 %	10,14 %	6,07 %	60,93 %	21,13 %

Tabell 10. 2. Historisk egenkapitalvekst til NRS i perioden 2012-2016

Som man kan se har også egenkapitalveksten vært veldig varierende i den historiske analyseperioden. NRS hadde et bunnår i 2012 med en egenkapitalvekst på 2,75 %, mens i 2016 har selskapet hatt en vekst på hele 70,79 %. Bransjen har hatt mindre variasjon, med et toppår i 2013. Årsaken til at 2016-tallene er markert med rødt skyldes at Marine Harvest har hatt en nedgang i egenkapitalen i 2016, hvilket bryter med resten av bransjen. Nedgangen skyldes en stor utbetaling av utbytte, en stor reversering av virkelig verdijustering, og den tidligere nevnte omregningsdifferansen som skyldes endring i presentasjonsvaluta. Ettersom Marine Harvest er det dominerende selskapet i bransjen, vil den positive endringen i egenkapitalveksten hos de andre selskapene bli “torpedert” av nedgangen i egenkapitalen hos Marine Harvest. På bakgrunn av dette oppstår det en stor differanse i egenkapitalveksten i 2016, med en tilhørende stor forskjell i det tidsvektede snittet.

Svakhetene med den fullstendige egenkapitalveksten er at man tar med seg alle resultatelementer knyttet til endringen i egenkapitalen. Ved utarbeidelsen av fremtidsregnskap ønsker man ikke å analysere de unormale postene, da disse ikke forventes å være gjentakende. Dermed ønsker man en normalisering av egenkapitalveksten for kun å få med de normale resultatelementenes påvirkning på egenkapitalen.

Formel 10-3

$$ekv = (1 - eku) * ekr$$

ekv = normalisert egenkapitalvekst, *eku* = egenkapitalutdeling,
(1-eku) = tilbakeholdenhetsgraden, *ekr* = egenkapitalrentabiliteten

Nedenfor har vi utarbeidet en tabellarisk oppstilling av den normaliserte egenkapitalveksten i NRS.

Normalisert egenkapitalvekst	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet snitt
Egenkapitalutdeling	9,038	0,233	0,611	0,360	0,247	1,445
Egenkapitalrentabilitet	-0,83 %	34,16 %	21,25 %	22,76 %	50,23 %	28,77 %
Normalisert egenkapitalvekst	6,65 %	26,20 %	8,27 %	14,56 %	37,82 %	20,46 %

Tabell 10. 3. Normalisert egenkapitalvekst til NRS i perioden 2012-2016

Som man kan se er det forskjeller mellom den normaliserte- og fullstendige egenkapitalveksten. Den normaliserte egenkapitalveksten er mindre varierende, og har en noe lavere vekst i perioden. Det tidsvektede snittet på 20,46% blir naturlig nok påvirket mye av den gode egenkapitalveksten i 2016. Videre er det verdt å merke seg det høye tallet knyttet til egenkapitalutdeling i 2012. Det høye tallet skyldes en emisjon og salg av egne aksjer på hele 43,4 millioner [NRS, 2012].

10.3 Valg knyttet til fremtidsregnskapet

Før vi utformer fremtidsregnskapet må vi sette noen rammer for utarbeidelsen. I de etterfølgende delkapitlene vil vi foreta valg knyttet til budsjettthorisont, detaljnivået og framskrivningsteknikk av fremtidsregnskapet.

10.3.1 Budsjettthorisont

Ved utarbeidelse av fremtidsregnskapet utfører man en framskrivning av de ulike budsjettdriverne i regnskapet. Forklaring av de ulike budsjettdriverne kommer vi tilbake til i delkapittel 10.4. Budsjettthorisonten defineres som det året da alle budsjettdriverne er konstante, bedre kjent som “steady state” [Knivsfå 14, 2017]. Når alle budsjettdriverne er konstante kan man gå fra en fullstendig til en enkel framskrivningsteknikk. To forhold er avgjørende for en bedrifts budsjettthorisont; kvaliteten på regnskapsføringen, og det tidspunktet der en konstant vekst er en rimelig tilnærming.

En budsjettthorisont kan være alt fra 0-24 år avhengig av forholdene som ble nevnt i forrige avsnitt. Ved utarbeidelsen av budsjettthorisonten må vi dermed analysere hvordan de to nevnte forholdene påvirker NRS.

Det første forholdet vi velger å analysere er kvaliteten på regnskapsføringen. Når man snakker om kvaliteten på regnskapsføringen mener man hvor godt regnskapet beskriver de

underliggende økonomiske forholdene. Hovedregelen er at desto mer verdibasert regnskapsføring, jo kortere tidshorisont trenger man for å fange verdiene i selskapet [Knivsflå 14, 2017]. NRS avlegger sitt regnskap etter den internasjonale regnskapsstandarden (IFRS). IFRS er ikke en absolutt verdibasert regnskapsmetode, men de fleste regnskapspostene vurderes etter en verdibasert metode. I tillegg er det verdt å nevne at NRS har et regnskap med høyt detaljnivå, men i regnskapet skulle det gjerne vært mulig å skille mellom inntekter og kostnader i de to avdelingene.

Det andre forholdet som må analyseres er hvilket tidspunkt det er rimelig å anta en konstant vekst. Som tidligere nevnt oppstår steady state når de ulike budsjettdriverne er konstante. Tidspunktet for når bedriften når steady state er avhengig av to faktorer; hvilken fase i livssyklusen selskapet befinner seg i, og hvilken type bransje selskapet opererer i. Oppdrettsbransjen har eksistert i Norge i flere tiår, og er på ingen måte en ny bransje. Oppdrettsbransjen er strengt regulert, noe som begrenser vekstpotensialet for bransjen. Likevel har man sett en enorm vekst de siste årene. Som nevnt i delkapittel 4.4 befinner oppdrettsbransjen seg i en høy/moderat vekstperiode. Det er ingen indikasjoner som tilsier at bransjen er inne i en steady state.

Man finner også en rekke andre forhold som taler for at det tar tid før selskapet når steady state. Først og fremst er laksenæringen en syklisk bransje. De investeringene man gjør i dag ser man ikke effekter av før om 2-3 år. Dermed har man ikke sett effekten av de grønne konsesjonene de fikk tildelt 2014. Bransjens sykliske svingninger gjør at man er avhengig av en lengre budsjettperiode ettersom man ønsker å få med en oppgangs og en nedgangssyklus i budsjettperioden. I tillegg til alt dette har oppdrettsbransjen store årlige investeringer knyttet til forskning og utvikling. Den norske stat gir også en rekke støttende tiltak, som f.eks. utviklingskonsesjoner som skal hjelpe oppdrettsnæringen i retning mot en bærekraftig utvikling. I de fleste tilfeller vil det ta flere år før man ser effektene av forskningen og utviklingskonsesjonene.

Oppsummert kan man si at den gode regnskapsrapporteringen antyder en kortere tidshorisont, mens oppdrettsbransjens eventyrlige vekst og potensielle vekstmuligheter tyder på at det tar tid før man når steady state. På bakgrunn av dette har vi valgt en lang tidshorisont. Vi har valgt en 12 års budsjettshorisont, som vil si at vi antar at NRS når steady state i 2028. Dette

året vil da omtales som år T (året man når steady state). I vår oppstilling vil vi også operere med tall for 2029 og 2030, som blir henholdsvis år T+1 og år T+2.

10.3.2 Detaljnivå

Detaljnivået i fremtidsregnskapet er avhengig av budsjettthorisonen. Dersom man velger en kort budsjettthorison er man avhengig av et mer detaljert regnskap enn ved en lengre budsjettthorison. Det vil si at man er avhengig av flere budsjett drivere i fremtidsregnskapet ved en kort budsjettthorison. På kort sikt vil det være mulig å utforme en rekke budsjett drivere, men på lengre sikt vil uvissheten føre til at det er bedre å fokusere på de viktigste budsjett driverne i regnskapet [Knivsflå 13, 2017]. Vi har valgt en lang budsjettperiode, og dermed har vi valgt å fokusere på de viktigste budsjett driverne i selskapet. Vi har valgt til sammen 9 budsjett drivere som blir presentert i delkapittel 10.4.

10.3.3 Framskrivningsteknikk

Valget av framskrivningsteknikk er det siste valget vi gjør før vi begynner å fremskrive de ulike budsjett driverne. Vi har valgt å dele regnskapet inn i kort-, mellomlang- og lang sikt. På kort- og mellomlang sikt er det de interne selskapsspesifikke forholdene, og de eksterne bransjeforholdene som avgjør veksten i selskapet. På lang sikt er veksten avhengig av makroøkonomiske forhold. Veksten på lang sikt kan ikke være større enn dagens inflasjon pluss veksten i realøkonomien [Knivsflå 13, 2017].

Det langsiktige-, mellomlange- og kortsiktige perspektivet vil skape såkalte budsjett punkter. Vi har valgt å sette det kortsiktige budsjett punktet til år 2018, det mellomlange til år 2022 og det langsiktige budsjett punktet til år 2028 (år T). Mellom budsjett punktene har vi valgt å benytte en lineær framskrivning. En modell basert på lineær framskrivning mellom de ulike budsjett punktene må ansees som en forenklet modell, da den faktiske veksten vil variere fra veksten vi utarbeider. Derfor vil en lineær framskrivningsmetode vise trenden, fremfor å vise den nøyaktige veksten i de forskjellige årene knyttet til de ulike budsjett driverne. I tillegg er det verdt å nevne at enkelte budsjett drivere vil ha avvikende budsjett punkter, og at framskrivningsteknikken kan avvike noe fra den lineære tilnærmingen.

Hvordan inntekts- og kostnadsstrømmene blir i fremtiden er høyst usikkert, og dermed vil vår utarbeidelse av fremtidsregnskapet bygge på den utviklingen vi anser som mest sannsynlig. I

kapittel 12 vil vi se nærmere på usikkerhetene i fremtidsregnskapet, ved bruk av en sensitivitets- og simuleringsanalyse.

10.4 Budsjett drivere i fremtidsregnskapet.

Som nevnt i delkapittel 10.3.2 har vi valgt å fremskrive 9 ulike budsjett drivere i fremtidsregnskapet. De ulike budsjett drivere vil bli estimert basert på det kortsiktige, mellomlange og lange tidsperspektivet som forklart over. Videre er det verdt å nevne at rentabiliteten i fremtidsregnskapet vil basere seg på inngående kapital da alle kontantstrømmer utarbeides 31.12 hvert år. I kapittel 9 utarbeidet vi en lønnsomhetsanalyse basert på gjennomsnittlige verdier, og dermed vil ikke fremtidsregnskapet være konsistent med utarbeidelsen av den historiske veksten.

Som vi har nevnt i tidligere kapitler er det flere faktorer som avgjør om de historiske dataene er over- eller undervurdert. I kapittel 8 har vi diskutert hvorvidt de historiske kravene er undervurdert, mens vi i kapittel 9 forklarte at lønnsomhetsanalysen er mindre relevant grunnet store forskjeller i selskapsstrukturen. I tillegg til dette var 2016 et unormalt godt år, noe som gjør at det er enkelt å overvurdere verdiene og rentabiliteten i selskapet.

Etter det fundamentale rammeverket skal fremtidsregnskapet basere seg på de historiske dataene. På grunn av problemene nevnt ovenfor er vi nødt til å legge flere forskjellige forutsetninger til grunn underveis i analysen, hvilket vil hjelpe oss med å utarbeide et regnskap som representerer et godt bilde av NRS sine framtidssikter.

10.4.1 Driftsinntektsvekst

Driftsinntektsveksten avgjør størrelsen på selskapet og skaper grunnlaget for fremtidsregnskapet. Som tidligere nevnt er driftsinntektsveksten også den største kilden til resultatvekst. Med andre ord er det svært viktig å predikere en god driftsinntektsvekst [Knivsflå 13, 2017]. Driftsinntektsveksten kan utarbeides på følgende måte:

Formel 10-4

$$DI_t = (1 + div_t) * DI_{t-1}$$

DI = driftsinntekter, div = driftsinntektsvekst

Både eksterne og interne forhold har påvirkning på NRS sine driftsinntekter. Videre vil vi belyse de mest aktuelle forholdene, og hvilken påvirkning disse har på driftsinntektsveksten på kort, mellomlang, og lang sikt.

Den viktigste faktoren knyttet til driftsinntektsveksten i oppdrettsbransjen er lakseprisen. Lakseprisen har vært svært varierende over analyseperioden. I 2012 hadde man en gjennomsnittlig laksepris på 26,95 kr, mens gjennomsnittsprisen i 2016 var på hele 63,13 kr. Dette tilsvarer en økning på hele 234 %. I perioden fra 2013-2015 har prisen ligget ganske konstant rundt 40 kr [Fish Pool, 2017a]. Den store veksten skjedde henholdsvis i perioden fra 2012 til 2013 og fra 2015 til 2016. Som tidligere nevnt styres lakseprisen av tilbudet og etterspørselen i markedet. Prisene har skutt i været grunnet et etterspørselsoverskudd. I tilbudsmarkedet har lokale og nasjonale sykdommer ført til at man ikke har klart å øke produksjonen i takt med den økte etterspørselen. I Norge har man sett lokale utbrudd av lakselus og ILA, mens andre land har hatt sykdomsutbrudd som har tatt ut store deler av landets produksjon av oppdrettslaks (Chile) [Dagbladet 2010].

Ettersom lakseprisen er den viktigste faktoren for oppdrettsbransjens inntjening, vil en analyse av fremtidig laksepris være svært relevant for utviklingen i driftsinntektene. Den fremtidige lakseprisen er umulig å utarbeide eksakt, men Fish Pool Index (FPI) har utarbeidet en predikasjon på fremtidig utvikling av lakseprisen frem til 2019. Ifølge FPI skal den gjennomsnittlige lakseprisen i 2017 ligge på 64,20 kr per kg, mens man i 2018 og 2019 forventer en pris per kg på henholdsvis 61,15 og 57,75 (per 02.06.2017) [Fish Pool, 2017b]. På lengre sikt forventer vi en fallende trend i lakseprisen grunnet en økning i tilbudssiden.

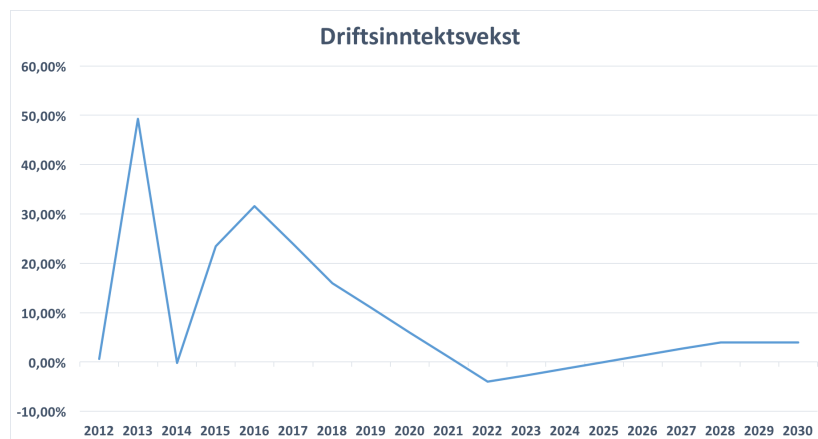
I tillegg til eksterne forhold som lakseprisen, er også driftsinntektsveksten svært avhengig av utviklingen i selskapsspesifikke forhold. Dersom man ser på den historiske driftsinntektsveksten til NRS, er denne høyere enn bransjen og dermed blir det relevant å diskutere om denne trenden kan opprettholdes. Som tidligere nevnt har NRS en femårs strategi om å bli et stort oppdrettsselskap. Dette kan man blant annet se igjennom en rekke oppkjøp og ervervelse av nye konsesjoner. NRS er også et relativt lite selskap om man ser markedsverdien opp mot selskaper som Marine Harvest eller Lerøy Seafood Group. For et mindre selskap vil store investeringer føre til en prosentvis høyere vekst enn en tilsvarende investering vil gjøre i større selskaper. På bakgrunn av dette antar vi at selskapet på kort og mellomlang sikt vil ha en høyere driftsinntektsvekst enn bransjen. Likevel antar vi at

driftsinntektsveksten vil være fallende i mellomlangt perspektiv grunnet en fremtidig reduksjon i lakseprisen. I tillegg er det verdt å nevne at man forventer en økning i produksjonen i NRS på kort- og mellomlang sikt. Økningen stammer fra de nylige oppkjøpene, og bedre utnyttelse av den estimerte produksjonskapasiteten ved å ta i bruk de grønne konsesjonene.

I NRS har den historiske driftsinntektsveksten hatt ett tidsvektet snitt på 21,99% i analyseperioden, noe som er 4,35 % høyere en bransjesnittet. Basert på all informasjonen har vi kommet frem til at vi forventer en driftsinntektsvekst på 16% på kort sikt. Den fallende trenden i lakseprisen veies opp av oppkjøpet på Island og i Nord Senja Laks AS, og den økte produksjonen knyttet til de grønne konsesjonene.

På mellomlang sikt antar vi en driftsinntektsvekst på -4%. Vi antar som sagt at lakseprisen reduseres, og den reduserte prisen skyldes trolig en økning av tilbudssiden grunnet teknologisk utvikling i bransjen. Reduksjonen i lakseprisen vil bli kompensert med de selskapsesifikke forholdene (grønne konsesjoner og oppkjøpsstrategi) som gjør at driftsinntektsveksten ikke blir ytterligere negativ.

På lang sikt kan ikke driftsinntektsveksten være større enn årets inflasjon addert med veksten i realøkonomien [Knivsflå 13, 2017]. Norges bank sitt inflasjonsmål ligger på 2,5 % i året, likevel var inflasjonen i Norge på hele 3,6 % i 2016 [World Bank, 2017a]. På verdensbasis så har veksten i realøkonomien hatt et snitt på 3,5 % siden 1960-tallet, mens inflasjonen i 2016 var på 1,6 % [World Bank, 2017b]. Dermed kan ikke driftsinntektsveksten overskride 5,1 % på lang sikt. På bakgrunn av dette setter vi driftsinntektsveksten i år T til å være 4,0 %. Utviklingen i driftsinntektsveksten er presentert figurativt i figur 10.4 og tabellarisk i tabell 10.4 nedenfor.



Figur 10. 4. Historisk og fremtidig driftsinntektsvekst til NRS i perioden 2012-2030

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Driftsinntektsvekst	23,79 %	16,00 %	11,00 %	6,00 %	1,00 %	-4,00 %	-2,67 %	-1,33 %	0,00 %	1,33 %	2,67 %	4,00 %	4,00 %	4,00 %

Tabell 10. 4. Fremtidig driftsinntektsvekst til NRS i perioden 2017-2030

10.4.2 Netto driftseiendeler

Netto driftseiendelene blir utarbeidet ved å dele neste års driftsinntekter på neste års omløpshastighet. Formelen utledes slik:

Formel 10-5

$$NDE_t - 1 = \frac{DI_t}{onde_t} \Leftrightarrow NDE_t + \frac{DI_{t+1}}{onde_{t+1}}$$

NDE = netto driftseiendeler, DI = driftsinntekter, onde = omløpshastigheten til netto driftseiendeler

Det forutsettes at netto driftseiendelene øker i takt med driftsinntektsveksten. I teorien blir dette en sterk forenkling av virkeligheten, og dermed en potensiell feilkilde i utviklingen av fremtidsregnskapet. I praksis er netto driftseiendelene avhengig av selskapets finansieringsstruktur og hvor stor andel av driftsresultatet som blir investert i netto driftseiendelene [Knivsfå 14, 2017].

I NRS består store deler av netto driftseiendelene av biologiske eiendeler, og dermed er *NDE* sterkt avhengig av lakseprisen. Som vi kommenterte i forrige delkapittel mener vi at de selskapsspesifikke forholdene i NRS vil gjøre at driftsinntektsveksten ikke reduseres betydelig, selv om man får en nedgang i lakseprisen. Dersom man følger formel 10-5 vil ikke *NDE* bli betydelig redusert, selv om man får en betydelig nedgang i lakseprisen. Dette vil skape en feilkilde da en stor andel av *NDE* er biologiske eiendeler, hvilket gjør at netto driftseiendelene er sterkt avhengig av lakseprisen. Driftsinntektsveksten ble utarbeidet i

forrige delkapittel. Den videre utarbeidelsen av de fremtidige netto driftseiendelene vil dermed knytte seg til fremtidig utvikling av omløpshastigheten til netto driftseiendelene.

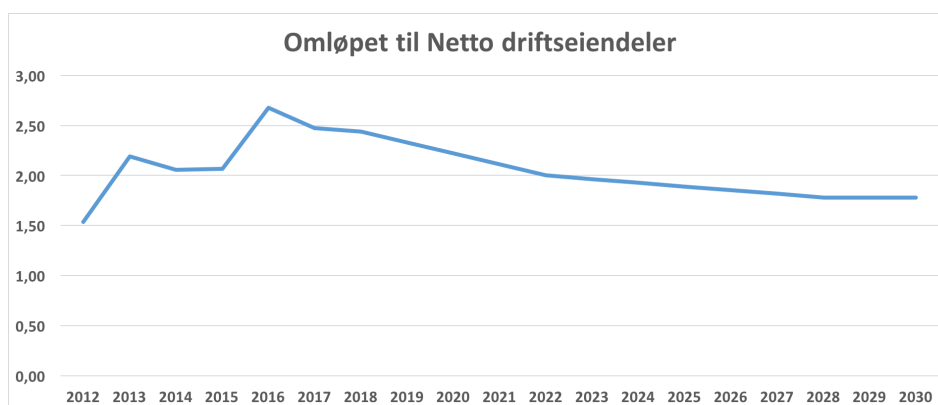
Man kan se i formel 10-5 at *NDE* også er avhengig av omløpshastigheten til *NDE (onde)*. Den historiske utviklingen i *onde* ble utarbeidet i delkapittel 9.3.1.3.1. Her så vi at det tidsvektede snittet til NRS lå på 2,253, og bransjesnittet var på 1,302. Den store forskjellen skyldes de store forskjellene i selskapsstrukturen. I dette delkapittelet ønsker vi ikke å gjenta det vi tidligere har forklart, men forklare våre valg knyttet til *onde* på kort, mellomlang og lang sikt. Videre er det verdt å nevne at omløpshastigheten til bransjen var på 1,556 i 2016, mens NRS hadde en omløpshastighet på 2,781.

Som tidligere nevnt ønsker NRS å bli et stort oppdrettsselskap. For å nå sin visjon er de avhengig av å ta i bruk de 10 grønne konsesjonene, erverve nye konsesjoner og eventuelt gjennomføre oppkjøp av andre selskaper i bransjen. Dersom NRS gjennomfører de nevnte tiltakene, vil NRS sin selskapsstruktur bli mer lik bransjesnittet sin struktur. Noe som igjen vil føre til at omløpshastigheten konvergerer mot bransjesnittet. På grunn av oppkjøpet av Nord Senja laks og investeringene på Island antar vi at omløpshastigheten vil falle noe på kort sikt. Dermed antar vi at den kortsiktige omløpshastigheten er på 2.44. I tillegg utarbeidet vi omløpshastigheten i 2017 ved å dividere driftsinntektene i 2016 på netto driftseiendeler. I 2016 fikk vi en *onde* på 2,55 i 2017. *Onde* i 2017 vil ikke påvirke regnskapet, da man benytter neste års *onde* ved utregningen av årets *NDE*.

På mellomlang sikt antar vi at omløpshastigheten vil falle ytterligere. Vi så for oss først at omløpshastigheten ville være lik gjennomsnittet i analyseperioden (2,16) på mellomlang sikt, men på grunn av de nevnte endringene i selskapsstrukturen valgte vi å sette omløpshastigheten ytterligere ned til 2,0.

I henhold til rammeverket skal omløpshastigheten til NRS være lik omløpshastigheten til bransjen på lang sikt. På grunn av forskjellene i selskapsstrukturen mener vi at dette er en urimelig antakelse. Dermed har vi valgt å overstyre den fremtidige omløpshastigheten. På lang sikt antar vi at selskapet øker oppdrettsvirksomheten i selskapet, og dermed vil omløpshastigheten konvergere mot bransjesnittet. Vi har valgt å sette omløpshastighet til 1,78 på lang sikt. En omløpshastighet på 1,78 tilsvarer en halvering av den tidsvektede differansen

mellom NRS og bransjegjennomsnittet. Nedenfor i figur 10.5 presenterer vi den historiske og fremtidige omløpshastigheten over budsjettthorisonnten.



Figur 10. 5. Historisk og fremtidig omløp til netto driftseiendeler til NRS i perioden 2012-2030

Etter at vi har utarbeidet omløpshastigheten til netto driftseiendelene kan netto driftseiendelene utarbeides ved å dividere neste års driftsinntekter på neste års omløpshastighet, slik vi illustrerte i formel 10-5 ovenfor. På bakgrunn av dette har vi utarbeidet følgende netto driftseiendeler over budsjettthorisonnt.

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Driftsinntekter t+1	6 065 925	6 733 176	7 137 167	7 208 539	6 920 197	6 735 658	6 645 850	6 645 850	6 734 461	6 914 047	7 190 608	7 478 233	7 777 362	8 088 457
omløp t+1	2,44	2,33	2,22	2,11	2,00	1,96	1,93	1,89	1,85	1,82	1,78	1,78	1,78	1,78
Netto driftseiend.	2 486 035	2 889 775	3 214 940	3 416 369	3 460 098	3 430 726	3 449 403	3 516 323	3 633 702	3 805 897	4 039 668	4 201 254	4 369 305	4 544 077

Tabell 10. 5. Netto driftseiendeler til NRS i perioden 2017-2030

10.4.3 Netto driftsresultat

Netto driftsresultatet er den neste budsjettdriveren vi ønsker å fremskrive. Netto driftsresultatet finner vi ved å multiplisere driftsinntektene med nettodriftsmarginen i året. Formelen kan uttrykkes på følgende måte:

Formel 10-6

$$NDR = DI_t * ndmt$$

NDR = netto driftsresultat, DI = driftsinntekter, ndm = netto driftsmargin

Driftsinntektene ble utarbeidet i delkapittel 10.4.1, i dette kapittelet skal vi utarbeide netto driftsmarginen over budsjettthorisonnten. Historisk har NRS hatt en tidsvektet netto driftsmargin på 8,4 %, mens driftsmarginen i 2016 var på hele 13,9 %. Som nevnt i kapittel 9,

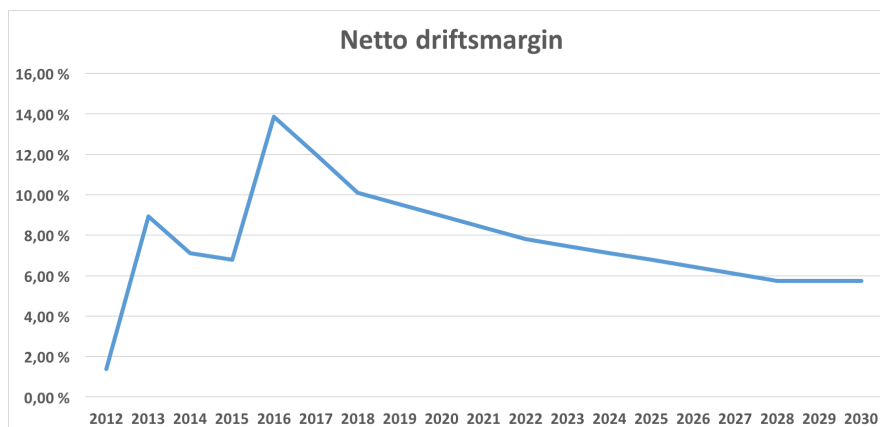
gjør selskapsstrukturen at bransjen har en høyere netto driftsmargin enn NRS. Historisk har bransjen hatt et tidsvektet snitt på 10,8%, mens man i 2016 hadde en *ndm* på hele 14,7%.

På kort sikt har vi valgt å sette netto driftsmarginen ned til 10,1%, som representerer bransjens gjennomsnitt over analyseperioden. Som tidligere nevnt antar man en reduksjon i lakseprisen i 2018, noe som vil føre til en negativ påvirkning på driftsmarginen. I tillegg antar vi at stiftelsen av NRS settefisk, og iverksettelsen av de grønne konsesjonene vil sørge for en reduksjon i *ndm* på kort sikt. Settefiskanlegget trenger trolig en innkjøringsperiode før anlegget vil være lønnsomt. Videre gjør laksens produksjonssyklus at man ikke vil se effekten av de grønne konsesjonene med en gang man har iverksatt produksjonen. Dermed vil det kun påløpe kostnader i de 2-3 første årene.

På mellomlang sikt forventer vi at lakseprisen skal gå ytterligere ned. Et fall i lakseprisen vil ha stor innvirkning på driftsmarginen da man anser lakseprisen som den viktigste enkeltfaktoren til selskapets inntjening. Videre vil etableringen av settefiskanlegget og utnyttelsen av de nye konsesjonene føre til en potensiell økning i *ndm*. På mellomlang sikt har vi dermed valgt å sette *ndm* ned til 7,8 %. Gjennomsnittet i den historiske analyseperioden var på 7,6%, men på grunn av en potensiell reduksjon av kostnadene knyttet til settefiskanlegget valgte vi å sette driftsmarginen opp med 0,2 prosentpoeng.

I henhold til rammeverket skal bedriftens netto driftsmargin konvergere mot bransjens *ndm* på lang sikt. På grunn av forskjellene i selskapsstrukturen blir dette en urimelig antakelse. Oppdrettsbransjen har hatt flere gode år i analyseperioden, hvilket gjør det rimelig å anta at *ndm* er overvurdert i denne perioden. I tillegg er det sannsynlig at superrentabiliteten vil avta etterhvert som konkurransekraftene tiltar og etterspørselsoverskuddet flater ut. Om man ser bort fra det unormalt gode året i 2016, har *ndm* til NRS i snitt ligget på ca. 6%. På grunn av de nevnte konkurransekraftene antar vi at NRS kan forvente en noe lavere *ndm* på lang sikt. Dermed valgte vi å sette *ndm* til 5,75% i år T.

I figur 10.6 nedenfor kan man se både den historiske og fremtidige utviklingen i netto driftsmarginen. I tillegg presenteres netto driftsresultatet over budsjett horisonten i tabell 10.7.



Figur 10. 6. Utvikling i netto driftsmargin i perioden 2012-2030

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Driftsinntekter	5 229 245	6 065 925	6 733 176	7 137 167	7 208 539	6 920 197	6 735 658	6 645 850	6 645 850	6 734 461	6 914 047	7 190 608	7 478 233	7 777 362
Netto driftsmargin	0,120	0,101	0,095	0,090	0,084	0,078	0,075	0,071	0,068	0,064	0,061	0,058	0,058	0,058
Netto driftsresult.	626 680	612 658	641 335	638 776	603 715	539 775	502 368	472 963	450 256	433 250	421 181	413 460	429 998	447 198

Tabell 10. 6. Netto driftsresultat til NRS i perioden 2017-2030

10.4.4 Netto finansiell gjeld

For å utarbeide den fremtidige netto finansielle gjelden må vi først utarbeide de fremtidige finansielle eiendelene og den fremtidige finansielle gjelden. Utarbeidelsen av de finansielle eiendelene og den finansielle gjelden vil gjennomføres i de to neste delkapitlene, før vi oppsummerer den netto finansielle gjelden i delkapittel 10.4.4.3

10.4.4.1 Finansielle eiendeler

De finansielle eiendelene utarbeides ved å multiplisere netto driftseiendeler med den finansielle eiendelsandelen. Formelen kan utledes på følgende måte:

Formel 10-7

$$FE_t = fed_t * NDE_t$$

FE = finansielle eiendeler, *fed* = finansiell eiendelsdel, *NDE* = netto driftseiendeler

Netto driftseiendelene har vi allerede utarbeidet, og i dette delkapittelet vil vi utlede den finansielle eiendelsandelen. Den historiske finansielle eiendelsandelen har hatt ett tidsvektet snitt på 6,4%, mens den var på 4,2 % i 2016. Selskapene på Oslo børs har en typisk finansiell eiendelsandel på ca. 20%. I kapitalintensive bransjer, der de finansielle eiendelene kun benyttes til å betale løpende kostnader, har ikke selskapene behov for en eiendelsandel på 20%. På kort sikt antar vi at de finansielle eiendelene øker til 5%, og på mellomlang sikt antar

vi at de øker til 6%. 6 % er snittet av det tidsvektede snittet og gjennomsnittet i den historiske analyseperioden. På lang sikt antar vi en konstant eiendelsandel på 7,2%.

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftseiendel	2 486 035	2 889 775	3 214 940	3 416 369	3 460 098	3 430 726	3 449 403	3 516 323	3 633 702	3 805 897	4 039 668	4 201 254	4 369 305	4 544 077
Fin. eiendelsdel	0,046	0,050	0,053	0,055	0,058	0,060	0,062	0,064	0,066	0,068	0,070	0,072	0,072	0,072
Fin. eiendeler	114 358	144 489	168 784	187 900	198 956	205 844	213 863	225 045	239 824	258 801	282 777	302 490	314 590	327 174

Tabell 10. 7. Finansielle eiendeler til NRS i perioden 2017-2030

10.4.4.2 Finansiell gjeld

Den finansielle gjelden utarbeides ved å multiplisere netto driftseiendelene med den finansielle gjeldsdelen.

Formel 10-8

$$FG_t = fgdt * NDE$$

FG = finansiell gjeld, fed = finansiell gjeldsdel, NDE = netto driftseiendeler

Den historiske finansielle gjeldsandelen har ligget konstant mellom 40%-50% i analyseperioden, om man ser bort fra 2016. I 2016 valgte NRS å benytte deler av årets overskudd til å nedbetale store deler av den finansielle gjelden. Den store nedbetalingen førte til at gjeldsandelen var nede i 17,2% i 2016. Nedbetalingen førte også til at det tidsvektede snittet falt til 36,9% i den historiske analyseperioden, mens den gjennomsnittlige gjeldsandelen var på 39%. En typisk gjeldsandel på Oslo Børs ligger på ca. 50%. På bakgrunn av denne informasjonen har vi valgt å øke gjeldsandelen over budsjettthorisonen. På kort sikt har vi valgt en gjeldsandel på 31%, mens vi på mellomlang sikt har valgt den gjennomsnittlige gjeldsgraden på 39%. På lang sikt falt vi ned på en gjeldsandel på 45%, da vi anså nivået på 50% som litt for høyt basert på de historiske dataene til bransjen.

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftseiendel	2 486 035	2 889 775	3 214 940	3 416 369	3 460 098	3 430 726	3 449 403	3 516 323	3 633 702	3 805 897	4 039 668	4 201 254	4 369 305	4 544 077
Finansiell gjeldsdel	0,241	0,310	0,330	0,350	0,370	0,390	0,400	0,410	0,420	0,430	0,440	0,450	0,450	0,450
Finansielle gjeld	598 699	895 830	1 060 930	1 195 729	1 280 236	1 337 983	1 379 761	1 441 692	1 526 155	1 636 536	1 777 454	1 890 564	1 966 187	2 044 835

Tabell 10. 8. Finansiell gjeld til NRS i perioden 2017-2030

10.4.4.3 Oppsummering netto finansiell gjeld

På bakgrunn av utarbeidelsen ovenfor kan vi nå budsjettere den fremtidige netto finansielle gjelden. Den netto finansielle gjelden blir presentert i tabell 10.9 nedenfor.

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftseiendel	2 486 035	2 889 775	3 214 940	3 416 369	3 460 098	3 430 726	3 449 403	3 516 323	3 633 702	3 805 897	4 039 668	4 201 254	4 369 305	4 544 077
Finansiell gjeldsdel	0,241	0,310	0,330	0,350	0,370	0,390	0,400	0,410	0,420	0,430	0,440	0,450	0,450	0,450
Finansielle gjeld	598 699	895 830	1 060 930	1 195 729	1 280 236	1 337 983	1 379 761	1 441 692	1 526 155	1 636 536	1 777 454	1 890 564	1 966 187	2 044 835
Fin. eiendelsdel	0,046	0,050	0,053	0,055	0,058	0,060	0,062	0,064	0,066	0,068	0,070	0,072	0,072	0,072
Fin. eiendeler	114 358	144 489	168 784	187 900	198 956	205 844	213 863	225 045	239 824	258 801	282 777	302 490	314 590	327 174
Netto fin. gjeld	484 342	751 342	892 146	1 007 829	1 081 281	1 132 140	1 165 898	1 216 648	1 286 330	1 377 735	1 494 677	1 588 074	1 651 597	1 717 661

Tabell 10. 9. Netto finansiell gjeld til NRS i perioden 2017-2030

10.4.5 Netto finansresultat

På samme måte som ved utarbeidelsen av den netto finansielle gjelden, må finansresultatet splittes opp i to deler. Nedenfor vil vi først utarbeide netto finansinntektene, før vi utarbeider netto finanskostnadene i det etterfølgende delkapittelet.

10.4.5.1 Netto finansinntekter

Finansinntektene finner vi ved å multiplisere inngående finansielle eiendeler med årets finansielle eiendelsrentabilitet. Formelen kan utledes på følgende måte:

Formel 10-9

$$NFI_t = fert * FE_t - 1$$

NFI = netto finansinntekter, fer = finansiell eiendelsrentabilitet, FE = finansielle eiendeler

I dette delkapittelet skal vi utarbeide den finansielle eiendelsrentabiliteten. I den strategiske regnskapsanalysen så vi at NRS hadde en finansieringsfordel tilnærmet lik 0% i den historiske analyseperioden. På lang sikt forventer vi at den finansielle eiendelsrentabiliteten er lik eiendelskravet. Ettersom selskapet ikke har en finansieringsfordel knyttet til de finansielle eiendelene har vi valgt å sette eiendelsrentabiliteten lik eiendelskravet over hele budsjetthorisonten. Det finansielle eiendelskravet blir utarbeidet i delkapittel 11.2.3. I tabell 10.10 presenterer vi de utarbeidede finansinntektene basert på eiendelskravene fra delkapittel 11.2.3.

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Fin. eiendeler t-1	85 652	114 358	144 489	168 784	187 900	198 956	205 844	213 863	225 045	239 824	258 801	282 777	302 490	314 590
Fin.eiendelsrentabilitet	0,007	0,008	0,010	0,011	0,012	0,013	0,015	0,017	0,019	0,021	0,023	0,025	0,025	0,025
Netto finansinntekt	634	963	1 387	1 819	2 246	2 613	3 124	3 683	4 336	5 111	6 044	7 182	7 683	7 990

Tabell 10. 10. Netto finansinntekt til NRS i perioden 2017-2030

10.4.5.2 Netto finanskostnader

Finanskostnadene utarbeides ved å multiplisere den inngående finansielle gjelden med årets finansielle gjeldsrentabilitet. Formelen kan utledes på følgende måte:

Formel 10-10

$$NFK_t = fgr_t * FG_t - 1$$

NFK = netto finanskostnad, fgr = finansiell gjeldsrentabilitet, FG = finansiell gjeld

I dette delkapittelet skal vi utlede den finansielle gjeldsrentabiliteten. Historisk har den finansielle gjeldsrentabiliteten hatt et tidsvektet snitt på 3,2% i analyseperioden. I 2016 var den finansielle gjeldsrentabiliteten på 2,6%, noe som må ansees som lavt. I henhold til det fundamentale rammeverket skal rentabiliteten være lik kravet i et velfungerende kapitalmarked [Knivsflå 14, 2017]. Å sette kravet lik rentabiliteten er en forenkling av virkeligheten, noe som viser en svakhet ved rammeverket. Dette kan vi se ved at årets lave gjeldsrentabilitet på 2,6% blir ytterligere redusert til 1,5% i 2017. Vi har tidligere diskutert svakheten i utformingen av de finansielle kravene, og vi vil ikke gjengi diskusjonen i dette delkapittelet. Det undervurderte finansielle kravet fører til at finanskostnadene blir undervurdert, spesielt på kort sikt, hvilket fører til en overvurdering av egenkapitalen. Nedenfor, i tabell 10.12, har vi utarbeidet netto finanskostnaden over budsjett horisonten.

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Fin. gjeld t-1	351 416	598 699	895 830	1 060 930	1 195 729	1 280 236	1 337 983	1 379 761	1 441 692	1 526 155	1 636 536	1 777 454	1 890 564	1 966 187
Fin. gjeldsrente	0,015	0,015	0,017	0,018	0,019	0,020	0,022	0,024	0,029	0,031	0,033	0,035	0,035	0,035
Netto fin. kostnad	-5 117	-9 260	-14 804	-18 656	-22 292	-25 223	-28 938	-32 498	-42 500	-47 929	-54 547	-62 667	-66 655	-69 321

Tabell 10. 11. Netto finanskostnad til NRS i perioden 2017-2030

10.4.5.3 Oppsummering netto finansresultat

På bakgrunn av utarbeidelsen i de to foregående delkapitlene kan vi utarbeide det fremtidige netto finansresultatet over budsjett horisonten. Netto finansresultatet blir presentert i tabell 10.13 nedenfor.

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto fin. kostnader	-5 117	-9 260	-14 804	-18 656	-22 292	-25 223	-28 938	-32 498	-42 500	-47 929	-54 547	-62 667	-66 655	-69 321
Netto fin. inntekter	634	963	1 387	1 819	2 246	2 613	3 124	3 683	4 336	5 111	6 044	7 182	7 683	7 990
Netto fin. resultat	-4 483	-8 297	-13 417	-16 837	-20 046	-22 611	-25 814	-28 815	-38 165	-42 819	-48 503	-55 485	-58 972	-61 331

Tabell 10. 12. Netto finansresultat til NRS i perioden 2017-2030

10.4.6 Minoritetsinteresser

Til slutt skal vi se på to budsjett drivere knyttet til minoritetsinteressene. Først vil vi framskrive minoritetsandelen over budsjettperioden, før vi skal presentere det fremtidige minoritetsresultatet i neste delkapittel. Minoritetsinteressene kan framskrives på følgende måte.

Formel 10-11

$$MI_t = mid_t * NDE_t$$

MI = minoritetsinteresser, mid = minoritetsandel, NDE = netto driftseiendeler

Som man kan se er minoritetsinteressene avhengig av to faktorer: netto driftseiendelene og minoritetsandelen. Vi fant netto driftseiendelene i delkapittel 10.4.2, og dermed er det minoritetsandelen som skal utredes i dette delkapittelet. I den historiske analyseperioden har minoritetsinteressene hatt en økende trend frem til 2016, da NRS kjøpte opp de resterende minoritetsinteressene i Nord Senja Laks AS. I løpet av analyseperioden har NRS hatt et tidsvektet gjennomsnitt på 3,51%, mens bransjen har hatt et tidsvektet snitt på 2,44%.

På kort sikt antar vi at minoritetsinteressene vil stige svakt til en andel på 1,9 % i 2018. På mellomlang sikt mener vi at minoritetsinteressene vil øke til NRS sitt tidsvektede snitt på 3,51%. På lang sikt ser vi for oss at minoritetsandelen vil konvergere mot det tidsvektede bransjesnittet på 2,44 %.

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftseiendeler	2 486 035	2 889 775	3 214 940	3 416 369	3 460 098	3 430 726	3 449 403	3 516 323	3 633 702	3 805 897	4 039 668	4 201 254	4 369 305	4 544 077
Minoritetsdel	0,018	0,019	0,023	0,027	0,031	0,035	0,033	0,032	0,030	0,028	0,026	0,024	0,024	0,024
Minoritetsinteresser	44 125	55 954	74 875	92 982	107 761	120 319	114 839	110 813	108 050	106 401	105 752	102 511	106 611	110 875

Tabell 10. 13. Minoritetsinteresser til NRS i perioden 2017-2030

10.4.7 Netto minoritetsresultat

Netto minoritetsresultatet utarbeides ved å multiplisere fjorårets minoritetsandel med årets minoritetsrentabilitet. Formelen kan utledes på følgende måte:

Formel 10-12

$$\text{Netto minoritetsresultat} = mir_t * MI_t - 1$$

MI = minoritetsinteresser, mir = minoritetsrentabilitet

Vi utarbeidet minoritetsinteressene i forrige delkapittel, så i dette delkapittelet vil vi utlede minoritetsrentabiliteten. Minoritetsrentabiliteten i 2016 er på 22,9%, mens den gjennomsnittlige minoritetsrentabiliteten i den historiske analyseperioden var på 20,5 %. På kort sikt antar vi at rentabiliteten har en svakt fallende trend. På lang sikt antar vi at minoritetsrentabiliteten er lik minoritetskravet. Dermed er minoritetsrentabiliteten lik 9 % på lang sikt. Vi har valgt en lineær framskrivning fra 2019-2027, mens vi i årene 2028-2030 benytter minoritetskravene utarbeidet i delkapittel 11.1.5. Minoritetsresultatet blir presentert i tabell 10.15 nedenfor.

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Minoritetsint., t-1	33 034	44 125	55 954	74 875	92 982	107 761	120 319	114 839	110 813	108 050	106 401	105 752	102 511	106 611
Minoritetsrentabilitet	0,209	0,191	0,181	0,171	0,161	0,150	0,140	0,130	0,120	0,110	0,099	0,089	0,090	0,090
Minoritetsresultat	-6 898	-8 446	-10 138	-12 800	-14 944	-16 217	-16 876	-14 932	-13 275	-11 839	-10 569	-9 423	-9 191	-9 558

Tabell 10. 14. Minoritetsresultat til NRS i perioden 2017-2030

10.5 Presentasjon av fremtidsregnskap

Etter utarbeidelsen av budsjettdriverne ovenfor kan vi presentere det endelige fremtidsregnskapet for perioden 2017-2030. I de neste delkapitlene vil vi presentere henholdsvis fremtidsregnskapet, fremtidsbalanse og fremtidig kontantstrøm.

10.5.1 Fremtidsregnskap

I tabell 10.15 presenterer vi NRS sitt fremtidsregnskap. Regnskapet er basert på utregningene i delkapittel 10.4. Regnskapet er normalisert, hvilket betyr at det kun består av normale poster. De unormale postene antas å være mindre relevante for fremtidsregnskapet, og følgelig blir de unormale postene satt lik null. I tillegg er det verd å nevne at fri kontantstrøm til egenkapital bli beregnet residualt.

Fremtidsregnskap	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Driftsinntekter	5 229 245	6 065 925	6 733 176	7 137 167	7 208 539	6 920 197	6 735 658	6 645 850	6 645 850	6 734 461	6 914 047	7 190 608	7 478 233	7 777 362
Netto driftsresultat	626 680	612 658	641 335	638 776	603 715	539 775	502 368	472 963	450 256	433 250	421 181	413 460	429 998	447 198
Netto finansinntekt	634	963	1 387	1 819	2 246	2 613	3 124	3 683	4 336	5 111	6 044	7 182	7 683	7 990
Netto res. sysselsatt	627 314	613 622	642 722	640 595	605 961	542 388	505 492	476 646	454 592	438 361	427 225	420 642	437 681	455 188
Netto finanskostnad	-5 117	-9 260	-14 804	-18 656	-22 292	-25 223	-28 938	-32 498	-42 500	-47 929	-54 547	-62 667	-66 655	-69 321
Netto minoritetsres.	-6 898	-8 446	-10 138	-12 800	-14 944	-16 217	-16 876	-14 932	-13 275	-11 839	-10 569	-9 423	-9 191	-9 558
Nettores. egenkap.	615 299	595 915	617 780	609 139	568 725	500 948	459 678	429 215	398 817	378 593	362 108	348 552	361 835	376 309
Fri kontantstrøm egenkapital	406 216	471 003	452 341	541 501	613 225	593 737	469 280	409 019	348 357	296 154	244 631	277 121	261 409	271 865
Endr. egenkapital	209 083	124 912	165 439	67 638	-44 501	-92 789	-9 602	20 196	50 460	82 439	117 477	71 431	100 427	104 444

Tabell 10. 15. Budsjettert resultatregnskap til NRS i perioden 2017-2030

10.5.2 Fremtidsbalanse

I tabell 10.16 og 10.17 presenter vi fremtidsbalansen. Netto driftseiendeler, finansiell gjeld, netto finansiell gjeld, og minoritetsinteresser ble beregnet i delkapittel 10.4, mens egenkapitalen blir beregnet residualt.

Sysselsatt kap.	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftseiend	2 486 035	2 889 775	3 214 940	3 416 369	3 460 098	3 430 726	3 449 403	3 516 323	3 633 702	3 805 897	4 039 668	4 201 254	4 369 305	4 544 077
Fin. eiendeler	114 358	144 489	168 784	187 900	198 956	205 844	213 863	225 045	239 824	258 801	282 777	302 490	314 590	327 174
Sysselsatte eiend.	2 600 392	3 034 264	3 383 724	3 604 269	3 659 054	3 636 569	3 663 266	3 741 367	3 873 526	4 064 698	4 322 444	4 503 745	4 683 894	4 871 250
Egenkapital	1 957 568	2 082 480	2 247 919	2 315 558	2 271 057	2 178 268	2 168 666	2 188 862	2 239 322	2 321 761	2 439 238	2 510 670	2 611 096	2 715 540
Minoritetsinteresser	44 125	55 954	74 875	92 982	107 761	120 319	114 839	110 813	108 050	106 401	105 752	102 511	106 611	110 875
Finansiell gjeld	598 699	895 830	1 060 930	1 195 729	1 280 236	1 337 983	1 379 761	1 441 692	1 526 155	1 636 536	1 777 454	1 890 564	1 966 187	2 044 835
Sysselsatt kapital	2 600 392	3 034 264	3 383 724	3 604 269	3 659 054	3 636 569	3 663 266	3 741 367	3 873 526	4 064 698	4 322 444	4 503 745	4 683 894	4 871 250

Tabell 10. 16. Budsjettert sysselsatt kapital til NRS i perioden 2017-2030

Netto driftskapital	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftseiend.	2 486 035	2 889 775	3 214 940	3 416 369	3 460 098	3 430 726	3 449 403	3 516 323	3 633 702	3 805 897	4 039 668	4 201 254	4 369 305	4 544 077
Egenkapital	1 957 568	2 082 480	2 247 919	2 315 558	2 271 057	2 178 268	2 168 666	2 188 862	2 239 322	2 321 761	2 439 238	2 510 670	2 611 096	2 715 540
Minoritetsinteresser	44 125	55 954	74 875	92 982	107 761	120 319	114 839	110 813	108 050	106 401	105 752	102 511	106 611	110 875
Netto fin. gjeld	484 342	751 342	892 146	1 007 829	1 081 281	1 132 140	1 165 898	1 216 648	1 286 330	1 377 735	1 494 677	1 588 074	1 651 597	1 717 661
Netto driftskapital	2 486 035	2 889 775	3 214 940	3 416 369	3 460 098	3 430 726	3 449 403	3 516 323	3 633 702	3 805 897	4 039 668	4 201 254	4 369 305	4 544 077

Tabell 10. 17. Budsjettert netto driftskapital til NRS i perioden 2017-2030

10.5.3 Kontantstrøm i fremtiden

I tabell 10.18 presenterer vi fremtidig kontantstrøm i perioden 2017-2018. Kontantstrømmen baserer seg på utregningene i delkapittel 10.4. Selskapet har et fallende netto driftsresultat frem til steady state. I tillegg er det verd å merke seg den store økningen i netto driftseiendeler og den finansielle gjelden på kort sikt. Videre ser vi at den fri kontantstrøm til egenkapital er høyere enn fri kontantstrøm til sysselsatt kapital, hvilket betyr at deler av utbyttet finansieres av en økning i den finansielle gjelden.

Fremtidig kontantstrøm	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftsresultat	626 680	612 658	641 335	638 776	603 715	539 775	502 368	472 963	450 256	433 250	421 181	413 460	429 998	447 198
Endr. netto driftseiend.	-438 752	-403 741	-325 165	-201 429	-43 730	29 373	-18 677	-66 920	-117 379	-172 195	-233 770	-161 587	-168 050	-174 772
Fri kontantstrøm drift	187 928	208 918	316 170	437 347	559 986	569 148	483 691	406 043	332 877	261 055	187 410	251 873	261 948	272 426
Netto finansinntekter	634	963	1 387	1 819	2 246	2 613	3 124	3 683	4 336	5 111	6 044	7 182	7 683	7 990
Endring i fin. eiendeler	-28 706	-30 131	-24 296	-19 116	-11 055	-6 888	-8 019	-11 182	-14 780	-18 977	-23 976	-19 714	-12 100	-12 584
Fri kontantstr. sysselsatt	159 856	179 750	293 262	420 051	551 176	564 873	478 795	398 545	322 433	247 189	169 479	239 342	257 531	267 833
Netto finanskostnad	-5 117	-9 260	-14 804	-18 656	-22 292	-25 223	-28 938	-32 498	-42 500	-47 929	-54 547	-62 667	-66 655	-69 321
Endring fin. gjeld	247 283	297 131	165 100	134 799	84 507	57 747	41 778	61 931	84 463	110 381	140 918	113 111	75 623	78 647
Netto minoritetsresultat	-6 898	-8 446	-10 138	-12 800	-14 944	-16 217	-16 876	-14 932	-13 275	-11 839	-10 569	-9 423	-9 191	-9 558
Endring i minoritetsint.	11 091	11 829	18 921	18 107	14 778	12 558	-5 480	-4 026	-2 763	-1 648	-649	-3 242	4 100	4 264
Fri kontantstr egenkapital	406 216	471 003	452 341	541 501	613 225	593 737	469 280	409 019	348 357	296 154	244 631	277 121	261 409	271 865

Tabell 10. 18. Budsjettert kontantstrøm til NRS i perioden 2017-2030

11. Fremtidskrav

De historiske avkastningskravene ble utarbeidet vi i kapittel 8. I dette kapitlet vil vi beregne de fremtidige avkastningskravene. Avkastningskravene vil videre benyttes som diskonteringsrente i den fundamentale verdsettelsen i kapittel 12 [Knivsflå 15, 2017]. Kravene vi skal beregne er de samme som i kapittel 8. Det innebærer at vi må finne fremtidig egenkapitalkrav og minoritetskrav, finansielt gjeldskrav, -eiendelskrav, og netto finansielt gjeldskrav, med tilhørende betaer. I tillegg vil vi beregne netto driftskrav og sysselsatt kapitalkrav, som utgjør NRS sine selskapskrav.

I kapittel 8 ble all teorien bak kravene presentert, hvilket gjør at vi kun vil fokusere på utarbeidelsen av kravene i dette kapitlet. En viktig forskjell mellom beregningen av de historiske krav og fremtidskrav er at vektingen av kapitalen i fremtidskravene er basert på inngående balanse, og ikke gjennomsnittlig kapital. Grunnlaget for beregning av krav, vekting, og betaer er basert på fremtidsregnskapet fra kapittel 10.

11.1 Egenkapitalkrav og minoritetskrav

Egenkapitalkravet utarbeides etter kapitalverdimodellen (CAPM), som består av komponentene risikofri rente, egenkapitalbeta, markedsrisikopremie, og likviditetspremie. Vi vil i de påfølgende delkapitlene beregne disse før vi kan beregne kravene. I likhet med kapittel 8.3 er forutsetningene fortsatt at egenkapitalbeta og minoritetsbeta er lik [Knivsflå 15, 2017].

11.1.1 Risikofri rente

Ifølge Knivsflå er det en forutsetning at risikofri rente vil være tilbakevendende til gjennomsnittet. Dette innebærer at dagens lave risikofrie rente vil gradvis reversere mot en normalrente i steady state [Knivsflå 15, 2017]. Den langsiktige renten estimeres på bakgrunn av et historisk gjennomsnitt, og vi vil benytte oss av Nibor 3M slik vi gjorde i kapittel 8 ved beregning av langsiktig rente.

Dagens rentenivå ligger på et historisk lavt nivå. På bakgrunn av dette kan vi forvente at den normale renten vil ligge på et høyere nivå på lang sikt. Ved vår beregning vil den risikofrie renten holde seg på et relativt lavt nivå på kort sikt, med en svak økning. På mellomlang sikt

vil den øke litt mer, og vi har satt den til 1,8% i 2022. Ved å beregne den normale konstante renten på lang sikt benytter vi oss av følgende formel [Knivsflå 15, 2017]:

Formel 11-1

$$\text{Normal rente i } T = \frac{2}{3} * \text{Gjennomsnittlig 3M NIBOR} + \frac{1}{3} * 10 \text{ årig statsobligasjonsrente}$$

Gjennomsnittlig Nibor 3M er beregnet på den historiske utviklingen i renten i perioden 1996-2016. Dataene er hentet fra Norges Bank og Oslo Børs, videre har vi benyttet oss av statsobligasjonsrenten per 31.12.2016. Vi har beregnet den gjennomsnittlige Nibor 3M til 3,78% og statsobligasjonsrenten til 1,7%, hvilket fører til normalrente på 3,3% i 2028. Normalrenten i steady state lavere enn historisk gjennomsnittlig Nibor 3M, hvilket er en indikasjon på at normalrenten er undervurdert. Som diskutert i kapittel 8, vil en lav risikofri rente gi lavt avkastningskrav, og dermed føre til et høyere verdiestimat. Statsobligasjonsrente brukes mest i praksis, og ettersom denne ligger på et lavt nivå kan det lave normalrentenivået forsvares.

Fremtidsrenten skal i likhet med historisk risikofri rente trekkes fra en kredittrisikopremie som baseres på den syntetiske ratingen til Nibor – AA [Knivsflå 15, 2017]. I tillegg skal risikofri rente korrigeres for skatt. Skattesatsen for 2017 er 24%, og i 2018 er den forventet å reduseres til 23% [Finansdepartementet, 2016]. Ettersom vi ikke har noen innsikt i hva skattesatsen vil bli etter 2018, setter vi skattesatsen til 23% fra og med 2018.

Risikofri rente i budsjettperioden er presentert i tabell 11.1. Vi forventer at risikofri rente etter skatt øker til 2,1% i steady state.

Risikofri rente	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Rating	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA
NIBOR 3M	0,011	0,012	0,013	0,015	0,016	0,018	0,020	0,023	0,025	0,028	0,030	0,033	0,033	0,033
Kreditrisikopremie bank	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
Risikofri rente før skatt	0,006	0,007	0,008	0,010	0,011	0,013	0,015	0,018	0,020	0,023	0,025	0,028	0,028	0,028
Skattesats	24 %	23 %	23 %	23 %	23 %	23 %	23 %	23 %	23 %	23 %	23 %	23 %	23 %	23 %
Risikofri rente (e.s)	0,005	0,005	0,007	0,008	0,009	0,010	0,012	0,014	0,015	0,017	0,019	0,021	0,021	0,021

Tabell 11. 1. Risikofri rente etter skatt i perioden 2017-2030

11.1.2 Markedsrisikopremie

Markedsrisikopremien vil være konstant over budsjettperioden, ettersom dagens nivå er den beste prediksjonen for fremtiden [Knivsflå 15, 2017]. I kapittel 8 kom vi frem til at

gjennomsnittlig markedsrisikopremie over analyseperioden var 0,49. Damodaran har utarbeidet en oversikt over den gjennomsnittlige markedsrisikopremien i verden fra 1900 til 2016, og gjennomsnittet ble beregnet til 4,8% [Damodaran, 2017b]. I henhold til en norsk undersøkelse gjennomført av PWC og NFF mener respondentene at markedsrisikopremien bør være 5%, og at den vil ligge på dette nivået i fremtiden [PWC, 2017b].

Vi analyserer hovedsakelig den norske oppdrettsbransjen, men en stor del av salget gjøres til utlandet. Dermed mener vi estimatet til Damodaran på 4,8% gir et godt bilde på fremtidig markedspremie. Som presentert i tabell 11.2 vil markedsrisikopremien være konstant over budsjettperioden.

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Markedsrisikopremie	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048

Tabell 11. 2. Predikert markedsrisikopremie i perioden 2017-2030

11.1.3 Egenkapitalbeta

Som nevnt i 8.3 vil netto driftsbeta etter Miller og Modiglianis proposisjoner være konstant over tid [Knivsflå 9, 2017]. Det vil den også være i fremtiden, og dermed kan vi bruke formelen residualt for å beregne fremtidig egenkapitalbeta. Basert på den justerte gjennomsnittlige egenkapitalbetaen vi fant i 8.1.2, beregnet vi netto driftskrav til å være 0,562. Beregning av fremtidig netto driftskapitalbeta, og årlig egenkapitalbeta er presentert i tabell 11.3

Netto driftskapitalbeta		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Egenkapitalbeta	B_{EK}	0,645	0,697	0,758	0,777	0,796	0,817	0,839	0,849	0,859	0,870	0,881	0,893	0,904	0,904
Egenkapitalvekt	EK/NDK	0,854	0,787	0,721	0,699	0,678	0,656	0,635	0,629	0,622	0,616	0,610	0,604	0,598	0,598
Minoritetsbeta	B_{MI}	0,645	0,697	0,758	0,777	0,796	0,817	0,839	0,849	0,859	0,870	0,881	0,893	0,904	0,904
Minoritetsvekt	MI/NDK	0,016	0,018	0,019	0,023	0,027	0,031	0,035	0,033	0,032	0,030	0,028	0,026	0,024	0,024
Netto finansiell gjeldsbeta	B_{NFG}	0,005	0,004	0,003	0,003	0,002	0,001	0,001	0,000	0,001	0,001	0,000	-0,001	-0,001	-0,001
Netto finansiell gjeldsvekt	NFG/NDK	0,130	0,195	0,260	0,278	0,295	0,313	0,330	0,338	0,346	0,354	0,362	0,370	0,378	0,378
Netto driftskapitalbeta	B_{ndk}	0,562	0,562	0,562	0,562	0,562	0,562	0,562	0,562	0,562	0,562	0,562	0,562	0,562	0,562

Tabell 11. 3. Netto driftskapitalbeta og årlig egenkapitalbeta til NRS i perioden 2017-2030

11.1.4 Likviditetspremie

Vi bestemte i delkapittel 8.1.4. at likviditetspremien til selskapet var 1,5% over analyseperioden. I fremtidsregnskapet forventer vi at NRS vil vokse i størrelse.

På bakgrunn av veksten i selskapet har vi valgt å sette likviditetspremien lik bransjesnittets likviditetspremie, til 1%, på mellomlang sikt. Likviditetspremien til minoritetsinteressene

mener vi bør være på samme likviditetsnivå i fremtiden, og følgelig vil ligge på 1,5% over hele budsjettperioden.

11.1.5 Oppsummering egenkapitalkrav

I de foregående delkapitlene har vi beregnet de nødvendige komponentene for å beregne fremtidig egenkapital- og minoritetskrav. Ifølge Knivsflå kan en regne med at den reduserte selskapskatten vil føre til en opptrapping av eierskatten, hvilket vil føre til høyere egenkapital- og minoritetskrav. Dette rammer kun eiere som er personlige skatteyttere, og ettersom over 87% av aksjonærene til NRS rammes av fritaksmodellen, anser vi opptrappingen av eierskatt som lite relevant for videre beregninger [NRS, 2016]. Dermed tar vi ikke hensyn til den fremtidige opptrappingen av eierskatten ved beregning av fremtidig egenkapital- og minoritetskrav. Beregningen av *ekk* og *mik* er presentert i tabell 11.4.

Egenkapitalkrav		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Risikofri rente etter skatt	$rf^*(1-s)$	0,005	0,005	0,007	0,008	0,009	0,010	0,012	0,014	0,015	0,017	0,019	0,021	0,021	0,021
Egenkapitalbeta	B_{EK}	0,645	0,697	0,758	0,777	0,796	0,817	0,839	0,849	0,859	0,870	0,881	0,893	0,904	0,904
Markedsrisikopremie	mrp	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048
Likviditetspremie maj.	ilp_{MAJ}	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
Egenkapitalkrav CAPM	<i>ekk</i>	0,051	0,054	0,058	0,060	0,062	0,064	0,062	0,064	0,067	0,069	0,072	0,074	0,075	0,075
likviditetspremie minoritet	ilp_{min}	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015
Minoritetskrav	<i>mik</i>	0,066	0,069	0,073	0,075	0,077	0,079	0,077	0,079	0,082	0,084	0,087	0,089	0,090	0,090

Tabell 11. 4. Egenkapitalkrav og minoritetskrav til NRS i perioden 2017-2030

Vi ser i tabellen at egenkapitalkravet og minoritetskravet vil øke i fremtiden. Videre ser vi at økningen skyldes en økning i risikofri rente og egenkapitalbeta. Økningen i egenkapitalbetaen skyldes den økte gjeldsvekten, som vist i tabell 11.3 En økning av gjeldsandelen vil føre til høyere konkursrisiko, hvilket fører til at investorene vil kreve en høyere avkastning på sin investering [Dahl, G. 2006].

11.2 Finansielle krav

Vi vil videre beregne de fremtidige finansielle kravene. Kravene er basert på de samme formlene brukt i kapittel 8.2. Beregningen av finansielt gjeldskrav baserer seg på den syntetiske ratingen av selskapet, ettersom ratingen bestemmer kredittrisikopremien. Dermed må vi først utarbeide en oversikt over selskapets syntetiske rating fra 2017 til 2030 [Knivsflå 15, 2017].

11.2.1 Syntetisk rating

Den syntetiske ratingen baserer seg på forholdstallene likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent, og netto driftsrentabilitet. I kapittel 10 utarbeidet vi fremtidsregnskapet for NRS, og vi vil følgelig benyttet dette tallmaterialet ved utarbeidelse av den syntetiske ratingen. Likviditetsgrad 1 finner vi ved å dele omløpsmidlene på kortsiktig gjeld. I fremtidsregnskapet utarbeides det ikke tallmateriale til å beregne lg1, dermed bruker vi lg1 fra 2016, og setter den konstant over budsjetthorisonten. De resterende forholdstallene er basert på fremtidsregnskapet i kapittel 10. Fremtidig syntetisk rating er presentert i tabell 11.5.

Syntetisk rating	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Likviditetsgrad 1	1,780	1,780	1,780	1,780	1,780	1,780	1,780	1,780	1,780	1,780	1,780	1,780	1,780	1,780
	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Rentedekningsgrad	122,61	66,27	43,41	34,34	27,18	21,50	17,47	14,67	10,70	9,15	7,83	6,71	6,57	6,57
	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AA	AA	AA	AA	AA	AA
Egenkapitalprosent	0,53	0,49	0,47	0,46	0,45	0,44	0,43	0,43	0,42	0,42	0,41	0,41	0,41	0,41
	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Netto driftsrent.	0,306	0,246	0,222	0,199	0,177	0,156	0,146	0,137	0,128	0,119	0,111	0,102	0,102	0,102
	AAA	AA	AA	A	A	A	A	A	A	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Syntetisk rating	A	A	A	A	A	A	A	A	A	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB

Tabell 11. 5. Syntetisk rating til NRS i perioden 2017-2030

Ut fra tabellen kan vi se at ratingen synker fra A- til BBB-rating fra og med 2025. En dårligere ratingen skyldes en reduksjon i egenkapitalprosenten, rentedekningsgraden og netto driftsrentabiliteten. Dette vil få følger for det finansielle gjeldskravet ved at vi benytter 1% kredittrisikopremie fra 2017 til 2024, og 1,4% fra og med 2025.

11.2.2 Finansielt gjeldskrav

Det første finansielle fremtidskravet vi må beregne er finansielt gjeldskrav. Vi benytter oss av formelen brukt i kapittel 8.2.1, som består av komponentene risikofri rente og kredittrisikopremien basert på den syntetiske ratingen fastsatt i 11.2.1. Finansielt gjeldskrav er presentert i tabell 11.6.

Finansielt gjeldskrav		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Rating		A	A	A	A	A	A	A	A	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Risikofri rente etter skatt	$r_f \cdot (1-s)$	0,005	0,005	0,007	0,008	0,009	0,010	0,012	0,014	0,015	0,017	0,019	0,021	0,021	0,021
Kredittrisikopremie	krp_L	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
Finansielt gjeldskrav	fgk	0,015	0,015	0,017	0,018	0,019	0,020	0,022	0,024	0,029	0,031	0,033	0,035	0,035	0,035

Tabell 11. 6. Finansielt gjeldskrav til NRS i perioden 2017-2030

Som vi ser vil gjeldskravet øke over budsjettperioden, hvilket skyldes en økning i den risikofrie renten og kredittrisikopremien. I kapittel 8.2.1. diskuterte vi at det finansielle gjeldskravet over analyseperioden var unormalt lavt ettersom den finansielle gjeldsrenten til

selskapet har ligget mellom 3% og 4%. Basert på vår historiske analyseperiode kan det finansielle gjeldskravet på 3,5% i steady state ansees som rimelig. Vi ser at det finansielle gjeldskravet har et unaturlig lavt nivå frem til 2025, hvilket har sammenheng med en lav risikofri rente og god syntetisk rating. På grunn av vår prediksjon om fall i lakseprisen og en økning i den finansielle gjelden, anser vi det finansielle gjeldskravet som undervurdert over budsjettperioden. Långiverne vil trolig kreve en høyere rente enn det kravet viser. Vi velger likevel å følge det fundamentale rammeverket i beregningen, da vi anser renten i steady state som rimelig.

11.2.3 Finansielt eiendelskrav

Neste steg blir å beregne fremtidig finansielt eiendelskrav. Formelen er lik formelen som ble brukt i kapittel 8.2.2. Problemet med fremtidig eiendelskrav er at fremtidskravet ikke spesifiserer vektingen av kontanter, fordringer, og investeringer. Knivsflå mener man bør bruke det historiske gjennomsnittet i steady state, og la vektingen til de ulike eiendelene konvergere lineært mot snittet. I delkapittel 8.2.2 beregnet vi gjennomsnittlig vekting av kontanter til 82,3%, fordringer til 10,8%, og investeringer til 4,9%. Dermed setter vi vektingen i 2017 lik vektingen i 2016, og lar vektingen konvergere lineært mot steady state. Kravene til kontanter, fordringer, og investeringer er bestemt etter samme forutsetninger som i kapittel 8.2.2. Utrekningene er presentert i tabell 11.7.

Finansielt eiendelskrav		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Kontantkrav	$r_f^*(1-s)$	0,005	0,005	0,007	0,008	0,009	0,010	0,012	0,014	0,015	0,017	0,019	0,021	0,021	0,021
Kontantvekt	KON/FE	0,809	0,810	0,811	0,813	0,814	0,815	0,817	0,818	0,819	0,821	0,822	0,823	0,823	0,823
Fordringskrav	$r_f^*(1-s) + 1,4\%$	0,019	0,019	0,021	0,022	0,023	0,024	0,026	0,028	0,029	0,031	0,033	0,035	0,035	0,035
Fordringsvekt	FOR/FE	0,187	0,181	0,176	0,171	0,165	0,160	0,154	0,149	0,144	0,138	0,133	0,127	0,127	0,127
Investeringskrav	$r_f^*(1-s) + mvp$	0,053	0,053	0,055	0,056	0,057	0,058	0,060	0,062	0,063	0,065	0,067	0,069	0,069	0,069
Investeringsvekt	INV/FE	0,005	0,009	0,013	0,017	0,021	0,025	0,029	0,033	0,037	0,041	0,045	0,049	0,049	0,049
Finansielt eiendelskrav	fek	0,007	0,008	0,010	0,011	0,012	0,013	0,015	0,017	0,019	0,021	0,023	0,025	0,025	0,025

Tabell 11. 7. Finansielt eiendelskrav til NRS i perioden 2017-2030

Eiendelskravet vil i likhet med gjeldskravet øke over tid. I tabell 11.7 ser vi at fordringsvekten går noe ned, mens investerings- og kontantvekten øker noe. Økningen i eiendelskravet skyldes hovedsakelig en økning i den risikofrie renten. I tillegg gjør den økte vektingen av investeringskravet at eiendelskravet øker ytterligere. Selv om eiendelskravet er lavt, består majoriteten av de finansielle eiendelene av kontanter, hvilket gjør at kravet er å anse som rimelig.

11.2.4. Netto finansielt gjeldskrav

Etter utregningen ovenfor har vi grunnlag til å beregne det fremtidige netto finansielle gjeldskravet. Kravet utarbeides etter samme formel som i delkapittel 8.2.3. Beregningen av *nfgk* er presentert i tabell 11.8.

Netto finansielt gjeldskrav		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Finansielt gjeldskrav	<i>fgk</i>	0,015	0,015	0,017	0,018	0,019	0,020	0,022	0,024	0,029	0,031	0,033	0,035	0,035	0,035
Finansiell gjeldsvekt	<i>FG/NFG</i>	1,322	1,236	1,192	1,189	1,186	1,184	1,182	1,183	1,185	1,186	1,188	1,189	1,190	1,190
Finansielt eiendelskrav	<i>fek</i>	0,007	0,008	0,010	0,011	0,012	0,013	0,015	0,017	0,019	0,021	0,023	0,025	0,025	0,025
Finansiell eiendelsvekt	<i>FE/NFG</i>	0,322	0,236	0,192	0,189	0,186	0,184	0,182	0,183	0,185	0,186	0,188	0,189	0,190	0,190
Netto finansielt gjeldskrav	<i>nfgk</i>	0,017	0,017	0,018	0,019	0,020	0,021	0,023	0,025	0,031	0,033	0,035	0,037	0,037	0,037

Tabell 11. 8. Netto finansielt gjeldskrav til NRS i perioden 2017-2030

Vi ser av tabellen at netto finansielt gjeldskrav vil øke til 3,7% i steady state. Som vi diskuterte i delkapittel 11.2.2, anser vi finansielt gjeldskrav som unormalt lavt, og dermed vil det også være en risiko for at netto finansielt gjeldskrav undervurdert.

11.2.5 Finansielle betaverdier

Det siste steget i utarbeidelsen av de fremtidige finansielle gjeldskravene er å beregne fremtidige betaverdier. Vi vil utarbeide henholdsvis finansiell gjeldsbeta, finansiell eiendelsbeta, og netto finansiell gjeldsbeta. Vi benytter de samme formlene, og tar de samme forutsetningene vi gjorde i delkapittel 8.2.4. Vi starter med å beregne finansiell gjeldsbeta.

Kredittrisikopremien til finansiell gjeldsbeta er basert på den syntetiske ratingen, og i beregningen benytter vi en langsiktig kredittrisikopremie. Markedsrisikodelen fant vi i regresjonsanalysen av selskapets egenkapitalbeta, se delkapittel 8.2.4.1. Verdien satt vi til 0,024. Den siste komponenten er markedsrisikopremien, som vi satt til 4,8% i delkapittel 11.1.2. Beregningene av finansiell gjeldsbeta er presentert i tabell 11.9.

Finansiell gjeldsbeta		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Kredittrisikopremie	<i>k_{PL}</i>	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
Markedsrisikodel FG	<i>m_{rd}</i>	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024
Markedsrisikopremie	<i>m_{rp}</i>	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048
Finansiell gjeldsbeta	<i>B_{FG}</i>	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,007	0,007	0,007	0,007	0,007	0,007

Tabell 11. 9. Finansiell gjeldsbeta til NRS i perioden 2017-2030

Det neste steget vil være å beregne finansiell eiendelsbeta. Vi legger til grunn de samme forutsetningene som i kapittel 8.2.4.2. Kontantbetaen er satt til null og investeringsbetaen har en verdi på 1. Videre må vi beregne fordringsbetaen. Fordringsbetaen regnes ut ved bruk av

kreditrisikopremie til fordringer, markedsrisikopremien og markedsdelen. I våre beregninger er verdiene konstante, og dermed vil fordringsbetaen være konstant over budsjettperioden. Forskjeller i eiendelsbetaen vil kun oppstå på grunn av ulik vektning av de finansielle eiendelene over budsjettthorisonen [Knivsflå 9, 2017]. Den fremtidige finansielle eiendelsbetaen er presentert i tabell 11.10.

Finansiell eiendelsbeta		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Kreditrisikopremie	k_{rp}	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
Markedsrisikodel _{FOR}	m_{rd}	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024
Markedsrisikopremie	m_{rp}	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048
Fordringsbeta	B_{FOR}	0,007	0,007	0,007	0,007	0,007	0,007	0,007	0,007	0,007	0,007	0,007	0,007	0,007	0,007
Fordringsvekt	FOR/FE	0,187	0,181	0,176	0,171	0,165	0,160	0,154	0,149	0,144	0,138	0,133	0,127	0,127	0,127
Kontantbeta	B_{KON}	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Kontantvekt	KON/FE	0,809	0,810	0,811	0,813	0,814	0,815	0,817	0,818	0,819	0,821	0,822	0,823	0,823	0,823
Investeringsbeta	B_{INV}	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Investeringsvekt	INV/FE	0,005	0,009	0,013	0,017	0,021	0,025	0,029	0,033	0,037	0,041	0,045	0,049	0,049	0,049
Finansiell eiendelsbeta	B_{FE}	0,006	0,010	0,014	0,018	0,022	0,026	0,030	0,034	0,038	0,042	0,046	0,050	0,050	0,050

Tabell 11. 10. Finansiell eiendelsbeta til NRS i perioden 2017-2030

Vi har nå grunnlag til å beregne fremtidig netto finansiell gjeldsbeta. Betaverdien finner vi ved å subtrahere vektet finansiell eiendelsbeta fra den vektete finansielle gjeldsbetaen.

Utrekningene er presentert i tabell 11.11.

Netto finansiell gjeldsbeta		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Finansiell gjeldsbeta	B_{FG}	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,007	0,007	0,007	0,007	0,007	0,007
Finansiell gjeldsvekt	FG/NFG	1,322	1,236	1,192	1,189	1,186	1,184	1,182	1,183	1,185	1,186	1,188	1,189	1,190	1,190
Finansiell eiendelsbeta	B_{FE}	0,006	0,010	0,014	0,018	0,022	0,026	0,030	0,034	0,038	0,042	0,046	0,050	0,050	0,050
Finansiell eiendelsvekt	FE/NFG	0,322	0,236	0,192	0,189	0,186	0,184	0,182	0,183	0,185	0,186	0,188	0,189	0,190	0,190
Netto finansiell gjeldsbeta	B_{NFG}	0,005	0,004	0,003	0,003	0,002	0,001	0,001	0,000	0,001	0,001	0,000	-0,001	-0,001	-0,001

Tabell 11. 11. Netto finansiell gjeldsbeta til NRS i perioden 2017-2030

Som vi ser i tabellen er betaverdien svært lav over budsjettperioden, og vil gå fra positiv til negativ i 2028. Den lave verdien skyldes en lav gjeldsbeta, hvilket knytter seg opp den lave kreditrisikopremie basert på den syntetiske ratingen. I likhet med netto finansielt gjeldskrav, kan det diskuteres om netto finansiell gjeldsbeta er estimert for lavt. Vi velger likevel å holde oss konsistent til rammeverket, og velger følgelig å benytte oss av netto finansiell gjeldsbeta fra tabell 11.11 videre i verdsettelsen.

11.3. Selskapskrav

De siste fremtidskravene vi skal beregne er NRS sine selskapskrav, hvilket innebærer en utregning av fremtidig netto driftskrav og fremtidig sysselsatt kapitalkrav. Vi starter med å beregne fremtidig netto driftskrav. Kravet er en vektning mellom egenkapitalkrav,

minoritetskrav, og netto finansielt gjeldskrav, presentert i tabell 11.12. Som vi ser vil netto driftskrav øke over budsjettperioden til 6,1% i steady state.

Netto driftskrav		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Egenkapitalkrav	<i>ekk</i>	0,051	0,054	0,058	0,060	0,062	0,064	0,062	0,064	0,067	0,069	0,072	0,074	0,075	0,075
Egenkapitalvekt	<i>EK/NDK</i>	0,854	0,787	0,721	0,699	0,678	0,656	0,635	0,629	0,622	0,616	0,610	0,604	0,598	0,598
Minoritetskrav	<i>mik</i>	0,066	0,069	0,073	0,075	0,077	0,079	0,077	0,079	0,082	0,084	0,087	0,089	0,090	0,090
Minoritetsvekt	<i>MI/NDK</i>	0,016	0,018	0,019	0,023	0,027	0,031	0,035	0,033	0,032	0,030	0,028	0,026	0,024	0,024
Netto fin. gjeldskrav	<i>nfgk</i>	0,017	0,017	0,018	0,019	0,020	0,021	0,023	0,025	0,031	0,033	0,035	0,037	0,037	0,037
Netto fin. gjeldsvekt	<i>NFG/NDK</i>	0,130	0,195	0,260	0,278	0,295	0,313	0,330	0,338	0,346	0,354	0,362	0,370	0,378	0,378
Netto driftskrav	<i>ndk</i>	0,046	0,047	0,048	0,049	0,050	0,051	0,050	0,051	0,055	0,057	0,059	0,061	0,061	0,061

Tabell 11. 12. Netto driftskrav til NRS i perioden 2017-2030

Det siste kravet vi skal beregne er sysselsatt kapitalkrav. Dette er et vektet krav mellom egenkapitalkrav, minoritetskrav og finansielt gjeldskrav. Beregningene av sysselsatt kapitalkrav er presentert i tabell 11.13. I likhet med netto driftskrav øker kravet over budsjettperioden, og ligger på 5,8% i steady state.

Sysselsatt kapitalkrav		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Egenkapitalkrav	<i>ekk</i>	0,051	0,054	0,058	0,060	0,062	0,064	0,062	0,064	0,067	0,069	0,072	0,074	0,075	0,075
Egenkapitalvekt	<i>EK/SSK</i>	0,820	0,753	0,686	0,664	0,642	0,621	0,599	0,592	0,585	0,578	0,571	0,564	0,557	0,557
Minoritetskrav	<i>mik</i>	0,066	0,069	0,073	0,075	0,077	0,079	0,077	0,079	0,082	0,084	0,087	0,089	0,090	0,090
Minoritetsvekt	<i>MI/SSK</i>	0,015	0,017	0,018	0,022	0,026	0,029	0,033	0,031	0,030	0,028	0,026	0,024	0,023	0,023
Finansielt gjeldskrav	<i>fgk</i>	0,015	0,015	0,017	0,018	0,019	0,020	0,022	0,024	0,029	0,031	0,033	0,035	0,035	0,035
Finansiell gjeldsvekt	<i>FG/SSK</i>	0,165	0,230	0,295	0,314	0,332	0,350	0,368	0,377	0,385	0,394	0,403	0,411	0,420	0,420
Sysselsatt kapitalkrav	<i>skk</i>	0,045	0,045	0,046	0,047	0,048	0,049	0,048	0,049	0,053	0,055	0,057	0,058	0,058	0,058

Tabell 11. 13. Sysselsatt kapitalkrav til NRS i perioden 2017-2030

Tidligere har vi diskutert om kravene er unormalt lave, og dermed om netto driftskrav og sysselsatt kapitalkrav er underestimert. Ved lave krav vil det være risiko for at verdierestimatet blir overestimert i den fundamentale verdsettelsen i kapittel 12. Gjennom en konvergeringsprosess vil de budsjetterte kravene bli oppdatert og verdivektet. De vil da oppjusteres eller nedjusteres, og følgelig vil risikoen for feilestimat reduseres. Dette kommer vi tilbake til i kapittel 12. I tabell 11.14 presenterer vi alle fremtidige krav, og kravene har en jevn økning over budsjettperioden.

Fremtidskrav NRS		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Egenkapitalkrav	<i>ekk</i>	0,051	0,054	0,058	0,060	0,062	0,064	0,062	0,064	0,067	0,069	0,072	0,074	0,075	0,075
Minoritetskrav	<i>mik</i>	0,066	0,069	0,073	0,075	0,077	0,079	0,077	0,079	0,082	0,084	0,087	0,089	0,090	0,090
Finansielt gjeldskrav	<i>fgk</i>	0,015	0,015	0,017	0,018	0,019	0,020	0,022	0,024	0,029	0,031	0,033	0,035	0,035	0,035
Finansielt eiendelskrav	<i>fek</i>	0,007	0,008	0,010	0,011	0,012	0,013	0,015	0,017	0,019	0,021	0,023	0,025	0,025	0,025
Netto finansielt gjeldskrav	<i>nfgk</i>	0,017	0,017	0,018	0,019	0,020	0,021	0,023	0,025	0,031	0,033	0,035	0,037	0,037	0,037
Netto driftskrav	<i>ndk</i>	0,046	0,047	0,048	0,049	0,050	0,051	0,050	0,051	0,055	0,057	0,059	0,061	0,061	0,061
Sysselsatt kapitalkrav	<i>skk</i>	0,045	0,045	0,046	0,047	0,048	0,049	0,048	0,049	0,053	0,055	0,057	0,058	0,058	0,058

Tabell 11. 14. Oppsummering fremtidskrav til NRS i perioden 2017-2030

11.5 Strategisk fordel

Ved å basere oss på beregningene i kapittel 10 og 11, kan vi analysere om selskapet innehar en fremtidig strategisk fordel. Vi vil også drøfte om den fremtidige strategiske fordelens samsvarer med funnene i den strategiske analysen i kapittel 5. En nullhypotese er at selskapet ikke har noen varig strategisk fordel, og at en eventuell kortsiktig strategisk fordel over budsjettperioden vil konvergere mot likevekt. Det vil si at egenkapitalrentabiliteten vil konvergere mot egenkapitalkravet. En alternativ hypotese er at selskapet vil ha et konkurransefortrinn, og dermed varig strategisk fordel. I kapittel 9 dekomponerte vi den strategiske fordelens opp i en driftsfordel og finansieringsfordel, og vi vil følgelig gjøre det samme i dette delkapittelet. Resultatet av beregningen er presentert i tabell 11.15 [Knivsflå 15, 2017].

Strategisk fordel	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftsrent.	0,306	0,246	0,222	0,199	0,177	0,156	0,146	0,137	0,128	0,119	0,111	0,102	0,102	0,102
Netto driftskrav	0,046	0,047	0,048	0,049	0,050	0,051	0,050	0,051	0,055	0,057	0,059	0,061	0,061	0,061
Ren driftsfordel	0,260	0,199	0,174	0,150	0,127	0,105	0,097	0,086	0,073	0,062	0,052	0,042	0,042	0,042
Gearingfordel	0,044	0,054	0,068	0,064	0,060	0,055	0,056	0,051	0,044	0,039	0,033	0,027	0,028	0,028
Driftsfordel	0,304	0,253	0,242	0,214	0,187	0,160	0,153	0,136	0,117	0,101	0,085	0,069	0,069	0,069
Finansieringsfordel	-0,003	-0,003	-0,003	-0,003	-0,003	-0,003	-0,004	-0,003	-0,002	-0,001	-0,001	0,000	0,000	0,000
Strategisk fordel	0,301	0,250	0,239	0,211	0,184	0,157	0,149	0,134	0,116	0,100	0,084	0,069	0,069	0,069

Tabell 11. 15. Dekomponert strategisk fordel NRS i perioden 2017-2030

Strategisk fordel	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Egenkapitalrentabl.	0,352	0,304	0,297	0,271	0,246	0,221	0,211	0,198	0,182	0,169	0,156	0,143	0,144	0,144
Egenkapitalkrav	0,051	0,054	0,058	0,060	0,062	0,064	0,062	0,064	0,067	0,069	0,072	0,074	0,075	0,075
Strategisk fordel	0,301	0,250	0,239	0,211	0,184	0,157	0,149	0,134	0,116	0,100	0,084	0,069	0,069	0,069

Tabell 11. 16. Strategisk fordel NRS i perioden 2017-2030

Som vi kan lese ut av tabellen innehar NRS en varig strategisk fordel på 6,9% i steady state. Det vil si at NRS har muligheter til å generere egenkapitalrentabilitet som overstiger egenkapitalkravet i fremtiden. Fordelen stammer fra selskapets rene driftsfordel på 4,2%, hvilket fører til en tilhørende gearingfordel på 2,8%. Videre innehar selskapet i ingen finansieringsfordel i steady state, hvilket stemmer godt overens med antakelsen om et velfungerende kapitalmarked.

I den strategiske analysen i kapittel 5 kom vi frem til at selskapet innehar en midlertidig ressursfordel, hvilket stemmer godt overens med den høye strategisk fordel i starten av budsjettperioden. Videre kom vi frem til var at oppdrettsbransjen hadde et varig konkurransefortrinn, ved at trusselnivået i konkurransemodellen var moderat. I kapittel 5 kom vi frem til at bransjen har store inngangsbarrierer, og at konsesjonssystemet setter begrensninger for nyetableringer. På grunn av Norges geografiske posisjon, og ledende

forskningsmiljø antar vi at Norge vil beholde sin posisjon som ledende oppdrettsnasjon. På bakgrunn av dette antar vi at bransjen innehar et varig konkurransefortrinn. Dermed kan vi forsvare NRS sin strategiske fordel i steady state. Det forutsetter derimot at bransjen klarer å holde luse- og rømmingsproblematikken i sjakk, og at etterspørselen etter laks fortsetter å være høy.

12. Fundamental verdsettelse

I de foregående kapitlene har vi gjennomført de utarbeidelser, beregninger, og vurderinger som er nødvendige for å gjennomføre den fundamentale verdsettelsen av Norway Royal Salmon. I kapittel 4.1 presenterte vi en kort forklaring på den fundamentale verdsettelsen. I dette kapitlet vil vi gå mer i detalj på hvordan vi har kommet frem til det endelig verdiesestimater. Hensikten med den fundamentale verdsettelsen er å finne egenkapitalverdien på verdsettelsestidspunktet. Med andre ord søker vi å finne en nåverdi lik forventet fremtidsverdi diskontert med det risikojusterte kravet [Knivsflå 16, 2017]. Det er viktig å presisere at vi ønsker å finne et verdiesimat basert på våre beregninger og vurderinger, ikke børsverdien i aksjemarkedet. Børsverdien vil kun bli brukt som et sammenligningsgrunnlag, og verdiesimatet kan dermed avvike fra denne verdien. Det eventuelle avviket vil danne grunnlaget for en handlingsstrategi som vi kommer tilbake til i kapittel 14.

Den fundamentale verdsettelsesteknikken består av flere steg. Første steg vil være å beregne en verdi på egenkapitalen ved hjelp av egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Egenkapitalmetoden er en direkte verdsettelse av strømmen til egenkapitalen, mens selskapskapitalmetoden verdsetter egenkapitalen indirekte ved å verdsette strømmen av verdier til selskapet. Dersom kravene er verdivektet vil metodene gi identisk verdiesimat. Verdivektene finner vi ved å justere de budsjetterte vektene gjennom en konvergeringsprosess. Basert på de konvergente vektene, vil vi kunne finne et endelig fundamentalt verdiesimat. Det vil naturligvis være knyttet usikkerhet til verdiesimatet, og dermed vil vi analysere usikkerheten ved bruk av analyseprogrammet Crystal Ball [Knivsflå 16, 2016]. Vi starter med å presentere de ulike metodene innenfor egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden.

12.1 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden verdsetter egenkapital direkte, ved å diskontere fremtidige kontantstrømmer. Innenfor egenkapitalmetoden finnes det fire ulike metoder; utbyttmodellen, fri-kontantstrømmmodellen, superprofittmodellen, og superprofittvekstmodellen. Ved konsistent bruk vil metodene gi identisk verdiesimat, ettersom modellene er ekvivalente. I de påfølgende underkapitlene vil de ulike metodene bli presentert.

12.1.1 Utbyttmodellen

Utbyttmodellen, forkortet NBU-modellen, kan anses som grunnmodellen i egenkapitalmetoden. I denne modellen er verdien av egenkapitalen i dag lik nåverdien av fremtidig utbytte, diskontert med selskapets egenkapitalkrav (ekk). Under forutsetning om at fremtidig utbytte vil være i konstant steady state, kan Gordons vekstmodell benyttes for å få et sluttet uttrykk for horisontverdien. Vi forutsetter at netto utbetalt utbytte er lik fri kontantstrøm til egenkapitalen i budsjettperioden, hvilket fører til at denne modellen vil være lik fri-kontantstrømmodellen i neste delkapittel [Knivsflå 16, 2017]. NBU-formelen blir som følger:

Formel 12-1

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{NBU_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{NBU_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekk - ekv)}$$

VEK = verdien til egenkapitalen, NBU = netto utbetalt utbytte, ekk = egenkapitalkrav, ekv = egenkapitalvekst

12.1.2 Fri-kontantstrømmodellen

Etter fri-kontantstrømmodellen er verdien av egenkapitalen i dag lik nåverdien av forventet fremtidig fri kontantstrøm til egenkapitalen diskontert med egenkapitalkravet [Knivsflå 16, 2017]. Etter forutsetningen i forrige delkapittel er denne modellen lik NBU-modellen.

Modellen er som følger:

Formel 12-2

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{FKE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekk - ekv)}$$

VEK = verdien til egenkapitalen, FKE = fri kontantstrøm til egenkapital, egenkapitalkrav, ekv = egenkapitalvekst

Kontantstrømbasert metode er mest brukt praksis, på grunn av modellens enkle oppbygning. Modellen har den sine svakheter, og blir kritisert av Gjesdal ettersom hoveddelen av verdiesimatet vil være beregnet av horisontverdien. Dermed bærer modellen preg av sirkularitet da verdien bestemmes av verdien. I tillegg påpeker Gjesdal at det vil være vanskelig å skille hvor kontantstrømmen stammer fra [Gjelsdal, F, 2012]. I følge Kallestad og Møller egner denne metoden seg best til å verdsette selskaper som har faste utbytterammer og finansieringsprofil, som for eksempel banker og finansinstitusjoner [Kallestad, Y. og Møller, B. 2016].

12.1.3 Superprofittmodellen

Ved bruk av superprofittmodellen er verdien av egenkapitalen i dag lik den balanseførte verdien av egenkapital pluss nåverdien av forventet fremtidig superprofitt til egenkapitalen. Denne modellen legger også til grunn forutsetninger om konstant vekst i steady state [Knivsflå 16, 2017]. Formelen er som følger:

Formel 12-3

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{SPE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekv - ekv)}$$

VEK = verdien til egenkapitalen, EK = egenkapital, SPE = superprofitt til EK, ekk = egenkapitalkrav, ekv = egenkapitalvekst

Fordelene ved bruk av denne metoden er den fokuserer på verdidrivere i selskapet, lønnsomhet og vekst er i fokus. Lønnsomhet er det ikke mulig å lese av fra kontantstrømmer. Sammenlignet med kontantstrømmetoden spiller horisontleddet en mindre rolle, hvilket er positivt for å unngå sirkularitet. Ulempene ved bruk av metoden, er at den er vanskeligere å utføre og mer tidkrevende enn kontantstrømmetoden [Gjesdal, F. 2012].

12.1.4 Superprofittvekstmodellen

Den siste modellen som anvendes i egenkapitalmetoden er superprofittvekstmodellen. I modellen er verdien av egenkapitalen lik kapitalisert verdi av nettoresultatet til egenkapitalen uten vekst, pluss nåverdien av fremtidig vekst. Den fremtidige veksten er justert superprofittvekst [Knivsflå 16, 2017]. Formelen for modellen er som følger:

Formel 12-4

$$VEK_0 = \frac{NRE_1}{ekv} + \frac{1}{ekv} * \sum_{t=1}^T \frac{SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{SPE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekv - ekv)}$$

VEK = verdien til egenkapitalen, NRE = netto resultat til EK, ΔSPE=superprofittvekst til EK, ekk = egenkapitalkrav, ekv = egenkapitalvekst

Som nevnt er det fordeler og ulemper ved de ulike metodene, men alt i alt er modellene ekvivalente og gir alltid samme verdierestimat ved konsistent bruk [Knivsflå 16, 2017].

12.2. Selskapskapitalmodellen

Selskapskapitalmetoden er en indirekte metode for verdsettelse av egenkapitalen til selskapet. Forskjellen er at en beregner verdien av selskapet, for deretter å subtrahere fra verdien av gjeld og minoritetsinteresser. Innenfor selskapskapitalmetoden finnes det to modeller; sysselsatt kapitalmetoden og netto driftskapitalmetoden. De fire metodene i egenkapitalmodellen kan brukes til å finne verdien av sysselsatt kapital, netto driftskapital, finansiell gjeld og minoritetsinteresser. I egenkapitalmodellen brukte vi egenkapitalkravet ved diskontering, mens i selskapskapitalmodellen brukes henholdsvis sysselsatt kapitalkrav og nettodriftskrav [Knivsflå 17, 2017]. De to modellene vil bli presentert i de påfølgende underkapitlene.

12.2.1. Sysselsatt kapitalmetoden

Etter sysselsatt kapitalmetoden estimeres verdien av egenkapitalen ved å trekke verdien av finansiell gjeld og minoritetsinteresser fra verdien av sysselsatt kapital. Som nevnt beregnes verdien av sysselsatt kapital etter en av modellene i egenkapitalmetoden. Vi bruker sysselsatt kapitalkrav ved diskontering etter denne modellen [Knivsflå 17, 2017].

Formel 12-5

$$VEK_0 = VSSK_0 - VFG_0 - VMI_0$$

*VEK = verdien til egenkapitalen, VSSK = verdien til sysselsatt kapital,
FNG = verdien til finansiell gjeld, VMI = verdien til minoritetsinteressene*

12.2.2. Netto driftskapitalmetoden

Den siste metoden for estimering av verdien til egenkapitalen er netto driftskapitalmetoden. Egenkapitalverdien finner vi ved å trekke fra verdien av netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser fra verdien av netto driftskapitalen. Verdien av netto driftskapital finner vi ved hjelp av en av modellene i egenkapitalmetoden. I denne modellen brukes netto driftskrav ved diskontering [Knivsflå 17, 2017]. Modellen er som følger:

Formel 12-6

$$VEK_0 = VNDK_0 - VNFG_0 - VMI_0$$

VEK = verdien til egenkapitalen, VNDK = verdien til netto driftskapital, VNFG = verdien til netto finansiell gjeld, VMI = verdien til minoritetsinteressene

Selskapskapitalmetodene vil gi det samme verdiestimat, som igjen vil være identiske med verdiestimatene beregnet ved egenkapitalmetoden. Dette forutsetter konsistent bruk, og at kravene er riktig vektet. Dvs. at de er verdivektet, og ikke basert på budsjetterte vekter [Knivsflå 16, 2017]. Verdivektene finner vi ved en konvergeringsprosess, som vi kommer tilbake til i 12.4.

12.3 Første verdiestimat basert på budsjetterte vekter

Ved hjelp av de presenterte modellene i de foregående delkapitlene kan vi beregne det første verdiestimatet. Det første verdiestimatet vil ikke være det endelige verdiestimatet, ettersom estimatet er basert på budsjetterte vekter. Ved å beregne verdiestimatet etter de budsjetterte vektene vil modellene, som presentert nedenfor, gi forskjellige verdier. Dermed må vi gjennomføre den nevnte konvergeringsprosess for å finne frem til et felles estimat.

Vi diskuterte tidligere at det ifølge Gjesdal en ulempe at horisontverdien spiller en stor rolle i verdiestimatet [Gjesdal, F.]. Som vi ser i tabellene utgjør horisontverdien en stor del av verdiestimatet, og dermed knytter det seg stor usikkerhet til verdsettelsen. Usikkerheten i verdsettelsen skyldes at horisontverdien bestemmes av en rekkes usikre budsjett drivere. Igjen viser dette svakheter ved rammeverket. Nedenfor presenterer vi det første verdiestimatet ved bruk av de tre ulike verdsettelsesmetodene.

FKE - modellen	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Fri kontantstrøm egenkapital		406 216	471 003	452 341	541 501	613 225	593 737	469 280	409 019	348 357	296 154	244 631	277 121	261 409	271 865
Diskonteringsfaktor		1,051	1,107	1,171	1,241	1,318	1,402	1,489	1,585	1,691	1,808	1,937	2,081	2,236	0,077
Nåverdi av FKE 1 - T+1	3 842 424	386 679	425 411	386 187	436 192	465 188	423 348	315 109	258 051	206 038	163 834	126 287	133 190	116 910	3 508 344
Horisontverdien T+2	3 508 344														
Verdien av egenkapitalen	7 350 768														

SPE - modellen	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Superprofitt til egenkapital		526 958	490 357	497 160	474 554	425 469	355 801	324 896	289 755	252 841	223 752	195 830	167 797	174 398	181 374
Diskonteringsfaktor		1,051	1,107	1,171	1,241	1,318	1,402	1,489	1,585	1,691	1,808	1,937	2,081	2,236	0,077
Nåverdi av SPE 1 - T+1	3 261 701	501 614	442 891	424 451	382 264	322 757	253 694	218 159	182 807	149 545	123 781	101 094	80 647	77 996	2 340 582
Horisontverdien T+2	2 340 582														
Balansført egenkapital	1 748 485														
Verdien av egenkapitalen	7 350 768														

Endring SPE - modellen	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2	T+3
År	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Nettoreultat til egenkapital		615 299														
Superprofittvekst			-38 182	3 326	-26 791	-53 630	-74 144	-34 379	-38 893	-40 747	-32 986	-31 776	-31 716	2 685	2 903	3 019
Diskonteringsfaktor			1,051	1,107	1,171	1,241	1,318	1,402	1,489	1,585	1,691	1,808	1,937	2,081	2,236	0,077
Nåverdi endring SPE 1 - T+1	-282 868		-36 346	3 004	-22 873	-43 200	-56 245	-24 513	-26 116	-25 707	-19 510	-17 579	-16 373	1 290	1 298	38 962
Horisontverdien T+2	38 962															
Kapitalisert verdi Nåverdier	-482 748															
Kapitalisert verdi NRE	12 178 267															
Verdien av egenkapitalen	7 350 768															

Tabell 12. 1. Tabeller første verdiestimat av NRS ved bruk av egenkapitalmetoden

FKD - modellen	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Fri kontantstrøm fra drift		187 928	208 918	316 170	437 347	559 986	569 148	483 691	406 043	332 877	261 055	187 410	251 873	261 948	272 426
Diskonteringsfaktor		1,046	1,096	1,148	1,204	1,264	1,329	1,394	1,466	1,547	1,635	1,731	1,836	1,948	0,041
Nåverdi av FKD 1 - T+1	3 259 157	179 595	190 688	275 418	363 235	442 989	428 413	346 913	276 979	215 243	159 715	108 285	137 189	134 494	6 712 120
Horisontverdien T+2	6 712 120														
Verdi NDK	9 971 277														
Netto finansiell gjeld	-265 764														
Verdi minoritetsinteresser	-77 964														
Verdien av egenkapitalen	9 627 550														

SPD - modellen	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Superprofitt fra drift		531 692	495 762	503 217	481 748	433 266	363 515	332 522	295 580	257 063	226 499	197 183	167 797	174 398	181 374
Diskonteringsfaktor		1,046	1,096	1,148	1,204	1,264	1,329	1,394	1,466	1,547	1,635	1,731	1,836	1,948	0,041
Nåverdi av SPD 1 - T+1	3 455 242	508 116	452 503	438 356	400 111	342 745	273 628	238 492	201 628	166 221	138 573	113 932	91 395	89 543	4 468 753
Nåverdi av horisontverdien T+2	4 468 753														
NDK i år 0	2 047 282														
Verdi NDK	9 971 277														
Netto finansiell gjeld	-265 764														
Verdi minoritetsinteresser	-77 964														
Verdien av egenkapitalen	9 627 550														

Endring SPD - modellen	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2	T+3
År	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Netto driftsresultat		626 680														
Superprofitt netto driftskapital			-36 225	6 784	-22 593	-49 924	-71 322	-31 978	-38 355	-40 599	-32 815	-31 635	-31 666	4 227	4 507	4 687
Diskonteringsfaktor			1,046	1,096	1,148	1,204	1,264	1,329	1,394	1,466	1,547	1,635	1,731	1,836	1,948	0,041
Nåverdi endring SPD 1 - T+1	-279 521		-34 619	6 192	-19 681	-41 464	-56 421	-24 071	-27 509	-27 694	-21 219	-19 355	-18 297	2 302	2 314	115 482
Horisontverdien T+2	115 482															
Kapitalisert verdi Nåverdier	-353 507															
Kapitalisert verdi NRD	13 506 785															
Verdi NDK	9 971 277															
Netto finansiell gjeld	-265 764															
Verdi minoritetsinteresser	-77 964															
Verdien av egenkapitalen	9 627 550															

Tabell 12. 2. Tabeller første verdiestimat av NRS ved bruk av netto driftskapitalmetoden

FKS - modellen	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Fri kontantstrøm fra sysselsatt kap.		159 856	179 750	293 262	420 051	551 176	564 873	478 795	398 545	322 433	247 189	169 479	239 342	257 531	267 833
Diskonteringsfaktor		1,045	1,092	1,142	1,196	1,253	1,315	1,377	1,445	1,522	1,605	1,696	1,795	1,900	0,035
Nåverdi av FKS 1 - T+1	3 153 223	152 997	164 578	256 706	351 204	439 767	429 689	347 675	275 770	211 917	154 038	99 955	133 358	135 568	7 638 177
Nåverdi av horisontverdien T+2	7 638 177														
Verdi SSK	10 791 401														
Finansiell gjeld	-351 416														
Verdi minoritetsinteresser	-77 964														
Verdien av egenkapitalen	10 362 021														

Superprofitt - modellen	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2
År	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Superprofitt fra sysselsatt kapital		531 692	495 762	503 217	481 748	433 266	363 515	332 522	295 580	257 063	226 498	197 183	167 797	174 398	181 374
Diskonteringsfaktor		1,045	1,092	1,142	1,196	1,253	1,315	1,377	1,445	1,522	1,605	1,696	1,795	1,900	0,035
Nåverdi av SPS 1 - T+1	3 485 961	508 878	453 917	440 491	402 788	345 689	276 520	241 459	204 525	168 953	141 145	116 295	93 495	91 806	5 172 506
Nåverdi av horisontverdien T+2	5 172 506														
SPS i år 0	2 132 935														
Verdi SSK	10 791 401														
Finansiell gjeld	-351 416														
Verdi minoritetsinteresser	-77 964														
Verdien av egenkapitalen	10 362 022														

Endring SPS - modellen	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	T	T+1	T+2	T+3
År	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Nettoresultat til egenkapital		637 439														
Superprofittvekst			-36 163	6 904	-22 442	-49 757	-71 156	-31 860	-38 237	-40 461	-32 683	-31 511	-31 552	4 355	4 641	15 711
Diskonteringsfaktor			1,045	1,092	1,142	1,196	1,253	1,315	1,377	1,445	1,522	1,605	1,696	1,795	1,900	0,035
Nåverdi endring SPE 1 - T+1	-281 163		-34 612	6 322	-19 645	-41 601	-56 773	-24 235	-27 765	-27 997	-21 481	-19 636	-18 609	2 427	2 443	448 066
Horisontverdien T+2	448 066															
Kapitalisert verdi Nåverdier	3722914,368															
Kapitalisert verdi NRE	14 218 616															
Verdi SSK	17 941 530															
Finansiell gjeld	-351 416															
Verdi minoritetsinteresser	-77 964															
Verdien av egenkapitalen	10 362 022															

Tabell 12. 3. Første verdiestimat av NRS ved bruk av sysselsatt kapitalmetoden

12.3.1 Oppsummering første verdiestimat

De ulike modellene ga like verdier innad i modellene, hvilket tyder på at vi har gjennomført en konsistent og korrekt utregning. Vi presenterer resultatet fra det første verdiestimatet i tabell 12.4. Som man kan se i tabellen, får vi en stor variasjon ved bruk av de forskjellige verdsettelsesmetodene. Ved bruk av ek-metoden får vi en verdi som ligger over 3 milliarder under verdien etter ssk-metoden. Vi har tidligere gitt uttrykk for at selskapskapitalkravene kan være undervurdert. Det første verdiestimatet gir en indikasjon på akkurat dette, da det er en stor differanse mellom egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden.

Den gjennomsnittlige verdien av egenkapitalen er 9 113 446, hvilket tilsvarer en aksjekurs på 209,15 kr. Det første verdiestimatet er basert på budsjetterte vektorer i kravene, noe som gjør at det oppstår en differanse mellom de ulike metodene. For å få et felles verdiestimat vil vi gjennomføre en konvergeringsprosess i neste delkapittel.

Verdien av egenkapitalen til NRS	
EK- metoden	7 350 768
NDK - metoden	9 627 550
SSK - metoden	10 362 021
Gjennomsnittlig verdi av EK	9 113 446

Tabell 12. 4. Oppsummering første verdiestimat til NRS

12.4. Konvergering mot et felles verdiestimat

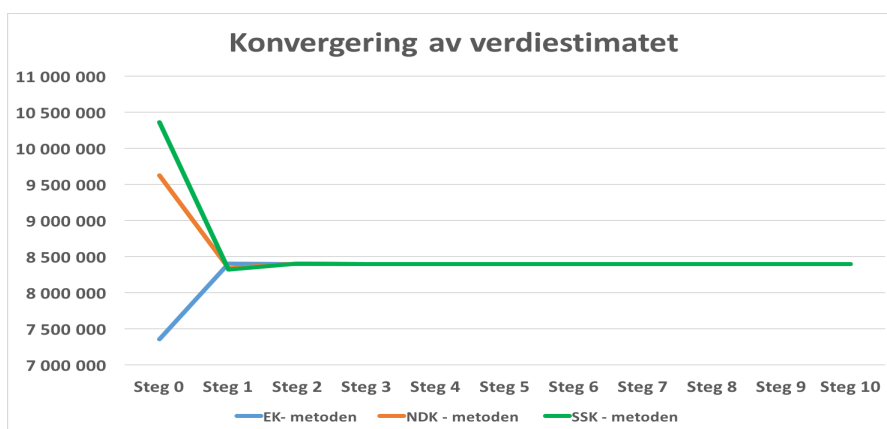
I konvergeringsprosessen ønsker vi å finne et felles verdiestimat på NRS sin egenkapital. I det første verdiestimatet benyttet vi budsjetterte vekter i avkastningskravene. For å komme frem til et felles verdiestimat må vi å benytte verdivekting i avkastningskravet. Dermed gjennomfører man en gjentakende prosess som fører vektingen i avkastningskravet mot virkelig verdi. Selve konvergeringsprosessen gjennomføres i følgende fire steg:

1. Regn ut gjennomsnittlig verdiestimat fra egenkapital- og selskapskapitalmetoden basert på budsjetterte vekter i avkastningskravet.
2. Oppdater vektene i avkastningskravet basert på det gjennomsnittlige verdiestimatet fra foregående verdiestimat.
3. Regn ut et nytt verdiestimat basert på de oppdaterte vektene i avkastningskravet.
4. Gjenta steg nr. 2 og 3 inntil avviket mellom de ulike metodene er tilnærmet lik 0.

I tabell 12.5 og figur 12.1, ha vi presentert resultatene fra konvergeringsprosessen.

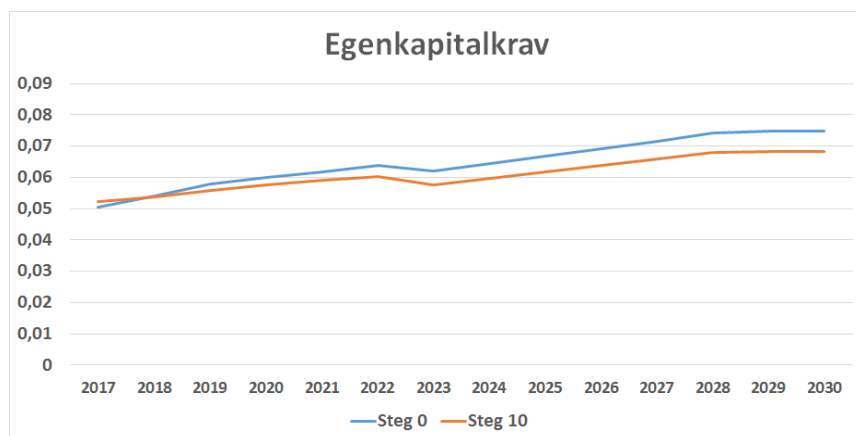
Konvergering	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
EK- metoden	7 350 768	8 404 377	8 395 405	8 396 458	8 396 392	8 396 390	8 396 391	8 396 391	8 396 391	8 396 391	8 396 391
NDK - metoden	9 627 550	8 338 365	8 400 927	8 396 062	8 396 389	8 396 391	8 396 391	8 396 391	8 396 391	8 396 391	8 396 391
SSK - metoden	10 362 021	8 318 353	8 402 548	8 395 937	8 396 390	8 396 391	8 396 391	8 396 391	8 396 391	8 396 391	8 396 391
Gjennomsnittlig verdi av EK	9 113 446	8 353 699	8 399 626	8 396 152	8 396 390	8 396 391	8 396 391	8 396 391	8 396 391	8 396 391	8 396 391

Tabell 12. 5. Konvergering av verdiestimat til NRS, steg 0-10

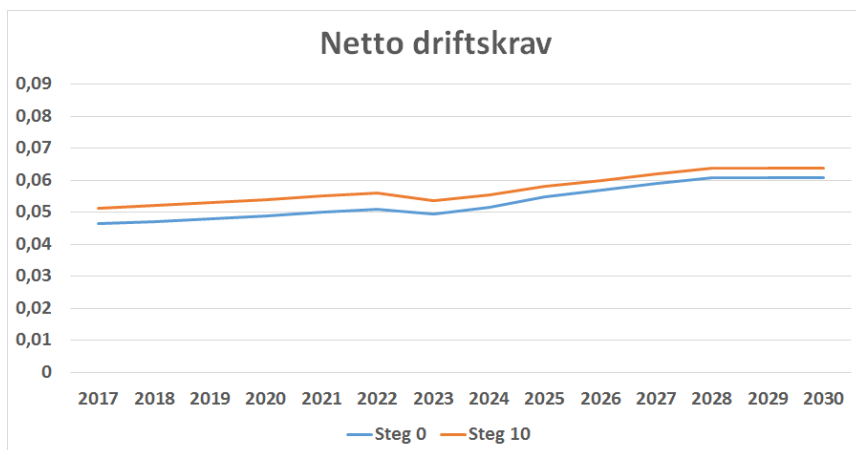


Figur 12. 1. Konvergering av verdiestimat til NRS, steg 0-10

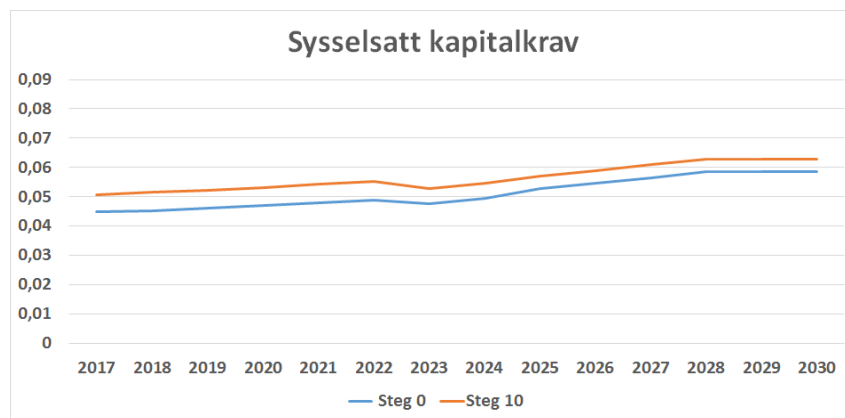
I steg nummer 1 faller det gjennomsnittlige verdiestimatet med over 650 millioner, før estimatet øker noe i steg 2. Fra steg 3 ser vi at de 3 metodene konvergerer mot en gjennomsnittlig ek-verdi på 8 396 391. Den gjennomsnittlige egenkapitalen faller fra 9 113 446 i steg 0, hvilket tilsvarer en aksjekurs på 209,15 kroner per aksje, til en gjennomsnittlig verdi på 8 396 391, hvilket tilsvarer en aksjekurs på 192,70 kr. Konvergeringen skyldes som sagt en endring i vektingen av avkastningskravene. Dermed vil vi illustrere hvordan de ulike avkastningskravene endrer seg fra steg 0 til steg 10.



Figur 12. 2. Konvergeringsprosessens påvirkning på egenkapitalkravet



Figur 12. 3. Konvergeringsprosessens påvirkning på netto driftskravet



Figur 12. 4. Konvergeringsprosessens påvirkning på sysselsatt kapitalkrav

I verdikonvergeringen ser vi at den gjennomsnittlige ek-verdien har sunket i steg 10. Den reduserte verdien skyldes en økning av verdien etter egenkapitalmetoden, mens man får en reduksjon i verdien etter selskapskapitalmetodene. I figurene ovenfor ser vi at netto driftskrav og sysselsatt kapitalkrav har økt i løpet av konvergeringsprosessen. Med andre ord er både *ndk* og *ssk* undervurdert i steg 0, ettersom man baserer seg på budsjetterte vekter. En undervurdering av *ndk* og *ssk* stemmer overens med våre uttalelser i tidligere kapitler.

Videre ser vi at egenkapitalkravet har sunket i alle år bortsett fra 2017 og 2018. Årsaken til at *ekk* har en litt annerledes kurve enn de to andre figurene skyldes egenkapitalbetaen. Egenkapitalbetaen er avhengig av vektingen mellom netto finansiell gjeldsgrad, minoritetsinteresser og egenkapitalen. På kort sikt har NRS en lav netto finansiell gjeldsgrad, hvilket fører til at egenkapitalbetaen øker. Den gradvise økningen av netto finansiell gjeldsgrad gjør at egenkapitalbetaen synker på lenger sikt. Dermed får man et egenkapitalkrav som er høyere i 2017 og 2018 i steg 10, grunnet en lav netto finansiell gjeldsgrad. *Ekk* er derimot lavere på mellomlang og lang sikt i steg 12, noe som gjør at verdien på egenkapitalen øker i steg 10 ved bruk av ek-metoden.

Som tidligere nevnt knytter det seg en rekke usikkerhetsmomenter til verdiestimatet. I konvergeringen tar vi ikke høyde for de ulike usikkerhetsmomentene, og dermed kan man sette spørsmålsteget ved det endelige verdiestimatet. Videre vil vi analysere usikkerheten nærmere i neste delkapittel.

12.5 Analyse av usikkerhet

Verdiestimatet vi fant ovenfor er et såkalt punkttestimat, hvilket er basert på en bestemt utvikling i alle budsjett- og verdidrivere. Verdiestimatet er med andre ord en forventet verdi basert på en rekke konstante forutsetninger. I fremtidsregnskapet baserte vi utviklingen i budsjettdriverne på den tilgjengelige informasjonen fra en rekke forskjellige objektive- og subjektive informasjonskilder. Fremtiden er det imidlertid knyttet stor usikkerhet til, og dersom informasjonen om ulike budsjett- og verdidriverne endrer seg, vil følgelig verdiestimatet endre seg. I dette delkapittelet ønsker vi dermed å se nærmere på hvordan endringer i kritiske budsjett- og verdidrivere kan påvirke verdiestimatet. Dette gjøres ved å foreta en simulerings- og sensitivitetsanalyse. Vi starter med å se nærmere på NRS sin konkurrisiko. Videre vil vi utføre forskjellige scenario- og sensitivitetsanalyser ved hjelp av programmet Crystal Ball - et tilleggsprogram til Microsoft Excel [Knivsflå 18, 2017]

12.5.1. Konkursrisiko

Det er to måter å ta hensyn til konkurs på. Vi kan velge å bygge inn en konkurrisiko i fremtidsregnskapet, eller utarbeide fremtidsregnskapet under forutsetning om fortsatt drift og håndtere konkursscenarioet separat [Knivsflå 18, 2017]. Vi har ikke innarbeidet en konkurssannsynlighet i vårt verdiestimat ettersom at vi utarbeidet fremtidsregnskapet under forutsetning om fortsatt drift. Hvilket betyr at vi må håndtere konkurrisikoen separat.

Selv om vi ikke har innarbeidet en spesifikk konkurrisiko, blir risikoen delvis innarbeidet ved kredittrisikopremien. I kredittrisikopremien tillegges det ett risikopåslag på den risikofrie renten for at kreditorene skal sikre seg mot en eventuell konkurs. Kredittrisikopremien gir dermed et indirekte uttrykk for en bedrifts konkurrisiko. Likevel må verdiestimatet justeres for en eventuell konkurrisiko [Knivsflå 18, 2017]. Dette gjøres ved addere to uttrykk. I det første uttrykket multipliseres sannsynligheten for å ikke gå konkurs med det fundamentale verdiestimatet, mens i uttrykk nummer to multipliserer man risikoen for å gå konkurs med en eventuell likvidasjonsverdi. Formelen uttrykkes slik:

Formel 12-7

$$\text{Justert erdiestimat} = (1 - p) * \text{Fundamentalt verdiestimat EK} + p * \text{LVEK}$$

p = konkurssannsynlighet, LVEK = likvidasjonsverdi av egenkapital

Ved ratingkarakter A vil konkurssannsynligheten for NRS være 0,01%, i henhold til Standard og Poor's ratingklasser. Den fundamentale verdien, på 192,7 kr per aksje, fant vi i delkapittel 12.4 ovenfor. Likvidasjonsverdien er definert som en substansverdi der realiseringen av en verdi skjer raskt. En rask realisering innebærer at konkursboet selger eiendelene til en lavere pris enn markedsprisen. Likvidasjonsverdien er som regel satt til null. Dette fører til at långiverne ikke vil oppnå full dekning for sine krav, og eierne sitter igjen med verdiløse eierandeler i selskapet [Knivsflå 18, 2016]. Under disse forutsetningene får vi et nytt verdiestimat etter justering for konkurrisiko på 192,51 kr per aksje 31.12.2016. Utregningen er gjort på følgende måte:

$$\text{Justert verdiestimat per aksje} = (1 - 0,001) * 192,7 + 0,001 * 0 = \mathbf{192,51}$$

12.5.2. Simuleringsanalyse - Crystal Ball

Vi benytter dataprogrammet Crystal Ball til å gjennomføre en simuleringsanalyse av usikkerheten i verdiestimatet. Vi vil gjennomføre en simuleringsanalyse ved å gjøre enkelte budsjett- og verdidriverne om til stokastiske variabler. Når vi gjør driverne om til stokastiske variabler vil verdiestimatet gå fra å være et punkttestimat til å bli en sannsynlighetsfordeling. I simuleringsanalysen vil vi benytte det konkursjusterte verdiestimatet på 192,51 kr per aksje som basis for sannsynlighetsfordelingen.

12.5.2.1. Kritiske budsjett- og verdidrivere

Ved valg av kritiske budsjett- og verdidrivere er det hensiktsmessig å begrense antall variabler. Forklaringskraften forsvinner i kompleksiteten dersom man velger for mange variabler. I følge Kallestad og Møller vil det være tilstrekkelig å ta utgangspunkt i tre variabler, og man bør ikke velge mer en fem [Kallestad, Y. og Møller, B. 2016]. Med utgangspunkt i Kallestad og Møller uttalelser har vi valgt å fokusere på fire kritiske budsjett- og verdidrivere.

I beregning av NRS sin fremtidige strategiske fordel i delkapittel 11.5 viste vi at driftsfordelen er den største kilden til den strategiske fordelen i fremtidsregnskapet. Dermed vil de driftsrelaterte budsjett- og verdidriverne være mest kritisk for den fundamentale verdsettelsen. Vi har valgt tre kritiske drivere som relaterer seg til driften: driftsinntektsveksten, omløpshastigheten til netto driftseiendeler og netto driftsmarginen. I simuleringsanalysen vil disse driverne bli omgjort til stokastiske variabler i de ulike

budsjettpunktene. I tillegg ønsket vi å ha en stokastisk variabel knyttet til NRS sine fremtidskrav. Valget falt på egenkapitalbetaen, da det er den variabelen som har størst påvirkning på de fremtidige avkastningskravene.

Vi har valgt å utforme de stokastiske variablene i budsjettpunktene vi utarbeidet i fremtidsregnskapet, da fremtidsregnskapet er basert på en lineær utvikling mellom ulike budsjettpunktene. Vi valgt to stokastiske variabler på kort sikt (2017, 2018), en på mellomlang- (2022), og en på lang sikt /steady state (2028).

Driftsinntektsvekst

Forklaringen av veksten i driftsinntekter ble bedre forklart i kapittel 10.4.1. I dette delkapittelet ønsker vi å forklare valg av standardavvik, og eventuelle korrelasjoner mellom variabler i simuleringsanalysen. Driftsinntektsvekstens standardavvik var på hele 21,10% i den historiske analyseperioden. På bakgrunn av et unormalt høyt standardavvik valgte vi å utarbeide egne standardavvik i de fire budsjettpunktene.

På kort sikt vil NRS sin driftsinntektsvekst være avhengig av oppkjøpet på Island, oppkjøpet i Nord Senja Laks, eventuelle sykdomsutbrudd osv., men mest av alt avhenger driftsinntektsveksten av lakseprisen. På kort sikt har man gode prediksjoner på fremtidig laksepris. På lengre sikt vil det være vanskelig/umulig å predikere lakseprisen på grunn av mange ukjente faktorer. I 2017 forventes det en rekordhøy snittpris på laksen, mens man forventer en liten reduksjon i lakseprisen i 2018. På kort sikt har vi valgt å sette standardavviket til henholdsvis 4,22% og 5,28% i budsjettpunkt 1 og 2. Standardavviket er henholdsvis en femtedel og en fjerdedel av det historiske standardavviket i analyseperioden. Et lavt standardavvik skyldes gode forutsetninger for å forutse *div* på kort sikt.

Lakseprisen på mellomlang sikt er det vanskelig/umulig å forutsi eksakt, hvilket fører til en økning av standardavviket på mellomlang sikt. Vi har valgt å sette standardavviket opp til 8,44 % i budsjettpunkt M. 8,44% er en dobling av standardavviket i budsjettpunkt 1, dvs. at standardavviket i budsjettpunkt M er 40 % av det historiske standardavviket. Tidligere forklarte vi at *div* kan ha en maksimal verdi tilsvarende årets inflasjon + vekst i realøkonomien. I tidligere delkapittel fant vi ut at *div* hadde en maksimalverdi på 5,1%, og videre satt vi *div* til 4% på lang sikt. På lang sikt er det vanskelig å forutse veksten, og dermed har vi valgt en uniform sannsynlighetsfordeling som går fra den maksimale grensen på 5,1 %

og ned til 2,9%. Nedenfor kan man se en tabellarisk oppstilling av standardavviket i de ulike budsjettpunktene.

Budsjettpunkter	År	Forventet div	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1	2017	23,79 %	4,22 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt 2	2018	16,00 %	5,28 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt M	2022	-4,00 %	8,44 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt T	2028	4,00 %	U [2,9% - 5,1%]	Uniform fordeling

Tabell 12. 6. Driftsinntektsvekst til NRS i budsjettpunktene

Etter at vi har utformet *div* sitt standardavvik ønsker vi også å kartlegge eventuelle korrelasjoner mellom *div* og andre variabler. Korrelert trekning mellom to variabler kan forklares på følgende måte: “Korrelert trekning innebærer at utfallet av en trekning påvirker utfallet av en eller flere andre trekninger” [Knivsflå 18, 2017]. Korrelasjonen kan både være negativ og positiv. Dvs. at en trekning av en variabel vil føre til en eller flere variabler opptrer mer eller mindre hyppig enn dersom variablene ikke var korrelerte. Lakseprisen er den største enkeltfaktoren knyttet til både lakseprisen og netto driftsmarginen. Dermed vil *ndm* og *div* ha en naturlig korrelasjon.

Historisk har korrelasjonen vært på hele 0,631, noe som er veldig høyt. Som tidligere nevnt mener vi at NRS sin vekststrategi gjør at *div* ikke har den samme fallende trenden som utviklingen i lakseprisen. Dermed mener vi at korrelasjonen i *ndm* og *div* kommer til å synke i fremtidsregnskapet. På bakgrunn av dette valgte vi å halvere korrelasjonen i simuleringsanalysen. Vi har valgt å sette korrelasjonen på samme nivå i alle budsjettpunktene selv om argumentasjonen ovenfor kunne tilsi en høyere korrelasjon i budsjettpunkt 1 og 2. Korrelasjonen mellom *div* og *ndm* kan uttrykkes på følgende måte:

$$Kor (div, ndm) = 0,316$$

$$kor = \text{Korrelasjon } div = \text{driftsinntektsvekst } ndm = \text{nettodriftsmargin}$$

Netto driftsmargin

Som nevnt ovenfor har lakseprisen størst påvirkning på *ndm* på kort- og mellomlang sikt. Det historiske standardavviket har vært på 4,48%, noe som må anses som et akseptabelt lavt nivå. Med andre ord har veksten i *ndm* vært mye mer stabil enn veksten i *div*. Dermed har vi valgt å benytte det historiske standardavviket i budsjettpunkt 1 g 2.

På mellomlang sikt er det flere faktorer som gjør det vanskelig å predikere netto driftsmarginen. Det er blant annet usikkert i hvordan etableringen av settefiskanlegget vil påvirke *ndm*, og det er usikkert om eventuelle nye oppkjøp vil påvirke *ndm* positivt eller negativt på mellomlang sikt. På bakgrunn av dette har vi valgt å sette standardavviket opp til 6,72%, hvilket tilsvarer det historiske standardavviket multiplisert med 1,5. På lang sikt er det de makroøkonomiske forholdene som avgjør utviklingen i bedriften. De makroøkonomiske forholdene er enklere å predikere da flere tiår med historiske data gir oss gode prediksjoner på hvordan den økonomiske veksten vil være i fremtiden. Dermed vil det være færre usikkerhetsmomenter knyttet til *ndm* på lang. På bakgrunn av dette har vi valgt å sette standardavviket ned til 1,49%. Standardavviket i budsjettpunkt T er dermed en tredjedel av det historiske standardavviket. Nedenfor i tabell 12.7 har vi laget en tabellarisk oppstilling i standardavviket til *ndm*.

Budsjettpunkter	År	Forventet <i>ndm</i>	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1	2017	0,120	4,48 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt 2	2018	0,101	4,48 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt M	2022	0,078	6,72 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt T	2028	0,058	1,49 %	Normalfordeling

Tabell 12. 7. Netto driftsmargin til NRS i budsjettpunktene

Vi ønsker også å finne eventuelle korrelasjoner mellom netto driftsmarginen og andre variabler. Som tidligere nevnt er det en korrelasjon mellom *div* og *ndm*. I tillegg til dette kan man forvente en korrelasjon mellom netto driftsmarginen og omløpet til netto driftseiendelene. Bedrifter med en høy driftsmargin har en tendens til å ha en lav omløpshastighet, men historisk ser man en sterk positiv korrelasjon mellom *onde* og *ndm* i NRS. Historisk sett har korrelasjonen vært på hele 0,978, noe som tilsvarer en tilnærmet perfekt korrelasjon mellom *onde* og *ndm*. Vi anser den historiske korrelasjonen som unormalt høy, og har dermed valgt å halvere korrelasjonen i simuleringsanalysen. Dermed har vi satt korrelasjonen mellom *onde* og *ndm* på 0,489 i simuleringsanalysen.

$$kor(ndm, onde) = 0,489$$

kor= korrelasjon, *ndm*= netto driftsmargin, *onde*= omløpshastighet til netto driftseiendeler

Omløpet til netto driftseiendeler

Omløpshastigheten har i den historiske perioden har vært svært varierende, og dette har ført til et historisk standardavvik på hele 40,70%. Standardavviket er unormalt høyt, og dermed har vi valgt å overstyre det historiske avviket.

På kort sikt har vi valgt å sette standardavviket til henholdsvis 4,07% og 5,09% i budsjettpunkt 1 og 2, noe som er en tidel og åttendedel av det historiske avviket. Som nevnt i delkapittel 10.4.2 er omløpshastigheten i budsjettpunkt 1 uten resultateffekt for fremtidsregnskapet, så standardavviket er irrelevant i dette budsjettpunktet. På mellomlang sikt fører usikkerhetsmomentene til at vi velger å øke standardavviket til 8,14%, hvilket er en femtedel av det historiske avviket. På lang sikt er det igjen de makroøkonomiske forholdene som påvirker omløpshastigheten. I budsjettpunkt T velger vi å sette standardavviket ned igjen til 5,09, hvilket tilsvarer standardavviket i budsjettpunkt 2. Nedenfor har vi utarbeidet en tabellarisk oppstilling av standardavviket til NRS i simuleringsanalysen.

Budsjettpunkter	År	Forventet onde	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1	2017	2,55	4,07 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt 2	2018	2,44	5,09 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt M	2022	2,00	8,14 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt T	2028	1,78	5,09 %	Normalfordeling

Tabell 12. 8. Omløpet til netto driftseiendeler til NRS i budsjettpunktene

Egenkapitalbeta

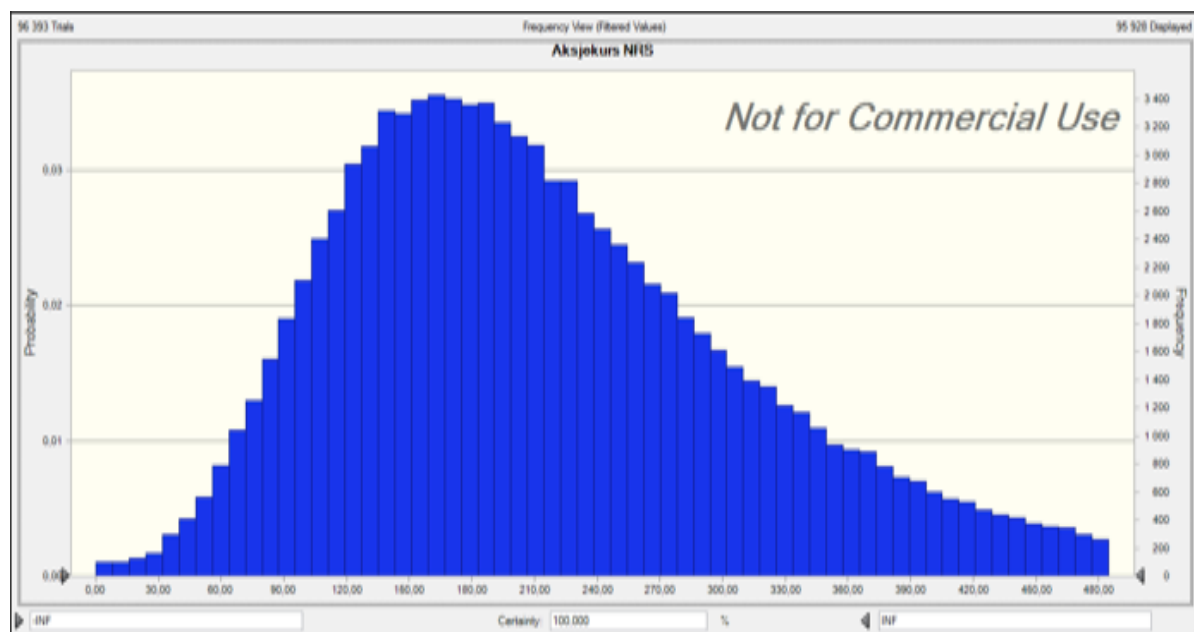
På bakgrunn av Kallestad og Møller sin oppfatning om at forklaringskraften forsvinner dersom man velger for mange variabler, så valgte vi å finne den variabelen som har størst betydning for fremtidskravene, fremfor å velge en rekke variabler med liten påvirkning på kravet [Kallestad, Y. Møller, B. 2016]. Etter en analyse av gamle masteroppgaver fant vi fort ut at egenkapitalbetaen var den variabelen som har størst betydning for fremtidskravene, dermed valgte vi egenkapitalbetaen som den fjerde stokastiske variabelen. Egenkapitalbetaen har et historisk standardavvik på 11,49%. Vi anså avviket som akseptabelt, dermed benyttet vi det historiske standardavviket i simuleringsanalysen.

Øvrige kritiske risikofaktorer	Forventet verdi	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Egenkapitalbeta	0,91	11,49 %	Normalfordeling

Tabell 12. 9. Forventet gjennomsnittlig egenkapitalbeta til NRS

12.5.2.2. Resultater fra simuleringsanalyse

Basert på informasjonen ovenfor om kritiske riskofaktorer, definerte variabler og sannsynlighetsfordelinger kan vi gjennomføre simuleringsanalysen. Ved hjelp av Crystal Ball har vi gjennomført en Monte Carlo-simulering. Analysen er utført med 100 000 trekninger, der vi har valgt øvre og nedre grense til henholdsvis 0 og 500. Grensene ble satt for å fjerne ekstremverdiene i analysen. Av våre 100 000 trekninger var hele 3 607 utenfor definisjonsverdiene og blir dermed ansett som ekstremverdier. Simuleringen basert på de gjenværende trekningene er presentert i figur 11.5.



Figur 12. 5. Monte Carlo-simulering av verdiestimatet til NRS

Statistikk	Prediksjonsverdi	Statistikk	Prediksjonsverdi
Trials	96 393	Kurtosis	2,94
Base Case	192,51	Coeff. Of variation	0,452
Mean	213,89	Minimum	0,24
Median	199,23	Maximum	499,91
Standard deviation	96,68	Mean Std. Error	0,31
Variance	9347,71	Filtered Values	3607
Skewness	0,6138		

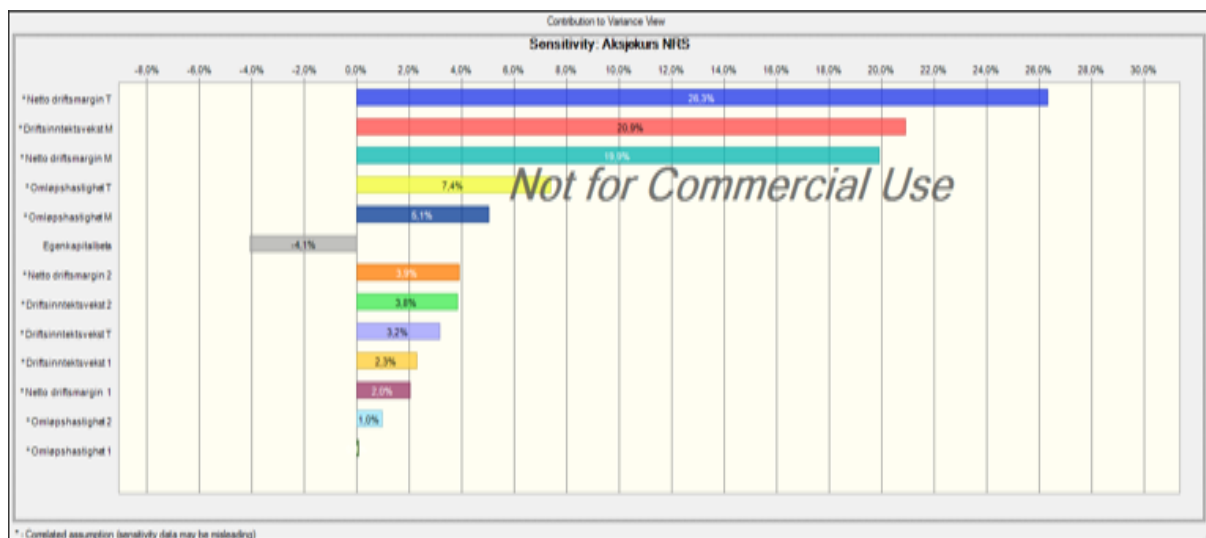
Tabell 12. 10. Data fra Monte Carlo-simuleringen av NRS

Simuleringsanalysen tar som nevnt utgangspunkt i det fundamentale verdiestimatet justert for konkurrisiko på 192,51 kr per aksje. Som vi kan se av analysen ligger gjennomsnittlig verdiestimat på 213,89, noe som er høyere en verdiestimatet. Den høye gjennomsnittverdien kan forklares med en skjevhet i normalfordelingen. Normalfordelingen har en skjevhet (skewness) på 0,6138, hvilket fører til at fordelingen er forskjøvet noe mot venstre.

Videre ser vi at variasjonskoeffisienten ligger på 45,2%. Dette uttrykker det prosentvise standardavviket til verdiestimatet. Vi anser standardavviket som rimelig, basert på aksjekursens svingninger det siste året. Til slutt ser vi at sannsynligheten for at selskapet skal gå konkurs er tilnærmet lik null, ettersom få trekninger har negative verdier.

Videre vil det være interessant å se hvilke av de kritiske budsjett- og verdidriverne som har størst påvirkning på variasjonen i verdiestimatet. Påvirkningen presenteres i figur 11.6. I figuren ser vi at det er netto driftsmargin som har størst påvirkning på verdiestimatet. Netto driftsmargin i steady state står for hele 26,3% av variasjonen til verdiestimatet, mens *ndm* på mellomlang sikt står for 19,9%. At variasjonen i steady state har høy påvirkningskraft er naturlig, ettersom horisontverdien i selskapet er stor. Totalt står netto driftsmargin for 52,1% av påvirkningen.

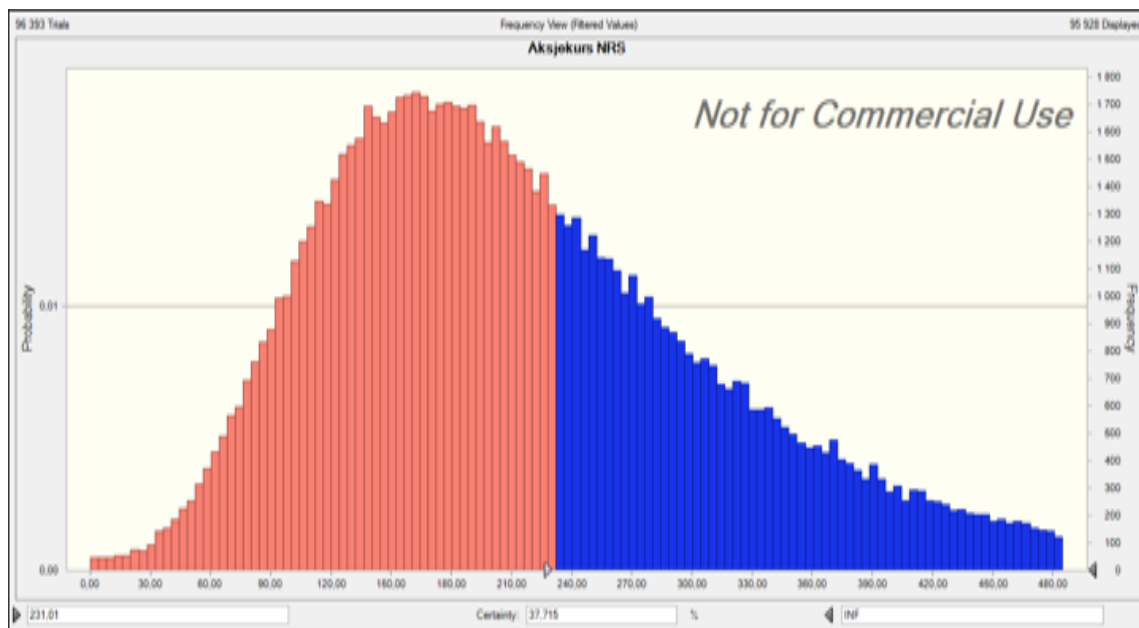
Nest størst påvirkningskraft på verdiestimatet har driftsinntektsveksten i budsjettpunkt M, med 20,9% påvirkning. Driftsinntektsvekstens rolle som den viktigste budsjettdriveren ble diskutert i delkapittel 10.4.1. Totalt står driftsinntektsveksten for 30,2% av påvirkningen. Omløpshastigheten står for 13,5% av variasjonen i verdiestimatet, der budsjettpunkt T står for 7,4%, budsjettpunkt M står for 5,1 %, mens resten stammer fra budsjettpunkt 1. Den siste sensitive verdidriveren er egenkapitalbetaen. Som vi ser står egenkapitalbetaen for 4,1% av variasjonen i verdiestimatet, hvilke anses som relativt lite.



Figur 12. 6. De kritiske budsjett- og verdidriverens påvirkningskraft til variasjon i verdiestimatet til NRS

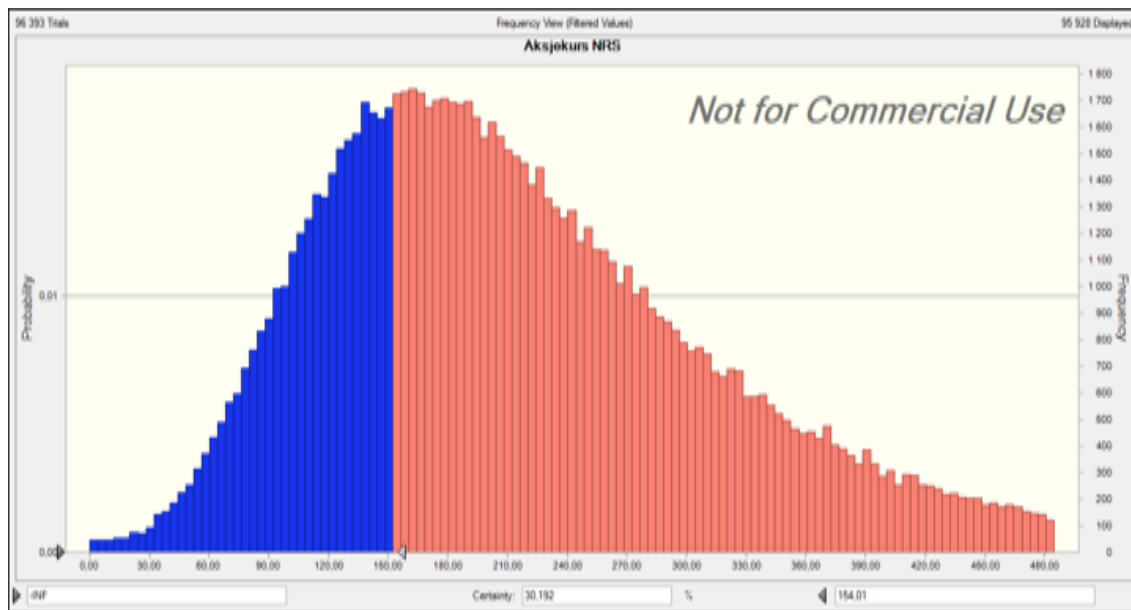
12.5.2.3. Oppsidepotensiale og nedsiderisiko

Simuleringsanalysen gir også muligheten til å finne NRS sitt oppsidepotensiale og nedsiderisiko. Aksjens oppsidepotensiale er definert som sannsynligheten for at den virkelige verdien er betydelig høyere enn den forventede verdien. Ved undersøkelse av oppsidepotensialet og nedsiderisiko vil vi sette grenseverdier som tilsvarer 20% opp- og nedgang i aksjekursen. Ut fra figur 11.7 ser vi at sannsynligheten er 37,7% for at den virkelige verdien til NRS er over grenseverdien på 231 kr per aksje. Dette innebærer et relativt stort oppsidepotensiale for NRS. Oppsidepotensialet er skravert med blått i figur 11.7.



Figur 12. 7. Oppsidepotensiale til NRS fra Monte Carlo-simuleringen

Nedsiderisikoen defineres som sannsynligheten for at den virkelige verdien til NRS er betydelig lavere enn den forventede verdien. Grenseverdien baserer seg på en 20% nedgang i aksjekursen, hvilket tilsvarer en aksjekurs på 154 kr. Som vi ser av figur 11.8 er sannsynligheten 30,1% for at den virkelige verdien av aksjen er under 154 kr. Dette innebærer at oppsidepotensialet er større enn nedsiderisikoen. Nedsiderisikoen er illustrert i tabell 11.8.



Figur 12. 8. Nedsiderisiko til NRS fra Monte Carlo-simuleringen

12.5.2.4. Oppsummering simuleringsanalyse

Vi har i de overstående delkapitlene utført en simuleringsanalyse av verdiestimatet til NRS. I analysen fastslår vi at usikkerheten knyttet til estimatet er stort. De verdidriverne som har størst påvirkning på verdiestimatet er netto driftsmarginen og driftsinntektsveksten i steady state og på mellomlang sikt. Sannsynlighetsfordelingen viser at det er over 65% sannsynlighet for at det virkelige verdiestimatet ligger 20% over eller under vår utarbeidede aksjekurs. Riktignok er oppsidepotensialet størst, noe som taler positivt for selskapet. I oppgaven har vi presisert at det er stor usikkerhet knyttet til det fundamentale verdiestimatet, og at inputverdier vil ha stor innvirkning på estimatet, hvilket denne analysen underbygger.

12.5.3. Sensitivitetsanalyse

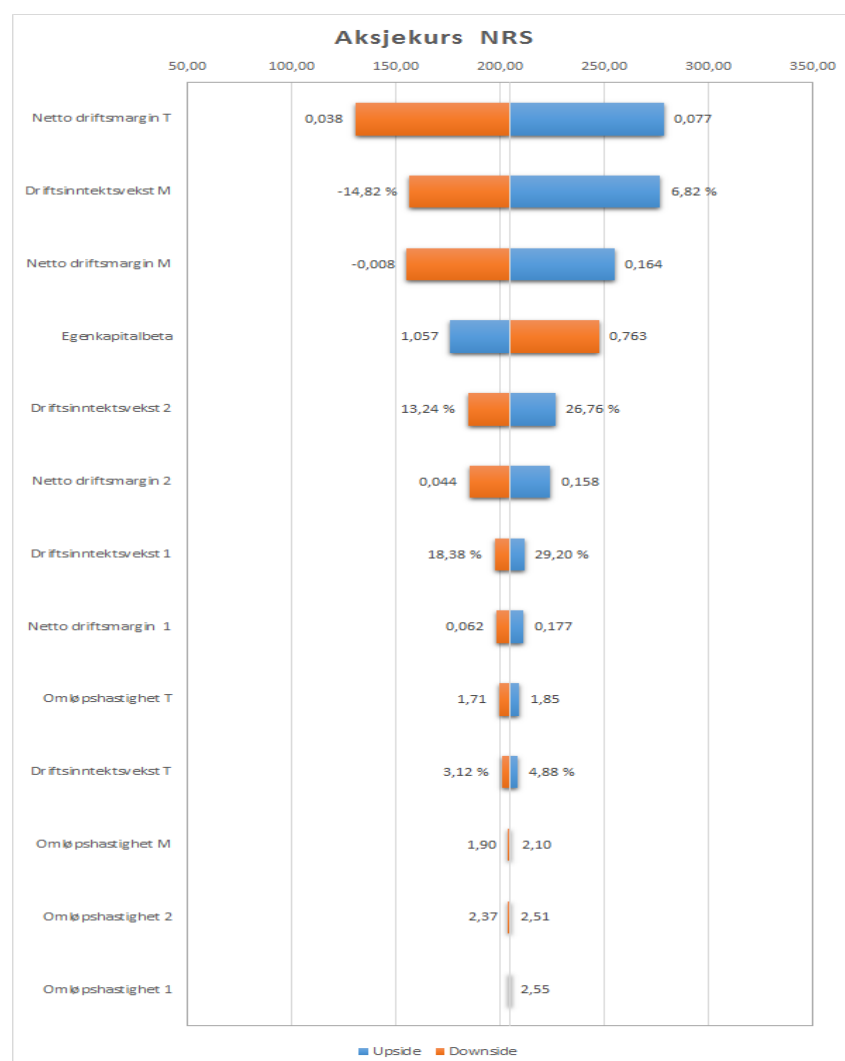
For å få en bedre innsikt i de ulike verdidriverenes påvirkning på verdiestimatet har vi valgt å utføre en utvidet sensitivitetsanalyse. I den utvidede sensitivitetsanalysen vil vi forklare hvordan en isolert forandring i de kritiske budsjett- og verdidrivere vil påvirke det endelige verdiestimatet. Sensitivitetsanalysen skiller seg fra scenarioanalysen ved at man kun endrer én kritisk driver av gangen. I analysen tar man ikke hensyn korrelasjoner og standardavvik, hvilket fører til at det vil oppstå forskjeller mellom vår sensitivitetsanalyse, og tornadoanalysen i delkapittel 12.5.3.1.

I sensitivitetsanalysen har vi valgt å illustrere endringen i verdi ved hjelp av linjediagrammer der den oransje streken representerer verdien med faste forutsetninger, mens den blå streken viser utviklingen i verdien dersom vi endrer en kritisk budsjett- og verdidriver.

12.5.3.1 Tornadoanalyse

Tornadoanalysen viser sensitiviteten til de ulike budsjettdriverne i Monte Carlo-simuleringen.

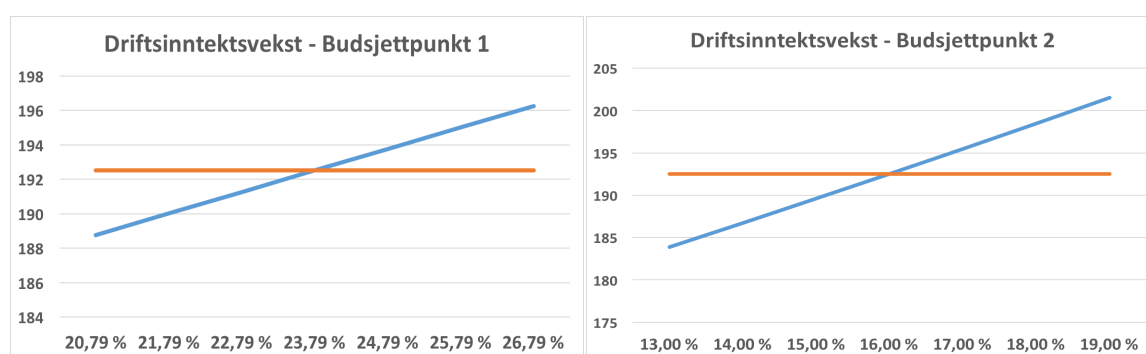
Tornadoanalysen gir en oversikt over påvirkningen de ulike driverne har på verdiestimatet innenfor de gitte grenseverdiene som standardavviket setter. De mest sensitive/de som har størst påvirkningskraft på resultatet er listet øverst i figur 12.9.



Figur 12. 9. Tornadoanalyse av budsjettdriverne på verdiestimatet i scenario-simuleringen

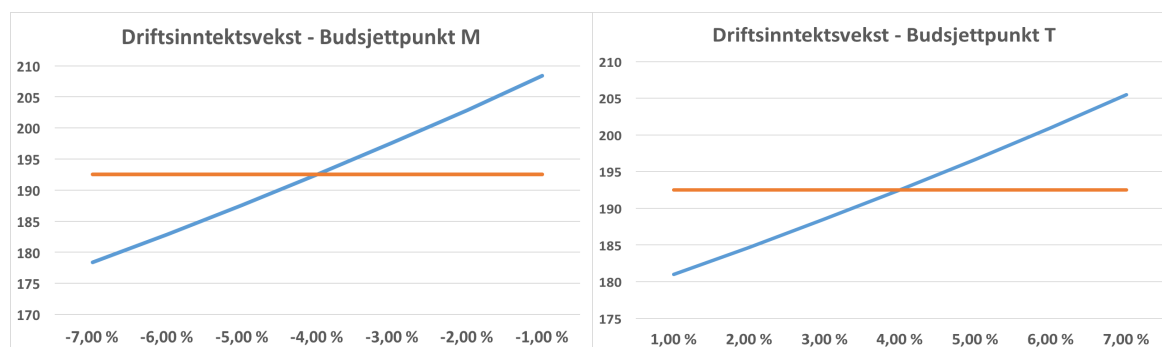
12.5.3.2 Driftsinntektsvekst

I analysen av sensitiviteten i driftsinntektsveksten skal vi se nærmere på hvordan en endring i *div* i de ulike budsjettpunktene påvirker verdiestimatet. Vi har valgt å se nærmere på hvordan en økning og reduksjon i *div* på henholdsvis 1, 2 og 3 prosent påvirker verdiestimat. På kort sikt vil en økning i *div* på 1 % i budsjettpunkt 1 endre verdiestimatet til 193,75 kr per aksje, mens en endring i budsjettpunkt 2 vil øke aksjekursen til 195,46 kr. Det betyr at en endring i budsjettpunkt 2 får en større påvirkning på verdiestimatet, og er følgelig mer sensitiv enn budsjettpunkt 1. Noe som stemmer godt overens med Crystal Ball-analysen.



Figur 12. 10. Sensitiviteten i driftsinntektsveksten på kort sikt

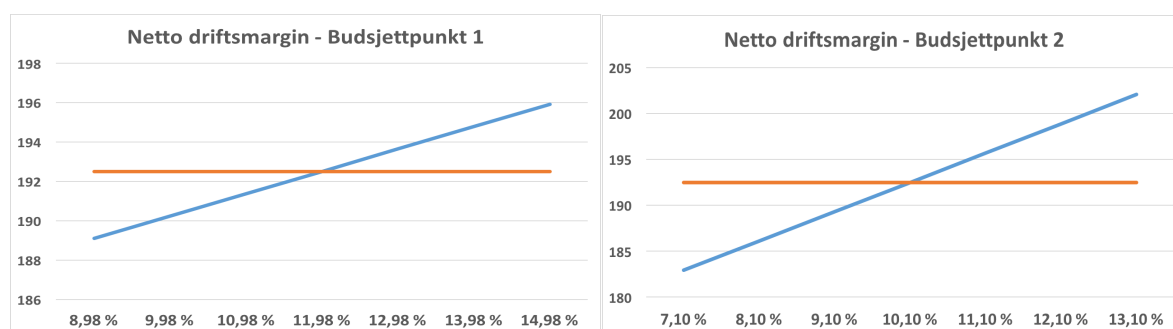
I henhold til Tornadoanalysen er budsjettpunkt M den stokastiske variabelen som har nest størst påvirkning på verdiestimatet. Dette stemmer godt overens med vår analyse, men likevel ser vi at sensitivitetsanalysen bryter noe med Tornadoanalysen, ettersom *div* i budsjettpunkt T har såpass stor påvirkning på verdiestimatet. Dersom vi øker driftsinntektene med 1% på mellomlang sikt, øker verdiestimatet til 197,59 kr per aksje, mens aksjekursen øker til 196,66 kr dersom man endrer *div* T med en prosent.



Figur 12. 11. Sensitiviteten i driftsinntektsveksten på mellomlang og lang sikt

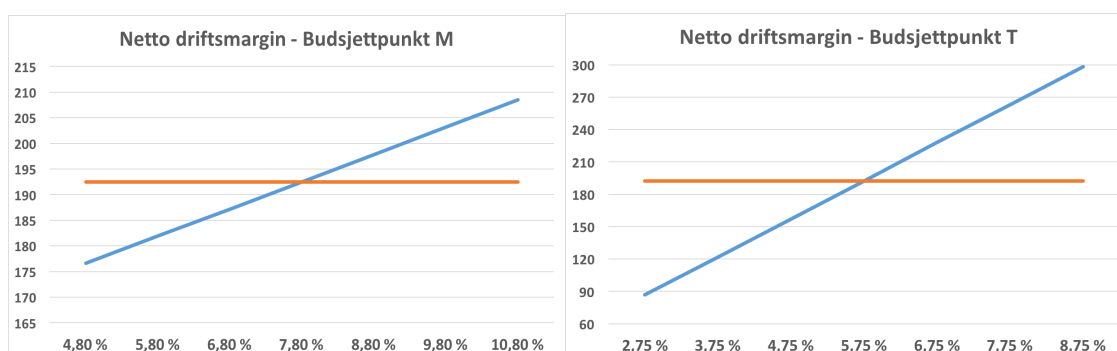
12.5.3.3 Netto driftsmargin

Vi har også valgt å se hvordan en økning og reduksjon i netto driftsmarginen med henholdsvis 1, 2 og 3 prosentpoeng vil påvirke verdiestimatet. I Tornadoanalysen i delkapittel 12.5.3.1 ser det ut til at verdiestimatet er lite sensitivt for endringer i *ndm* på kort sikt. Dersom vi endrer *ndm* med 1 % i budsjettpunkt 1, blir verdiestimatet endret med 0,59% til 193,64 per aksje. En prosent endring i *ndm* i budsjettpunkt 2 vil endre aksjekursen til 195,69kr. Dette stemmer godt Tornadoanalysen.



Figur 12. 12. Sensitiviteten i netto driftsmargin på kort sikt

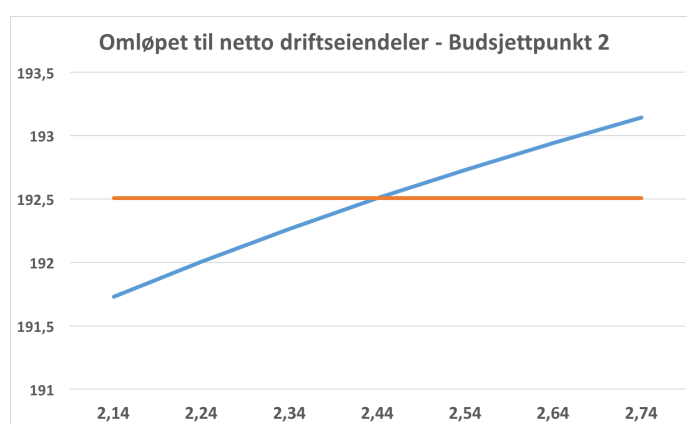
I Tornadoanalysen er *ndm* på lang sikt den enkeltfaktoren som har størst påvirkning på estimatet, mens *ndm* på mellomlang sikt har tredje størst påvirkning. I sensitivitetsanalysen ser vi at *ndm* T er den mest sensitive verdidriveren, mens *ndm* M er den nest mest sensitive verdidriveren. En 1% økning i *ndm* i budsjettpunkt M fører til en aksjekurs på 197,83kr, hvilket tilsvarer en økning på 2,76%. En økning på 1% i budsjettpunkt T fører til en økning på hele 18,33% i verdiestimatet, hvilket fører til en aksjekurs på hele 227,80kr. Dermed viser sensitivitetsanalysen at *ndm* T er den klart viktigste verdidriveren blant de stokastiske variablene.



Figur 12. 13. Sensitiviteten i netto driftsmargin på mellomlang og lang sikt

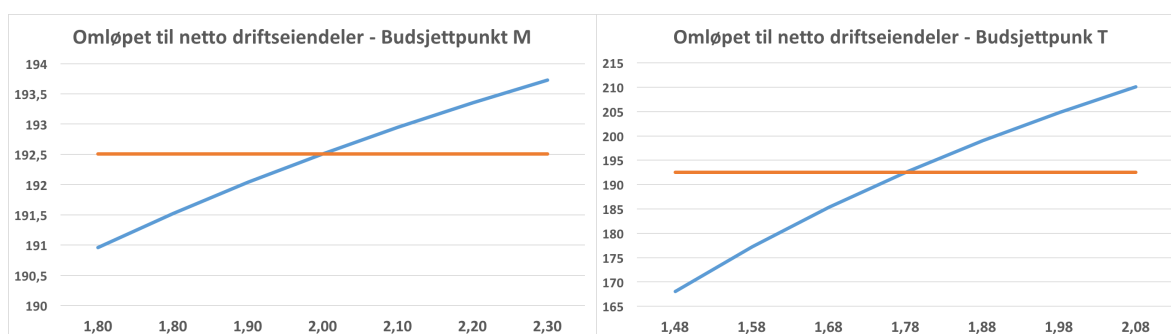
12.5.3.4 Omløpet til netto driftseiendeler

Som tidligere nevnt påvirker ikke omløpshastigheten i budsjettpunkt 1 verdiestimatet. I dette delkapittelet vil vi dermed se nærmere på hvordan endringer i omløpshastigheten i budsjettpunkt 2, M og T påvirker verdiestimatet. Vi har valgt å undersøke hvordan en reduksjon og økning i omløpshastigheten på henholdsvis 0,1, 0,2 og 0,3 vil påvirke verdiestimatet. I budsjettpunkt 2 ser vi at endringene i omløpshastigheten har svært lite påvirkningskraft på verdiestimatet. Dersom man endrer *onde* med 0,1, vil verdiestimatet endres med 0,12%, til en verdi på 192,73 kr per aksje. Dette stemmer godt overens med Tornadoanalysen der *onde* 2 har minst påvirkningskraft på verdiestimatet.



Figur 12. 14. Sensitiviteten i omløpshastigheten til netto driftseiendeler på kort sikt

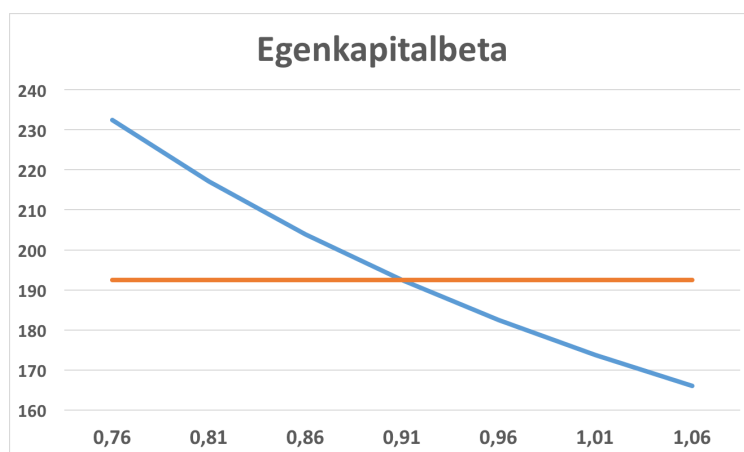
I figur 12.15 ser vi at budsjettpunkt M har litt større påvirkningskraft på verdiestimatet. Dersom man øker *onde* med 0,1, øker verdiestimatet med 0,23% til 192,94 kr per aksje. Med andre ord er verdiestimatet svært lite sensitivt overfor endringer i *onde* i budsjettpunkt M. I budsjettpunkt T ser vi en tydeligere påvirkning på verdiestimatet. Dersom man øker omløpshastigheten med 0,1 øker verdien med 3,36%, hvilket tilsvarer en aksjekurs på 198,97 kr. Sensitivitetsanalysen stemmer ganske godt overens med Tornadoanalysen.



Figur 12. 15. Sensitiviteten i omløpshastigheten til netto driftseiendelene på kort sikt

12.5.3.5 Egenkapitalbeta

Til slutt har vi valgt å se på hvordan en endring i egenkapitalbetaen påvirker verdiestimatet. Vi har valgt å se hvordan en reduksjon eller økning på henholdsvis 0,05, 0,10 og 0,15 påvirker verdiestimatet. Intervallene på 0,05 gjør at vi får med oss alle verdiene innenfor standardavviket. I motsetning til driverne knyttet til rentabiliteten i selskapet, vil en økning i egenkapitalbetaen føre til en reduksjon i verdiestimatet. Dermed ser man en fallende kurve i motsetning til kurvene som ble utformet ovenfor. Dersom vi reduserer egenkapitalbetaen med 0,05, vil verdiestimatet øke med hele 5,95%, til en aksjekurs på hele 203,91 kr. I Tornadoanalysen er egenkapitalbetaen listet som den fjerde mest sensitive driveren. Dette passer godt med vår analyse. I sensitivitetsanalysen har vi valgt ganske store intervaller, hvilket gjør at den prosentvise økningen blir ganske stor.



Figur 12. 16. Sensiviteten i egenkapitalbetaen

12.6. Oppsummering verdiestimat og usikkerhet

I dette kapitlet har vi gjennomført en fundamental verdsettelse basert på fremtidsregnskapet og fremtidskravene i henholdsvis kapittel 10 og 11. Vi fikk et første verdiestimat på 9 113 446 ved bruk budsjetterte vektorer i kravet. Det første estimatet gikk igjennom en konvergeringsprosess, hvilket førte verdiestimatet til en endelig verdi på 8 396 391. Etter å ha justert verdiestimatet for konkurrisiko endte vi opp med en endelig aksjekurs på 192,51 kr per aksje. I verdsettelsen ser vi at over 50% av verdien stammer fra horisontverdien, noe som skaper en stor usikkerhet ved verdiestimatet. Videre var det derfor naturlig å gjennomføre en scenario- og simuleringsanalyse for å se hvordan de ulike budsjett- og verdidriverne påvirker resultatet.

Simuleringsanalysen ble gjennomført med stokastiske variabler knyttet til fire kritiske verdidrivere, hvor tre knyttes til rentabiliteten i selskapet, mens en knyttes til fremtidskravene. I analysen fant vi ut at *ndm* i budsjettpunkt T var den viktigste variabelen, mens omløpshastigheten på kort sikt hadde lite innvirkning på resultatet. I simuleringsanalysen fikk vi også bekreftet den store usikkerheten i verdiestimatet. Det er 67% sannsynlighet for at verdiestimatet ikke ligger innenfor et intervall på pluss/minus 20% av vårt verdiestimat. Videre så vi at konkursrisikoen er tilnærmet lik 0%, noe som stemmer godt overens med vår A-rating.

Gjennom Tornadoanalysen kartla vi hvilke drivere som var mest sensitive i simuleringsanalysen. I henhold Tornadoanalysen var dette henholdsvis *ndm* T, *div* M og *ndm* M. I vår utvidede sensitivitetsanalyse kom vi frem til at det var de samme tre variablene som var mest sensitive, men rekkefølgen på variablene var endret. Årsaken til at sensitiviteten blir forskjellig i de to analysene skyldes antakelsene man putter inn i Crystal Ball (korrelasjon og standardavvik).

I Crystal Ball fikk vi et gjennomsnittlig verdiestimat på 213,89 kr per aksje. Den gjennomsnittlige verdien ligger et stykke over vårt verdiestimat på 192,51. På bakgrunn av usikkerheten i verdiestimatet har vi valgt å utarbeide en komparativ verdsettelse i neste delkapittel.

13. Komparativ verdsettelse

I kapittel 12 konkluderte vi med at det er knyttet stor usikkerhet til det fundamentale verdiesestimater. Som vi nevnte i kapittel 4.4, vil det være hensiktsmessig å benytte en supplerende verdsettelsesmetode for å underbygge verdiesestimater og redusere risikoen for feilvurdering. Vi har valgt å benytte en komparativ verdsettelse basert på multiplikatorer. Vi har valgt å benytte oss av multiplikatormodellen da modellen er enkel å utarbeide og mest brukt i praksis [Knivsflå 21, 2017]. Metoden ble presentert i kapittel 4.2.

Fordelen med å benytte komparativ verdsettelse er at den er enklere, mindre tidkrevende og mindre kostbar enn den fundamentale verdsettelsen. En svakhet er derimot at metoden er mindre sikker på grunn av valgfrihet og et kortsiktig perspektiv. Metoden avhenger av bruken av komparative selskaper og multipler. Verdsetteren har stor påvirkningskraft på verdiesestimater ved å ha mulighet til å utelate selskaper eller multipler fra verdsettelsen. En annen svakhet ved modellen er at verdien har en tendens til å bli overvurdert ved en optimistisk oppfatning om vekst i markedet på kort sikt. Motsatt gjelder ved en pessimistisk oppfatning i markedet. Det kortsiktige fokuset kan være en ulempe for selskaper med store verdier i fremtidige kontantstrømmer. På grunn av ulik størrelse, struktur, produktmiks, osv. vil det være problematisk å finne selskaper som er helt sammenlignbare. Til tross for de nevnte svakhetene vil vi benytte komparativ verdsettelse som en supplerende metode, da denne er mest brukt i praksis [Knivsflå 21, 2017].

I verdsettelsen vil vi benytte det omgrupperte resultatet og balansen per 31.12.2016. Multiplene vil basere seg på et bransjevektet snitt fra de komparative selskapene. Videre vil vi først redegjøre for valg av komparative selskaper og multiplikatorer.

13.1. Komparative selskaper

Som nevnt over kan det være problematisk å finne sammenlignbare selskaper. Selv om selskapene driver innenfor samme bransje, så har størrelse, produktmiks og kapitalstruktur mye å si for verdsettelsen. Tidligere i oppgaven har vi benyttet oss av selskapene Marine Harvest, Lerøy Seafood Group, SalMar, og Grieg Seafood som komparative selskaper. Vi forsøkte først å regne ut multipler med alle de komparative selskapene i sammenlikningsgrunnlaget, men erfarte at Marine Harvest sine multipler skilte seg veldig fra de andre i bransjen. Vi har dermed valgt å utelukke Marine Harvest fra den komparative verdsettelsen.

13.2 Multiplikatorer

Det finnes to metoder innenfor den komparative verdsettelsesmetoden. Verdien kan beregnes direkte og indirekte, og vi deler multiplikatormodellen inn i egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. I egenkapitalmetoden benytter vi egenkapitalmultipler som multipliseres med en basis for å finne verdiestimatet. En basis kan for eksempel være driftsinntekter. Ved bruk av selskapskapitalmetoden multipliserer vi selskapsverdimultiplikator med en basis, der vi i tillegg korrigerer for gjeld. Knivsflå argumenterer for at selskapskapitalmetoden gir best estimat, ettersom den tar hensyn til kapitalstrukturen i selskapet [Knivsflå 21, 2017]. Vi vil benytte oss av både egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden ved beregning av multiplikatorer.

Vi vil benytte det omgrupperte resultatet, hvilket gjør at regnskapstallene er normalisert, og ved konsistent bruk har vi redusert risikoen for feilkilder og feilestimer. Vi vil beregne et bransjevektet snitt og et gjennomsnitt av multiplene, og verdiestimatet baserer seg på gjennomsnittet av disse. Det bransjevektede snittet baseres på salgsinntektene til selskapene. I tillegg vil vi beregne implisitte multipler basert på verdiestimatet vi beregnet i den fundamentale verdsettelsen. Multiplene vi har valgt er pris/salg, pris/fortjeneste, EV/EBIT, EV/EBITDA, og pris/bok.

For å gjennomføre den komparative verdsettelsen må vi vite aksjekurs og markedsverdi til de komparative selskapene. Tallene er hentet fra Oslo Børs, og vi har tatt utgangspunkt i aksjekurs 31.12.2016. Markedsverdi til de ulike selskapene er presentert under i tabell 13.1

Markedsverdi	NRS	Lerøy Seafood	SalMar	Grieg Seafood
Aksjekurs 31.12.2016	207	48	258	82
Antall aksjer	43 572 191	595 773 680	113 299 999	111 662 000
Netto driftskapital	2 047 283	15 233 949	7 585 715	4 319 849
Netto finansiell gjeld	265 764	3 382 323	2 314 217	1 375 598
Minoritetsinteresser	33 034	935 478	82 432	56 270
Markedsverdi (mill)	9 019 444	28 662 672	29 242 730	9 122 785

Tabell 13. 1. Markedsverdi komparative selskaper 31.12.2016

13.2.1. Pris/salg - multiplikator

Pris/salg ser på forholdet mellom aksjekursen og driftsinntekter. Multiplene finner vi ved å dividere pris per aksje med driftsinntekter per aksje. Ulempen ved multiplene er at den ikke tar hensyn til finansieringsstrukturen i selskapet. Dette gjelder egenkapitalmultiplikatorer

generelt, noe som kan øke risikoen for feil i verdiestimatet [Dyrnes, S. 2004]. Formelen for pris/salg-multiplikatoren kan uttrykkes slik:

Formel 13.1

$$\frac{P}{S} = \frac{\text{Markedsverdi til EK}}{\text{Driftsinntekter}}$$

P = pris, S = salg, EK = egenkapital

Utregningene av multiplene og estimert verdiestimat etter P/S er presentert i tabell 13.2.

Pris/salg	NRS	Lerøy Seafood	SalMar	Grieg Seafood	Vektet snitt	Gjennomsnitt	Implisitt
Markedsverdi	9 019 444	28 662 672	29 242 730	9 122 785			
Driftsinntekter	4 224 340	17 269 278	8 963 239	6 545 187			
P/S	2,14	1,66	3,26	1,39	2,06	2,11	1,99

P/S	Vektet snitt	Gjennomsnitt	Verdiestimat
Multiplikator	2,06	2,11	2,08
Driftsinntekter	4 224 340	4224340	4224340
Markedsverdi EK	8688047	8 925 182	8806614
Aksjer	43 572 191	43 572 191	43 572 191
Aksjekurs	199,39	204,84	202,12

Tabell 13. 2. Verdiestimat til NRS basert på P/S-multiplikatoren

SalMar har størst markedsverdi i forhold til driftsinntektene. Det vektete snittet ble beregnet til 2,06, mens gjennomsnittet er 2,11. Dermed blir det endelige snittet satt til 2,08. Videre kan vi se at den implisitte multiplere basert på vårt fundamentale verdiestimat er 1,99, hvilket betyr at det fundamentale verdiestimatet ligger under markedsverdien.

Tabellen viser at verdiestimatet etter P/S-multiplikatoren er 202,12 kr per aksje. Dette er noe høyere enn verdiestimatet vi fant ved hjelp av den fundamentale metoden. I modellen tar vi utgangspunkt i markedsverdien på et gitt tidspunkt fremfor å se markedsverdien over en lengre periode. Dette skaper en feilkilde, da markedsprisen vil variere fra dag til dag.

13.2.2. Pris/Fortjeneste - multiplikator

Den neste multiplere vi skal beregne er pris/fortjeneste. Multiplere ser på forholdet mellom pris per aksje og resultat før skatt. I likhet med pris/salg-multiplere er dette en egenkapitalmultiplikator som ikke tar hensyn til kapitalstrukturen i selskapene. Beregningene er presentert i tabell 13.3, og formelen uttrykkes slik:

Formel 13-2

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Markedsverdi EK}}{\text{Resultat etter skatt}}$$

$P = \text{pris}$, $E = \text{earnings}$, $EK = \text{egenkapital}$

Pris/Fortjeneste	NRS	Lerøy Seafood	SalMar	Grieg Seafood	Vektet snitt	Gjennomsnitt	Implisitt
Markedsverdi	9 019 444	28 662 672	29 242 730	9 122 785			
Resultat etter skatt	859 948	1 770 661	1 611 389	701 529			
P/E	10,49	16,19	18,15	13,00	15,45	14,46	9,76

P/E	Vektet snitt	Gjennomsnitt	Verdiestimat
Multiplikator	15,45	14,46	14,95
Resultat etter skatt	859948	859948	859948
Markedsverdi EK	13286837	12 432 180	12859508
Aksjer	43 572 191	43 572 191	43 572 191
Aksjekurs	304,94	285,32	295,13

Tabell 13. 3. Verdiestimat til NRS basert på P/E-multiplikatoren

Verdiestimatet basert på P/E er beregnet til 295,13 kr per aksje. NRS har en P/E verdi som ligger en del lavere enn de komparative selskapene, hvilket er en indikasjon på en undervurdering av markedsverdien. Det er verdt å merke seg at 2016 er et toppår for oppdrettsbransjen, hvilket fører til en risiko for at multiplene kan være overvurdert. Igjen ser vi at den implisitte multiplene ligger under multiplene basert på aksjeverdien til NRS.

13.2.3. EV/EBIT - multiplikator

EV/EBIT-multiplikatoren ser på sammenhengen mellom selskapsverdien og driftsresultatet. Til forskjell fra de to andre multiplikatorene tar denne utgangspunkt i selskapsverdien, og anses dermed som en selskapskapitalmodell. Dvs. at multiplene tar hensyn til kapitalstrukturen i selskapet [Kallestad, Y. og Møller, B. 2016]. Beregningene er presentert i tabell 13.4, og formelen uttrykkes slik:

Formel 13-3

$$\frac{EV}{EBIT} = \frac{\text{Markedsverdi EK} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat}}$$

$EV = \text{enterprise value}$, $EBIT = \text{earnings before interest and taxes}$, $EK = \text{egenkapital}$

EV/EBIT	NRS	Lerøy Seafood	SalMar	Grieg Seafood	Vektet snitt	Gjennomsnitt	Implisitt
Markedsverdi	9 019 444	28 662 672	29 242 730	9 122 785			
Bokført NFG	265 764	3 382 323	2 314 217	1 375 598			
EV	9 285 208	32 044 995	31 556 947	10 498 383			
EBIT	660 935	2 843 469	2 431 647	1 143 319			
EV/EBIT	14,05	11,27	12,98	9,18	11,63	11,87	13,11

EV/EBIT	Vektet snitt	Gjennomsnitt	Verdiestimat
Multiplikator	11,63	11,87	11,75
EBIT	660 935	660 935	660 935
Markedsverdi	7 687 427	7 845 010	7 766 218
Aksjer	43 572 191	43 572 191	43 572 191
Aksjekurs	176,43	180,05	178,24

Tabell 13. 4. Verdiestimat til NRS basert på EV/EBIT-multiplikatoren

Som vi ser av tabellen ligger NRS sin multipl på 14,05 litt over de andre komparative selskapene. Snittet er beregnet til 11,75, hvilket gir et verdiestimat på 178,24 kroner per aksje. Igjen ligger den implisitte multipl under markedsverdien, men i dette tilfellet over snittet i bransjen. Dette fører til at det fundamentale verdiestimatet er høyere enn det komparative.

13.2.4 EV/EBITDA - multiplikator

Vi skal nå beregne EV/EBITDA-multiplikatoren. I likhet med EV/EBIT-multiplikatoren tar multipleringen utgangspunkt i selskapsverdien og er følgelig en selskapskapitalmodell. Til forskjell fra EV/EBIT tar vi her hensyn til avskrivninger. Dersom et selskap har lite avskrivninger, vil det følgelig være liten forskjell mellom EV/EBIT og EV/EBITDA. Denne metoden benyttes ofte i verdsettelsen av selskaper med mye avskrivninger, fordi metoden verdsettelse av driftsaktivitetene i selskapet [Kallestad, Y. og Møller, B. 2016]. Beregningene er presentert under i tabell 13.5, og formelen uttrykkes slik:

Formel 13-4

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Markedsverdi EK} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat før avskrivninger og amortisering}}$$

EV = enterprise value, EBITDA = earnings before interests, taxes, depreciation and amortization, EK = egenkapital

EV/EBITDA	NRS	Lerøy Seafood	SalMar	Grieg Seafood	Vektet snitt	Gjennomsnitt	Implisitt
Markedsverdi	9 019 444	28 662 672	29 242 730	9 122 785			
Bokført NFG	265 764	3 382 323	2 314 217	1 375 598			
EV	9 285 208	32 044 995	31 556 947	10 498 383			
EBITDA	721 998	3 355 090	2 789 667	1 323 707			
EV/EBITDA	12,86	9,55	11,31	7,93	10,07	10,41	12,00

EV/EBITDA	Vektet snitt	Gjennomsnitt	Verdiestimat
Multiplikator	10,07	10,41	10,24
EBITDA	721 998	721 998	721 998
Markedsverdi	7 269 655	7 518 657	7 394 156
Aksjer	43 572 191	43 572 191	43 572 191
Aksjekurs	166,84	172,56	169,70

Tabell 13. 5. Verdiestimat til NRS basert på EV/EBITDA-multiplikatoren

Som vi kan lese ut av tabellen ligger NRS sin EV/EBITDA høyere enn snittet i bransjen. Det vektete snittet i bransjen er på 10,07 og gjennomsnittet ligger på 10,4, hvilket fører til et verdiestimat på til 169,7 per aksje. Som vi ser ligger den implisitte multiplikaen over gjennomsnittlig EV/EBITDA, men den ligger under markedsverdien i selskapet, hvilket fører til et lavere verdiestimat i den komparative verdsettelsen.

13.3.5. Pris/bok - multiplikator

Pris/bok-multiplikatoren tar utgangspunkt i prisen per aksje og bokført egenkapital i balansen. Den er i likhet med P/S og P/E svært enkel å bruke. Multiplikatoren gir innsikt i om selskapet klarer å skape merverdier på selskapets eiendeler. Denne metoden setter store krav til lik regnskapsføring mellom selskapene, da to identiske selskaper kan ha forskjellig multiplikator dersom regnskapsføringen er forskjellig [Kallestad, Y. og Møller, B]. Denne metoden tar ikke hensyn til kapitalstruktur, og er dermed en egenkapitalmodell. Beregningen av P/B-multiplikatoren og verdiestimatet er presentert tabell 13.6, og formelen er slik:

Formel 13-5

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Markedsverdi EK}}{\text{Bokført verdi EK}}$$

P = pris, B = bok, EK = egenkapital

Pris/Bok	NRS	Lerøy Seafood	SalMar	Grieg Seafood	Vektet snitt	Gjennomsnitt	Implisitt
Markedsverdi	9 019 444	28 662 672	29 242 730	9 122 785			
Bokført EK	1 748 485	10 916 148	5 189 066	2 887 981			
Pris/Bok	5,16	2,63	5,64	3,16	3,74	4,14	4,80

P/B	Vektet snitt	Gjennomsnitt	Verdiestimat
Multiplikator	3,74	4,14	3,94
Bokført EK	1 748 485	1 748 485	1 748 485
Markedsverdi	6 541 080	7 246 805	6 893 943
Aksjer	43 572 191	43 572 191	43 572 191
Aksjekurs	150,12	166,32	158,22

Tabell 13. 6. Verdiestimat til NRS basert på Pris/Bok-multiplikatoren

Den gjennomsnittlige verdien ligger på 4,14, mens det vektete snittet ligger på 3,74 hvilket fører til et verdiestimat på 158,22 kroner. Multiplikaen gir det laveste verdiestimatet av alle multiplene. Videre ser vi at den implisitte multiplikaen er lavere enn NRS sin multiplikaen basert på markedsverdi. I neste delkapittel vil vi se alle multiplikatorene i sammenheng for å kunne beregne et endelig komparativt verdiestimat.

13.4 Endelig verdiestimat basert på komparativ verdsettelse

Basert på utregningen ovenfor kan vi beregne et endelig komparativt verdiestimat.

Verdiestimatet regnes ut ved å bruke den gjennomsnittlige verdien av de fem multiplene.

Resultatet er presentert i tabell 13.7.

Komparativ verdsettelse	P/S	P/E	EV/EBIT	EV/EBITDA	P/B	Gjennomsnitt
Verdiestimat	202,12	295,13	178,24	169,70	158,22	200,68

Tabell 13. 7. Verdiestimat til NRS basert på den komparative verdsettelsesmetoden

Vi kan se en stor variasjon i de ulike multiplene, og det er kun P/S som ligger i nærheten av aksjekursen per 31.12.2016. Vi kan ikke basere verdiestimatet på én multiplene alene, og når vi bruker gjennomsnittet av de fem multiplene får vi samlet verdiestimat på 200,68 per aksje. I delkapittel 13.1 bestemte vi at Marine Harvest skulle holdes utenfor sammenligningsgrunnlaget. Dersom vi hadde inkludert Marine Harvest i de komparative selskapene hadde vi fått et verdiestimat på 411,19, hvilket er urealistisk høyt estimat. Det urealistiske estimatet skyldes Marine Harvest hadde et spesielt år i 2016, ettersom de endret presentasjonsvaluta fra NOK til Euro, og dermed hadde store omregningsdifferanser i resultatet. Dette hadde kun påvirkning på P/E-multiplikatoren, men for å ha et konsistent sammenligningsgrunnlag valgte vi å eliminere Marine Harvest fra den komparative verdsettelsen. Dersom vi kun hadde eliminert Marine Harvest fra P/E-multiplene, hadde vi fått et verdiestimat på 209,53 kr per aksje. Dette er et realistisk estimat, men vi har valgt å sette 200,68 som det endelige estimatet.

Sammenlignet med det fundamentale verdiestimatet, får vi en differanse på 8,18 kroner.

Estimatet er kun 4,2% høyere enn det fundamentale verdiestimatet, og vi kan dermed si at det komparative verdiestimatet underbygger det fundamentale. I neste kapittel vil oppsummere de to verdsettelsesmetodene, og komme med en handlingsstrategi.

14. Oppsummering og handlingsstrategi

Etter en lang verdsettelsesoppgave så kommer vi endelig frem til oppsummeringskapittelet. I kapittelet vil vi først oppsummere de viktigste funnene i oppgaven før vi avslutter oppgaven med å presentere vår anbefalte handlingsstrategi for aksjen.

14.1 Oppsummering

Formålet med masteroppgaven har vært å gjennomføre en strategisk regnskapsanalyse og fundamental verdivurdering av Norway Royal Salmon AS. Vår problemstilling var å finne den underliggende verdien til NRS sin egenkapital per 31.12.16. I oppgaven har vi fulgt Knivsflå sitt fundamentale rammeverk, og i dette delkapittelet vil vi gi en kort oppsummering av oppgaven.

Vi startet oppgaven med å gi en introduksjon til oppgaven. Videre gav vi en god beskrivelse av NRS og relevante bransjeforhold. Videre forklarte vi de ulike verdsettelsesmodellene, før vi gjennomførte en strategisk analyse av NRS i kapittel 5. I den strategiske analysen kartlagte vi de eksterne og interne forholdene rundt NRS sin virksomhet. I analysen konkluderte vi med at NRS har en midlertidig konkurransefordel, hvilket stemte godt med de historiske tallene.

Den strategiske analysen ble oppsummert i en SWOT-analyse der vi kartlagte NRS sine sterke og svake sider i tillegg til en rekke potensielle muligheter og trusler. Blant de viktigste forholdene vi kartlagte i den strategiske analysen, er det verd å nevne følgende:

Konsesjonssystemet i Norge setter store begrensninger for vekst, laksenæringen er utrolig sensitiv imot fall i lakseprisen, og at NRS sin geografiske lokasjon har sørget for en fordel i form av 10 grønne konsesjoner. Den strategiske analysen ble senere brukt til å underbygge de valgene vi gjorde knyttet til fremtidsregnskapet i kapittel 10.

Etter den strategiske analysen gjennomførte vi en analyse av de historiske dataene. Først gjennomførte vi en regnskapsanalyse og en analyse av risiko. I kapittel 7 ble kredittrisikoen oppsummert i en syntetisk rating der vi gav en A-rating til både NRS og bransjesnittet.

Ratingen ble videre benyttet til å utarbeide de historiske kravene i kapittel 8. I kapittel 9 gjennomførte vi en lønnsomhetsanalyse der vi fant ut at NRS hadde en tidsvektet strategisk fordel på hele 28,8%. En strategisk fordel på 28,8% er unormalt høyt, og i lønnsomhetsanalysen antydte vi at de historiske kravene var undervurdert. Videre anførte vi at

de store forskjellene innad i bransjen gjør at man ikke bør legge altfor mye vekt på lønnsomhetsanalysen i den videre verdivurderingen.

I kapittel 10 og 11 utarbeidet vi fremtidsregnskapet og fremtidskravene basert på de historiske dataene, prediksjoner om fremtiden og den strategiske regnskapsanalysen.

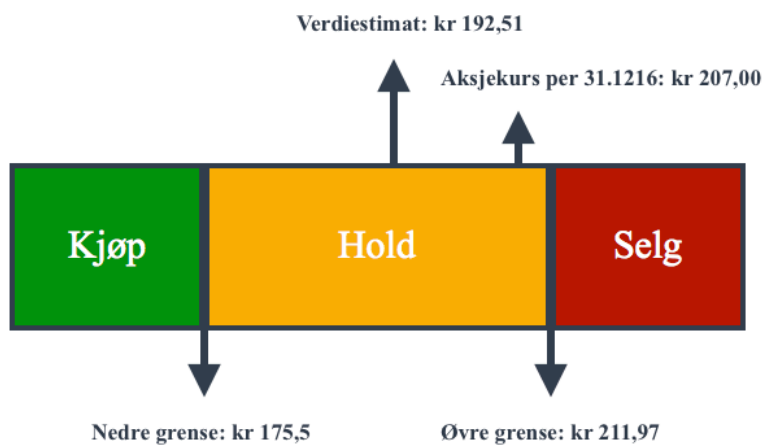
Fremtidsregnskapet og -kravene ble videre benyttet til å utarbeide den fundamentale verdsettelsen i kapittel 12. I den fundamentale verdivurderingen fikk vi et første estimat på egenkapitalverdien som tilsvarte en aksjekurs på 209,16 kr per aksje. Etter en konvergering og justering for konkurrisiko endte vi opp med et endelig verdiestimat på 192,51 kr per aksje. For å belyse usikkerhetsmomentene i verdivurderingen gjennomførte vi en scenario- og sensitivitetsanalyse. I analysen fant vi ut at det var over 65% sannsynlighet for at verdiestimatet hadde en verdi som var høyere eller lavere enn 20% av vår estimerte verdi. Videre så vi at netto driftsmarginen var den budsjettdriveren som hadde størst påvirkning på verdiestimatet.

Til slutt gjennomførte vi en komparativ analyse basert på multiplikatorer, for å underbygge vår fundamentale verdivurdering. I den komparative verdivurderingen valgt vi å holde Marine Harvest utenfor sammenligningsgrunnlaget. Etter utelatelsen av Marine Harvest, endte vi opp med et verdiestimat på 200,69 kr per aksje i den komparative verdivurderingen.

Vi mener vårt verdiestimat på 192,51 kr per aksje gir et godt uttrykk for verdien til egenkapitalen per 31.12.2016. Videre mener vi den lave differansen på 8,18 kr per aksje mellom de to verdsettelsesmetodene gir en underliggende støtte til vår fundamentale verdivurdering.

14.2 Handlingsstrategi

Det siste punktet på agendaen vil være å anbefale en handlingsstrategi basert på vårt endelige verdiestimat. Handlingsstrategien utarbeides ved sammenligne vårt verdiestimat med børskursen per 31.12.2016. Som tidligere nevnt knytter det seg enkelte usikkerhetsmomenter til vårt verdiestimat. Dermed har vi valgt å sette handlingsstrategigrensene på pluss/minus 10% av verdiestimatet, hvilket fører til at vi vil gi en hold-anbefaling dersom børskursen ligger innenfor intervallet på [175,18, 211,97]. Per 31.12.2016 er børskursen 207 kr, hvilket fører til en hold-anbefaling.



Figur 14. 1. Vår anbefalte handlingsstrategi

14. Referanseliste

14.1 Faglitteratur

Berk, J. & DeMarzo, 2017. *Corporate Finance* (4. utgave). London: Pearson Education

Kallestad, Y. og Møller, B. 2016. *Verdivurdering: Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper* (2. utgave). Bergen: Fagbokforlaget.

Penman, S. H. 2010. *Financial statement analysis and security valuation* (4. utgave). Boston, Mass: McGraw-Hill

14.2 Forelesningsnotater

MRR 413A: Regnskapsanalyse og verdivurdering v/Kjell Henry Knivsflå, våren 2017

Knivsflå, K. H. (2017). BUS440/MRR413A Regnskapsanalyse og verdivurdering. Hentet fra: <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm>

Knivsflå 1, 2017	Forelesning 1	Introduksjon
Knivsflå 2, 2017	Forelesning 2	Strategi, regnskap og verdi
Knivsflå 3, 2017	Forelesning 3	Regnskapsanalyse: Ramme og trailing
Knivsflå 4, 2017	Forelesning 4	Omgruppering for analyse. Resultat
Knivsflå 5, 2017	Forelesning 5	Omgruppering av balanse og kontantstrøm
Knivsflå 6, 2017	Forelesning 6	Regnskapsbasert måling og målefeil
Knivsflå 7, 2017	Forelesning 7	Justering av målefeil
Knivsflå 8, 2017	Forelesning 8	Kredittvurdering syntetisk rating
Knivsflå 9, 2017	Forelesning 9	Avkastningskrav, målestokk for rentabilitet
Knivsflå 10, 2017	Forelesning 10	Strategisk rentabilitetsanalyse
Knivsflå 11, 2017	Forelesning 11	Strategisk driftsanalyse
Knivsflå 13, 2017	Forelesning 13	Fremtidsregnskap: Ramme og driftsinntekter
Knivsflå 14, 2017	Forelesning 14	Fremtidsregnskap: Andre budsjett drivere
Knivsflå 15, 2017	Forelesning 15	Fremtidskrav og strategisk rentabilitetsanalyse
Knivsflå 16, 2017	Forelesning 16	Fundamental verdivurdering: Egenkapitalmetoden
Knivsflå 17, 2017	Forelesning 17	Fundamental verdivurdering: Selskapskapitalmetoden
Knivsflå 18, 2017	Forelesning 18	Usikkerhet i verdiestimatet
Knivsflå 21, 2017	Forelesning 21	Komparativ verdivurdering
Knivsflå 22, 2017	Forelesning 22	Opsjonsbasert verdivurdering

14.3 Selskapsinformasjon og rapporter

Årsrapporter fra 2011 til 2016 er hentet fra selskapenes hjemmeside:

Grieg Seafood Group ASA: <http://www.griegseafood.no/invest/rapporter/>

Lerøy Seafood Group ASA: <https://www.leroyseafood.com/Investor/Rapporter/Finansielle-rapporter/Arsrapporter/>

Marine Harvest ASA: <http://marineharvest.no/investor/annual-reports/>

Norway Royal Salmon ASA: <http://norwayroyalsalmon.com/no/investor/Finansielle-rapporter>

SalMar ASA: <http://www.salmar.no/arsrapporter>

Grieg Seafood, 2016. *Årsrapport 2016*, Bergen: Grieg Seafood. Hentet fra: http://www.griegseafood.no/wp-content/uploads/2017/04/GSF_2016_aarsrapport_NO.pdf
[Funnet 02.02.2017]

Grieg Seafood, 2017. *Om Grieg Seafood*. Hentet fra Grieg Seafood: <http://www.griegseafood.no/grieg-seafood-asa-n/om-grieg-seafood/>
[Funnet 02.02.2017]

Lerøy Seafood Group, 2016. *Årsrapport, 2016*, Bergen: Lerøy Seafood Group. Hentet fra: <http://hugin.info/131537/R/2099790/799339.pdf>
[Funnet 01.06.2017]

Lerøy Seafood Group, 2017. *Historikk*. Hentet fra Lerøy Seafood Group: <https://www.leroyseafood.com/no/Investor/Om-Leroy/Historikk/>
[Funnet 02.02.2017]

Marine Harvest, 2015. *Årsrapport, 2015*, Bergen: Marine Harvest. Hentet fra: <http://hugin.info/209/R/1999866/737534.pdf>
[Funnet 02.02.2017]

Marine Harvest, 2016. *Årsrapport, 2016*, Bergen, Marine Harvest. Hentet fra: <http://hugin.info/209/R/2094101/791700.pdf>
[Funnet 01.06.2017]

Marine Harvest, 2016a. *Salmon Farming Industry Handbook 2016*. Hentet fra Marine Harvest: <http://hugin.info/209/R/2023118/751659.pdf>
[Funnet 02.02.2017]

Marine Harvest, 2017a. *Historie*. Hentet fra Marine Harvest: <http://www.marineharvest.no/about/historie/>
[Funnet 31.01.2017]

Marine Harvest, 2017b. *Norges største oppdrettsselskap*. Hentet fra Marine Harvest: <http://www.marineharvest.no/about/norges-storste/>
[Funnet 02.02.2017]

Marine Harvest, 2017c. *Produkter*. Hentet fra Marine Harvest: <http://www.marineharvest.no/products/product-range/>
[Funnet 02.02.2017]

NRS, 2012. *Årsrapport, 2012*, Trondheim: Norway Royal Salmon. Hentet fra: http://norwayroyalsalmon.com/files/9/aarsrapport_nrs2012.pdf
[Funnet 16.06.2017]

NRS, 2015a. *Årsrapport, 2015*, Trondheim: Norway Royal Salmon. Hentet fra: http://norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS_Aarsrapport2015.pdf
[Funnet 16.06.2017]

NRS, 2015b. *Selskapspresentasjon NRS 2015, North Atlantic Seafood Forum*. Hentet fra:
<https://brage.bibsys.no/xmlui/handle/11250/2432939>
[Funnet 09.01.2017]

NRS, 2016. *Årsrapport, 2016*, Trondheim: Norway Royal Salmon. Hentet fra:
http://norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS_Aarsrapport2016.pdf
[Funnet 31.05.2017]

NRS, 2017a. *Historie*. Hentet fra Norway Royal Salmon:
<http://norwayroyalsalmon.com/no/Om-NRS/Historie>
[Funnet 31.01.2017]

NRS, 2017b. *Organisasjon*. Hentet fra Norway Royal Salmon
<http://norwayroyalsalmon.com/no/Om-NRS/Organisasjon>
[Funnet 07.02.2017]

NRS, 2017c. *Beste kvartalresultat i NRS sin historie*. Hentet fra Norway Royal Salmon:
<http://norwayroyalsalmon.com/no/Beste-kvartalsresultat-i-NRS-sin-historie>
[Funnet 07.02.2017]

NRS, 2017d. *Våre verdier*. Hentet fra Norway Royal Salmon:
<http://norwayroyalsalmon.com/no/Oppdrettere-2/Vare-verdier>
[Funnet: 07.02.2017]

NRS, 2017f. *Strategi*. Hentet fra Norway Royal Salmon:
<http://norwayroyalsalmon.com/no/Om-NRS/Strategi>
[Funnet 07.02.2017]

NRS, 2017g. *Fremtiden ligger i havet*. Hentet fra Norway Royal Salmon:
<http://norwayroyalsalmon.com/no/Baerekraft>
[Funnet 21.02.2017]

NRS, 2017i. *Tildelt 9 grønne konsesjoner*. Hentet fra Norway Royal Salmon:
<http://norwayroyalsalmon.com/no/Forside/Nyheter/TILDELT-9-NYE-GRONNE-KONSESJONER>
[Funnet 31.05.2017]

NRS, 2017j. *Selskapspresentasjon NRS 2017, North Atlantic Seafood Forum*. Hentet fra:
<http://norwayroyalsalmon.com/files/12/NASF%209%20March%202017.pdf>
[Funnet 31.05.2017]

NRS, 2017k. *Aksjen*. Hentet fra Norway Royal Salmon:
<http://norwayroyalsalmon.com/no/investor/Investorforum>

SalMar, 2015. *Årsrapport*, Kverva: SalMar. Hentet fra:
<http://hugin.info/138695/R/2008392/742847.pdf>

SalMar, 2016. *Årsrapport*, Kverva: SalMar. Hentet fra:
<http://hugin.info/138695/R/2099114/799620.pdf>
[Funnet 02.06.2017]

SalMar, 2017a. *Historie*. Hentet fra Salmar ASA:
<http://www.salmar.no/historie>
[Funnet 31.01.2017]

14.4 Offentlige kilder

Finansdepartementet, 2016. *Regjeringens forslag til skatte- og avgiftsopplegg for 2017*. Hentet fra Finansdepartementet:
<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/regjeringens-forslag-til-skatte--og-avgiftsopplegg-for-2017/id2514819/>
[Funnet 29.05.2017]

Fiskeridirektoratet, 2016. *Grønne tillatelser*. Hentet fra Fiskeridirektoratet:
<http://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Kommersielle-tillatelser/Laks-oerret-og-regnbueoerret/Groenne-tillatelser>
[Funnet 07.02.2017]

Fiskeridirektoratet, 2017a. *Laks, regnbueørret og ørret*. Hentet fra Fiskeridirektoratet:
<http://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Statistikk-akvakultur/Akvakulturstatistikk-tidsserier/Laks-regnbueoerret-og-oerret>
[Funnet 02.02.2017]

Fiskeridirektoratet, 2017. *Rømmingsstatistikk*. Hentet fra Fiskeridirektoratet:
<http://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Statistikk-akvakultur/Roemningsstatistikk>
[Funnet 31.01.2017]

Miljødirektoratet, 2014. *Tilførsel av næringsalter fra fiskeoppdrett*. Hentet fra Miljødirektoratet:
<http://www.miljostatus.no/tema/hav-og-kyst/fiskeoppdrett/tilforsler-av-naringsalter-fra-fiskeoppdrett/>
[Funnet 22.02.2017]

NRK, 2012a. *USA fjerner straffetoll på laks*. Hentet fra NRK:
<https://www.nrk.no/okonomi/usa-fjerner-straffetoll-pa-laks-1.7971019>
[Funnet 21.02.2017]

NRK, 2014b. *Slik finner norsk laks veien til russiske fiskedisker*. Hentet fra NRK:
<https://www.nrk.no/nordland/norsk-laks-finner-smutthull-1.11937427>
[Funnet 10.02.2017]

Norges Bank, 2017a. *Styringsrenten*. Hentet fra Norges Bank:
<http://www.norges-bank.no/pengepolitikk/Styringsrenten/>
[Funnet 01.03.2017]

Norges Bank, 2017b. *Historisk rentestatistikk 1820-1999*. Hentet fra Norges Bank:
http://www.norges-bank.no/Upload/import/publikasjoner/penger_og_kreditt/2000-04/holter.pdf
[Funnet 01.03.2017]

Norges Bank, 2017c. *Valutakurs for EURO*. Hentet fra Norges Bank:
<http://www.norges-bank.no/Statistikk/Valutakurser/valuta/EUR>
[Funnet 09.05.2017]

Norges Bank, 2017d. *Statsobligasjoner årgjennomsnitt*. Hentet fra Norges Bank:
<http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>
[Funnet 23.05.2017]

Norges Bank, 2017e. *Statsobligasjoner daglige noteringer*. Hentet fra Norges Bank:
<http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/>
[Funnet 29.05.2017]

Norges Bank, 2017f. *Short term interest rate*. Hentet fra Norges Bank:
<http://www.norges-bank.no/en/Statistics/Historical-monetary-statistics/Short-term-interest-rates/>
[Funnet 29.05.2017]

Norges Bank, 2017g. *Valutakurser mot NOK*. Månedsgjennomsnitt fra 1960. Hentet fra Norges Bank:
<http://www.norges-bank.no/Statistikk/Valutakurser/>
[Funnet 01.03.2017]

Nærings- og fiskeridepartementet, 2004. *Laksetildelingsforskriften*. Hentet fra lovdata:
<https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2004-12-22-1798>
[Funnet 22.02.2017]

Nærings- og fiskeridepartementet, 2005. *Akvakulturloven*. Hentet fra lovdata:
https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-06-17-79#KAPITTEL_1
[Funnet 22.02.2017]

Nærings- og fiskeridepartementet, 2012. *NYTEK-forskriften*. Hentet fra lovdata:
<https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2011-08-16-849>
[Funnet 22.02.2017]

Nærings- og fiskeridepartementet, 2013. *Forskrift om lakselusbekjempelse*. Hentet fra lovdata:
<https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2012-12-05-1140>
[Funnet 21.02.2017]

Nærings- og fiskeridepartementet, 2014a. *Forutsigbar og miljømessig bærekraftig vekst i norsk lakse- og ørretoppdrett*. Hentet fra regjeringen.no:
<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld.-st.-16-2014-2015/id2401865/sec6>
[Funnet: 21.02.2017]

SSB, 2012a. *Mindre eksport til Kina, men mer laks*. Hentet fra statistisk sentralbyrå:
<https://www.ssb.no/utenriksokonomi/artikler-og-publikasjoner/mindre-eksport-til-kina-men-mer-laks>
[Funnet 21.02.2017]

Tollvesenet, 2017. *Eksport av fisk til EU*. Hentet fra toll.no:
<http://www.toll.no/no/varer/fisk/eksport-av-fisk/eksportor/eu/>
[Funnet 22.02.2017]

Utenriksdepartementet, 2015, Mattrygghet. Hentet fra regjeringen:
<https://www.regjeringen.no/no/tema/europapolitikk/tema/mattrygghet/id686225/>
[funnet 21.02.2017]

14.5 Andre kilder

Aftenposten, 2006. *Minstepris på norsk laks*. Hentet fra Aftenposten:
<http://www.aftenposten.no/meninger/debatt/Minstepris-pa-norsk-laks-417246b.html>
[Funnet: 21.02.2017]

Aftenposten, 2016. *Antibiotika-fri laks har blitt en slager i USA*. Hentet fra Aftenposten:
<http://www.aftenposten.no/okonomi/Antibiotika-fri-norsk-laks-er-blitt-en-slager-i-USA-57500b.html>
[Funnet: 21.02.2017]

Dagbladet, 2010: *Norske lakse-virus la chilensk oppdrett i ruiner*. Hentet fra Dagbladet:
<http://www.dagbladet.no/nyheter/forskere---norsk-lakse-virus-la-chilensk-oppdrett-i-ruiner/64644420>
[Funnet: 07.03.2017]

Dahl, G. 2006. *Hvordan bør bedrifter finansieres*. Hentet fra Lederkilden:
<https://www.lederkilden.no/tema/hvordan-bor-bedrifter-finansieres>
[Funnet: 30.05.2017]

Damodaran, 2017a. *My most recent data on ERP & CRP by country (July 2016)*. Hentet fra Damodaran:
<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
Funnet: 21.02.2017

Damodaran, 2017b. My annual update paper on ERP (January 2017). *Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications - The 2017 Edition*
Hentet fra Damodaran:
<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
[Funnet: 29.05.2017]

Deloitte, 2017a. *Strategy*. Hentet fra Deloitte:
<https://www2.deloitte.com/no/no/pages/strategy/solutions/strategiske-analyser.html>
[Funnet 16.02.2017]

DN, 2014. *Salmar og Cermaq seiret*. Hentet fra Dagens Næringsliv:
<http://www.dn.no/nyheter/2014/03/30/Havbruk/salmar-og-cermaq-seiret>
[Funnet 31.05.2017]

DN, 2016a. *Vi gleder oss til å selge mer laks til det kinesiske markedet*. Hentet fra:
<http://www.dn.no/nyheter/2016/12/19/1044/Utenriks/-vi-gleder-oss-til-a-selge-mer-laks-til-det-kinesiske-markedet>

[Funnet 01.02.2016]

DN, 2016b. *Dette er en megatrend*. Hentet fra Dagens Næringsliv:

<https://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2016/05/26/1847/Investeringer/-dette-er-en-megatrend>

[Funnet 22.02.2016]

DN, 2017a. *Børs og marked*. Hentet fra Dagens Næringsliv:

<https://www.dn.no/finans/#/detaljer/NRS.OSE>

[Funnet 30.03.2017]

Dyrnes, S. 2004. *Verdsettelse ved bruk av multiplikatorer*. Hentet fra Lederkilden:

<https://www.lederkilden.no/tema/finans/verdivurdering/verdsettelse-ved-bruk-av-multiplikatorer>

[Funnet 13.06.2017]

E24, 2015. *Kina stanser import av hel laks fra Norge*. Hentet fra E24.no:

<http://e24.no/naeringsliv/kina-stanser-import-av-hel-laks-fra-norge/23291459>

[Funnet 21.02.17]

Fish Pool, 2017a. *Price history*. Hentet fra Fishpool:

<http://fishpool.eu/price-information/spot-prices/history/>

[Funnet 31.01.2017]

Fish Pool, 2017b. *Forward prices*. Hentet fra Fishpool:

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

[Funnet: 02.06.2017]

Fish Pool, 2017c. *FPI weekly details*. Hentet fra Fishpool:

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

[Funnet 13.06.2017]

FN, 2016. *Verdens befolkning*. Hentet fra FN-sambandet:

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

[Funnet 21.02.2017]

Gjesdal, F. 2012. *Valg av verdsettelsesmodell*. Hentet fra Magma:

<https://www.magma.no/valg-av-verdsettelsesmodell>

[Funnet 02.06.2012]

Godfisk, 2017. *Laks*. Hentet fra Godfisk:

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

[Funnet 22.02.2017]

Intrafish, 2014. *Konsepter for grønne konsesjoner*. Hentet fra Intrafish:

<http://www.intrafish.no/nyheter/738764/oversikt-konsepter-for-gronne-konsesjoner>

[Funnet 02.02.2017]

Laks, 2017. *Lakseeventyret*. Hentet fra:

<http://laks.no/lakseeventyret/>

[Funnet 01.02.2017]

Laksefakta, 2016a. *Hva er bærekraft?* Hentet fra laksefakta:

<https://laksefakta.no/laks-og-miljo/hva-er-barekraft/>

[Funnet 21.02.2017]

Laksefakta, 2016b. *Hvorfor rømmer laksen?* Hentet fra laksefakta:

<https://laksefakta.no/laks-og-miljo/romming/>

[Funnet 22.02.2017]

Laksefakta, 2016c. *Hva er lakselus?* Hentet fra laksefakta:

<https://laksefakta.no/laks-og-miljo/lus/>

[Funnet 22.02.2017]

Laksefakta, 2017. *Hvorfor rømmer laksen?* Hentet fra laksefakta:

<https://laksefakta.no/laks-og-miljo/romming/>

[Funnet 01.02.2017]

Lusedata, 2017. *Om lakselus*. Hentet fra Lusedata:

<http://lusedata.no/om-lakselus/>

[Funnet 01.02.2017]

NIFES, 2014. *Torsk (Oppdrett)*. Hentet fra NIFES:

<https://www.nifes.no/art/torsk-oppdrett/>

[Funnet 06.03.2016]

Nodland, E. 2015. *Russisk importstans mye mer alvorlig enn Kina*. Hentet fra ilaks:

<https://ilaks.no/russisk-importstans-mye-mer-alvorlig-enn-kina/>

[Funnet 01.02.2017]

Nodland, E. 2016. *Dette er de 20 største oppdrettsselskapene i verden*. Hentet fra ilaks:

<http://ilaks.no/dette-er-de-20-storste-oppdrettsselskapene-i-verden/>

[Funnet 31.01.2017]

Norad, 2014. *Verdens matproduksjon må øke med opptil 60 prosent*. Hentet fra Norad:

<https://www.norad.no/aktuelt/nyheter/2015/arsrapport-for-matsikkerhet-2014/>

[Funnet 21.02.2017]

Norges Sjømatråd, 2016a. *Laks- og ørretekspporten tredoblet på 8 år - 65 milliarder i 2016*.

Hentet fra Seafood:

<http://seafood.no/aktuelt/nyheter/laks--og-orretekspporten-tredoblet-pa-8-ar--65-milliarder-i-2016/>

[Funnet 01.02.2017]

Norges Sjømatråd, 2016b. *Nøkkeltall*. Hentet fra Seafood:

<http://nokkeltall.seafood.no>

[Funnet 01.02.2017]

Norges sjømatråd, 2017. *Tolltariff til EU 2017*. Hentet fra Seafood:
<http://seafood.no/markedsadgang/toll/tolltariff-til-eu-2017/>
[funnet 22.02.2017]

Oslo Børs, 2016. *Mest omsatte verdipapirer 2016*. Hentet fra Oslo Børs:
<https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Statistikk/AArsstatistikk/Aksjer/2016-Mest-omsatte-verdipapir>
[Funnet 15.03.2017]

Oslo Børs, 2017a. *Norway Royal Salmon*. Hentet fra Oslo Børs:
<https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/NRS.OSE/overview>
[Funnet 31.01.2017]

Oslo Børs 2017b. *Nibor – gjennomsnitt*. Hentet fra Oslo Børs:
<https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Statistikk>
[Funnet 29.05.2017]

Proff, 2017. *Norway Royal Salmon ASA*. Hentet fra Proff:
<http://www.proff.no/roller/norway-royal-salmon-asa/trondheim/fisk-og-skalldyr/Z0I5CCG3/>
[Funnet 07.02.2017]

PWC, 2017a. *Risikopremien i det norske markedet*. Hentet fra PWC Norge:
<http://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremie/risikopremien-2016.html>
[Funnet 21.03.2017]

PWC, 2017b. *Risikopremien i det norske markedet (rapport)*. Hentet fra PWC Norge:
<http://www.pwc.no/no/publikasjoner/verdivurdering/risikopremien-2016.pdf>
[Funnet 29.05.2017]

Reddvillaksen, 2017. *Når oppdrettslaksen rømmer*. Hentet fra Reddvillaksen:
<http://www.reddvillaksen.no/romming/>
[Funnet 22.02.2017]

Sander, K. 2016a. *Fundamental analyse*. Hentet fra Estudie:
<https://estudie.no/fundamentalanalyse/>
[Funnet 08.02.2017]

Sander, K. 2016b. Hentet fra:
<http://estudie.no/komparativ-analyse-verdsettelse/>
[Funnet 10.02.2017]

Sander, K. 2016c. *Opsjonsbasert analyse og verdsettelse*. Hentet fra Estudie:
<http://estudie.no/opsjonsbasert-analyse-og-verdsettelse/>
[Funnet 15.02.2017]

Sander, K. 2016d. *SWOT-analyse*. Hentet fra Estudie:
<http://estudie.no/soft-analyse-swap-analyse-swap-analyse/>
[Funnet: 14.03.2017]

Sander, K. 2017a. *PESTEL – analyse (analyse av makroomgivelsene)*. Hentet fra Estudie: <https://estudie.no/pestel-analyse/>
[Funnet 31.05.2017]

Sander, K. 2017b. *Konkurrentanalyse*. Hentet fra Estudie: <https://estudie.no/konkurrenseanalyse/>
[Funnet. 31.05.2017]

SNL, 2017a. *Fiskeoppdrett*. Hentet fra Store Norske Leksikon: <https://snl.no/fiskeoppdrett>
[Funnet 31.01.2017]

SNL, 2017b. *Norge*. Hentet fra Store Norske Leksikon: <https://snl.no/Norge>
[Funnet 31.01.2017]

Sysla, 2015. *Dette må du vite om oppdrettsanlegg på land*. Hentet fra Sysla: http://sysla.no/2015/02/12/havbruk/dette-ma-du-vite-om-oppdrettsanlegg-pa-land_39673/
[Funnet 07.03.2017]

Sysla, 2016. *Gratis konsesjon til oppdrettere på land*. Hentet fra Sysla: http://sysla.no/2016/05/23/havbruk/gratis-konsesjon-til-oppdrettere-pa-land_107677/
[Funnet 07.03.2017]

VG, 2014. *Solgte laksetillatelse med milliongevinst*. Hentet fra VG: <http://www.vg.no/nyheter/innenriks/fiskeri/solgte-laksetillatelse-med-milliongevinst/a/10149952/>
[Funnet 01.03.2017]

World Bank, 2017a. *Norway*. Hentet fra Word Bank: <http://www.worldbank.org/en/country/norway>
[Funnet 02.06.2017]

World Bank, 2017b. *GDP growth*. Hentet fra World Bank: <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?end=2015&start=1961&view=chart>
[Funnet: 02.06.2017]

World Bank, 2017c. *GDP per capita*. Hentet fra World Bank: <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.CD?end=2015&start=2006>
[Funnet: 14.06.2017]

WFP, 2017. *Fakta om sult*. Hentet fra verdens matvareprogram: <http://no.wfp.org/sult/fakta-om-sult>
[Funnet 21.02.2017]

WWF, 2016. *ASC - En global standard for miljøsertifisert havbruk*. Hentet fra WWF: http://www.wwf.no/dette_jobber_med/hav_og_kyst/havbruk/miljostandard/asc/
[Funnet 07.02.2017]

15. Figur- og tabelloversikt

15.1 Figuroversikt

Figur 2. 1. Salg av oppdrettslaks, [Fiskeridirektoratet, 2015]	12
Figur 2. 2. Laksens livssyklus.....	13
Figur 2. 3. Rømt laks i perioden 2001-2016 [Fiskeridirektoratet, 2017].....	15
Figur 2. 4. Laksepriser 2006-2016 [Fish pool, 2017a]	16
Figur 2. 5. Markedsandeler basert på antall slaktede tonn.....	19
Figurer kapittel 5:	
Figur 5. 1. Rammeverk strategisk analyse [Knivsflå 2, 2017].....	33
Figur 5. 2. PESTEL-analyse av bransjemessige forhold [Sander, K. 2017a].....	34
Figur 5. 3. Spotpriser i perioden 2011-2016 [Fish Pool, 2017c]	37
Figur 5. 4. Relative prisforskjeller på kjøtt i forhold til laks i perioden 1980-2016 [Marine Harvest, 2016a].....	37
Figur 5. 5. Utvikling BNP per innbygger i viktigste eksportlandene i perioden 2005-2015 [World Bank, 2017c]	38
Figur 5. 6. Valutakurser mot NOK 2012-2016 [Norges Bank, 2017g]	39
Figur 5. 7. Norges Bank styringsrente 2010-2018 [Norges Bank, 2017a]	39
Figur 5. 8. Rammeverk Porters fem krefter [Sander, K. 2017b]	44
Figur 5. 9. Relativ prisutvikling kjøtt i perioden 1980-2016 [Marine Harvest, 2016a].....	47
Figur 5. 10. Utvikling av salgsvolum for NRS i perioden 2007-2016 [NRS, 2017j]	54
Figur 5. 11. Oppsummering av strategisk analyse ved bruk av SWOT-modell	58
Figurer kapittel 6:	
Figur 6. 1. Rammeverk for regnskapsanalyse [Knivsflå 2017]	59
Figur 6. 2. Fordeling av fullstendig nettoresultat [Knivsflå 4, 2017]	67
Figur 6. 3. Sammenheng mellom poster i balansen og nettoresultatet før skatt [Knivsflå 4, 2017]	67
Figur 6. 4. Omgruppering av balansen fra kreditororientert til investororientert [Knivsflå 5, 2017]	76
Figur 6. 5. Omgruppering fra total kapital til sysselsatt kapital [Knivsflå 5, 2017]	77
Figur 6. 6. Omgruppering fra sysselsatt kapital til netto driftskapital [Knivsflå 5, 2017].....	78
Figurer kapittel 10	
Figur 10. 1. Rammeverk for fremtidsregnskap [Knivsflå 13, 2017]	144
Figur 10. 2. Driftsinntektsvekst i perioden 2012-2016	145
Figur 10. 3. Historisk og fremtidig egenkapitalvekst til NRS i perioden 2012-2030	147
Figur 10. 4. Historisk og fremtidig driftsinntektsvekst til NRS i perioden 2012-2030	154
Figur 10. 5. Historisk og fremtidig omløp til netto driftseiendeler til NRS i perioden 2012- 2030.....	156
Figur 10. 6. Utvikling i netto driftsmargin i perioden 2012-2030	158
Figurer kapittel 12:	
Figur 12. 1. Konvergering av verdierestimat til NRS, steg 0-10	183
Figur 12. 2. Konvergeringsprosessens påvirkning på egenkapitalkravet	184
Figur 12. 3. Konvergeringsprosessens påvirkning på netto driftskravet	184
Figur 12. 4. Konvergeringsprosessens påvirkning på sysselsatt kapitalkrav	185
Figur 12. 5. Monte Carlo-simulering av verdierestimatet til NRS.....	192
Figur 12. 6. De kritiske budsjett- og verdidrivernes påvirkningskraft til variasjon i verdiestimatet til NRS.....	193
Figur 12. 7. Oppsidepotensiale til NRS fra Monte Carlo-simuleringen	194

Figur 12. 8. Nedsiderisiko til NRS fra Monte Carlo-simuleringen.....	195
Figur 12. 9. Tornadoanalyse av budsjett drivernes påvirkning på verdiestimatet i scenario-simuleringen.....	196
Figur 12. 10. Sensitiviteten i driftsinntektsveksten på kort sikt.....	197
Figur 12. 11. Sensitiviteten i driftsinntektsveksten på mellomlang og lang sikt.....	197
Figur 12. 12. Sensitiviteten i netto driftsmargin på kort sikt.....	198
Figur 12. 13. Sensitiviteten i netto driftsmargin på mellomlang og lang sikt.....	198
Figur 12. 14. Sensitiviteten i omløpshastigheten til netto driftseiendeler på kort sikt.....	199
Figur 12. 15. Sensitiviteten i omløpshastigheten til netto driftseiendelene på kort sikt.....	199
Figur 12. 16. Sensitiviteten i egenkapitalbetaen.....	200
Figurer kapittel 14:	
Figur 14. 1. Vår anbefalte handlingsstrategi.....	211

15.2 Tabelloversikt

Tabeller kapittel 5:

Tabell 5. 1. Oppsummert resultat fra Porters femkraftmodell.....	51
Tabell 5. 2. VRIO-analyse [Knivsflå 2, 2017].....	52
Tabell 5. 3. Oppsummering intern ressursanalyse (VRIO).....	56

Tabeller kapittel 6:

Tabell 6. 1. Tabulert resultatregnskap for NRS i perioden 2011-2016.....	63
Tabell 6. 2. Presentasjon av eiendeler til NRS i perioden 2011-2016.....	63
Tabell 6. 3. Presentasjon av egenkapital og gjeld for NRS i perioden 2011-2016.....	64
Tabell 6. 4. Endring i egenkapital for NRS i perioden 2012-2016.....	64
Tabell 6. 5. Fullstendig nettoresultat til NRS i perioden 2011-2016.....	66
Tabell 6. 6. Fordeling av fullstendig nettoresultat før skatt for NRS i perioden 2011-2016... ..	68
Tabell 6. 7. Unormalt driftsresultat til NRS i perioden 2011-2016.....	70
Tabell 6. 8. Unormalt finansresultat til NRS i perioden 2011-2016.....	71
Tabell 6. 9. Selskapsskattesatsen i Norge i perioden 2011-2016.....	71
Tabell 6. 10. Driftsskattesats for NRS i perioden 2011-2016.....	73
Tabell 6. 11. Fordeling av skattekostnadene til NRS i perioden 2011-2016.....	74
Tabell 6. 12. Omgruppering av balansen fra kreditororientert til investororientert.....	77
Tabell 6. 13. Sysselsatt kapital for NRS i perioden 2011-2016.....	78
Tabell 6. 14. Netto driftskapital til NRS i perioden 2011-2016.....	79
Tabell 6. 15. Omgruppert kontantstrøm til NRS i perioden 2012-2016.....	79
Tabell 6. 16. Effekt av målefeiljustering i resultatregnskapet og balansen til NRS i perioden 2011-2016.....	82
Tabell 6. 17. Omgruppert resultatregnskap for NRS i perioden 2011-2016.....	83
Tabell 6. 18. Sysselsatt kapital til NRS i perioden 2011-2016.....	84
Tabell 6. 19. Netto driftskapital til NRS i perioden 2011-2016.....	84
Tabell 6. 20. Endring i egenkapital NRS i perioden 2011-2016.....	84

Tabeller kapittel 7:

Tabell 7. 1. Vekting av bransjegjennomsnittet 2012-2016.....	86
Tabell 7. 2. Tidsvekting av regnskapsår.....	86
Tabell 7. 3. Likviditetsgrad 1 til NRS og bransjen i perioden 2012-2016.....	87
Tabell 7. 4. Tradisjonell likviditetsgrad for NRS og bransjen i perioden 2012-2016.....	88
Tabell 7. 5. Utradisjonell likviditetsgrad 2 til NRS og bransjen i perioden 2012-2016.....	89
Tabell 7. 6. Finansiell gjeldsdekningsgrad til NRS og bransjen i perioden 2012-2016.....	90

Tabell 7. 7. Rentedeckningsgrad til NRS og bransjen i perioden 2012-2016	91
Tabell 7. 8. Kontantstrømoppstilling til NRS i perioden 2012-2016.....	92
Tabell 7. 9. Egenkapitalprosent til NRS og bransjen i perioden 2012-2016	94
Tabell 7. 10. Netto driftsrentabilitet til NRS og bransjen i perioden 2012-2016.....	95
Tabell 7. 11. Kapitalstruktur til NRS 2016	96
Tabell 7. 12. Kapitalstruktur til NRS 2016 - prosentvis oppstilling	96
Tabell 7. 13. Kapitalstruktur til bransjen 2016 - prosentvis oppstilling	96
Tabell 7. 14. Syntetisk rating basert på Knivsflå sitt rammeverk [Knivsflå 8, 2017]	97
Tabell 7. 15. Syntetisk rating til NRS i perioden 2012-2016.....	97
Tabell 7. 16. Syntetisk rating for bransjen i perioden 2012-2016	98
Tabeller kapittel 8:	
Tabell 8. 1. Risikofri rente i perioden 2012-2016.....	102
Tabell 8. 2. Regresjonsanalyse av NRS og OSEBX i perioden april 2012 til mars 2017	104
Tabell 8. 3. Justert egenkapitalbeta NRS og komparative selskaper	105
Tabell 8. 4. Løpende markedsrisikopremie i perioden 2012-2016 [Knivsflå 9, 2017].....	106
Tabell 8. 5. Kredittrisikopremie basert på syntetisk rating [Knivsflå 9, 2017]	108
Tabell 8. 6. Finansielt gjeldskrav til NRS i perioden 2012-2016	108
Tabell 8. 7. Finansielt eiendelskrav til NRS i perioden 2012-2016.....	110
Tabell 8. 8. Netto finansielt gjeldskrav til NRS i perioden 2012-2016	111
Tabell 8. 9. Finansiell gjeldsbeta til NRS i perioden 2012-2016.....	112
Tabell 8. 10. Finansiell eiendelsbeta til NRS i perioden 2012-2016	113
Tabell 8. 11. Netto fiansiell gjeldsbeta til NRS i perioden 2012-2016.....	114
Tabell 8. 12. Netto driftskapital og årlig egenkapitalbeta til NRS i perioden 2012-2016	115
Tabell 8. 13. Egenkapitalkrav NRS i perioden 2012-2016	115
Tabell 8. 14. Minoritetskrav til NRS i perioden 2012-2016	116
Tabell 8. 15. Netto driftskrav til NRS i perioden 2012-2016	117
Tabell 8. 16. Sysselsatt kapitalkrav til NRS i perioden 2012-2016	118
Tabell 8. 17. Historiske avkastningskrav til NRS i perioden 2012-2016	118
Tabell 8. 18. Vektete historiske avkastningskrav til bransjen i perioden 2012-2016	118
Tabeller kapittel 9:	
Tabell 9. 1. Egenkapitalrentabilitet til NRS i perioden 2012-2016	121
Tabell 9. 2. Strategisk fordel til NRS i perioden 2012-2016	122
Tabell 9. 3. Ekstern bransjefordel i perioden 2012-2016.....	122
Tabell 9. 4. Intern ressursfordel i perioden 2012-2016.....	123
Tabell 9. 5. Egenkapitalkravfordel i perioden 2012-2016	124
Tabell 9. 6. Oppsummering strategisk fordel NRS i perioden 2012-2016	124
Tabell 9. 7. Strategisk driftsfordel NRS i perioden 2012-2016	127
Tabell 9. 8. Bransjefordel drift i perioden 2012-2016	128
Tabell 9. 9. Kravfordel netto driftskrav i perioden 2012-2016.....	129
Tabell 9. 10. Rentabilitetsfordel drift i perioden 2012-2016	129
Tabell 9. 11. Omløpsfordel NRS i perioden 2012-2016.....	131
Tabell 9. 12. Prisfordel - hele virksomheten i perioden 2012-2016	132
Tabell 9. 13. Prisfordel - oppdrettsavdeling i perioden 2012-2016	133
Tabell 9. 14. Effektivitetsfordel - hele virksomheten i perioden 2012-2016.....	133
Tabell 9. 15. Effektivitetsfordel oppdrettsavdelingen i perioden 2012-2016	134
Tabell 9. 16. Marginfordel NRS i perioden 2012-2016.....	135
Tabell 9. 17. Common size til NRS i perioden 2012-2016.....	135
Tabell 9. 18. Common size til bransjen i perioden 2012-2016.....	136
Tabell 9. 19. Common size - differanse i perioden 2012-2016	136
Tabell 9. 20. Gearingfordel – drift til NRS i perioden 2012-2016	138

Tabell 9. 21. Oppsummert driftsfordel NRS i perioden 2012-2016	138
Tabell 9. 22. Finansieringsfordel til NRS i perioden 2012-2016.....	140
Tabell 9. 23. Finansieringsfordel finansielle eiendeler for NRS i perioden 2012-2016	140
Tabell 9. 24. Finansieringsfordel netto finansiell gjeld til NRS i perioden 2012-2016.....	141
Tabell 9. 25. Finansieringsfordel minoritet til NRS i perioden 2012-2016	142
Tabell 9. 26. Finansieringsfordel til NRS i perioden 2012-2016.....	142
Tabell 9. 27. Oppsummering strategisk fordel til NRS i perioden 2012-2016	143
Tabeller kapittel 10:	
Tabell 10. 1. Driftsinntektsvekst til NRS i perioden 2012-2016	146
Tabell 10. 2. Historisk egenkapitalvekst til NRS i perioden 2012-2016	147
Tabell 10. 3. Normalisert egenkapitalvekst til NRS i perioden 2012-2016.....	148
Tabell 10. 4. Fremtidig driftsinntektsvekst til NRS i perioden 2017-2030	154
Tabell 10. 5. Netto driftseiendeler til NRS i perioden 2017-2030.....	156
Tabell 10. 6. Netto driftsresultat til NRS i perioden 2017-2030.....	158
Tabell 10. 7. Finansielle eiendeler til NRS i perioden 2017-2030.....	159
Tabell 10. 8. Finansiell gjeld til NRS i perioden 2017-2030	159
Tabell 10. 9. Netto finansiell gjeld til NRS i perioden 2017-2030	160
Tabell 10. 10. Netto finansinntekt til NRS i perioden 2017-2030	160
Tabell 10. 11. Netto finanskostnad til NRS i perioden 2017-2030.....	161
Tabell 10. 12. Netto finansresultat til NRS i perioden 2017-2030	161
Tabell 10. 13. Minoritetsinteresser til NRS i perioden 2017-2030.....	162
Tabell 10. 14. Minoritetsresultat til NRS i perioden 2017-2030	163
Tabell 10. 15. Budsjettert resultatregnskap til NRS i perioden 2017-2030	163
Tabell 10. 16. Budsjettert sysselsatt kapital til NRS i perioden 2017-2030	164
Tabell 10. 17. Budsjettert netto driftskapital til NRS i perioden 2017-2030.....	164
Tabell 10. 18. Budsjettert kontantstrøm til NRS i perioden 2017-2030	164
Tabeller kapittel 11:	
Tabell 11. 1. Risikofri rente etter skatt i perioden 2017-2030	166
Tabell 11. 2. Predikert markedsrisikopremie i perioden 2017-2030	167
Tabell 11. 3. Netto driftskapitalbeta og årlig egenkapitalbeta til NRS i perioden 2017-2030.....	167
Tabell 11. 4. Egenkapitalkrav og minoritetskrav til NRS i perioden 2017-2030	168
Tabell 11. 5. Syntetisk rating til NRS i perioden 2017-2030.....	169
Tabell 11. 6. Finansielt gjeldskrav til NRS i perioden 2017-2030	169
Tabell 11. 7. Finansielt eiendelskrav til NRS i perioden 2017-2030.....	170
Tabell 11. 8. Netto finansielt gjeldskrav til NRS i perioden 2017-2030	171
Tabell 11. 9. Finansiell gjeldsbeta til NRS i perioden 2017-2030.....	171
Tabell 11. 10. Finansiell eiendelsbeta til NRS i perioden 2017-2030	172
Tabell 11. 11. Netto finansiell gjeldsbeta til NRS i perioden 2017-2030.....	172
Tabell 11. 12. Netto driftskrav til NRS i perioden 2017-2030	173
Tabell 11. 13. Sysselsatt kapitalkrav til NRS i perioden 2017-2030	173
Tabell 11. 14. Oppsummering fremtidskrav til NRS i perioden 2017-2030	173
Tabell 11. 15. Dekomponert strategisk fordel NRS i perioden 2017-2030	174
Tabell 11. 16. Strategisk fordel NRS i perioden 2017-2030.....	174
Tabeller kapittel 12:	
Tabell 12. 1. Tabeller første verdierestimat av NRS ved bruk av egenkapitalmetoden	181
Tabell 12. 2. Tabeller første verdierestimat av NRS ved bruk av netto driftskapitalmetoden..	181
Tabell 12. 3. Første verdierestimat av NRS ved bruk av sysselsatt kapitalmetoden	182
Tabell 12. 4. Oppsummering første verdierestimat til NRS	183
Tabell 12. 5. Konvergering av verdierestimat til NRS, steg 0-10.....	183
Tabell 12. 6. Driftsinntektsvekst til NRS i budsjettene	189

Tabell 12. 7. Netto driftsmargin til NRS i budsjettpunktene	190
Tabell 12. 8. Omløpet til netto driftseiendeler til NRS i budsjettpunktene	191
Tabell 12. 9. Forventet gjennomsnittlig egenkapitalbeta til NRS.....	191
Tabell 12. 10. Data fra Monte Carlo-simuleringen av NRS	192
Tabeller kapittel 13:	
Tabell 13. 1. Markedsverdi komparative selskaper 31.12.2016	203
Tabell 13. 2. Verdiestimat til NRS basert på P/S-multiplikatoren.....	204
Tabell 13. 3. Verdiestimat til NRS basert på P/E-multiplikatoren	205
Tabell 13. 4. Verdiestimat til NRS basert på EV/EBIT-multiplikatoren	206
Tabell 13. 5. Verdiestimat til NRS basert på EV/EBITDA-multiplikatoren	206
Tabell 13. 6. Verdiestimat til NRS basert på Pris/Bok-multiplikatoren	207
Tabell 13. 7. Verdiestimat til NRS basert på den komparative verdsettelsesmetoden	208

16. Oversikt over forkortelser

AM	Anleggsmidler	KDG	Kortsiktig driftsrelatert gjeld
BFD	Bransjefordel drift	KF	Kravfordel
CAPM	Capital Asset Price Model	KFG	Kortsiktig finansrelatert gjeld
DE	Driftseiendeler	KG	Kortsiktig gjeld
DF	Driftsfordel	kk	Kontantkrav
DG	Driftsrelatert gjeld	KON	Kontanter og kontantekvivalenter
DI	Driftsinntekter	Kor	Korrelasjon
div	Driftsinntektsvekst	krp	Kredittsrisikopremie
DK	Driftskostnader	LDG	Langsiktig driftsrelatert gjeld
DR	Driftsresultat fra annet fullstendig resultat	LFG	Langsiktig finansrelatert gjeld
DSP	Dirty surplus	LG	Langsiktig gjeld
dss	Driftsskattesats	lgl	Lkividitetsgrad 1
EBIT	Earnings before interest and tax	LVEK	Likvidasjonsverdi til egenkapitalen
EBITDA	Earnings before interest, tax, depreciation and amortization	MF	Marginfordel
EK	Egenkapital	MI	Minoritetsinteresse
ekk	Egenkapitalkrav	mid	Minoritetsinteressedel
ekp	Egenkapitalprosent	mig	Minoritetsinteressegrad
ekr	Egenkapitalrentabilitet	mik	Minoritetsinteressekrav
eku	Egenkapitalutdeling	mir	Minoritetsinteresserentabilitet
ekv	Egenkapitalvekst	MR	Minoritetsinteresserresultat
EV	Enterprise value	mrd	Markedsrisikodel
FDR	Fullstendig driftsresultat	mrp	Markedsrisikopremie
FE	Finansielle eiendeler	NBU	Netto betalt utbytte
fed	Finansiell eiendelsdel	NDE	Netto driftseiendeler
feg	Finansiell eiendelsgrad	NDK	Netto driftskapital
fek	Finansielt eiendelskrav	ndk	Netto driftskrav
fer	Finansiell eiendelsrentabilitet	ndm	Netto driftsmargin
FF	Finansieringsfordel	NDR	Netto driftsresultat
FFFE	Finansieringsfordel finansielle eiendeler	ndr	Netto driftsrentabilitet
FFFG	Finansieringsfordel finansiell gjeld	ndss	Normalisert driftsskattesats
FFMI	Finansieringsfordel minoritet	NFF	Norske Finansanalytikere Forening
FFNFG	Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	NFG	Netto finansiell gjeld
FFR	Fullstendig finansresultat før skatt	nfgg	Netto finansiell gjeldsgrad
FG	Finansiell gjeld	nfgk	Netto finansielt gjeldskrav
fgd	Finansiell gjeldsdel	nfr	Netto finansiell gjeldsrentabilitet
fgg	Finansiell gjeldsgrad	NFI	Netto finansinntekt
fgk	Finansielt gjeldskrav	NFK	Netto finanskostnad
fgr	Finansiell gjeldsrente	NGRS	Norsk god regnskapsetikk
FI	finansinntekt	NIBOR3M	3 måneders NIBOR- rente
fiss	Effektiv skattesats finansinntekter	NMR	Netto minoritetsresultat
FK	Finanskostnad	NRE	Nettoresultat til egenkapital
fk	Fordringskrav	NRS	Norway Royal Salmon ASA
FKD	Fri kontantstrøm fra drift	NSK	Netto skattekostnad
FKE	Fri kontantstrøm til egenkapital	OCI	Other comprehensive income
FKS	Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	OF	Omløpsfordel
fkss	Effektiv skattesats til finanskostnader	OM	Omløpsmidler
FNR	Fullstendig nettoresultat	onde	Omløpet til netto driftseiendeler
FOM	Finansielle omløpsmidler	P	Konkurssannsynlighet
FOR	Finansielle fordringer	PESTEL	Politics, economic, social, technologic, enviroment, legal
FoU	Forskning og utvikling	RD	Resultat diskontinuerlig virksomhet
g	Vekst	RDF	Ren driftsfordel
GFD	Gearingfordel drift	rdg	Rentedekningsgrad
IAS	International Accounting Standards	RE	Resultat til egenkapital
IB	Inngående balanse	rf	Risikofri rente
IFRS	International Financial Reporting Standards	RF	Rentabilitetsfordel
ik	Investeringskravet	RFD	Ressursfordel drift
ILA	Infeksiøs lakseanemi	rm	Avkastning i marknad
ilp	Illikviditetspremie	s	Skattesats
INV	Finansielle investeringer	SF	Strategisk fordel

SFD	Driftsfordel
SK	Skattekostnad
SK-metoden	Selskapskapitalmetoden
skk	Sysselsatt kapitalkrav
SPE	Superprofitt til egenkapital
SSE	Sysselsatt eiendeler
SSK	Sysselsatt kapital
sss	Selskapsskattesats
SWOT	Strength, weakness, opportunities, threats
T	Budsjettthorisont
TE	Totale eiendeler
TK	Total kapital
UB	Utgående balanse
UDR	Unormalt driftsresultat
UFR	Unormalt finansresultat
ufrss	Skattesats til unormalt finansresultat
UNDR	Unormalt netto driftsresultat
UNFR	Unormalt netto finansinntekt
UNMR	Unormalt netto minoritetsinteresseresultat
VEK	Verdi egenkapital
VFG	Verdi til finansiell gjeld
VMI	Verdi til minoritetsinteresse
VNDK	Verdi til netto driftskapital
VNFG	Verdi til netto finansiell gjeld
VRIO	Verdifull, sjeldan, ikkje-imiterbar, organisert
VSSK	Verdi til sysselsatt kapital
WTO	World Trade Organization
ÅRE	Årsresultat
B	Beta