



Norway Royal Salmon ASA

Strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering

Ingrid Bjune Eckhoff & Andrea Madeleine Tangerås Bressand

Veileder: Kjell Henry Knivsflå

Selvstendig arbeid – Masterstudiet i regnskap og revisjon

NORGES HANDELSHØYSKOLE

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



Sammendrag

I denne masterutredningen har vi gjennomført en verdivurdering av egenkapitalen til Norway Royal Salmon ASA (NRS). Hovedteknikken vi har anvendt er fundamental verdivurdering og som supplerende teknikk har vi tatt i bruk en komparativ verdsettelse. Oppgavens struktur og oppbygning bygger på rammeverket for fundamental verdsettelse presentert av vår veileder professor Kjell Henry Knivsflå i *MRR413A- Strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering*.

Vi har med grunnlag i rammeverket gjennomført en kvalitativ strategisk analyse samt en kvantitativ lønnsomhetsanalyse for å avdekke underliggende økonomiske forhold i selskapet. Her avdekket vi at NRS besitter en strategisk fordel på 22,1% som hovedsakelig stammer fra en høy bransjefordel i tillegg til en marginal ressursfordel.

De gjennomførte analysene la så grunnlaget for utarbeidelsen av fremtidsregnskap og fremtidskrav. Her ble det avdekket at den strategiske fordelen vil være positiv også i fremtiden, og at den på lang sikt vil stabilisere seg på et nivå på 3,6% grunnet blant annet konkurransekraftene i bransjen samt teknologiske utviklinger og miljøutfordringer. Basert på de estimerte kontantstrømmene og kravene utarbeidet vi så det første verdiestimatet i den fundamentale metoden. Her tok vi i bruk tre ulike metoder der gjennomsnittet av verdien fra de ulike metodene ga oss et samlet estimat. Dette estimatet gjennomgikk så en konvergeringsprosess der verdien av egenkapitalen ble basert på virkelige verdivekter før det endelige konkursjusterte estimatet ble satt til 196,27 kr pr. aksje.

Vi har i oppgaven også gjennomført en supplerende verdsettelsesteknikk i form av komparativ verdivurdering ved multiplikatormodellen. Her fikk vi en estimert verdi på 191,49 kr pr. aksje.

Samlet verdiestimat på egenkapitalen til NRS ble til slutt beregnet til 195,07 kr per aksje basert på den fundamentale metoden og multiplikatormodellen. Dette estimatet ble så utgangspunktet for vår presentasjon av handlingsstrategi. Vi benyttet aksjekursen per 3.05.18 og et slingringsmonn på +/- 10,0% av estimatet vårt, og resultatet av strategien ble en anbefaling om hold for aksjene i Norway Royal Salmon ASA.



Forord

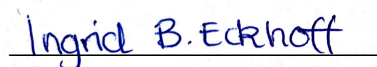
Denne masterutredningen er utarbeidet som et ledd i vår mastergrad i regnskap og revisjon ved Norges Handelshøyskole. Vi har valgt temaet strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering da dette er et tema som omfatter et bredt spekter av fagområder innenfor revisjon.

Masterutredningen vår tar utgangspunkt i rammeverket som Kjell Henry Knivsflå anvender i sitt masterkurs, *MRR413A- Strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering*.

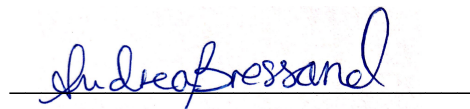
Vi har gjennom vårt arbeid med verdivurderingen opparbeidet oss god innsikt i Norway Royal Salmon ASA og lakseoppdrett i Norge. Oppgaven har videre gitt oss verdifull kunnskap om verdivurdering i praksis som vil komme godt med i resten av mastergraden og fremtidig arbeidsliv.

Avslutningsvis ønsker vi å takke vår veileder Kjell Henry Knivsflå for gode råd og oppfølging som har vært svært verdifullt for utarbeidelsen av vår oppgave.

Bergen, juni 2018



Ingrid Bjune Eckhoff



Andrea Madeleine Tangerås Bressand



Innholdsfortegnelse

Sammendrag	2
Forord	3
1 Innledning	10
1.1 Formål	10
1.2 Valg av selskap	10
1.3 Avgrensning	10
1.4 Struktur	11
2 Presentasjon av bransje og virksomhet	13
2.1 Oppdrettsbransjen	13
2.1.1 Historie.....	13
2.1.2 Verdikjeden	14
2.1.3 Eksport	15
2.1.4 Konesjoner.....	17
2.1.5 Økonomiske utfordringer	18
2.1.6 Teknologi og miljøutfordringer	21
2.1.7 Makroøkonomiske forhold	24
2.2 Norway Royal Salmon	27
2.2.1 Historie.....	27
2.2.2 Forretningsområder	27
2.2.3 Fokus på bærekraftig utvikling.....	29
2.2.5 Finansielle nøkkeltall	30
2.2.6 Aksje- og aksjonærforhold	30
2.3 Konkurrenter	31
2.3.1 Marine Harvest ASA	31
2.3.2 Lerøy Seafood Group ASA	31
2.3.3 SalMar ASA.....	32
2.3.4 Grieg Seafood ASA.....	32
2.3.5 Hvordan skiller Norway Royal Seafood seg fra sine konkurrenter?.....	33
3 Valg av verdsettelsesteknikk	37
3.1 Presentasjon av verdsettelsesteknikker	37
3.1.1 Fundamental verdivurdering	37
3.1.2 Opsjonsbasert verdivurdering.....	38
3.1.3 Komparativ verdivurdering	39
3.2 Valg av hovedteknikk	40



3.3 Rammeverk for fundamental verdivurdering	42
4 Strategisk analyse	44
4.1 Rammeverk for strategisk analyse	44
4.2 Ekstern bransjeorientert analyse	45
4.2.1 PESTEL- analyse	45
4.2.2 Porters fem krefter	53
4.2.2.1 Trussel fra nyetableringer	53
4.2.2.2 Trussel fra substitutter	55
4.2.2.3 Forhandlingsmakt hos kundene	56
4.2.2.4 Forhandlingsmakt hos leverandørene	57
4.2.2.5 Intern rivalisering	59
4.2.2.6 Oppsummering av Porters fem krefter	60
4.3 Intern ressursorientert analyse	61
4.3.1 VRIO-analyse	61
4.4 Oppsummering	67
4.4.1 Strategisk fordel	67
4.4.2 SWOT-modell	68
4.2.3. Strategisk vekst	69
5 Regnskapsanalyse	71
5.1 Presentasjon av rammeverket	71
5.1.1 Praktiske valg	72
5.2 Presentasjon av rapporterte tall	74
5.3 Omgruppering for analyse	77
5.3.1 Omgruppering av resultatregnskapet	77
5.3.2 Omgruppering av balanse	83
5.3.3 Omgruppering av kontantstrøm	88
5.4 Analyse av målefeil og justering	89
5.4.1 Biologiske eiendeler	91
5.4.2 Pensjonsforpliktelser	91
5.5 Omgruppert og justert resultatregnskap og balanse	92
5.6 Rammeverk for forholdstallsanalyse	94
6 Analyse av risiko	96
6.1 Analyse av kortsiktig risiko – Likviditetsanalyse	97
6.1.1 Likviditetsgrad 1	97
6.1.2 Likviditetsgrad 2 – ”Utradisjonell”	99



6.1.3	Likviditetsgrad 2 – ”Tradisjonell”	100
6.1.4	Finansiell gjeldsdekningsgrad	101
6.1.5	Rentedekningsgrad	102
6.1.6	Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm	102
6.1.7	Rente- og avdragsdekning ett år frem i tid	104
6.1.8	Supplerende likviditetsanalyse	104
6.2	Analyse av langsiktig risiko – Soliditetsanalyse	106
6.2.1	Egenkapitalprosent	106
6.2.2	Netto driftsrentabilitet	107
6.2.3	Analyse av kapitalstruktur	108
6.3	Oppsummering syntetisk rating	110
7	Historisk avkastningskrav	112
7.1	Teori for avkastningskrav	112
7.1.1	Faktormodellen	112
7.1.2	Kapitalverdimodellen	113
7.1.3	Selskapskapitalmetoden (WACC)	113
7.2	Krav til egenkapital og minoritet	113
7.2.1	Risikofri rente	114
7.2.2	Markedets risikopremie	115
7.2.3	Egenkapitalbeta - gjennomsnittlig	116
7.2.4	Egenkapitalbeta - årlig	118
7.2.5	Likviditetspremie	118
7.2.6	Egenkapital- og minoritetskrav	119
7.3	Finansielle krav	120
7.3.1	Finansielt gjeldskrav	120
7.3.2	Finansiell gjeldsbeta	121
7.3.3	Krav til finansielle eiendeler	122
7.3.4	Finansiell eiendelsbeta	122
7.3.5	Netto finansielt gjeldskrav	123
7.3.6	Netto finansiell gjeldsbeta	124
7.4	Selskapskapitalkrav (WACC)	124
7.5	Oppsummering	125
8	Analyse av lønnsomhet	126
8.1	Egenkapitalrentabilitet	127
8.1.1	Superrentabilitet	127



8.1.2 Ekstern bransjefordel.....	129
8.1.3 Intern ressursfordel.....	129
8.1.4 Oppsummering strategisk fordel	130
8.2 Rammeverk for strategisk drifts- og finansieringsanalyse	130
8.3 Strategisk driftsfordel	131
8.4 Ren driftsfordel	132
8.4.1 Bransjefordel drift	132
8.4.2 Ressursfordel drift	133
8.4.3 Marginfordel og omløpsfordel	134
8.4.4 Oppsummering strategisk driftsfordel	142
8.5 Gearingfordel drift	143
8.6 Oppsummering driftsfordel.....	144
8.7 Finansieringsfordel.....	144
8.7.1 Finansieringsfordel finansiell gjeld	145
8.7.2 Finansieringsfordel finansielle eiendeler.....	146
8.7.3 Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	147
8.7.4 Finansieringsfordel minoritetsinteresser.....	147
8.7.5 Oppsummering finansieringsfordel	148
8.8 Oppsummering strategisk fordel	149
9 Fremtidsregnskap.....	151
9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap.....	151
9.2 Vekstanalyse	152
9.2.1 Driftsinntektsvekst.....	152
9.2.2 Historisk egenkapitalvekst.....	153
9.3 Valg ved utarbeidelsen av fremtidsregnskapet.....	155
9.3.1 Budsjetthorisont	155
9.3.2 Detaljnivå	156
9.3.3 Framskrivningsteknikk	157
9.4 Budsjett drivere i budsjettperioden	157
9.4.1 Driftsinntektsvekst.....	158
9.4.2 Netto driftseiendeler	162
9.4.3 Netto driftsresultat	164
9.4.4 Netto finansiell gjeld	165
9.4.5 Netto finansresultat.....	167
9.4.6 Minoritetsinteresser	169



9.4.7 Netto minoritetsresultat	169
9.5 Det budsjetterte framtidsregnskapet	170
9.5.1 Fremtidsregnskap	170
9.5.2 Fremtidsbalanse	171
9.5.3 Fri kontantstrøm	172
10 Framtidskrav	173
10.1 Egenkapitalkrav og minoritetskrav	173
10.1.1 Risikofri rente	173
<i>Tabell 10-1 Risikofri rente etter skatt for perioden 2018 til 2030</i>	<i>175</i>
10.1.2 Markedsrisikopremie	175
10.1.3 Egenkapitalbeta	175
10.1.4 Likviditetspremien	175
10.1.5 Presentasjon av egenkapital- og minoritetskrav	176
10.2 Finansielle krav	176
10.2.1 Syntetisk rating	176
10.2.2 Finansielt gjeldskrav	177
10.2.3 Finansielt eiendelskrav	177
10.2.4 Netto finansielt gjeldskrav	178
10.3 Finansiell gjeldsbeta, finansiell eiendelsbeta og netto finansiell gjeldsbeta	178
10.3.1 Finansiell gjeldsbeta	178
10.3.2 Finansiell eiendelsbeta	179
10.3.3 Netto finansiell gjeldsbeta	179
10.4 Selskapskrav	179
10.5 Oppsummering av kravene	180
10.6 Fremtidig strategisk fordel	180
11 Fundamental verdsettelse	182
11.1 Egenkapitalmetoden	182
11.1.1 Utbyttmodellen	183
11.1.2 Fri kontantstrøm- modellen	183
11.1.3 Superprofittmodellen	183
11.1.4 Superprofittvekstmodellen	184
11.2 Selskapskapitalmetoden	184
11.2.1 Sysselsatt kapitalmetoden	184
11.2.2 Netto driftskapitalmetoden	185
11.3 Første verdiesimat ved bruk av budsjetterte vekter	185



11.3.1 Oppsummering av første verdierestimert.....	188
11.4 Konvergens mot felles verdierestimert	188
11.4.1 Fundamentalt P/B- og P/E forhold	191
11.5 Analyse av usikkerhet	192
11.5.1 Konkursrisiko	192
11.5.2 Crystal Ball.....	193
11.5.3 Utvidet sensitivitetsanalyse	203
11.6 Oppsummering og verdierestimert	208
12 Komparativ verdivurdering	210
12.1 Komparative selskap	210
12.2 Multipler	210
12.2.1 Multipler via selskapskapitalmetoden	211
12.2.2 Multipler via egenkapitalmetoden	213
12.2.3 Andre multipler	215
12.3 Samlet resultat fra komparativ verdsettelse	216
13 Konklusjon og handlingsstrategi.....	218
13.1 Oppsummering og konklusjon	218
13.2 Handlingsstrategi	219
14 Referanseliste.....	221
14.1 Faglitteratur.....	221
14.2 Forelesningsnotater	221
14.3 Offentlige kilder.....	222
14.4 Selskapsinformasjon og årsrapporter	223
14.5 Andre kilder.....	224
15 Forkortelser	226



1 Innledning

I dette innledende kapitlet vil vi presentere formålet med masterutredningen og valg av selskap, samt avgrensning og struktur av oppgaven.

1.1 Formål

Formålet med vår oppgave er å utarbeide et verdiestimat på egenkapitalen til Norway Royal Salmon ASA pr. 3.5.2018, samt synliggjøre usikkerheten i estimatet. Verdivurderingen gjennomføres ved en kvalitativ strategisk analyse kombinert med en kvantitativ regnskapsanalyse for å avdekke de underliggende økonomiske forholdene i selskapet. Disse analysene legger så grunnlaget for utarbeidelsen av fremtidsregnskap og fremtidskrav. Basert på dette settes så et verdiestimat etter den fundamentale teknikken, og sammen med resultatet fra den komparative verdivurderingen kommer vi fram til et samlet verdiestimat på egenkapitalen til NRS. Dette verdiestimatet sammenlignes så med markedsverdien til selskapet og legger grunnlaget for vår handlingsstrategi. Teknikkene som anvendes i utredningen er teknikker som krever bruk av forutsetninger og stor grad av skjønn. Det vil dermed være usikkerhet knyttet til endelig estimat som vi belyser i vår utredning.

1.2 Valg av selskap

Vi valgte oppdrettsbransjen i Norge grunnet dens store og viktige posisjon i norsk næringsliv, samt dens uante utviklingsmuligheter for fremtiden. Vi synes det er svært interessant å fordype oss innen en bransje som både står ovenfor store miljøutfordringer, men som også kan bli fremtidens viktigste næringskilde. Videre ønsket vi å verdsette et selskap med utviklingsmuligheter og potensiale, og som vi ikke hadde så mye kunnskaper om fra før. Valget falt dermed på Norway Royal Salmon ASA (NRS). NRS er et mellomstort oppdrettsselskap som har opplevd stor vekst de senere årene og som nå er en av de ledende produsentene av bærekraftig laks i Norge. Selskapet har store ambisjoner for fremtiden, samt fokus på bærekraftig utvikling, som gjør at vi mener dette selskapet er svært interessant å fordype seg i.

1.3 Avgrensning

Alt materiale til oppgaven har vi hentet fra eksterne kilder. Tallmaterialet vi anvender er hentet fra årsrapporter og kvartalsrapporter fra 2011 til 2017. For 2017 var årsrapporten til



NRS ikke tilgjengelig da vi gjorde våre utregninger slik at tallene fra 2017 er hentet fra kvartalsrapportene.

Videre har vi begrenset analyseperioden til å gjelde fra 2012 til 2017. Dette mener vi er en fornuftig analyseperiode som vil inkludere både opp- og nedkonjunkturer.

I oppgaven er NRS presentert på konsernnivå, samt at alle tall som representerer regnskapstall både for NRS og de komparative selskapene står i 1 000. De komparative selskapene vi har valgt er Marine Harvest, Lerøy Seafood, SalMar og Grieg Seafood. Disse selskapene, inkludert NRS, danner bransjegjennomsnittet i oppgaven. Vi begrenset oss til kun norske oppdrettselskaper i valget av komparative selskaper slik at oppgaven er konsentrert rundt det norske markedet.

1.4 Struktur

Oppgaven vår tar utgangspunkt i det fundamentale rammeverket presentert av Kjell Henry Knivsflå i faget MRR413A – Regnskapsanalyse og verdivurdering, våren 2018. Dette rammeverket er inndelt i tre ulike deler og består til sammen av 12 kapitler.

Del nummer 1 i rammeverket består av kapittel 2 til kapittel 4. I kapittel 2 presenteres viktig informasjon om bransjen og NRS som er sentral for videre analyser. I kapittel 3 blir teorien bak ulike verdsettelsesteknikker presentert og valget vårt av hovedteknikk utdypet. Basert på informasjon avdekket i kapittel 2 blir det i kapittel 4 så gjennomført en kvalitativ strategisk analyse av oppdrettsbransjen og NRS. Denne analysen avdekker underliggende økonomiske forhold i selskapet som gir oss innsikt i NRS sin strategiske fordel.

Del nummer 2 i rammeverket består av kapittel 5 til kapittel 8. I kapittel 5 gjennomføres en reorganisering av regnskapet til NRS og de komparative selskapene for analyseformål. Balansen, resultatregnskapet og kontantstrømmen som presenteres her legger grunnlaget for beregningene videre i oppgaven. I kapittel 6 analyseres kredittrisikoen til selskapet. Resultatene fra denne analysen brukes videre i kapittel 7 der de historiske kravene til NRS blir beregnet. I kapittel 8 blir det så gjennomført en kvantitativ lønnsomhetsanalyse der eventuell superrentabilitet blir avdekket.



Den siste delen i rammeverket, del nummer 3, består av kapittel 9 til kapittel 12. I kapittel 9 utarbeides et fremtidsregnskap basert på analysene gjennomført frem til dette tidspunktet. I kapittel 10 blir fremtidskravene beregnet, og i kapittel 11 blir det fundamentale verdiestimatet satt på bakgrunn av fremtidsregnskapet og kravene. Her gjennomføres og en konvergering av estimatet samt en usikkerhetsanalyse. Til slutt blir det i kapittel 12 gjennomført en fundamental verdsettelse for å underbygge vår estimerte verdi.



2 Presentasjon av bransje og virksomhet

I det følgende kapitlet vil vi presentere oppdrettsbransjen og Norway Royal Salmon ASA. Vi vil starte med å presentere viktige bransjespesifikke forhold i oppdrettsbransjen, for så å gjennomgå bransjens økonomiske forhold. Vi vil videre presentere Norway Royal Salmon og de selskapene vi anser som deres viktigste konkurrenter, for til slutt å sammenligne NRS med disse.

2.1 Oppdrettsbransjen

En bransje er definert som en gruppe innenfor en næring med homogene selskaper, eller selskaper med lignende drift (Knivsflå, F1, 2018). Oppdrettsbransjen som vi omtaler i dette kapitlet vil konsentrere seg om oppdrettsselskaper lokalisert i Norge. Oppdrettsbransjen i Norge har hatt en enorm utvikling siden start, og er i dag en svært viktig næring for landet. Norges langstrakte kystlandskap med dype fjorder og kaldt vann, kombinert med verdens beste forvaltningssystem for fiskeri og havbruk, gjør Norge til en av verdens største produsenter av atlantisk laks.

I dette kapitlet vil vi kort gjennomgå historien til oppdrettsbransjen, verdikjeden til laks og eksporten i bransjen. Vi vil så se på viktige økonomiske-, teknologiske- og miljømessige forhold, for til slutt å se på det vi mener er de mest sentrale økonomiske forholdene.

Faktagrunnlaget som presenteres her vil være grunnlaget for vår strategiske analyse i kapittel 4.

2.1.1 Historie

Oppdrettsbransjen som vi kjenner den i Norge i dag hadde sitt utspring på 1950- tallet. På denne tiden eksperimenterte og forsket det som regnes som de første norske oppdretterne på ulike måter for oppdrett av ørret og laks. Denne fasen kalles populært "pionerfasen" og varte fram til tidlig 1970- tallet. Starten av 1970- årene markerte så et skille der en levedyktig næring med regnbueørret og laks i flytemerder i sjø var blitt skapt (Norges fiskeri- og kysthistorie, 2014).

I 1973 innførte myndighetene et konsesjonssystem som gjorde det nødvendig for oppdrettsselskapene å inneha konsesjon for etablering av nye anlegg. Dette systemet ble

etablert for å styrke oppdrettsnæringen i lokale kyst- og fjordsamfunn slik at oppdrett ikke skulle bli en næring kun for industrigiganter. I tillegg skulle det åpne opp for at myndighetene kunne stille krav om kvalitet og sunnhet i anleggene. (Norske regler for miljø og oppdrett: Laksefakta, 2016). Konesjonstildelingene som ble utført i 1970 og 1980- årene skapte et Havbruks- Norge fra Rogaland til Finnmark og antallet oppdrettere vokste. (Norges fiskeri- og kysthistorie, 2014)

I 1983 ble prosjektet ”Frisk fisk” etablert grunnet store problemer med sykdommer i merdene. Denne problemstillingen har vært svært sentral i oppdrettsnæringen opp gjennom årene, og har skapt behov for utvikling og implementering av gode farmasøytiske produkter samt forskning på alternative løsninger av miljøutfordringen. (Lus: Laksefakta, 2016). Fokus på en bærekraftig utvikling i bransjen begynte likevel først på starten av 2000-tallet, og i 2009 lanserte Fiskeri- og kystdepartementet sin strategi for en miljømessig bærekraftig havbruksnæring. Dette ble videreført da myndighetene i 2013 lanserte ”grønne” konsesjoner og utviklingskonsesjoner i 2015 for å øke fokuset på bærekraftig teknologiutvikling i. I 2014 kom også den første ASC sertifiserte laksen på markedet, som markerer at laksen kommer fra anlegg som har hatt minimal påvirkning på miljøet. (Fremtiden i våre hender, 2015)

2.1.2 Verdikjeden

I oppdrettsbransjen er det relativt få, men store aktører som er integrert i store deler eller hele verdikjeden. En integrering i alle ledd gjør det mulig for selskapene å kontrollere og effektivisere egne prosesser samt opprettholde en konkurransedyktig posisjon i markedet.





Figur 2-1 Verdikjeden i lakseoppdrett (Årsrapport NRS, 2016)

Produksjon av oppdrettslaks følger ulike faser fra klekking av øyerogn til ferdig spiseklar laks. En slik prosess varer i 2 til 3 år og foregår både i ferskvann og saltvann.

Det første steget i produksjonen er befruktning av stamfisk med produksjon av rogn. Rognen som produseres her blir så lagt i ferskvann hvor den ligger klar til klekking i ca. 60 dager. Ved klekking og tiden etter klekking er vaksinerings og sortering, samt stabil vannkvalitet og renhold svært viktig for riktig utvikling av laksen, og etter 10- 16 måneder i ferskvann blir fisken transportert til anlegg i sjøen med brønnbåt. Fisken veier på dette tidspunktet ca. 60-120 gram og den har da blitt utsatt for smoltifisering med gradvis tilvenning til et liv i sjøen. (Nesfossen Smolt, 2012)

Laksen lever så i merder langs kysten frem til de har nådd en vekt på 4-6 kilo. Dette tar normalt ca. 18 måneder (Nesfossen Smolt, 2012). Fiskeføret som laksen får blir jevnlig kontrollert av både selskapet og myndighetene, og råvarene til føret kjøpes inn etter strenge spesifikasjonskrav til næringsinnhold og uønskede fremmedstoffer (Fiskehelse: Norway Royal Salmon, 2018). Når ønsket vekt er nådd fraktes laksen til slakteri med brønnbåt. Her blir laksen sløyd, pakket og sortert. Slike slakterier stiller høye krav til hygiene og kvalitet for forsvarlig foredling av fisken, samt bedøvnings- og avlivningsmetoder som er etisk forsvarlige. Dette reguleres av Akvakulturdriftsforskriften og tilsyn fra Mattilsynet. (Slakting av oppdrettslaks: Laksefakta, 2016)

Etter slakting blir fisken enten solgt direkte som hel frossen fisk, fersk fisk eller videreforedlet til flere ulike produkter som for eksempel røkt laks, gravet laks eller fileter. Noe av videreforedlingen foregår i Norge, men det meste fraktes uforedlet ut av Norge hvor mottakerlandene selv foredler fisken tilpasset sitt marked. (Meld. St. 22: Regjeringen, 2012-2013)

2.1.3 Eksport

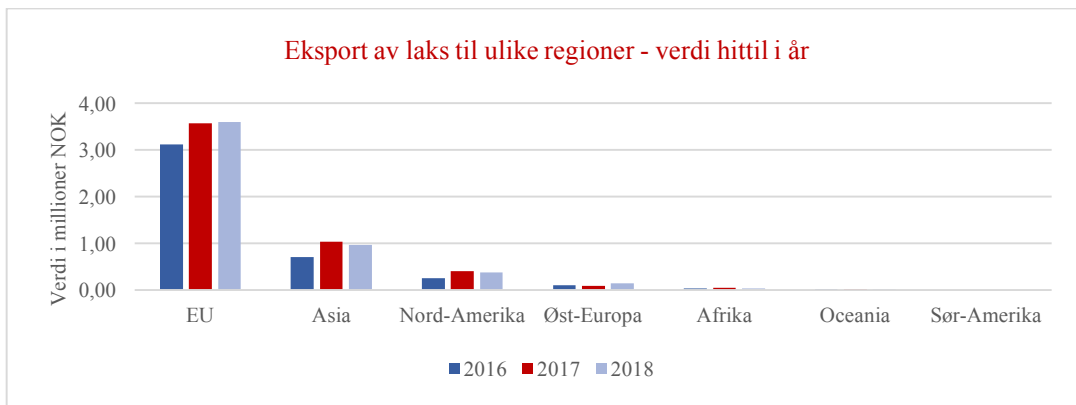
Norge er i dag verdens største produsent av atlantisk laks, med Chile som nest største nasjon. I 2017 eksporterte Norge 1 million tonn laks til en verdi av 64,7 mrd NOK. Dette tilsvarte en økning i eksportverdien med 5 prosent (3,4 mrd NOK), og en økning i volum på 2,8 prosent



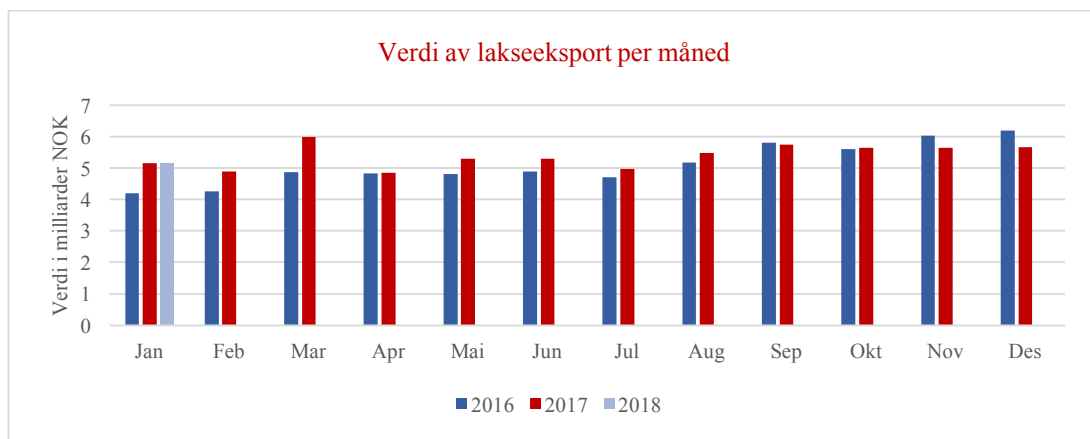
(27 000 tonn) sammenlignet med 2016. 2017 resulterte derfor i et rekordår i eksportverdi for norsk laks.

EU er Norges desidert største eksportmarked med Polen og Frankrike som de største importnasjonene. 73 prosent av all laks (målt i produktvekt) som eksporteres fra Norge ble transportert til EU i 2017. Etter EU følger så Asia som det nest største markedet, med Nord-Amerika som nummer tre. (Norges sjømatråd, 2018)

Største veksten i eksportmarkedene for 2017 finner vi i eksporten til USA med en økning på 31% i verdi fra 2016 til 2017. Dette tilsvarte en økning på 1,1 mrd. NOK. Volumøkningen her var på 10 000 tonn, som tilsvarte en økning på 25%. Videre hadde Asia den nest største økningen i 2017 med en verdiøkning på 11% og volumøkning på 13%. I EU flatet veksten ut med en verdiøkning på kun 1% og volumnedgang på 2%. (Norges sjømatråd, 2018). Årsaken til dette var i følge sjømatanalytiker Paul T. Aandahl økte konsumentpriser som førte til redusert kjøp av laks i de store konsummarkedene i EU. Figur 2-1 viser utviklingen i de ulike markedene og figur 2-2 viser verdien av lakseeksport.



Figur 2-2 Eksport av laks til ulike regioner (Nøkkeltall: Seafood, 2018)





Figur 2-3 Verdi lakseeksport per mnd (Nøkkeltall: Seafood, 2018)

Norske lakseeksportører møter sterk konkurranse i dagens marked, der spesielt Chile skiller seg ut som en stor konkurrent. For at norske lakseeksportører skal kunne beholde sin sterke posisjon og konkurransefordeler med god markedsadgang også i fremtiden, er det helt nødvendig med gode handelsavtaler. Norge er i dag medlem av verdens handelsorganisasjon (WTO) og har gjennom EFTA- samarbeidet frihandelsavtaler med land over hele verden. (Kvalvik, 2016). Slike avtaler gir Norge konkurransefortrinn sammenlignet med land uten frihandelsavtaler og gjør det mer lønnsomt med eksport over landegrensene. Per dags dato har ikke Norge oppnådd tollreduksjon på laks til EU gjennom EØS avtalen. Dette medfører en tollsats for norsk eksport til EU på 2 prosent for uforedlet laks. (Tolldirektoratet, 2018). Til USA derimot, som er et fremtredende marked for Norge, har Norge gjennom WTO- avtalen ingen toll på eksport av fersk og fryst fisk.

Fremover er det også ventet at EU vil være det største eksportmarkedet for norsk eksport. EU og USA har siden 2013 forhandlet om en transatlantisk handels- og investeringspartnerskap (TTIP) som Norge ikke er en del av. I praksis omfatter denne fri flyt av varer, tjenester, kapital og arbeidskraft, samt fjerning av toll. Trump la denne avtalen på is da han tiltrådte, men dersom en slik avtale blir gjenforhandlet i senere tid vil dette kunne medføre store negative konsekvenser for konkurransefortrinnet i eksport.

2.1.4 Konesjoner

Oppdrettsnæringen er det som kalles en tillatelsesbasert næring, der kravene reguleres av Akvakulturloven. (Fiskeridirektoratet, 2017). For å drive oppdrett er det nødvendig med tillatelse fra Nærings- og fiskeridepartementet. Denne tillatelsen inneholder informasjon om hvilket geografisk område som kan drives på, hva som kan produseres, samt hvor mye biomasse som til en hver tid kan være i sjøen. (Meld. St. 16: Regjering, 2014-2015). Formålet med dette systemet er å ivareta og sikre sysselsetting og verdiskapning ved en optimal bruk av kystsonen. Videre skal konsesjonene bidra til en bærekraftig og konkurransedyktig havbruksnæring. (Fiskeridirektoratet, 2017)

I desember 2017 ble det vedtatt en ny forskrift: "Forskrift om kapasitetsøkning for tillatelser til akvakultur med matfisk i sjø av laks, ørret og regnbueørret i 2017/2018". Denne forskriften



medfører en mulighet for oppdretterne å vokse via konsesjonene som allerede er gitt. Dette er en videreutvikling av ”trafikklyssystemet” som deler kysten inn i 13 nye produksjonsområder med ulike farger for nivået på utfordringer med lakselus og hvor store konsekvenser næringen har på miljøet det aktuelle stedet. Dagens konsesjoner for oppdrett av matfisk i sjø har maksimal konsesjonsbiomasse på 900 tonn i Troms og Finnmark og 780 tonn i resten av landet. Den nye forskriften åpner nå opp for at aktører i de grønne sonene kan vokse med 2 prosent på sine områder, noe som innebærer mulighet for vekst på ca. 8 000 tonn i markedet. (Regjeringen, 2017)

Det foreligger ulike typer konsesjon for havbruk. Grønne konsesjoner er en egen type konsesjon som ble vedtatt i 2013 av Nærings- og fiskeridepartementet og utdelt i 2014. Hensikten med disse konsesjonene var å stimulere mottakerselskapene til å utforske og realisere bærekraftige teknologiske løsninger. Målet var å redusere spredning av lakselus og rømming av oppdrettsfisk ved å sette krav til at oppdrettselskapene skulle ta i bruk løsninger som er med på å redusere disse miljøutfordringene. Det ble også satt krav til at kunnskap og erfaringer ervervet ved bruk av slike løsninger skulle dokumenteres og deles likt med næringen. (Fiskeridirektoratet, 2017)

En annen type konsesjon er ”utviklingskonsesjon”. Dette er midlertidige særtillatelser som tildeles prosjekter med mål om å løse en eller flere miljø- og arealutfordringer. Det er strenge krav til søknad, dokumentasjon av løpende prosjekt, samt dokumentasjon av resultatet, som i likhet med grønne konsesjoner skal fordeles og brukes likt i hele næringen. (Fiskeridirektoratet, 2017)

2.1.5 Økonomiske utfordringer

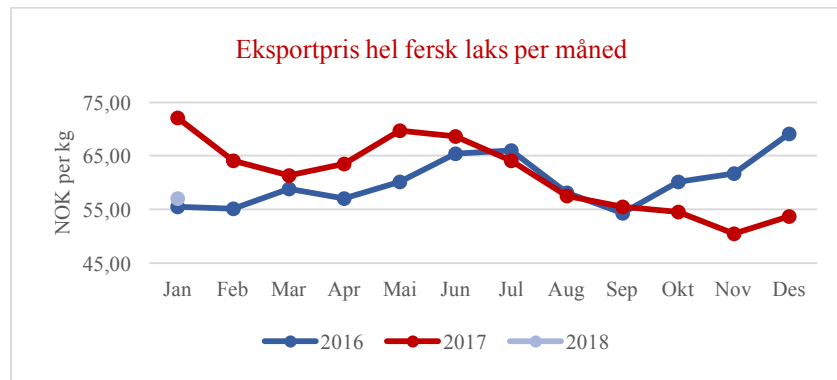
2.1.5.1 Volatil laksepris

I oppdrettsbransjen er det ulike faktorer som påvirker lønnsomheten, med lakseprisen som den klart viktigste. Lakseprisen påvirkes i hovedsak av tilbud og etterspørsel. Tilbudet påvirkes igjen av blant annet sykdomsutbrudd og andre biologiske utfordringer, globalisering av markedet med ulike handelsbarrierer, og antall fastprisavtaler. (Investor Handbook: Marine Harvest, 2017). Etterspørselen påvirkes av blant annet helsetrender, konjunkturer og markedsføring. Høy etterspørsel kombinert med lavt tilbud medfører høy laksepris, mens lav etterspørsel med høyt tilbud medfører lavere laksepris. (Europharma, 2013).



I 2017 var gjennomsnittlig eksportpris for fersk, hel laks på 60,34 kroner per kilo. (Norges sjømatråd, 2018). Dette tilsvarer en økning på 0,26 kroner fra gjennomsnittet i 2016.

I 2016 falt det globale tilbudet på laks med 6,7% fra 2015 som et resultat av algeproblematikk i Chile og biologiske utfordringer i Norge. En fortsatt høy etterspørsel kombinert med lavere volum førte til en markant økning i lakseprisen fra 2015 til 2016.



Figur 2-4 Eksportpris hel fersk laks per mnd (Nøkkeltall: Seafood, 2018)

Som figur 2-4 viser er lakseprisen en volatil pris med store svingninger gjennom året.

Årsaken til denne volatiliteten er i hovedsak at produksjon av laks er uelastisk. Laksen har som tidligere nevnt en produksjonstid på 2 til 3 år, noe som medfører en lang tidsperiode fra beslutning om produksjonsnivå blir satt til produktet er på markedet. I tider med høy laksepris i markedet vil det være naturlig for produsentene å øke tilbudet. Dette kan imidlertid medføre et tilbudsoverskudd når laksen kommer på markedet etter endt produksjonstid. Et slikt tilbudsoverskudd fører til lavere laksepris, og produsentene reduserer tilbudet. Dette igjen kan føre til tilbudsunderskudd etter ny produksjonsperiode på 2 til 3 år.

Videre er lakseproduksjon påvirket av sesongvariasjoner og slaktevolum. Prisene er som oftest høyere på våren og lavere på høsten. (Europharma, 2013). Årsaken til denne sesongvariasjonen er et høyere slaktenivå på høsten som fører til større tilbud og lavere priser.

Laks er en ferskvare med en holdbarhet på ca. 3 uker. Dette gjør at fisken må konsumeres i samme periode som den er slaktet (Investor Handbook: Marine Harvest, 2017). Lakseprisen forhandles dermed daglig på spotpris. Dette, kombinert med den naturlige volatiliteten, gjør lakseprisen svært uforutsigbar i et lengre tidsperspektiv. For å redusere risikoen inngår



selskapene i en viss utstrekning langtidskontrakter hos Fish Pool, som er en internasjonal regulert markeds plass for derivathandel av fisk og sjømat.

2.1.5.2 Kostnadsdrivere

Oppdrettsbransjen har gjennom de siste tiårene stått ovenfor store endringer med nye teknologiske løsninger og effektivisering. Dette har ført til en reduksjon i produksjonskostnader og økt produktivitet over tid. (Investor Handbook: Marine Harvest, 2017). Likevel har det de siste årene vært en markant økning i kostnadene hos oppdrettsselskapene. En undersøkelse av 350 regnskaper for lakseoppdrettere gjennomført av dagens næringsliv i 2017 viste at produksjonskostnadene har økt med hele 50 prosent de siste fire årene. (Hegnar, 2017). Årsaken til denne økningen skyldes i hovedsak økte fôrkostnader, økt pris på smolt, lønnskostnader og sekkeposten ”andre kostnader”. (Nofima rapport, 2015).

Økte fôrkostnader skyldes i hovedsak dyrere marine råvarer kombinert med en større mengde vegetabiliske råvarer i fôrsammensetning enn før. En høyere dødelighet sent i livssyklusen hos laksen har videre ført til et behov for større fôrmengde per laks, samt at miljøutfordringene har ført til et større behov for mer spesialisert fôr. I tillegg har den svake norske kronen hatt stor negativ innvirkning på fôrkostnadene (Nofima rapport, 2015). Videre er årsaken til økning i smoltkostnadene økt bruk av større smolt enn tidligere, samt utsett av flere 0 åringer. (Nofima rapport, 2015). Utsett av større smolt enn tidligere er av strategisk art da dette fører til en redusert produksjonstid og dermed en kortere tidsperiode for eksponering av lus.

Under posten ”andre kostnader” er hovedårsaken til økningen forebyggings- og behandlingskostnader av lakselus. Det er satt inn store tiltak mot miljøproblemene med lakselus de siste årene som har gitt utslag på kostnadsnivået. Kontroll og forebygging av lakselus er begge faktorer som har medvirket til økningen, men den største kostnaden er knyttet til behandlingen av fisk for lus. (Nofima rapport, 2015). Telling av lakselus, bruk av rensfisk, vask av nøter og fôrbehandling er også tiltak som har vært med på å øke kostnadsnivået.

Hovedårsakene til økte lønnskostnader de siste årene er at det kreves større arbeidsinnsats knyttet til spesialiserte tjenester slik som lusebehandling og notvask, samt mer arbeidsressurser til overvåking og kontroll av lusesituasjonen. (Nofima rapport, 2015). Det er



i tillegg blitt mer krevende med rapporteringer og søknader knyttet til tillatelser, ny teknologi og forskning krever mer spesialisert arbeidskraft, samt at en økning i lønninger hos den konkurrerende næringen olje og offshore presser lønningene opp.

Lakseprisens volatilitet gjør at en kostnadsøkning er risikofylt for selskapene. En kraftig økning av lakseprisen over kort tid kan skape store problemer med marginene dersom kostnadsnivået er for høyt. I dag står som sagt bransjen overfor store miljøproblemer som må løses for å kunne skape en bærekraftig næring. For å få løst disse kreves det store investeringer som på kort sikt skaper høye kostnader i bransjen. Disse vil likevel på lang sikt trolig reduseres når nye teknologier er utviklet og miljøutfordringene er redusert.

2.1.6 Teknologi og miljøutfordringer

De største miljøutfordringene i oppdrettsbransjen i dag er lakselus og rømming. Næringen bruker i dag store ressurser for å bekjempe miljøtruslene slik at de kan redusere de store utgiftene problemene med skadet fisk medfører og få en bærekraftig utvikling. (Store norske leksikon, 2015).

2.1.6.1 Lakselus

Lakselus er vanlig i alle verdenshav på den nordlige halvkule. Lakselusen er en type parasitt som lever og formerer seg på huden til fisk i laksefamilien. (Store norske leksikon, 2015). Parasitten skaper sår hos fisken som kan føre til problemer med saltbalansen, infeksjoner og redusert vekst. Dersom laksen kun påføres få lus vil dette ikke påvirke kvaliteten til fisken, men hvis konsentrasjonen blir for høy vil lusen ha en negativ innvirkning på fiskens helse. Lakselusen finnes både i oppdrettsanlegg og blant villaks og sjørret. Forskning viser at villaksen blir ekstra hardt påvirket dersom de er i nærheten av oppdrettsanlegg. (Asche & Bjørndal, 2011)

For å kunne kartlegge nivået på lakselus i havbruksnæringen telles antall lus ukentlig. Resultatet av tellingen skal rapporteres til myndighetene, der øvre grense for lusemengden i et oppdrettsanlegg er 0,5 voksne hunnlus per fisk. (Lus: Laksefakta, 2016) Årsaken til overvåkingen er for å kunne sette inn tiltak der det er nødvendig for å sikre fiskevelferden og god slaktekvalitet, samt hindre smitte til villaksen og andre områder og anlegg. (Lus: Laksefakta, 2016) Det har tidligere vært vanlig praksis å bruke legemidler for å bekjempe



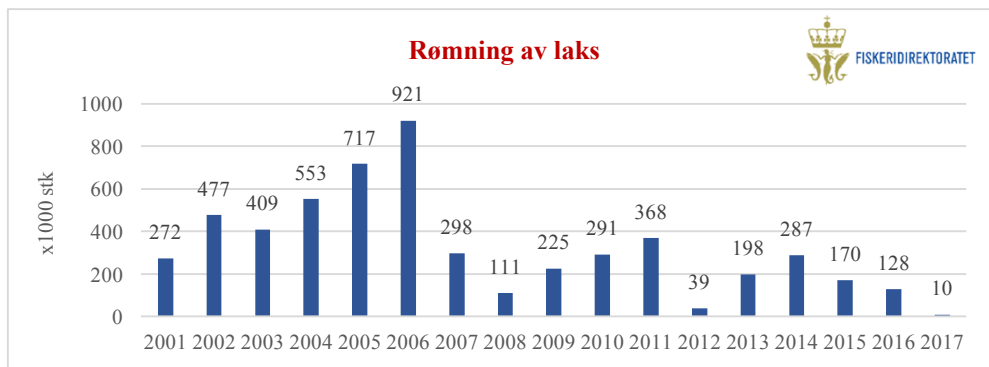
lakselusen, noe som har ført til utbredelse av resistens blant lusen. Dette er utfordringer bransjen jobber mye med i dag ved å forske på og utvikle alternative tiltak slik som for eksempel renseskjold, beskyttelsesskjørt, mekanisk fjerning av lus og avl for å få fram en lite attraktiv laks for lusen. (Lusedata, 2016)

2.1.6.2 Rømning av oppdrettsfisk

Rømning av oppdrettsfisk er et miljøproblem grunnet den mulige negative virkningen den rømte laksen som gyter med villaksen kan ha på viltbestanden. (Rømning: Laksefakta, 2016) Oppdrettslaks har ikke de samme forutsetningene for overlevelse som villaksen, og avkommet vil dermed ha mindre gunstige gener. I tillegg foreligger det et økonomisk tap for hver laks som forsvinner, samt tap av omdømme og rammebetingelser. (Rømning: Laksefakta, 2016).

Det er i dag satt i gang en rekke tiltak for å forhindre rømning. Akvakulturforskriften av 2008 inneholder ulike krav som alle oppdrettsanlegg må følge. Eksempler på slike krav er daglig tilsyn av fisk og installasjoner, krav til de ansattes kompetanse, beredskapsplaner og krav om risikovurdering med formål om å minimalisere risikoen for rømning.

(Akvakulturdriftsforskriften: Lovdata, 2008) Selskapene må også melde fra hvis de oppdager at laks har rømt. Sjømat Norge har en nullvisjon på rømning av fisk og på figuren under vises nedgangen i antall rømninger de siste årene. Siden 2006 er antall rømninger redusert med 86 prosent, tross økning i produksjon av oppdrettslaks. (Rømning: Laksefakta, 2016). Denne statistikken viser tydelig at stor ressursbruk med forskning på problemet og tiltak som er satt inn de seneste årene har hatt god effekt.



Figur 2-5 Rømning av laks (Fiskeridirektoratet, 2017)



2.1.6.3 Tiltak og en teknologisk fremtid

Oppdrettsnæringen er en næring i vekst og stadig utvikling. Norge er som nevnt tidligere, verdensledende innen lakseoppdrett. For å kunne opprettholde denne posisjonen, samt å skape en bærekraftig utvikling i næringen, må aktørene i bransjen jobbe kontinuerlig med miljøutfordringene de står ovenfor. Løsningen for disse utfordringene ligger i driftsforbedrende og biologiske tiltak kombinert med teknologiutvikling. (Teknologirådet, 2012). Det brukes i dag både forebyggende tiltak som for eksempel vaksiner, samt korrigerende tiltak som fanging av rømt fisk. Det viktigste for en varig reduksjon av miljøutfordringene er å fokusere på de forebyggende tiltakene. (Teknologirådet, 2012)

En utvikling av oppdrettsanleggene vil være svært viktig for bransjens fremtid. Den vanligste type anlegg som brukes i matfiskoppdrett i Norge i dag er åpne flytemerder i fjordene og langs kysten. (Store norske leksikon, 2015). Utfordringen med slike anlegg er at de åpne løsningene utgjør en risiko for rømning og spredning av lakselus. I tillegg skal anleggene ha minst 5 km avstand fra hverandre, noe som krever store arealer langs kysten. Det forskes mye på nye typer oppdrettsanlegg som skal effektivisere produksjonen i tillegg til å skape mindre miljøavtrykk og en mer bærekraftig næring. Eksempler på oppdrettsanlegg som forskes på er nedsenkbare oppdrettsanlegg, lukket merdteknologi og offshore anlegg. (Status på utviklingskonsesjoner: Kyst.no, 2016). Forskerne i de ulike prosjektene mener nedsenkbare oppdrettsanlegg skal redusere lusepåslagene, lukket merdteknologi skal løse utfordringene med lus og rømming, og offshore oppdrettsanlegg vil skape en helt ny arealutnyttelse av havet. SalMar er det første selskapet som har fått innvilget utviklingskonsesjoner og sjøsatt et offshore anlegg; Ocean Farm 1. Anlegget ankom Frøya i september 2017 og prosjektet ble tildelt 8 utviklingskonsesjoner av Fiskeridirektoratet. I dette prosjektet er det stort fokus på digitalisering og "big data". Ved å samle inn så mye data som mulig om fisk, fôring og miljø, kan forskerne skaffe seg informasjon til matematiske modeller med mål om å optimalisere og forbedre oppdrett. (Status på utviklingskonsesjoner: Kyst.no, 2016) Prosjektet er et godt eksempel på den teknologiske tidsalderen vi er i, og hvordan nytenkning og forskning er svært viktig for en bærekraftig bransje.



2.1.7 Makroøkonomiske forhold

Makroøkonomiske forhold er forhold som har innvirkning på en hel bransje og er med på å legge grunnlag for konkurranseforholdene i bransjen. I dette avsnittet skal vi kartlegge de makroøkonomiske forholdene vi mener har størst innvirkning på oppdrettsbransjen; rente-, valuta-, og handelspolitiske forhold.

2.1.7.1 Økonomiske forhold

Rentenivå

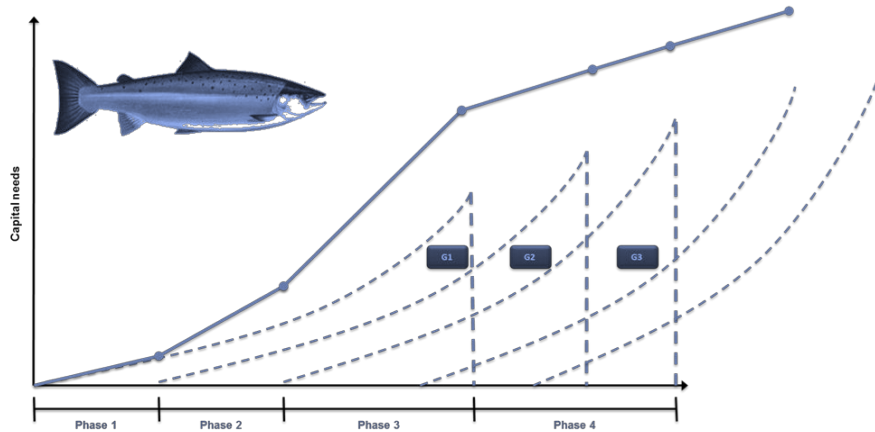
Oppdrettsbransjen er en bransje preget av kapitalintensivitet med relativ høy grad av gjeldsfinansiering. (Meld.st.16: Nærings- og fiskeridepartementet). Årsaken til kapitalintensiviteten er i hovedsak selskapenes investeringer i fabrikker, oppdrettsanlegg og konsesjoner. Den lange produksjonssyklusen på 2-3 år krever også stor kapitalbinding i form av biomasse, som vil være spesielt stor ved økning av produksjon. På grunn av denne kapitalintensiviteten, kombinert med høy gjeldsfinansiering, vil selskapene i bransjen være eksponert for risiko knyttet til rentesvingninger.

Dagens historisk lave internasjonale rentenivå er et resultat av Finanskrisen i 2008 som førte med seg en svak realøkonomisk utvikling og lav pris- og lønnsvekst i årene som fulgte. (Norges bank, 2017). Rentenivået i EU er i dag på 0, og i følge den europeiske sentralbanken vil denne holdes uendret i lang tid, frem til vedvarende bedring i inflasjonsmålene. (European Central Bank, 2017). I USA derimot er den nåværende renten steget til 1,5 prosent, og i følge sentralbanken i USA "Federal Reserve" er denne ventet å øke til 2 prosent i 2018 og øke videre til 3 prosent i 2020. (E24.no, 2017). Årsaken til rentehevingen er i følge sentralbanksjefen at arbeidsmarkedet i USA styrker seg, samt god aktivitet i den amerikanske økonomien.

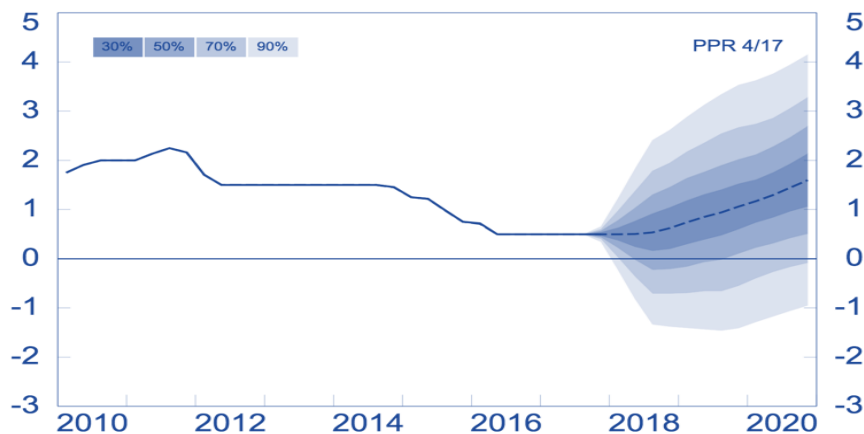
Også Norge har blitt preget av de internasjonale forholdene med lave rentenivåer der dagens styringsrente er på rekordlave 0,5 prosent. Prognoser fra Pengepolitisk rapport av Norges Bank fra Desember 2017 viser at dette nivået vil holde seg til høsten 2018 og deretter gradvis øke til omtrent 1,5 prosent i 2020. Figur 2-6 illustrerer dette.

På bakgrunn av dagens rentesituasjon er gjeldsfinansiering svært gunstig. Dette har medført at flere selskaper i bransjen har inngått flytende renteavtale på sine lån. Imidlertid har de fleste

selskapene grunnet risikoen for svingninger i rentenivået benyttet seg av rentebytteavtaler på langsiktige lån. I hvilken grad selskapene er påvirket av renteendringer avhenger av hvordan selskapet er finansiert. Selskaper som i større grad er finansiert med egenkapital vil bli mindre påvirket av kostnads- og renteendringer sammenlignet med selskaper med høy gjeldsfinansiering. En renteøkning medfører en risiko som bransjen, med sin høye gjeldsfinansieringsgrad, må følge utviklingen på for å sikre seg mot tap.



Figur 2-6 Kapitalbinding i produksjonssyklusen (Investor Handbook: Marine Harvest, 2017)



Figur 2-7 Norges Banks styringsrente og prognose fremover (Norges Bank, 2018)

Valuta

Store deler av omsetningen i oppdrettsbransjen skjer i utenlandsk valuta. Årsaken til dette er at det meste av det som blir produsert eksporteres til utlandet. Den vesentligste av eksponeringen i bransjen er mot EUR, GBP og USD, med EU som det desidert største markedet. 73% av all lakseeksport, målt i produktvekt, ble eksportert til EU i 2017. (Norges sjømatråd, 2018) Inntektene til selskapene i bransjen er primært i utenlandsk valuta slik at



dagens svake krone vil medføre positiv økning i konkurransevnen til bransjen. (Nofima Valutarapport, 2016) Dette har motsatt effekt ved førkostnader da de fleste selskapene i bransjen importerer før og råvareprisene står i både EUR og USD.

Et globalt marked er eksponert for valutasvingninger, noe som igjen påvirker selskapenes kontantstrøm og resultat. (Årsrapport NRS, 2016). For å redusere risikoeksponeringen mot utenlandsk valuta, er det vanlig praksis i bransjen å benytte seg av valutaderivater i form av terminkontrakter, i tillegg til flervalutakonti for inn- og utbetalinger

2.1.7.2 Handelspolitiske forhold

Grunnet den store eksportandelen i næringen, er handelspolitiske saker viktig for oppdrettsselskapene. Verdensmarkedet kan være svært krevende å operere i til tider og landene er blitt mer avhengig av gjensidig samhandling. De siste årene er det spesielt to konflikter Norge og andre land har hatt som har gitt konsekvenser for hele næringen: konflikten med Kina og importforbudet fra Russland.

I 2010 ble den kinesiske dissidenten Liu Xiaobo tildelt Nobels fredspris. Dette ble ikke godt mottatt av kinesiske myndigheter, noe som førte til en langvarig diplomatisk konflikt mellom Kina og Norge. I perioder har dette ført til full importstopp av Norsk laks i Kina, og i dag er import fra Sør Trøndelag, Nordland og Troms fremdeles stoppet. Likevel er forholdet til Kina blitt markant bedre. I desember 2016 ble frihandelsforhandlingene mellom Norge og Kina gjenopptatt, og i desember 2017 ble det kjent at det kinesiske finansdepartementet har vedtatt å halvere tollsatser for flere arter sjømat. Inkludert i disse artene er atlantehavslaks, hvor tollene reduseres fra 10 til 5 prosent. (Norges sjømatråd artikkel, 2017). Potensialet for vekst i det kinesiske markedet er stort, og i løpet av november 2017 femdoblet eksporten seg, med en total eksport på 774 tonn laks mot et gjennomsnitt for hele 2017 på 200 tonn i måneden.

Russland innførte i 2014 importforbud av laks fra blant annet EU, USA, Canada og Norge. Årsaken til dette forbudet var de vestlige landenes sanksjoner mot Russland etter annekteringen av Krim. (Importstopp: iLaks, 2014). Før importstoppen hadde Norge en markedsandel på 67 prosent av importert laks i Russland, men fra 2014 til 2015 ble verdien av lakseeksport redusert med 64 prosent. Importforbudet medførte store konsekvenser for



enkelte selskaper som hadde Russland som sitt hovedmarked, men de fleste oppdrettsselskapene fant raskt andre markeder med etterspørselsoverskudd.

2.2 Norway Royal Salmon

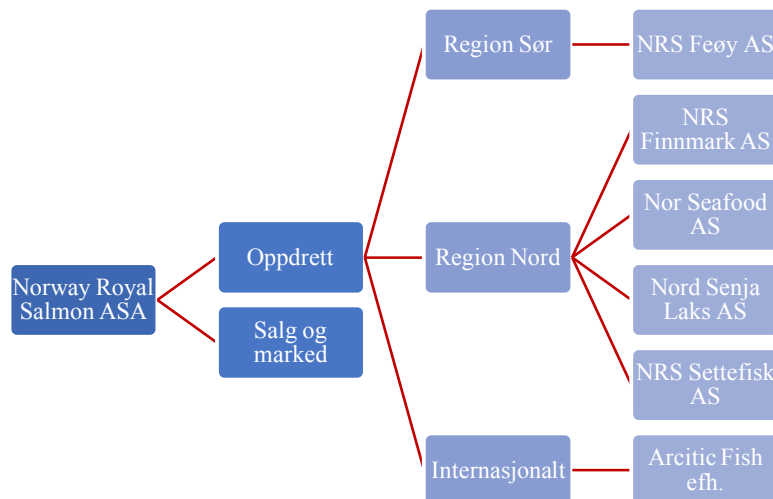
De følgende delkapitlene vil gi en kort introduksjon av selskapet Norway Royal Salmon ASA.

2.2.1 Historie

Norway Royal Salmon ble grunnlagt i 1992 av 34 lokale lakseoppdrettere for å drive salg og markedsføring av oppdrettslaks. Filosofien bak opprettelsen av NRS var å bygge et helintegrert oppdrettsselskap for å få full kontroll over kvaliteten i alle deler av verdikjeden. I årene som har gått siden etableringen har selskapet holdt fast ved forretningsplanen og utviklet seg til å bli et integrert lakseproduksjonsselskap med full kontroll over prosessen fra smolt til salgs- og markedsbearbeiding. Konsernet ble notert på Oslo Børs 29.mars 2011 etter en emisjon på 50 millioner kroner. I dag er selskapet en av de ledende produsentene av bærekraftig laks i Norge og regnes som et mellomstort oppdrettsselskap i bransjen. (Om NRS, 2017)

2.2.2 Forretningsområder

Norway Royal Salmon ASA driver et integrert oppdrettsselskap med to hovedsegmenter der oppdrettsvirksomhet er samlet under ett ansvarsområde, og marked og salg under et annet. Konsernet har 35 konsesjoner og 6 datterselskaper samt eierandeler i 9 tilknyttede selskaper. (Årsrapport NRS, 2016)



Figur 2-8 Forretningsområdene til NRS



2.2.2.1 Oppdrett

Fra og med 2007 har oppdrett vært en viktig del av konsernets virksomhet.

Oppdrettssegmentet til NRS har et grønt fokus og består både av oppdrett av laks, samt slakterivirksomhet i tilknytning til dette. Segmentet er delt inn i Region Nord og Region Sør. Region Nord består av 29 konsesjoner lokalisert i Vest-Finnmark og Troms. Konsernet har datterselskapet NRS Finnmark i Vest-Finnmark, som har fått tildelt 19 konsesjoner for lakseoppdrett. Dette er den regionen hvor det forventes sterkest vekst i slaktevolum de kommende årene. NRS Finnmark er lokalisert i et attraktivt område med gode betingelser for oppdrett grunnet god sjøtemperatur, lite algegroing på nøter og begrenset omfang av luseproblematikk. Dette gir lavere kostnader og lønnsom drift. I første kvartal av 2017 gikk NRS og Grieg Seafood sammen om å sikre smoltkapasitet i Finnmark ved å tre inn på eiersiden av Nordnorsk Smolt AS med 50% eierskap hver.

Troms er også et attraktivt område for oppdrettsvirksomhet, og datterselskapene Nord Seafood AS og Nord Senja Laks AS utgjør NRS sin virksomhet her. I 2016 ble selskapet NRS Settefisk AS etablert og det planlegges å starte produksjon av settefisk i et resirkuleringsanlegg om 1,5 til 2 år. Region Sør består av 6 konsesjoner som er lokalisert i Hordaland og Rogaland. (Årsrapport NRS, 2016)

2.2.2.2 Salg og marked

Salgsvirksomheten omfatter kjøp og salg av laks og ørret. For å sikre god tilgang på fisk med høy kvalitet i et konkurranseutsatt marked har NRS et eget dedikert salgs- og markedsføringsapparat som kjøper og selger fisk gjennom et omfattende nettverk. Siden etableringen har NRS hatt jevn økning i omsetning, og i 2016 solgte de hovedproduktene fersk og frossen laks til kunder i 52 land. Hele 90% av selskapets omsetning er tilknyttet eksport. (Om NRS, 2017)

2.2.2.3 Internasjonal virksomhet

I 2016 inngikk NRS en avtale om kjøp av 50,0% av aksjene i det islandske selskapet Arctic Fish ehf. gjennom en rettet emisjon. Dette er det første datterselskap til NRS som befinner seg i utlandet, og en slik internasjonal ekspansjon er noe som setter selskapet i en sterkere posisjon på tvers av landegrenser. Island har gunstige områder for oppdrett som gjør at NRS forventer sterk vekst her i årene fremover.



Verdikjeden til NRS (Årsrapport NRS, 2016)

Smolt <ul style="list-style-type: none">→ Smolttilgangen er sikret gjennom langsiktige avtaler og tilknyttede selskaper→ 37,75% eierskap i settefiskprodusenten Ranfjord Fiskeprodukter AS→ 30% eierskap i Skardalen Settefisk AS, deleid sammen med Wilsgård Fiskeoppdrett AS→ Satt ut 10,1 millioner smolt i 2016	Slakting <ul style="list-style-type: none">→ Sikret 100 slaktekapasitet→ Avtale om slakting for produksjonen i Finnmark→ Eierskap i Wilsgård Fiskeoppdrett AS som sakter produksjonen i Troms→ Eierskap i Hardanger Fiskefordeling AS, og Espevær Laks AS som slakter produksjonen i Region Sør
Matfiskproduksjon <ul style="list-style-type: none">→ 35 konsesjoner→ 29 i Region Nord og 6 i Region Sør→ Slaktevolum 2016: 26 819 sløyd vekt→ Slaktevolum 2017E ~34 000 sløyd vekt→ I tillegg er 10 konsesjoner deleid gjennom tilknyttede selskap	Salgs- og markedsbearbeiding <ul style="list-style-type: none">→ Salg fra eksterne oppdrettere, tilknyttede selskaper og datterselskaper→ Salg av fersk og frossen laks og ørret→ Salg av 66 808 tonn i 2016→ 90% eksport til 52 land i 2016

Figur 2-9 Verdikjeden til NRS (Årsrapport NRS, 2016)

2.2.3 Fokus på bærekraftig utvikling

2.2.3.1. ASC-sertifisering

Etter 3.kvartal 2017 er nå 10 av 16 lokaliteter i NRS Finnmark godkjent etter Aquaculture Stewardship Council (ASC) standarden. Denne miljøstandarden er fremforhandlet med WWF og setter strenge krav til at fisken må være produsert på en særdeles ansvarsfull og bærekraftig måte. Denne standarden, sammen med de grønne konsesjoner, skal bidra til å redusere påvirkningene på miljø og samfunn. (Årsrapport NRS, 2016)

2.2.3.2. Utviklingskonsesjoner

Det går frem av NRS sine årsberetninger at de gjennomgående har hatt stort fokus på forskning, utvikling, samarbeid og innovasjon. Selskapet opplyser at de arbeider kontinuerlig med å forbedre produksjonen og være i forkant av utviklinger i oppdrettsbransjen. Konsernets 6 datterselskaper har til sammen 35 konsesjoner, hvorav 10 av de er grønne konsesjoner. De grønne konsesjonene som Norway Royal Salmon fikk utdelt i 2014 har økt produksjonskapasiteten med hele 40% (Årsrapport NRS, 2016).

2.2.3.2 Grønne konsesjoner

NRS fikk i 2014 tildelt 10 grønne konsesjoner, flest av alle oppdrettsselskapene i Norge. Kriteriene for å motta disse grønne konsesjonene var at selskapet måtte ha etablert



bærekraftige løsninger med formål om å redusere miljøutfordringer i bransjen. NRS mottok dermed 9 av konsesjonene på bakgrunn av at de skulle sette ut sterilisert (triploid) laks som ikke kan gyte med villaksen. Mattilsynet, som forvalter akvakulturforskriften, valgte på sin side i første omgang å nekte dispensasjon for et slikt utslipp. Dette vedtaket ble imidlertid omgjort av Nærings- og fiskeridepartementet i 2016 på grunnlag av at de mente det er fullt mulig å holde triploid fisk på en dyrevelferdsmessig forsvarlig måte. (Fiskeribladet, 2016) I første kvartal 2017 godkjente så Mattilsynet NRS sin prosedyre for fiskevelferd slik at selskapet vil kunne fortsette å sette ut steril smolt i settefiskanleggene (1.Kvartalsrapport NRS, 2017).

2.2.5 Finansielle nøkkeltall

Modellen nedenfor viser den finansielle utviklingen til NRS fra 2014 til 2016. NRS har siden oppstart i 1992 hatt jevn vekst i omsetning og resultat. De siste årene har vært preget av økt slaktevolum, høye laksepriser og en lav kronekurs. Samtidig har produksjonskostnadene blitt høyere, noe som gjør at driftsmarginen fortsatt er ganske lav i forhold til flere konkurrenter. 2016 var et fantastisk år for norsk oppdrettsnæring da lakseprisen var historisk høy, noe som medførte at inntektene økte betydelig.

Norway Royal Salmon ASA	2014	2015	2016
Driftsinntekter	2 599 799	3 210 548	4 224 340
Driftsresultat før verdijustering av biologiske eiendeler	158 064	201 894	640 613
Driftsresultat etter verdijustering av biologiske eiendeler	242 656	249 065	876 628
Resultat før skatt	320 706	270 081	1 172 421
Årsresultat	268 283	237 582	1 004 713
Driftsmargin før verdijustering av biologiske eiendeler	6,08 %	6,29 %	15,16 %
Resultatmargin	12,34 %	8,41 %	27,75 %
Egenkapitalmargin	39,00 %	41,30 %	55,10 %

Tabell 2-1 Nøkkeltall Norway Royal Salmon ASA (Årsrapport NRS, 2016)

2.2.6 Aksje- og aksjonærforhold

Per 30.09.2017 hadde NRS 43 572 191 aksjer fordelt på 2 186 aksjonærer. Ved utgangen av kvartalet eide konsernet 82 443 egne aksjer. NRS- aksjen steg med 159% i løpet av 2016. Hovedaksjonæren er Gåsø Næringsutvikling AS med 15,56% eierandel, Glastad Invest AS og Måsøval Eiendom AS ligger like etter med forholdsvis 12,09% og 11,87% eierandel. (NRS: e24, 2018) De 20 største aksjonærene eier til sammen over 84% av selskapet.



2.3 Konkurrenter

Det følgende kapitlet inneholder en kort presentasjon av konkurrentene til Norway Royal Salmon ASA, samt hva som skiller NRS fra konkurrentene.

2.3.1 Marine Harvest ASA

Marine Harvest startet som en liten gründerbedrift i 1965, og har vokst til å bli et av verdens ledende selskap innen fiskeoppdrett. (Wikipedia, 2017) Selskapet driver virksomhet i 24 land, og har oppdrett- og bearbeidingsanlegg i både Norge, Skottland, Canada, Chile, Irland og Færøyene. (Annual Report Marine Harvest, 2016) I Norge driver selskapet virksomhet i de geografiske områdene; Nord-, Midt-, Vest- og Sør-Norge, og er det eneste selskapet i Norge som dekker hele verdikjeden fra forproduksjon til distribusjon til salg. I 2016 produserte Marine Harvest 380 621 tonn laks. (Om oss: Marine Harvest, 2017)

Tabell 2-2 viser den finansielle utviklingen til Marine Harvest ASA fra 2014 til 2016.

Marine Harvest ASA	2014	2015	2016
Driftsinntekter	25 531 469	27 880 568	32 573 603
Driftsresultat før verdijustering av biologiske eiendeler	5 220 521	4 358 914	7 820 003
Driftsresultat etter verdijustering av biologiske eiendeler	4 253 851	3 106 600	6 497 646
Resultat før skatt	1 486 799	2 240 371	7 045 148
Årsresultat	1 618 086	1 805 913	5 004 542
Driftsmargin før verdijustering av biologiske eiendeler	20,45 %	15,63 %	24,01 %
Resultatmargin	5,82 %	8,04 %	21,63 %
Egenkapitalmargin	39,80 %	45,20 %	43,00 %

Tabell 2-2 Nøkkeltall Marine Harvest ASA (Annual Report Marine Harvest, 2016)

2.3.2 Lerøy Seafood Group ASA

Konsernet Lerøy Seafood Group ble etablert i 1939 og har spor helt tilbake til slutten av 1800-tallet da bonden Ole Mikkel Lerøen solgte fisk på fisketorget i Bergen. Selskapet ble notert på Oslo børs juni 2002, og er i dag en av verdens største produsenter av laks og torsk. Lerøy er i 2016 blitt et helintegreert sjømatsselskap og kontrollerer alle ledd i verdikjeden fra hav til konsument. (Om Lerøy: Lerøy Seafood, 2017) I Norge besitter Lerøy 146 konsesjoner, og de driver virksomhet innenfor fire områder; Lerøy Aurora AS, Lerøy Midt AS, Lerøy Vest AS og Sjøtroll Havbruk AS. (Årsrapport Lerøy, 2016) Selskapet har fabrikker for bearbeiding og distribusjon i 9 forskjellige land, samt salgskontorer i USA, Kina og Japan, og eksporterer fisk til over 80 forskjellige land. (Om Lerøy: Lerøy Seafood, 2017) I 2016 produserte Lerøy 150 182 tonn laks.

Tabell 2-3 viser den finansielle utviklingen til Lerøy Seafood Group ASA fra 2014 til 2016.



Lerøy Seafood ASA	2014	2015	2016
Driftsinntekter	12 579 465	13 450 725	17 269 278
Driftsresultat før verdijustering av biologiske eiendeler	1 788 676	1 379 953	2 843 468
Driftsresultat etter verdijustering av biologiske eiendeler	1 461 262	1 548 461	4 314 030
Resultat før skatt (før verdijustering av biologiske eiendeler)	1 816 813	1 320 816	2 925 930
Årsresultat	1 104 473	1 232 883	3 518 630
Driftsmargin før verdijustering av biologiske eiendeler	14,20 %	10,30 %	16,50 %
Resultatmargin før verdijustering av biologiske eiendeler	14,40 %	9,80 %	16,90 %
Egenkapitalmargin	54,40 %	54,80 %	53,70 %

Tabell 2-3 Nøkkeltall Lerøy Seafood ASA (Årsrapport Lerøy, 2016)

2.3.3 SalMar ASA

SalMar ble opprettet i 1991 og er i dag Norges tredje største oppdretter av atlantisk laks. Selskapet besitter 100 konsesjoner for oppdrett i Norge og kontrollerer alle ledd i verdikjeden fra rogn/stamfisk til salg av ferdigvare. (Historie: SalMar, 2017) Oppdrettsvirksomheten drives innenfor tre geografiske områder; Segment Midt-Norge, Segment Rauma og Segment Nord-Norge. SalMar har nylig opprettet slakte- og foredlingsanlegget InnovaMar på Frøya i Midt-Norge, og har som mål å bli verdens mest innovative og effektive anlegg for laks- og foredling av oppdrettslaks. Selskapet har en global kundemasse og leverer til alt fra små og store eksportører/importører til større foredlingsbedrifter og butikkjeder. I 2016 hadde SalMar et slaktevolum(GWE) på 128 100 tonn. (Våre virksomhetsområder: SalMar, 2017)

Tabell 2-4 viser den finansielle utviklingen til SalMar AS fra 2014 til 2016.

SalMar ASA	2014	2015	2016
Driftsinntekter	7 185 887	7 326 202	9 029 814
Driftsresultat før verdijustering av biologiske eiendeler	1 879 048	1 403 873	2 431 647
Driftsresultat etter verdijustering av biologiske eiendeler	1 646 699	1 403 873	3 085 602
Resultat før skatt	1 628 841	1 383 686	3 342 080
Årsresultat	1 215 477	1 128 795	2 650 990
Driftsmargin før verdijustering av biologiske eiendeler	26,00 %	19,00 %	27,00 %
Resultatmargin	23,00 %	19,00 %	37,00 %
Egenkapitalmargin	51,00 %	48,00 %	50,00 %

Tabell 2-4 Nøkkeltall SalMar ASA (Årsrapport SalMar, 2016)

2.3.4 Grieg Seafood ASA

Grieg Seafood ASA ble etablert i 1992, og er et av verdens største lakseselskap med virksomhet i Shetland og Canada, i tillegg til Norge. I Norge driver selskapet virksomhet gjennom datterselskapene Grieg Seafood Rogaland og Grieg Seafood Finnmark, som besitter til sammen 47 konsesjoner. (Årsrapport Grieg Seafood, 2016) Gjennom egen produksjon og tilknyttede selskaper kontrollerer Grieg Seafood alle ledd i verdikjeden, fra stamfisk og smolt



til ferdig produkt. (Matsikkerhet: Grieg Seafood, 2017) Selskapet hadde et slaktevolum(GWE) på 64 727 tonn i 2016.

Tabell 2-5 viser den finansielle utviklingen til Grieg Seafood AS fra 2014 til 2016.

Grieg Seafood ASA	2014	2015	2016
Driftsinntekter	4 099 543	4 608 667	6 545 187
Driftsresultat før verdijustering av biologiske eiendeler	343 104	47 742	1 167 745
Driftsresultat etter verdijustering av biologiske eiendeler	219 366	80 951	1 683 486
Resultat før skatt	171 956	-9 208	1 560 836
Årsresultat	144 395	4 366	1 222 331
Driftsmargin før verdijustering av biologiske eiendeler	8,00 %	1,00 %	18,00 %
Resultatmargin	4,19 %	-0,20 %	23,85 %
Egenkapitalmargin	42,00 %	38,00 %	47,00 %

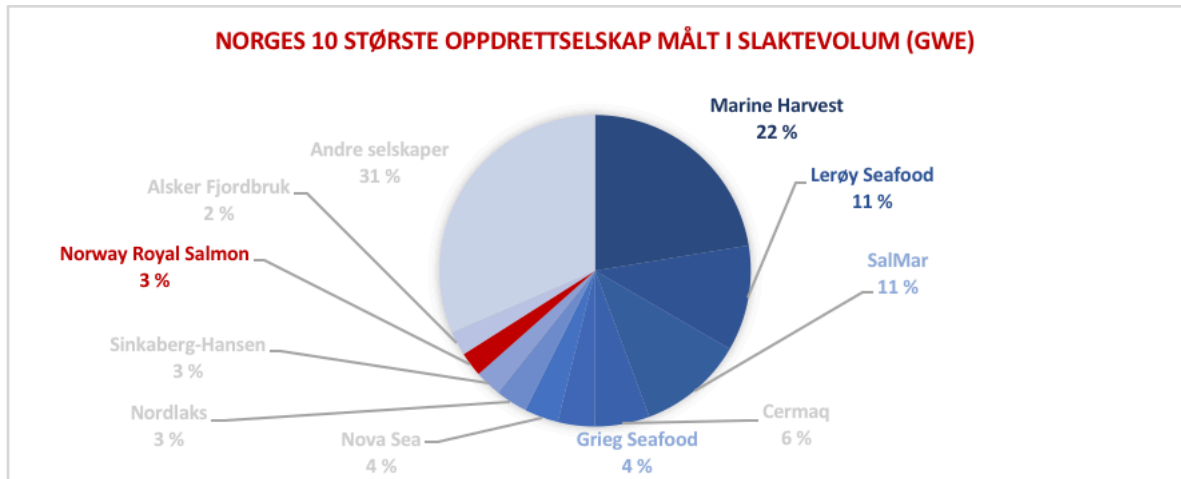
Tabell 2-5 Nøkkeltall Greig Seafood ASA (Årsrapport Grieg Seafood, 2016)

2.3.5 Hvordan skiller Norway Royal Seafood seg fra sine konkurrenter?

Vi skal nå se på hvilke forhold som skiller NRS og de komparative selskapene fra hverandre. Fakta som presenteres i dette kapitlet er grunnlaget for VRIO-analysen vi skal foreta i kapittel 4.

2.3.5.1. Størrelse

Figur 2-10 viser de ti største oppdrettsselskapene per. 31.12.2016 beregnet ut i fra slaktevolum i tonn av atlantisk laks. Norges ti største selskaper står tilsammen for nesten 70% av totalt produsert laks i Norge. NRS er forholdsvis lite sammenlignet med de komparative selskapene, og det er Marine Harvest som topper listen med hele 22,39% av slaktevolumet i Norge i 2016. Grieg Seafood ligger nærmest Norway Royal Salmon i størrelse, og disse er å regne som mellomstore selskap i forhold til Marine Harvest, Lerøy og SalMar som regnes som store selskaper. NRS og de komparative selskapene står for over 50% av all produksjon av oppdrettslaks i Norge.



Figur 2-10 Norges 10 største oppdrettselskaper (Salmon Farming Industry Handbook, 2017)

2.3.5.2 Integrasjon

Det å kontrollere alle steg i verdikjeden har vist seg å være et stort fortrinn i fiskenæringen. En slik oppbygning er med på å skape gode muligheter for stordriftsfordeler med tilhørende lavere produksjonskostnader. Alle selskapene driver produksjon fra smolt til salg, men det er kun Marine Harvest som i tillegg produserer eget fôr og har dermed den best integrerte driften. NRS gikk i 2017 sammen med Grieg Seafood for å sikre smoltproduksjon i Nord-Norge ved å gå inn på eiersiden av Nordnorsk Smolt AS med 50% eierandel hver. Tidligere har NRS kun vært integrert i smoltproduksjon og slaktning gjennom sine aksjonærforhold. Hovedfokuset til NRS i motsetning til sine konkurrenter har vært rettet mot salgsavdelingen, men de ønsker nå å kontrollere flere deler av verdikjeden for å dra nytte av stordriftsfordeler.

2.3.5.3 Selskapsstruktur

I motsetning til de komparative selskapene har NRS en særegen salgsvirksomhet som driver kjøp og salg av ferdigprodusert laks. Denne avdelingen har gjennom mange år opparbeidet seg gode kundekontrakter og står for en stor andel av det totale salgsvolumet til selskapet. I 2016 solgte salgsavdelingen varer til 52 land og bidro til over 70% av det de totale driftsinntektene til NRS. De komparative selskapene har oppdrett som hovedsegment, men besitter også salgsavdelinger for videre salg.



2.3.5.4 Lokalisering

Alle selskapene driver med oppdrettsvirksomhet i Norge, da spesielt i Nord-Norge. NRS har 29 av 35 konsesjoner lokalisert i Nord-Norge, som gjør at de har en mer konsentrert oppdrettslokalisering enn sine konkurrenter som driver mer spredt virksomhet i hele Norge. Etter oppkjøpet av datterselskapet Arctic Fish ehf på Island har NRS også etablert sin virksomhet i utlandet. Alle selskapene driver dermed både oppdrettsvirksomhet i Norge og i utlandet. SalMar, NRS og Lerøy driver sin primære oppdrettsvirksomhet i Norge, men har tilknyttede selskaper som driver virksomhet i utlandet. Marine Harves og Grieg Seafood har derimot egneide selskaper som driver oppdretts- og bearbeidingsvirksomhet i utlandet.

2.3.5.5 Utviklingskonsesjoner og grønne konsesjoner

NRS er eneste selskap som har fått tillatelse til å sette ut triploid fisk per dags dato. Dette fikk de godkjent da selskapet fikk utdelt de grønne konsesjonene. Dette skiller NRS fra sine konkurrenter da ingen av dem har fått utdelt like mange grønne konsesjoner. Likevel driver de konkurrerende selskapene også og utvikler bærekraftige løsninger for å skape konkurransefortrinn i den fremtidige oppdrettsnæringen.

Utviklingskonsesjoner er blitt særdeles viktig for å kunne drive forskning og utvikling for å skaffe seg fortrinn i fremtidens oppdrettsnæring. SalMar har allerede fått godkjent en offshore havmerd som er blitt sjøsatt. Marine Harvest har fått utdelt fire utviklingstillatelser for bygging av konseptet «egget». (Tilsagn om utviklingskonsesjoner: iLaks, 2017) NRS og Aker har inngått et samarbeid om utvikling av nedsenkbare offshore merder og søkt om 15 utviklingstillatelser som fortsatt er under vurdering av departementet.

2.3.5.6 Finansiell stiling

Alle selskapene har igjennom årene hatt jevn vekst i omsetning og resultat. Likevel er det tydelig at 2015 var et tøft år, med lavere driftsmargin og resultatmargin enn normalt. Grieg hadde laveste resultatmargin på -0,20% og SalMar hadde høyeste på 19%. Dette skyldtes hovedsakelig økte produksjonskostnader og store utfordringer med rømming og lakselus. I 2016 og 2017 har fokuset vært for flere av selskapene å snu trenden med høye produksjonskostnader, og det har blitt satt i gang flere tiltak for å redusere disse samt å redusere problemene med rømming og lakselus. Samtidig har lakseprisene vært historisk høye, noe som har økt driftsinntektene betraktelig. Dette har gitt selskapene en driftsmargin



på mellom 15-27%, og en resultatmargin på mellom 16-37%. NRS hadde en driftsmargin på 15,16% og en resultatmargin på 27,75% i 2016.

2.3.5.7 Oppsummering

NRS og flere av de store konkurrentene har hatt jevn positiv utvikling i omsetning og resultat, som vi kan se i de finansielle tabellene. Året 2016 viste seg å være det mest lønnsomme året noensinne, en tydelig trend hos alle oppdrettsselskapene. Dette året ble preget av meget høye laksepriser, kombinert med lav kronekurs og historisk høy etterspørsel i markedet.

Bransjen står ovenfor problematikk rundt økte førkostnader, håndtering av lakselus og andre helseutfordringer. Derfor har selskapene nå stort fokus på forskning og utvikling for videre bærekraftig utvikling i bransjen, og alle har søkt om grønne- eller utviklingskonsesjoner.

Marine Harvest er helt klart det ledende selskapet i markedet, med Lerøy og SalMar like bak. Grieg og NRS er å anse som mellomstore selskaper, men begge har ambisjoner om å vokse seg større og ta igjen sine konkurrenter.



3 Valg av verdsettelsesteknikk

I dette kapitlet skal vi presentere ulike verdsettelsesteknikker, samt gi en begrunnelse for vårt valg av hoved- og supplerende verdsettelsesteknikk.

3.1 Presentasjon av verdsettelsesteknikker

Det er tre hovedteknikker innenfor verdivurdering av selskaper; fundamental verdivurdering, opsjonsbasert verdivurdering og komparativ verdivurdering. Ved valg av verdsettelsesteknikk må man legge til grunn karakteristiske trekk ved selskapet for så å finne den modellen som passer best. (Damodaran, 2012) I verdivurderingen av selskaper blir de ulike teknikkene mest brukt som supplement for å komme frem til et samlet verdiestimat. Vi skal i de følgende avsnittene presentere de tre hovedteknikkene.

3.1.1 Fundamental verdivurdering

Den mest brukte verdsettelsesteknikken er fundamental verdivurdering. Denne teknikken er basert på fundamentale og underliggende økonomiske forhold i selskapet, herunder vekstutsikter, risikoprofil og kontantstrøm. (Damodaran, 2012) Første steg i en fundamental verdivurdering er gjennomføringen av en strategisk analyse. I den strategiske analysen foretar man en kvalitativ analyse av interne og eksterne underliggende økonomiske forhold. I neste steg foretas så en kvantitativ analyse i form av en regnskapsanalyse, for så å utarbeide fremtidsregnskap og fremtidskrav. De fremtidige kontantstrømmene må deretter neddiskonteres for å gi oss et estimat på verdien av selskapet i dag (Penman, 2010).

Det finnes to metoder for utarbeidelse av endelig estimat etter fundamental verdivurdering; egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Begge metodene diskonterer fremtidige kontantstrømmer, men forskjellene ligger i den relevante kontantstrømmen og diskonteringsrenten. Metodene har ulik tilnærming for å evaluere hvorvidt gjeld øker eller minker verdien, men vil likevel gi samme verdiestimat dersom man er konsistent i antakelsene om kontantstrømmene og risiko. (Damodaran, 2012)

Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden er en direkte verdsettelse av egenkapitalen der man benytter seg av fri kontantstrøm. Fri kontantstrøm er kontantstrømmen som kommer fra eiendelene etter at gjeld er betalt og reinvesteringer er gjennomført for fremtidig vekst. Verdien av egenkapitalen



finnes så ved å diskontere forventet fri kontantstrøm til EK med avkastningskravet eller kostnaden av egenkapitalen. (Damodaran, 2012) Metoden kan deles inn i utbytte-, fri kontantstrøm-, superprofitt- og superprofittvekstmodellen. Også disse fire modellene skal gi sammenfallende verdiestimat ved konsistent bruk. (Knivsflå, F1, 2018)

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

Selskapskapitalmetoden

Selskapskapitalmetoden er en indirekte verdsettelse av egenkapitalen der man benytter en annen kontantstrøm enn ved EK-metoden; fri kontantstrøm til selskapet. Denne kontantstrømmen er beregnet ut i fra eiendelene før gjeld betales, men etter at selskapet har reinvestert for å skape vekstmidler. Avkastningskravet er vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad, WACC, som er kostnaden av de ulike komponentene i finansieringen i selskapet, vektet proporsjonelt med markedsverdien. (Damodaran, 2012) Det er tre mål på selskapskapital; total kapital, sysselsatt kapital og netto driftskapital. Det er mest vanlig å benytte enten sysselsatt kapital eller netto driftskapital da total kapital fokuset anses som gammeldags. (Knivsflå, F1, 2018)

$$VEK = \text{Verdi selskapskapital} - \text{verdi (netto) gjeld}$$
$$= \text{Nåverdi av fri kontantstrøm til selskapet} - \text{gjeld}$$

Fundamental verddivurderingsteknikk er en arbeidskrevende metode, samt at resultatene er svært sensitive ovenfor input som for eksempel marginer og avkastningskrav. Noen av grunnene til at man likevel ønsker å benytte fundamental verddivurdering som hovedteknikk er at markedet fokuserer på regnskapsmessige størrelser, at resultatene er sensitive er ikke en metodisk svakhet samt at mange selskaper oppnår store deler av verdiene sine i fremtiden. (Kaldestad & Møller, 2016) Fundamental verddivurdering danner også grunnlaget for å gjennomføre andre verdsettelsesteknikker.

3.1.2 Opsjonsbasert verddivurdering

Opsjonsbasert tilnærming kan være mer passende å benytte dersom en fundamental verddivurdering har en tendens til å undervurdere verdien. Vi skiller mellom to type opsjoner;



finansielle opsjoner og realopsjoner. En finansiell opsjon gir eier rettigheten, men ikke plikten, til å kjøpe eller selge en aksje til en gitt pris. Realopsjoner gir selskap muligheten til å besitte en rett, men ingen plikt til å gjøre en bestemt investering. Det er ofte verdien av denne rettigheten som ikke blir tatt med i en fundamental verdivurdering. Årsaken til dette er at det er knyttet stor usikkerhet til variablene som inngår i vurderingen da det er svært utfordrende å estimere rettighetene i praksis.

I bransjer som er stabile og modne vil mest sannsynlig ikke opsjonselementet utgjøre en veldig stor verdi, og følgende vil det ikke være relevant å benytte verdivurdering av realopsjoner. (Kaldestad & Møller, 2016) Den statistiske verdien er gjerne basert på fundamental verdivurdering og verdien av særlig fleksibilitet finner man ved hjelp av opsjonsprising. (Knivsflå, F1, 2018)

$$\text{Verdi} = \text{statistisk verdi} + \text{verdi av særlig fleksibilitet}$$

3.1.3 Komparativ verdivurdering

Komparativ verdivurdering er en markedsbasert tilnærming, hvor man estimerer verdien til selskapet ved å sammenligne priser i forhold til lignende virksomheter eller eiendeler. Denne metoden forutsetter at det er mulig å finne sammenlignbare selskaper. Det er to metoder/modeller som kan benyttes. (Knivsflå, F1, 2018)

Multiplikatormodellen

Denne metoden er en indirekte måte å estimere nåverdien av fremtidig kontantstrøm. Man kan beregne verdien til selskapet ved å benytte estimerte multipler for balansen, resultatet, kontantstrømmen og ikke finansielle poster, for så å multiplisere disse med en basis. (Kaldestad & Møller, 2016) De mest brukte multiplene er Price/Earnings, Price/Book og Price/Sales. Det er mulig å sammenligne multiplikatorene med både komparative selskaper og med multiplikatorer som selskapet har hatt i tidligere år. (Damodaran, 2012)

$$\text{Egenkapitalverdi} = \text{multiplikator} \times \text{basis}$$

$$\text{Egenkapitalverdi} = \text{multiplikator} \times \text{basis} - \text{netto gjeld}$$

Substansverdimetoden



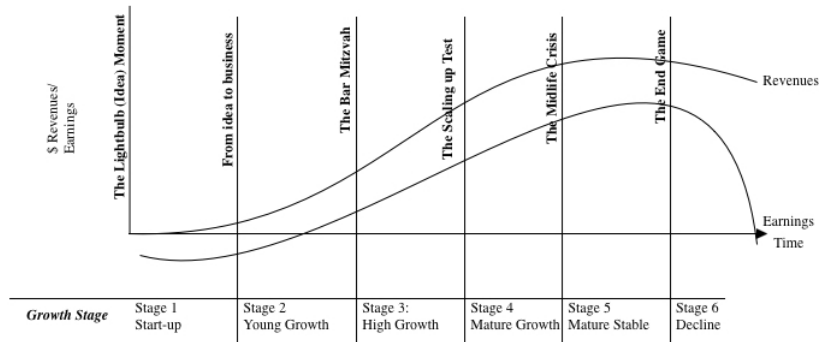
Grunnlaget for substansverdimetoden er at man verdsetter selskapet til markedsverdien av selskapets eiendeler fratrukket netto rentebærende gjeld og latent skatt. Verdien til selskapets eiendeler beregnes til det de anslagsvis kan selges for i markedet i dag, som følgelig viser substansverdien som en salgsverdi. Det er mest hensiktsmessig å benytte denne metoden dersom selskapet har identifiserbare eiendeler og det finnes et eksisterende marked for eiendelene. (Kaldestad & Møller, 2016)

$$\text{Egenkapitalverdi} = \text{sum substansverdi til eiendeler} - \text{komparativ verdi gjeld}$$

3.2 Valg av hovedteknikk

Det er flere faktorer som spiller inn ved valg av verdsettelsesteknikk for et selskap. Disse er blant annet hvilken type bransje selskapet operer i, om selskapet skal avvikles eller har fortsatt drift utsikter og hvilken fase i livssyklusen selskapet befinner seg i. Samtidig avhenger valget av tilgang på informasjon, tilgjengelig tid og krav til pålitelighet. Optimalt burde man også benytte flere verdsettelsesmetoder for å oppnå mest mulig pålitelige resultater. (Kaldestad & Møller, 2016)

Hvor i livssyklusen selskapet befinner seg er med på å avgjøre hvilken verdsettelsesteknikk som vil passe best for akkurat vårt selskap. Damodaran har presentert denne livssyklusen i figur 3-1. En bedrift som befinner seg helt i startfasen vil ha lite tilgjengelig informasjon slik at det kan bli vanskelig å utføre en fundamental verdivurdering. Jo lengre ut i livssyklusen en bedrift kommer, desto mer historisk informasjon vil bli tilgjengelig. For nyetablerte bedrifter vil det derfor ikke være ideelt å benytte fundamental verdivurdering, men heller en verdivurdering av mulighetene og potensialet til selskapet. For selskaper som er mer modne og har høy eller moden vekst, er det mer naturlig og aktuelt å benytte fundamental verdivurdering. For selskaper i en slik fase vil det som regel også eksistere komparative selskaper slik at man kan benytte komparativ verdivurdering som supplerende teknikk for å få mer pålitelige verdiestimer. Til slutt vil de selskapene som befinner seg i nedgangsfasen ofte ikke ha forutsetninger om fortsatt drift. Da vil substansmodellen kunne gi et godt anslag på verdien i form av salgspris på selskapet. (Damodaran, 2012)

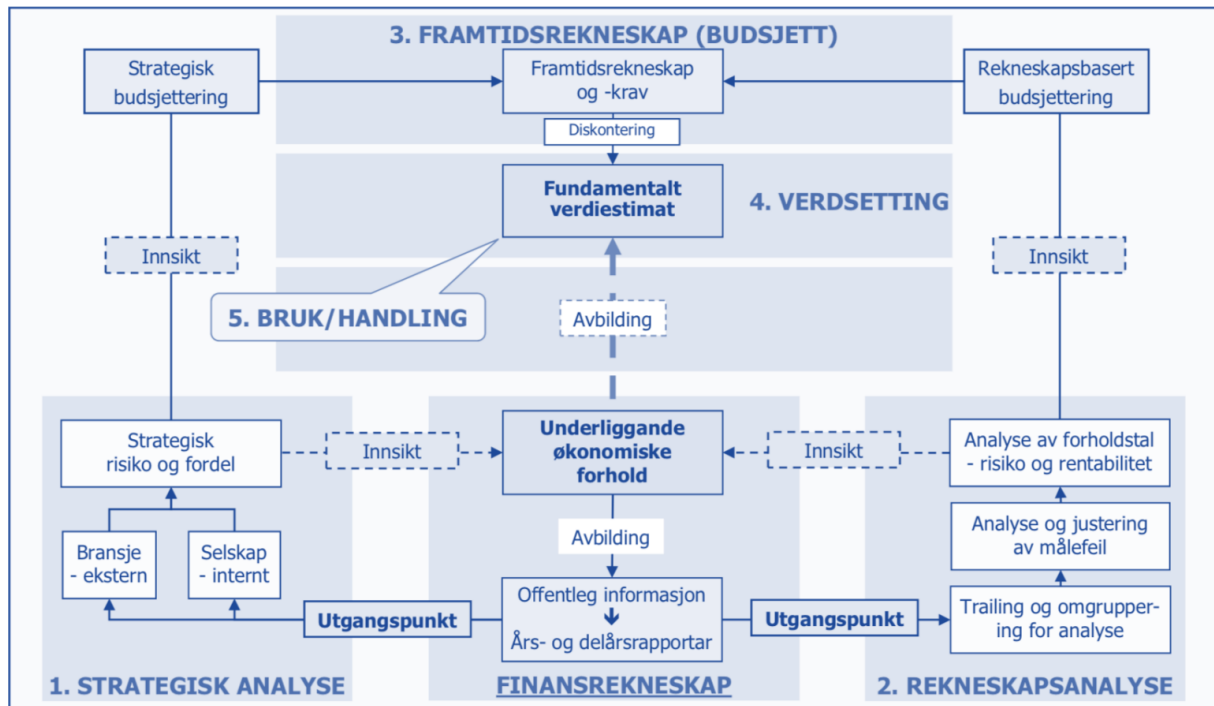


Figur 3-1 Livssyklusen til et selskap (Damodaran, 2012)

NRS har vært med som aktør helt siden 1992 og har gitt gode resultater og positive kontantstrømmer i mange år. De har som mål å bli enda større og utvikle seg fra et mellomstort til et stort oppdrettselskap i årene som kommer. Dette tyder både på at det er forventet vekst og fortsatt drift i årene som kommer. Likevel er det knyttet utfordringer til både areal og lakselus, produksjonskostnadene øker i større grad, samt konsesjonssystemets begrensninger, noe som kan være med på å minke vekstmulighetene i oppdrettsbransjen. Vi mener derfor at NRS befinner seg mellom høy og moden vekst i livssyklusen, og at det er tilstrekkelig med historisk informasjon for å kunne gjennomføre en god fundamental verdivurdering.

Oppdrettsbransjen er en moden og relativt stabil bransje. Den reguleres også sterkt av myndighetene for å holde en stabil vekst fremover som sikrer fremtidig vekst for selskapene i denne bransjen. Det er flere store aktører i det norske og internasjonale markedet som gjør at vi har godt sammenligningsgrunnlag for NRS. For å komme frem til den mest pålitelige verdien av NRS har vi derfor valgt å benytte fundamental verdivurdering som vår hovedteknikk med supplerende komparativ verdivurdering gjennomført i kapittel 12.

3.3 Rammeverk for fundamental verdivurdering



Figur 3-2 Rammeverk for fundamental verdivurdering (Knivsflå, F1, 2018)

Ved utarbeidelsen av en fundamental verdivurdering skal vi benytte oss av offentlig informasjon om selskaper, såkalt sekundærinformasjon. Vi vil benytte års- og delårsrapporter samt informasjon som ligger tilgjengelig på selskapenes nettsider, nyhetssider og andre relevante kilder.

Første del i den fundamentale verdivurderingen er å foreta en kvalitativ strategisk analyse av selskapets underliggende økonomiske forhold. Dette gjøres gjennom en ekstern bransjeorientert- og en intern ressursorientert analyse. Formålet med disse analysene er å identifisere de viktigste profittdriverne og risikoene, samt vurdere selskapets lønnsomhetspotensiale på et kvalitativt nivå (Palepu, Healy, & Peek, 2010)

Andre steg i den fundamentale verdivurderingen er en regnskapsanalyse, som er en kvantitativ analyse av de underliggende økonomiske forholdene i selskapet. Her skal man først foreta en «trailing» av kvartalsrapportene for å gi et anslag på årets årsregnskap. Deretter skal resultatet og balansen omgrupperes for at det skal være mulig å gjennomføre en analyse. En analyse av målefeil gjennomføres så for å kunne utarbeide det endelige omgrupperte og justerte regnskapet. Dette regnskapet brukes videre for analyse av nøkkeltall, risiko og



rentabilitet. På den måten opparbeider vi oss innsikt i selskapets risiko og superrentabilitet. (Knivsflå, F1, 2018)

Tredje steg i rammeverket er å utarbeide et fremtidsregnskap og fremtidskrav. Utarbeidelsen er en prognose av hvordan regnskapet til selskapet vil se ut i fremtiden, og bygger videre på den strategiske regnskapsanalysen (Penman, 2010).

Fjerde steget er å utføre den fundamentale verdivurderingen av selskapet. Dette gjøres gjennom å diskontere de fremtidige kontantstrømmene til i dag, ved bruk av både egenkapital- og selskapskapitalmetoden. Det er flere modeller som kan benyttes innenfor hver av metodene, men ved konsistent bruk skal alle modellene gi samme verdiestimat. (Knivsflå, F1, 2018)

Det siste steget i rammeverket er å gi en vurdering av hva verdiestimatet kan nyttes til. Det kan skilles mellom ekstern og intern handling. Ekstern handling er at man kan benytte verdiestimatet som grunnlag for aksjehandel og oppkjøp. Intern handling handler om å bruke verdiestimatet som styringsgrunnlaget for virksomheten, men også i forhold til for eksempel nedskrivning. (Knivsflå, F1, 2018)



4 Strategisk analyse

I det følgende kapitlet skal vi foreta en kvalitativ strategisk analyse av NRS og bransjen, for så å gi en oppsummering av selskapets og bransjens strategiske fordeler og risikoer.

4.1 Rammeverk for strategisk analyse

Selskapsstrategien er definert som en teori om hvordan selskapet skal oppnå gode resultater i markedet det operer i (Barney J. , 2014) En strategisk analyse er en kvalitativ analyse av underliggende økonomiske forhold som gjennomføres for å forstå selve ”businessen” til selskapet. En strategisk fordel blir definert som selskapets evne til å generere en rentabilitet som er høyere enn rentabilitetskravet. Kildene til slik ”superrentabilitet” kommer fra ekstern bransjeorientert og intern ressursbasert strategisk fordel (Barney J. , 2013).

Vi vil i det følgende kapitlet gjennomføre en ekstern og en intern analyse for å skape innsikt i hva som er kildene til de strategiske fordelene eller ulempene til NRS. I den eksterne analysen skal vi benytte oss av to modeller; PESTEL og Porters fem krefter. Ved å bruke disse modellene skal vi kartlegge makro- og bransjemessige forhold til oppdrettsbransjen, for så å gi uttrykk for hvilke trusler og muligheter som finnes i bransjen (Barney J. , 2013). Den interne analysen tar utgangspunkt i VRIO-modellen og gir uttrykk for hvordan NRS anvender ressursene de besitter, og hvilken eventuell strategisk fordel de ulike ressursene generer (Barney J. , 2013). VRIO- modellen vil således utlede hvilke strategiske styrker og svakheter NRS har i forhold til sine konkurrenter.

NRS og de andre komparative selskapene har Europa som sitt største eksportmarked for atlantisk laks. Mesteparten av oppdrettslaks som importeres i Europa kommer fra Norske aktører, men de importerer også fra Storbritannia og Færøyene. Det kunne derfor ha vært interessant å sammenligne med selskaper som opererer i disse landene i den strategiske analysen. Vi har likevel valgt å utelukke disse ettersom de utgjør en relativt liten del av markedet som NRS opererer i. Chile er også en stor aktør på verdensbasis, men her eksporterer hovedsakelig selskapene fisk til USA slik at disse ikke opererer i samme marked som de norske aktørene.



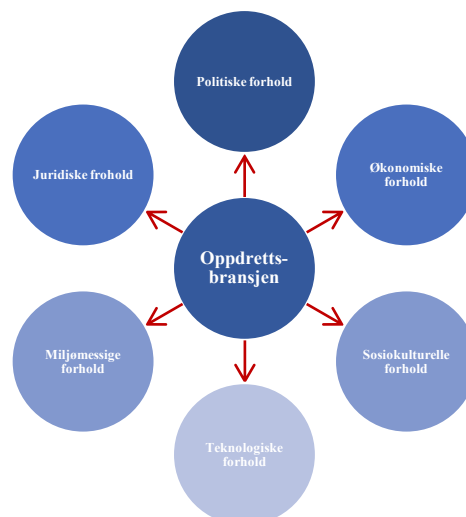
De største konkurrentene til NRS er følgelig norske selskap og vi har derfor valgt å avgrense oppdrettsbransjen til disse. Selskapene vi har valgt mener vi vil gi et godt bransjegjennomsnitt for både det norske og det europeiske markedet for oppdrettslaks.

4.2 Ekstern bransjeorientert analyse

I det følgende kapitlet skal vi gjennomføre en ekstern analyse. Grunnlaget for vår eksterne analyse er presentert i kapittel 2 ved bransjespesifikke forhold og makrofaktorer. Hensikten med å gjennomføre en slik analyse er å kunne forstå bedre hvilket lønnsomhetspotensiale bransjen har som helhet. (Kaldestad & Møller, 2016) Analysen vil belyse om bransjen har netto driftsrentabilitet større enn netto driftskrav, altså superrentabilitet i bransjen. (Knivsflå, F2, 2018) Vi vil først gjennomføre en PESTEL-analyse for å analysere makroforholdene i bransjen. Denne analysen vil gi oss nyttig informasjon om hvilke ytre faktorer som påvirker bransjen. Videre vil vi gjennomføre en bransjeanalyse gjennom ”Porters fem krefter” som vil gi oss informasjon om bransjens attraktivitet og konkurranseforholdene innad i bransjen.

4.2.1 PESTEL- analyse

PESTEL- analyse er et strategisk verktøy som brukes for å kartlegge og utvikle en mer integrert forståelse og analytisk tilnærming til sentrale faktorer i omgivelsene. (Roos, von Krogh, Roos, & Boldt-Christmas, 2010) Analysen deles inn i *Politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, miljømessige og juridiske faktorer*. I det følgende vil vi presentere de forholdene som er mest sentrale for bransjens lønnsomhet og rammevilkår under de ulike faktorene.



Figur 4-1 PESTEL-analyse (Roos, von Krogh, Roos, & Boldt-Christmas, 2010)



4.2.1.1 Politiske forhold

Konsesjonssystemet

Som omtalt i kapittel 2 er oppdrettsbransjen en tillatelsesbasert næring med myndighetsstyrt konsesjons- og kvotesystem. Den begrensede utdelingen av konsesjoner som vi har sett fra myndighetene de siste årene har ført til at oppdrettsselskaper kjøper opp andre selskaper i bransjen for å få tak i nye konsesjoner og øke sin totale biomasse. Slike oppkjøp skaper ingen reell vekst for bransjen samlet sett. Bransjen er dermed helt avhengig av at antall konsesjoner øker, eller at det tildeles mer biomasse per eksisterende konsesjon for å øke lønnsomheten totalt sett.

Et viktig strategisk punkt er å analysere hvordan konsesjonssystemet vil påvirke bransjen i fremtiden. Det er i dag stort fokus på bærekraftig utvikling i oppdrettsbransjen. Det er bred enighet blant politikere at dersom bransjen skal kunne vokse på en bærekraftig måte, må de miljømessige utfordringene slik som lakselus og rømming løses. Konsesjonstildelinger i den senere tid har utelukkende vært basert på bærekraft og miljø, og det er ingen signaler fra myndighetene om at dette vil endre seg med det første. De grønne konsesjonene, utviklingskonsesjoner og nå trafikklyssordningen med vekst i grønne soner er alle utdelt med kriterier om nye teknologiske løsninger og fokus på miljø

På den ene siden ser vi at den nye utviklingen for konsesjonsutdelinger skaper både en forutsigbarhet for oppdretterne med objektive kriterier for utdelinger av konsesjoner og vekst, samt gir det nye trafikklyssystemet en reell mulighet for større vekst uten at antall konsesjoner øker. På den andre siden skaper de strenge reglene merkostnader i form av behov for mer kunnskap, samt kostnader knyttet til bekjempelse av lakselus og rømming. Selskaper med oppdrettsanlegg som ikke ligger i de grønne områdene vil miste mulighetene for vekst inntil gitte kriterier er oppfylt. Dette gjør at oppdrettsbransjen blir enda mer kapitalkrevende enn den historisk sett har vært. En slik regulering vil mest sannsynlig føre til at det vil utvikle seg færre, men større selskaper som har den kapitalen som kreves.

Handelspolitiske konflikter

Den største delen av det som blir produsert av lakseoppdretterne i Norge i dag blir eksportert til utlandet. Oppdretterne er dermed en del av det globale markedet hvor handelspolitiske



forhold har stor innvirkning på rammevilkår og lønnsomhet i bransjen. Det er spesielt to handelspolitiske forhold som er av betydning for oppdrettsbransjen; Handelsblokader og handelsavtaler.

Vi har som omtalt i kapittel 2 sett hvor sårbare oppdrettsbransjen er for politiske konflikter med store nasjoner som Kina og Russland. Det vil på kort sikt være vanskelig å erstatte salget ved importstopp fra et viktig marked med derpå følgende inntektsnedgang og dårligere lønnsomhet. Handelsboikotter grunnet politiske konflikter er som oftest svært vanskelig å forutse. Det er også stor sannsynlighet for at blokader vil oppstå i fremtiden fordi det ikke finnes gode nok verdensomfattende handelsavtaler som kan hindre det. Dette medfører en risiko som bransjen vanskelig kan forutse utfallet på, men som til en viss grad kan reduseres gjennom å plassere oppdrettsvirksomheten i flere ulike land.

I tillegg er handelsavtaler med andre land svært viktig for å opprettholde konkurransesituasjonen til norskeksportert laks. Høye tollsatser kan føre til at det ikke vil være lønnsomt å eksportere til enkelte land, som igjen reduserer muligheten for å ekspandere tilbudet globalt. For å opprettholde en konkurransedyktig posisjon er det dermed svært viktig å beholde gode handelsavtaler og forhandle frem nye avtaler med potensielle markeder.

4.2.1.2 Økonomiske forhold

Det er flere økonomiske forhold som har betydning for oppdrettsbransjen, der vi mener de viktigste elementene er rentenivået, endringer i valutakurser og konjunkturutvikling av etterspørsel.

Rentekursutvikling

Oppdrettsbransjen er som omtalt i kapittel 2 en svært kapitalintensiv bransje grunnet stort behov for investert kapital i oppdrettsanlegg, biomasse og konsesjoner. De strenge kravene til miljø og utvikling medfører også behov for store investeringer for å oppnå større lønnsomhet og vekst i fremtiden. Dette, i kombinasjon med dagens lave rentenivå, gjør gjeldsfinansiering svært attraktivt. En slik finansiering øker risikoen for høyere kostnader ved eventuelle renteøkninger. Dette har de fleste selskapene i bransjen forsøkt å sikre seg for ved å inngå renteswapavtaler. I tillegg krever bankene i snitt 30 % i egenkapital for utlån til bransjen, noe som begrenser for stor grad av gjeldsfinansiering med tilhørende risiko.



Valutakursutvikling

Med det høye nivået på eksport i oppdrettsbransjen er valutakursutviklingen en viktig makrofaktor for lønnsomheten i bransjen. Den norske kronen er en valuta som er svært sårbar for ytre påvirkning, der særlig råoljeprisen har stor innvirkning på nivået. Dette medfører at kronekursen opplever mye svingninger i tid. (Nofima Valutarapport, 2016). Videre viser historiske data at konkurranseevnen til bransjen er svært sårbar for svingninger i valutakursen. I perioder med svak kronekurs øker konkurranseevnen, mens i perioder med høy kronekurs svekkes den. (Nofima Valutarapport, 2016). Dette så vi et klart eksempel på da den norske kronen ble redusert som et resultat av oljekrisen og lavere styringsrente i 2014. Dette førte til en svak krone over lengre tid, som igjen resulterte i en bedret konkurransesituasjon for bransjer med stor grad av eksport. I oppdrettsbransjen var det også positiv utvikling i prisrealisering på laks. (Nofima Valutarapport, 2016). Den reduserte kronen førte imidlertid med seg økte priser på fôr, da råvareprisen settes internasjonalt i EUR og USD.

På bakgrunn av kronens følsomhet for ytre påvirkninger med påfølgende svingninger, opererer de fleste oppdrettsselskaper i dag med ulike typer valutasikringer. Slike valutasikringer skaper forutsigbarhet over tid, men er ikke nødvendigvis lønnsomme da det ikke er kjent hva utfallet av kontraktene vil bli før utgangen av kontrakten.

Konjunkturutvikling og etterspørsel

Konjunktursvingninger og etterspørsel/tilbud i markedet er også en viktig faktor for oppdrettsbransjen grunnet lakseprisens store innvirkning på omsetningen. Lakseprisen er som tidligere diskutert en volatil pris med store svingninger, og grunnet den lange produksjonstiden er det i hovedsak etterspørselen i markedet som påvirker lakseprisen. Lakseprisen har de to siste årene hatt en markant økning, men også de siste 10 årene har prisen hatt en jevn stigning. Selv ved lavkonjunkturen etter finanskrisen i 2009 opplevde lakseprisen en stigning. Årsaken til dette var en kombinasjon av oppdretternes manglende evne til fleksibilitet og omstilling grunnet lange produksjonstider, samt Chiles sykdomsutbrudd som førte til et lavt globalt tilbud. Et begrenset tilbud av laks kombinert med en økt global etterspørsel er mye av grunnen til at lakseprisen fortsatt holder seg høy, selv i lavkonjunkturperioder. Den stabile etterspørselen i lavkonjunkturer kan og vise at laks er



utviklet seg til å bli en mindre elastisk matvare enn før, og at den nå anses som en hverdagsvare.

4.2.1.3 Sosiokulturelle forhold

Verdens befolkning var i 2017 på 7,55 milliarder i følge FN, og årlig vokser befolkningen med 80 millioner. (Verdens befolkning: SNL, 2018) Med en slik økende befolkningsmengde følger økt etterspørsel etter mat. Jorden er dekket av 70 prosent vann, men likevel kommer kun 5% av verdens mattilførsel fra vannet. (Lakseeventyret: laks.no, 2017) Dette medfører et enormt potensial for videreutvikling av fremtidens matproduksjon til sjøs. Laks er det husdyret i verden som utnytter fôret mest effektivt, der utnyttelsen er mer en dobbelt så effektiv som gris og fjørfe. (Lakseeventyret: laks.no, 2017). Dette gjør laksen til en viktig matkilde i en bærekraftig utvikling.

Videre ser man at middelklassen er økende, noe som fører med seg et større konsum av høykvalitetsprotein. (Investor Handbook: Marine Harvest, 2017). Likevel klarer ikke næringen å møte hele etterspørselsveksten slik den biologiske situasjonen er per dags dato. Men med ny forskning og teknologiske utviklinger for videre vekst vil det være en mulighet for oppdretterne å møte denne etterspørselen på sikt.

Laks er en svært næringsrik proteinkilde med viktige næringsstoffer som Omega-3 fettsyrer og ulike typer vitaminer og mineraler. (Laks: Godfisk.no, 2017). Helsedirektoratet i Norge og verdens helseorganisasjon (WHO) anbefaler laks i et sunt og variert kosthold. Dette, kombinert med at dagens trender viser en befolkning som har økende fokus på sunnhet og helse, er svært positivt for videre etterspørsel etter laks. Vi ser også en økende interesse i befolkningen på miljøvennlige valg og ønske om bærekraftig utvikling. Med laksens fôreffektivitet og myndighetenes strenge rammer for miljøbevisste oppdrettsanlegg kan dette virke svært positivt for laksens posisjon og etterspørsel fremover. Likevel er dette også en trend som kan påvirke etterspørselen negativt dersom oppdrettsanleggene i fremtiden forårsaker miljøgifter eller miljøkatastrofer. Slike situasjoner kan danne et negativt omdømme som er vanskelig å bli kvitt.

Til slutt er det ulike andre trender i befolkningen som påvirker konsum og etterspørsel av sjømat og laks. Sushi er en slik trend som har hatt stor påvirkning på konsumet av laks de



siste årene. Siden 2006 har totalmarkedet for sushi økt med 341 prosent, og det er norsk laks som dominerer som sushitopping globalt. (Norges sjømatråd sushi, 2017).

4.2.1.4 Teknologiske forhold

Oppdrettsbransjen er som tidligere diskutert en bransje preget av areal- og miljøutfordringer, og for å kunne løse disse problemene er det helt nødvendig med nye teknologiske løsninger. Teknologien er dermed en svært viktig makrofaktor i oppdrettsbransjen i dag og i fremtiden. Myndighetene har ved bruk av utviklingskonsesjoner og trafikklyssystemet skapt incentiver hos oppdrettsselskapene for å utvikle ny og mer effektiv teknologi. Dersom selskapene lykkes med slike utviklinger vil dette føre til vekst og økt lønnsomhet for bransjen. Motsatt vil de selskapene som ikke følger myndighetenes krav om bekjempelse av lakselus og utviklingen av nye løsninger miste muligheten for vekst i fremtiden. Med det nye trafikklyssystemet risikerer de også å miste konsesjoner. Det er dermed helt nødvendig for bransjens, og de ulike selskaperenes overlevelse og lønnsomhet å drive forskning og utvikling av ny teknologi.

Det er som nevnt i kapittel 2 sendt inn mange søknader om utviklingskonsesjoner for ulike nye teknologiske løsninger. Dersom miljøutfordringene blir løst med denne nye teknologien vil dette på den ene siden føre til mulighet for stor vekst i biomasse og følgende økt lønnsomhet i bransjen. På den annen side er det viktig å være klar over at forskning og nye teknologier kan medføre en risiko for nye miljøutfordringer og endre konkurransesituasjonen i bransjen. Mulige landbaserte anlegg kan for eksempel gjøre at Norge mister den store fordelene som kystlandskapet vårt skaper, mens offshore anlegg kan ha uventede miljøutfordringer som må løses i fremtiden. Slike forhold kan skape en risiko for lønnsomheten og fremtidens utvikling.

4.2.1.5 Miljømessige forhold

Oppdrettsbransjen står ovenfor store miljøutfordringer slik som lakselus og rømming på kort sikt, samt tilgang på nok fôrressurser på lang sikt. Bærekraftig utvikling er en forutsetning for videre vekst, og for å oppnå en slik utvikling må miljøutfordringene løses. Dette ser vi helt tydelig ved dagens reguleringer av bransjen og myndighetenes store fokus på bærekraft. Ved utviklingen av grønne konsesjoner, utviklingskonsesjoner og trafikklyssystemet har regjeringen skapt et rammevilkår og en forutsetning for vekst som innebærer aktive tiltak mot miljøutfordringer. Tiltak som bekjempelse av lakselus og rømming, samt forskning og



utvikling av nye systemer medfører økte kostnader for oppdrettsselskapene. I tillegg ser vi en utvikling der også forbrukerne er blitt mer miljøbevisst i sine konsumentvaner, som har medført innføringen av sertifisering av laks for å dokumentere miljøkrav, ASC (Aquaculture Stewardship Council). Dette setter ytterligere press på oppdretterne om et bærekraftig fokus. Det er ingen signaler fra markedet eller myndighetene om at et miljøfokus vil bli lavere i fremtiden, slik at det er helt nødvendig å utvikle nye miljøvennlige løsninger for å kunne redusere kostnadene og følge med på den bærekraftige vekstutviklingen.

En annen miljøutfordring med lengre tidshorison, men som også er en grunnleggende forutsetning for vekst i fremtiden, er tilgang til nok fôrressurser. Pelagisk fisk og soyaprotein er en knapphetsfaktor, og for å sørge for tilstrekkelig tilgang på fôr også i fremtiden må det forskes på og utvikles alternativer. Forskere fra Norsk senter for tang- og tareteknologi utvikler i dag produksjonsteknologi for maritime arter på lavere trofisk nivå. Arter som for eksempel mikroalger og dyreplankton er ingredienser som kan inngå i fiskefôr, og som kan bidra til å løse utfordringer til mangelen på viktige omega-3- fettsyrer. De mener også at tang og tare kan erstatte dagens bruk av soyaprotein. (Nye fôrressurser: SINTEF, 2017) . Dersom slik forskning eller andre løsninger for fôrknapphet ikke fører frem kan dette være til hinder for vekst og skape risiko for redusert lønnsomhet i fremtiden.

4.2.1.6 Juridiske forhold

Det er flere ulike juridiske rammebetingelser i form av lover og forskrifter oppdrettsbransjen må forholde seg til. Den viktigste av disse er Akvakulturloven av 2005, som er et lovverk for regulering av miljøforholdene i næringen. (Norske regler for miljø og oppdrett: Laksefakta, 2016). Formålet med denne loven er å ”fremme akvakulturnæringens lønnsomhet og konkurransekraft innenfor rammene av en bærekraftig utvikling, og bidra til verdiskaping på kysten.” (Akvakulturloven § 1). Loven regulerer forhold slik som tillatelser for oppdrett, miljøovervåking, arealutnyttelse og andre miljøhensyn.

I tillegg til Akvakulturloven har laksetildelingsforskriften en viktig påvirkning på bransjen med regulering av maksimalt tillatt biomasse og spesifikasjon angående søknadsprosessen til konsesjoner. Dyrevelferdsloven har også innvirkning på bransjen med regulering av fiskevelferden til laksen og respekten for dyr i alle ledd i næringen.



Det er flere myndigheter som overvåker næringen, slik som Mattilsynet, Fiskeridirektoratet og Kystverket. Mattilsynet sin oppgave er å sikre at dyrevelferdsloven blir fulgt og at fisken har det godt. (Mattilsynet, 2012) De har også myndighet til å gjøre tiltak dersom dette er nødvendig. Videre har Fiskeridirektoratet ansvar for utdeling av konsesjoner, utarbeidelse av reguleringsforskrifter, overvåking av utviklingen av fisk, samt fordeling av kvoter og å hindre at kvoter blir oversteget. Til slutt har kystverket ansvar for å sikre effektiv og sikker sjøtransport, og forebygge og redusere skadeeffektene ved akutt forurensning. (Om kystverket: Kystverket, 2017)

Lovene og reguleringene nevnt ovenfor er kun de mest sentrale i oppdrettsnæringen. Det er i tillegg til disse flere lover og forskrifter næringen må følge. Reguleringene har derfor stor påvirkning på rammevilkårene i bransjen.

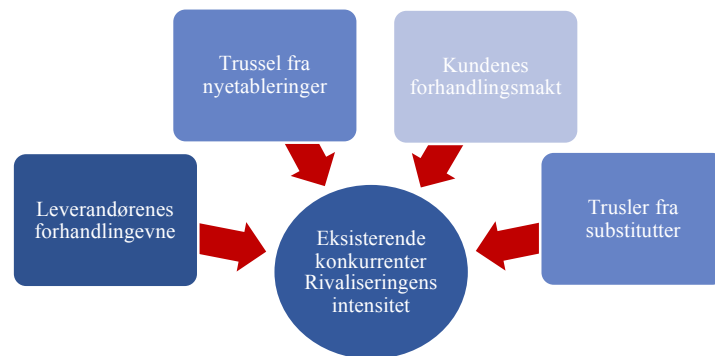
4.2.1.6 Oppsummering PESTEL- analyse

Ved hjelp av PESTEL- analysen har vi nå kartlagt de mest sentrale makrofaktorene i oppdrettsbransjen. Summen av disse skaper en ramme for bransjen og påvirker lønnsomheten i ulik grad. Gjennomgangen viser at det er forhold som går igjen i flere deler av analysen. Konsesjonssystemet er et system som skaper en sterk regulering av bransjen, og påvirker både de politiske-, teknologiske-, miljømessige- og juridiske forholdene. Vi mener det er dette som er av størst betydning for dagens lønnsomhet, samt bransjens fremtidige vekst. Et stadig større fokus på bærekraftig utvikling i bransjen har også gjort det helt nødvendig for selskapene å jobbe for bedre teknologiske løsninger, og bekjempelse av miljøutfordringer for å ha mulighet til vekst. De miljømessige og teknologiske faktorene er dermed svært viktige faktorer for bransjens lønnsomhet nå og i fremtiden. Til slutt vil vi nevne at den store etterspørselen etter laks i dagens marked, kombinert med en økt verdensbefolkning, trolig vil føre til økt etterspørsel i fremtiden.

Vi mener dermed, basert på ovennevnte faktorer, at bransjen besitter en superrentabilitet med høy lønnsomhet i dag, men som vil bli lavere i fremtiden. Årsaken til denne nedgangen er de nevnte utfordringene slik som miljøproblemene knyttet til lakselus og rømming, samt usikkerheten rundt de teknologiske nyvinningene og konsesjonssystemets begrensninger.

4.2.2 Porters fem krefter

Michael Porter har i boken ”Competitive Strategy” kategorisert fem faktorer knyttet til konkurransesituasjonen i en gitt bransje. Disse kategoriene er trusselen fra nyetableringer, trusselen fra substituerbare produkter, kundenes forhandlingsmakt, leverandørens forhandlingsmakt, og den interne rivaliseringen blant eksisterende bedrifter i bransjen. Rammeverket til Porter skal gi selskapet en bakgrunn for å forstå dynamikken i bransjen den opererer i, samt gi grunnlag for hvordan selskapet skal posisjonere seg i forhold til sine konkurrenter. (Roos & Von Krogh, 2010).



Figur 4-2 Rammeverk Porters fem krefter

4.2.2.1 Trussel fra nyetableringer

Trussel fra nyetableringer innebærer hvor enkelt det er for nye aktører å etablere seg i markedet. (Roos, von Krogh, Roos, & Boldt-Christmas, 2010) Ved etablering av nye aktører i oppdrettsbransjen vil det oppstå en mer intensiv konkurransesituasjon, som kan føre til prispress blant aktørene. I tillegg er lakseprisen sterkt påvirket av det totale tilbudet, som igjen påvirker lønnsomheten for de resterende aktørene. Hvorvidt det finnes en etableringstrussel i en bransje avhenger i stor grad av om det foreligger etableringshindringer i denne bransjen. (Roos, von Krogh, Roos, & Boldt-Christmas, 2010) Jo større etableringshindringene er, dess mindre er trusselen om nyetableringer. I det følgende skal vi gjennomgå de ulike etableringshindringene i oppdrettsbransjen.

Som nevnt tidligere er oppdrettsbransjen en tillatelsesbasert næring med sterk regulering fra myndighetene. Fiskeoppdrett kan ikke drives uten konsesjon og tillatt lokasjon, og det er Fiskeridirektoratet som fordeler disse tillatelsene. Antall nye konsesjoner som tildeles er svært begrenset, og på bakgrunn av areal- og miljøutfordringene bransjen står ovenfor stilles det strenge krav til hvem som får tildelt konsesjonene. Både de grønne konsesjonene,



utviklingskonsesjonene og trafikklyssystemet viser hvordan kriteriet for tildeling nå avhenger av aktørenes evne til å bekjempe miljøproblemene med lakselus og rømming, eller ønske og mulighet til å skape nye teknologiske og bærekraftige løsninger. Fiskeridepartementet ønsker en bærekraftig vekst i oppdrettsbransjen med fokus på aktører som jobber aktivt for dette. De strenge kriterier for tillatelse er noe som skaper et stort etableringshinder i oppdrettsbransjen og som gjør det vanskelig for nye aktører å entre markedet.

Oppdrettsbransjen er som tidligere nevnt en kapitalintensiv bransje med høye kostnader relatert til blant annet oppdrettsanlegg, konsesjoner, biologiske eiendeler og FoU. I tillegg har lakseoppdrett en lang produksjonstid på 2 til 3 år. Dette gjør at ny-oppstartede oppdrettsselskaper ikke generer inntekter før den første produksjonen er på markedet. De høye faste kostnadene gjør det også attraktivt med stordriftsfordeler. Store selskaper vil kunne utnytte stort produksjonsvolum til å skape bedre marginer. For nye selskaper med lavt produksjonsvolum vil det derfor være vanskelig å konkurrere med disse aktørene. Kombinasjonen av høye oppstartskostnader, forsinkede inntekter og liten evne til å oppnå stordriftsfordeler i startfasen er en sentral inngangsbarriere for nye aktører.

En inngangsbarriere og således et etableringshinder som også er sentral er de naturgitte forutsetningene oppdrett innebærer. Oppdrett slik vi kjenner det i dag foregår i åpne merder lokalisert i områder som er godt egnet for oppdrett. Dette fører til at man kun har mulighet til å etablere seg på enkelte geografiske områder. Utviklingen av ny teknologi slik som landbaserte- og offshoreanlegg kan endre dette ved å åpne opp nye arealer og således redusere den naturgitte inngangsbarrieren. Likevel krever det enormt med ressurser å drive forskning og utvikling av slike anlegg. Dette medfører at dagens marked ikke i så stor grad er truet av alternative anlegg ved nyetableringer, men dersom slike anlegg blir en kommersiell suksess vil dette kunne føre til en trussel i fremtiden.

Oppsummert mener vi på bakgrunn av konsesjonssystemets strenge krav, oppdrettsselskapenes høye startkostnader og de naturgitte forutsetningene ved oppdrett, at *trusselen fra nyetableringer er lav*. Likevel er det viktig å ha i bakhodet at bransjen er preget av forskning og utvikling av nye teknologiske løsninger som kan føre til at det i fremtiden vil bli en større trussel fra nyetableringer i form av for eksempel større arealutnyttelse.



4.2.2.2 Trussel fra substitutter

En substituttanalyse skaper et bilde av hvor enkelt det er for kunder å bytte ut produktet fra bedrifter på et marked med produktet fra andre typer bedrifter. (Wenstøp & Løwendahl, 2010). Substitutter kan redusere etterspørselen etter en spesiell type produkt dersom kundene bytter til andre alternativer, eller presse ned prisene til tilbyder (Johnson, Richard, & Kevan Scholes, 2012) Et slikt bytte kan være et resultat av for høye priser hos tilbyder, kvaliteten på substituttene eller kundens byttevilje. Videre vil høye byttekostnader og produkt differensiering redusere kundenes vilje til å velge substituttproduktene. (Wenstøp & Løwendahl, 2010)

Det er individuelt hva ulike forbrukere anser som substitutt til laks, men det mest nærliggende substituttet kan nok tenkes å være annen type fisk. Laks er som nevnt tidligere en svært næringsrik proteinkilde med viktige næringsstoffer og ulike typer vitaminer og mineraler. (Godfisk.no: Fakta om laks). Næringsstoffer som proteiner, Omega-3 fettsyrer, og andre vitaminer finner vi igjen i for eksempel Sild og Makrell. Begge disse artene kan dermed anses som potensielle substitutter for laksen. Videre er torsk en art med høyt proteininnhold og som også inneholder ulike vitaminer og mineraler. (Godfisk: Fakta om torsk). Torsken er en svært populær matvare på både det norske og globale markedet. Hvitfiskmarkedet, med torsk som klart største art, har de fire siste årene opplevd rekordeksport grunnet økt fangst og eksportvolum. (Norges sjømatråd: Eksport hvitfisk, 2018). Torskeoppdrett er et område som har vært i stor utvikling de seneste årene, og dersom oppdrettsselskapene klarer å redusere prisene på markedet kan torsk bli en større konkurrent for laksen. Vi anser dermed torsken som den mest sentrale trusselen fra substitutter.

Videre kan andre animalske proteinkilder potensielt være en substitutt for forbrukerne. Kjøttprodukter og fjærkre inneholder ikke samme næringsinnhold som laksen, men er gode kilder til protein. Ved høye nivåer på lakseprisen vil dette kunne føre til at forbrukerne velger slike substitutter, men dette vil også avhenge av kvaliteten på substituttene og forbrukernes preferanser. En studie gjennomført av forskere fra Universitetet i Stavanger viser at kylling er den mest populære proteinkilden i Europa. (Forskning.no: Studie Uis, 2013) På bakgrunn av dette mener vi kylling vil være den største trusselen fra substitutt fra andre animalske proteinkilder.



Som sagt er det helt individuelt hva forbrukerne anser som substitutt til laksen. Dersom forbrukeren er opptatt av de helsebringende fordelene til fisk, vil det mest nærliggende være å se på annen fisk som substitutter. Om forbrukeren kun er ute etter en proteinkilde derimot, vil kjøttprodukter og fjærkre være en sentral substitutt ved høye laksepriser. Videre har laks en god posisjon i markedet med velkjente helsefordeler, som trolig gjør bytteviljen hos konsumentene lavere. Vi anser dermed *trusselen fra substitutter som moderat*.

4.2.2.3 Forhandlingsmakt hos kundene

For å identifisere forhandlingsmakten hos kundene må vi analysere kundene som eksisterer på konkurransearenaen. (Wenstøp & Løwendahl, 2010). Kundene på et marked kan enten være distributører eller endelige forbrukere. Det avgjørende vil være å identifisere de aktørene som i størst grad kan påvirke fiskeoppdretternes muligheter til å skape gode marginer på lang sikt. Indikatorer på høy forhandlingsmakt hos kundene er få kunder i forhold til bedrifter, lave byttekostnader grunnet liten grad av produktdifferensiering, kundenes mulighet for integrering bakover og om kundene besitter god kunnskap om produktene på markedet. (Wenstøp & Løwendahl, 2010). Dersom kundene besitter stor forhandlingsmakt vil de kunne presse prisene nedover og kreve høyere kvalitet, som kan føre til redusert lønnsomhet og lavere marginer for tilbyderne.

I oppdrettsbransjen eksporteres det meste av fisken som produseres uforedlet som fersk eller fryst hel laks. Dette medfører at produktet fremstår som et homogent produkt uten noen særlig grad av differensiering. Det finnes enkelte eksempler på oppnådd differensiering ved for eksempel SALMA, samt en viss grad ved ASC sertifisering, men dette er ikke normen i markedet. Antatt resultat av liten differensiering grunnet homogent produkt, er at det er lave byttekostnader i bransjen. Det vil si at kunder enkelt kan bytte fra en leverandør til en annen. I tillegg sitter kundene med god kunnskap om produktene relatert til pris og kvalitet. En slik situasjon skaper, etter strategisk teori, isolert sett en høy forhandlingsmakt hos kundene. (Wenstøp & Løwendahl, 2010)

Kundene til oppdrettsselskapene er for det meste distributører i form av grossister, dagligvarekjeder og foredlingsindustrien som selger laksen videre til den endelige forbrukeren. Både i Norge og i utlandet ser vi en økende tendens til færre dagligvarekjeder med større markedsandel. (Konkurransetilsynets høringsuttalelse: Konkurransetilsynet.no,



2011) . Dette fører til en mer samlet kundemasse og færre aktører for oppdrettsselskapene å forholde seg til. På den ene siden betyr det enklere logistikk og planlegging, men på den andre siden fører det til større forhandlingsmakt hos kundene med mulighet for å presse prisene ned og kreve bedre kvalitet på varene. Isolert sett vil dette også føre til høy forhandlingsmakt hos kundene, men ettersom oppdrettsbransjen selger til et bredt antall andre kunder fra for eksempel foredlingsindustrien vil dette redusere den totale forhandlingsmakten relatert til kundemasse.

Til slutt er det et tilbudsunderskudd i forhold til etterspørsel i dagens marked, som skaper økte laksepriser. Dette er grunnet konsesjonssystemet, tregheten i planlegging på grunn av den lange produksjonstiden, samt uforutsette hendelser slik som sykdomsutbrudd og rømning. Et slikt tilbudsunderskudd skaper en makt hos oppdrettsselskapene, som er med på å redusere kundenes forhandlingsmakt.

Oppsummert mener vi at mangel på differensiering som fører til lave byttekostnader, god informasjonstilgang, og en konsentrert gruppe av kunder i dagligvarekjeden er alle faktorer som tilsier høy forhandlingsmakt. Videre er tilbudsunderskuddet og de øvrige antall kundene med på å redusere denne forhandlingsmakten, slik at vi mener det foreligger *moderat forhandlingsmakt* hos kundene i markedet.

4.2.2.4 Forhandlingsmakt hos leverandørene

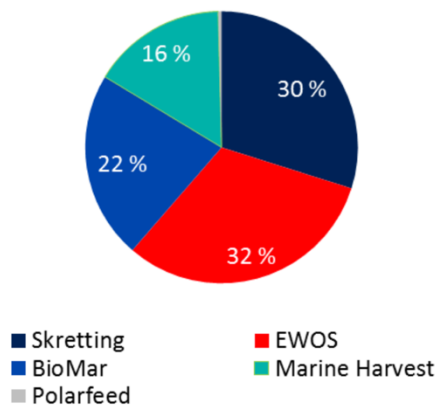
Leverandører som innehar stor forhandlingsmakt kan øke prisene slik at de indirekte tar en del av bedriftens marginer. (Wenstøp & Løwendahl, 2010). Leverandørene kan ved høy forhandlingsmakt redusere kvaliteten på produktene de leverer. Faktorer som indikerer høy forhandlingsmakt er få leverandører i forhold til konkurrenter, høy produktdifferensiering og høye byttekostnader, stor fare for leverandørintegrasjon fremover og at produktet til leverandøren er svært viktig for bedriften. (Wenstøp & Løwendahl, 2010).

Den største, og dermed viktigste enkeltkostnaden hos fiskeoppdretterne er fôr. Oppdretterne er helt avhengig av fôr som innsats i produksjonen. Viktigheten av innsatsfaktoren for selskapet gjør at leverandørene isolert sett har en høy forhandlingsmakt. Videre er oppdrettsbransjen preget av økt konsolidering. Siden 2008 har det eksistert tre globale fôrprodusenter som har kontrollert majoriteten av salget; Skretting, EWOS og BioMar.



(Marine Harvest Industry Handbook, 2017) I 2014 startet også Marine Harvest sin produksjon av fôr, og er nå regnet som den fjerde største leverandøren. Figur 4-3 viser markedsandelene selskapene har for fôrproduksjonen i Norge i 2015, som ser relativt lik ut i dagens marked. (Marine Harvest Industry Handbook, 2017). En slik konsentrasjon av leverandører fordelt på få aktører skaper ytterligere forhandlingsmakt hos leverandørene. (Wenstøp & Løwendahl, 2010).

Feed producers' market share in Norway 2015



Figur 4-3 Markedsandeler fôrproduksjons Norge 2015 (Investor Handbook: Marine Harvest, 2017)

Fiskefôrleverandørene på sin side er trolig også svært avhengig av oppdrettsselskapene som kunder. Fiskefôr er et relativt spesialisert produkt med få bruksområder. Dette gjør at det skapes en form for gjensidighetsforhold mellom leverandørene og oppdretterne. Videre kan man trolig si, på tross av ulike fôrsammensetninger, at fiskefôr er et relativt lite differensiert produkt. Viktigheten av fôret i lønnsomheten til oppdretterne kombinert med mangelen på differensiering, indikerer lave byttekostnader i markedet. Lav byttekostnad og differensiering vil etter teorien si lav grad av forhandlingsmakt hos leverandøren. Videre er verdikjeden til de største oppdrettsselskapene preget av integrering i flere ledd. Marine Harvest inkluderte som nevnt fôrproduksjon i sin verdikjede i 2014. En slik mulig utvikling for de andre selskapene vil være en trussel for fôrleverandørene, og begrenser således forhandlingssituasjonen.

En liten gruppe fôrleverandører med store markedsandeler, kombinert med fôrets viktighet for oppdrettsselskapene gjør at leverandørene i utgangspunktet har høy forhandlingsmakt. Men den gjensidige avhengigheten og trusselen om integreringen av egen fôrproduksjon hos oppdrettsselskapene gjør at vi anser *forhandlingsmakten hos leverandørene som moderat*.



4.2.2.5 Intern rivalisering

Intern rivalisering omhandler omfanget av konkurransen mellom eksisterende aktører i markedet. Stor og ustabil konkurranseintensitet gjør det vanskeligere for bedriften å posisjonere seg med gode marginer som kan opprettholdes over tid, og fører til en mindre attraktiv bransje. (Wenstøp & Løwendahl, 2010). Det foreligger en høy og lite stabil konkurranseintensitet dersom det er mange like store konkurrenter, lav markedsvekst, høye faste kostnader, lav produkt differensiering, lave byttekostnader og høye avviklingsbarrierer. (Wenstøp & Løwendahl, 2010).

Oppdrettsbransjen har de siste tiårene vært gjennom store omstruktureringer, og er i dag preget av få, men store selskaper. (Meld.st.16: Nærings- og fiskeridepartementet, 2014-2015) Det er omkring 80 aktører i norsk lakse- og ørretoppdrettsnæring, der de ti største aktørene kontrollerer til sammen omtrent to tredjedeler av tildelt biomasse. Videre har de fem største aktørene kontroll over ca. femti prosent av tillatelsene. (Meld.st.16: Nærings- og fiskeridepartementet, 2014-2015). Det finnes dermed relativt mange aktører i tilnærmet lik størrelse, men en konsentrasjon med få aktører med store markedsandeler som dominerer. En slik konsentrasjon taler for en lav intern rivalisering med stabil konkurranseintensitet etter strategisk teori.

Videre har vi sett en relativt svak vekst i bransjen de senere årene, der bransjen nå er i en såkalt moderat vekstfase. En slik fase skaper som oftest en høyere intern rivalisering da eksisterende aktører må kjempe om markedsandeler. (Wenstøp & Løwendahl, 2010) Hovedgrunnen til den svake veksten er konsesjonssystemet, som skaper begrensninger ved antall utdelte tillatelser. (Meld.st.16: Nærings- og fiskeridepartementet, 2014-2015). Begrensningen skaper en intern kamp blant eksisterende aktører om tillatelser, som øker den interne rivaliseringen. På den andre siden kan det tenkes at knappheten på konsesjoner skaper lave avviklingsbarrierer da eksisterende tillatelser er svært ettertraktet og selges til høye priser. Lave avviklingsbarrierer er dermed med på å redusere den interne rivaliseringen. Den høye etterspørselen, kombinert med det begrensede tilbudet vi har sett de senere årene, er også med på å redusere den interne rivaliseringen. Årsaken til dette er at konkurrerende aktører ikke behøver å ”stjele” kunder for å opprettholde salget.



Laks er som tidligere nevnt et homogent produkt med liten grad av differensiering. Lav grad av produktdifferensiering fører som oftest til lave byttekostnader. Dette medfører at aktørene i oppdrettsbransjen trolig må konkurrere for å beholde eksisterende kunder, og hindrer at de bytter til konkurrerende selskaper. En slik situasjon taler for en høy grad av intern rivalisering. Til slutt vil også de høye faste kostnadene i oppdrettsbransjen føre til et ønske om å oppnå stordriftsfordeler, da store virksomheter har mulighet til å fordele de faste kostnadene over et større volum. En slik situasjon vil normalt bidra til større rivalisering.

Oppsummert vil den lave produktdifferensieringen kombinert med lave byttekostnader, begrensningen i vekst, og de høye faste kostnadene kunne føre til stor grad av intern rivalisering. En slik rivalisering begrenses videre av konsentrasjonen av få og store aktører, lave avviklingsbarrierer og den store etterspørselen i markedet i dag. Vi mener dermed at den *interne rivaliseringen kan settes til moderat.*

4.2.2.6 Oppsummering av Porters fem krefter

Etter en gjennomgang av de ulike komponentene i Porters bransjemodell kan vi konkludere med at det foreligger trusler i oppdrettsbransjen i dag som på ulik måte er med på å øke konkurransesituasjonen. De mest sentrale momentene mener vi er kundenes forhandlingsmakt og den interne rivaliseringen. Her påvirker spesielt den lave differensieringen hos laks og begrensninger i vekst grunnet konsesjonssystemet nivået på trusselen. Videre har vi også moderate trusler fra både substitutter og leverandørene. Trusler fra nyetableringer anses som den laveste trusselen på bakgrunn av de sterke politiske etableringshindrene, men her er det viktig å ta i betraktning at ny teknologi med eventuelt nye produksjonsområder kan gjøre dette til en større trussel i fremtiden.

Porters fem krefter	Lav	Moderat	Høy
Trussel fra nyetableringer	X		
Trusler fra substitutter		X	
Kundenes forhandlingsmakt		X	
Leverandørenes forhandlingsmakt		X	
Intern rivalisering		X	

Tabell 4-1 Oppsummering Porters fem krefter

På grunnlag av gjennomført analyse mener vi konkurransenivået samlet sett er moderat, som vil si at det eksisterer en god mulighet for å skape og opprettholde konkurransefortrinn i



bransjen. Selskaper kan dermed oppnå lønnsomhet over bransjegjennomsnittet i oppdrettsbransjen i dag. Grunnet mulig ny teknologi som kan intensivere truslene fra nyetableringer, samt miljøutfordringene er det forventet av denne vil reduseres fremover.

4.3 Intern ressursorientert analyse

I den interne ressursorienterte analysen skal vi kartlegge om NRS har en rentabilitet som er høyere enn bransjen. Kapittel 2.3.5 er faktagrunnlaget for denne analysen. Vi har valgt å benytte VRIO-modellen for å identifisere selskapets superrentabilitet og konkurranseevne.

4.3.1 VRIO-analyse

Rammeverket VRIO er utarbeidet av Jay B. Barney og er et verktøy for å analysere de interne ressursene til et selskap. Barney mente at ressursene måtte være verdifulle (valuable), sjeldne (rare), ikke imiterbare (costly to imitate) og organiserte (organized) for å skape langvarige konkurransefortrinn. Om en ressurs er verdifull er preget av om den gjør det mulig for selskapet å utnytte muligheter eller forsvare seg mot trusler. Ressursens mulighet til å øke opplevd kunde verdi og dens effekt på selskapets kostnader er med på å avgjøre hvor verdifull ressursen er. Hvor sjelden ressursene til selskapet er avhenger av hvor lett det er å anskaffe ressursen og hvor mange av konkurrentene som besitter den samme ressursen. For at en ressurs ikke skal være mulig å imitere må det være vanskelig eller umulig å kopiere, kjøpe eller erstatte den. Til slutt må selskapet ha organisert ressursene på en måte som gjør at de utnytter verdien av å besitte ressursen, og dermed klarer å oppnå vedvarende konkurransefortrinn. (Barney J. , 2013) I følge rammeverket må alle fire kravene være oppfylt for å skape langvarige konkurransefortrinn.

I VRIO-analysen vår skal vi i det følgende analysere de ressursene som er viktigst for NRS og oppdrettsbransjen.

4.3.1.1 Størrelse og integrering i verdikjeden

Som tidligere nevnt er det svært verdifullt for aktører innen oppdrettsnæringen å kontrollere alle steg i verdikjeden. De store selskapene har ofte bedre integrasjon og drar dermed større nytte av stordriftsfordelene ved å kutte ned på antall leverandører som kreves for å få selskapet til å gå rundt. Det vil også skape bedre relasjoner innad i selskapet og føre til kunnskapsdeling mellom de forskjellige forretningsområdene. En integrert bedrift vil også



være bedre rustet mot trusler i omgivelsene og andre substitutter i markedet. Det å være integrert i hele verdikjeden er dermed en svært verdifull ressurs i oppdrettsnæringen, og er samtidig med på å skape konkurransefortrinn innad i bransjen.

NRS er et av de mindre selskapene i oppdrettsbransjen og dette gjenspeiles i at de har lavere integreringsgrad i verdikjeden i forhold til flere av konkurrentene. Dette kan tyde på at selskapet har en marginulempe. Mindre selskaper har ofte større faste kostnader enn store selskaper, som igjen gir lavere lønnsomhet. NRS kontrollerer likevel de fleste leddene i verdikjeden både gjennom selveide selskaper og aksjonærforhold. Femårs målet er å vokse fra et mellomstort til et stort lakseselskaper og bli Norges mest lønnsomme lakseselskaper. (Om NRS, 2017). For at selskapet skal kunne nå disse målene må de fokusere på økt integrasjon i alle ledd og å kutte ned på faste kostnader.

Alle selskapene som driver innenfor oppdrettsnæringen er til en viss grad integrert i ulike deler av verdikjeden gjennom både selveide og tilknyttede selskaper. Det viser at dette er en ressurs som ikke er veldig sjelden, og at alle har mulighet til å besitte den.

Konkurransefortrinn er dermed avhengig av omfanget av integrasjon og hvor godt organisert selskapet er. Flere av konkurrentene til NRS er store selskaper som i større grad enn NRS er integrert i verdikjeden, noe som gir dem et konkurransefortrinn.

Å oppnå en konkurransefordel ved å være integrert avhenger også av hvor vanskelig det er å imitere ressursen. Det kan være relativt vanskelig å oppnå kontroll i alle ledd i verdikjeden, men ikke umulig. Økt integrasjonsgrad i selskapet kan gjøres gjennom oppkjøp eller egenutvikling av selskaper. Dette kan være kostnadsfullt og komplisert å få til, spesielt for mindre selskaper i bransjen. NRS er regnet som et mellomstort selskaper, noe som gjør det vanskeligere for NRS å oppnå like stor integrasjon som de større selskapene. Størrelsen til NRS gjør det dermed nærliggende å tro at de besitter en marginulempe, og følgende gir graden av integrering i verdikjeden NRS en konkurranseulempe i forhold til bransjen.

4.3.1.2 Selskapsstruktur

Som vi nevnte i kapittel 2 har NRS en særegen salgsvirksomhet som står for hovedinntekten til selskapet. Avdelingen driver kjøp og salg av ferdigprodusert laks, slik at de har en lavere andel av egenprodusert fisk i forhold til sine konkurrenter. Miljø- og arealproblemer som



oppdrettsbransjen i dag står ovenfor vil følgelig ikke påvirke NRS i like stor grad som bransjen. Omsetning av laks i salgsavdelingen har historisk sett hatt en tendens til å ikke bli særlig påvirket av nedgangstider i økonomien. (Årsrapport NRS, 2016) Det kan tyde på at selskapet vil bli mindre preget enn konkurrentene dersom oppdrettsbransjen går mot dårligere tider i fremtiden. På bakgrunn av dette mener vi denne ressursen er svært verdifull for NRS.

Samtidig har NRS siden oppstarten i 1992 opparbeidet seg et stort nettverk av kunder og leverandører, som er svært viktig for deres fremtidige vekst og lønnsomhet. Nettverket som NRS har utviklet krever både tid og erfaring slik at det vil være vanskelig for andre selskaper å imitere ressursen. De komparative selskapene har hovedfokus på oppdrettsvirksomhet, men besitter også salgsavdelinger. Likevel står deres salgsavdeling for en så liten del av inntektene at den ikke gir dem en strategisk fordel relativt til andre selskaper. Det betyr at salgsvirksomheten til NRS og nettverket de besitter kan anses som sjelden, og vanskelig å imitere.

Ettersom NRS kjøper mye ferdigprodusert fisk vil de også ha mindre eiendeler i forhold til inntekt, sammenlignet med bransjen. Dette kan være med på å gi dem en omløpsfordel som kan være varig i fremtiden. Likevel er det rimelig å anta at andre selskaper i bransjen gradvis vil utvikle sine salgsavdelinger og følgelig minimere denne omløpsfordelen. Derfor mener vi selskapsstrukturen til NRS gir dem et midlertidig konkurransefortrinn i dag.

4.3.1.2 Lokalisering

NRS har som femårsmål å være Norges mest lønnsomme selskap, og for å oppnå god lønnsomhet i oppdrettsbransjen spiller lokalisering en viktig rolle. Lokalisering i områder som har lave sjøtemperaturer og som er godt rustet mot biologiske problemer er kostnadseffektivt for oppdrettsselskapene. Ved innføring av det nye trafikklyssystemet i 2017 besluttet regjeringen å tilrettelegge for kapasitetsjusteringer med fokus på forutsigbar vekst og bærekraftige løsninger. Områdene som settes til grønt får tilbud om økt produksjonskapasitet, slik at det vil være avgjørende for aktørene å være lokalisert i disse områdene.

(Regjeringen.no, 2017)

Produksjonskostnadene vil også påvirkes av hvilket land selskapene er lokalisert i. I Norge er det strengere lovpålagte krav samt høyere produksjonskostnader enn i lavkostland.



Lokalisering vil derfor være en svært verdifull ressurs for både vekst, lønnsomhet og konkurransefortrinn.

Noen områder langs norskekysten er mer attraktive enn andre når det kommer til oppdrett av fisk. Dette gjør at lokalisering av selskapets oppdrettsvirksomhet vil ha betydning for konkurranseevnen. I Norge er det kystlinjen i Nord-Norge som er kjent for å ha det beste klimaet for oppdrettsnæring og NRS driver nesten 85% av sin oppdrettsvirksomhet her. (Årsrapport NRS, 2016) Områdene har god sjøtemperatur, lite algegroing og begrenset omfang av luseproblematikk, og er dermed mer kostnadseffektive. Disse områdene har også fått grønn farge og vil dermed få tilbud om økt kapasitetsutnyttelse. Likevel kan det være risikofylt med så lav diversifisering i lokaliseringen. Dersom et område plutselig rammes av sykdom eller rømningsutbrudd kan selskapet stå ovenfor store kostnader og tap av inntekt. I 2016 ekspanderte NRS sin oppdrettsvirksomhet ved å kjøpe 50% av Arctic Fish på Island, som skaper bedre spredning i lokaliseringss porteføljen deres. Det gjør også at de markerer seg internasjonalt slik at de reduserer konkurransefortrinnene til flere av selskapene med flere internasjonale datterselskaper. Valget av lokalisering er verdifullt for NRS da det påvirker produksjonskostnader, mulighet for vekst og det gjør dem bedre rustet mot konkurrentene.

Lokalisering er ingen sjelden ressurs da flere av aktørene er lokalisert i samme områder. Likevel sliter oppdrettsnæring i dag med areal- og miljøutfordringer og det gjør det derfor vanskelig for nye aktører å lokalisere seg på de ettertraktede områdene. Lokalisering i Norge er også bestemt av fiskeridirektoratet, noe som også gjør det vanskelig å kopiere eller etterligne ressursen. Lokalisering er dermed en verdifull ressurs som ikke anses å være sjelden, og som er imiterbar. Det gir dermed kun NRS konkurranseparitet.

4.3.1.3 Innovasjon

Myndighetene stiller strenge krav til bærekraftig utvikling og fiskevelferd. Dette gjør det svært viktig for selskapene å være innovative for å opprettholde sin posisjon i markedet. Mange selskaper har fokus på at fisken skal være miljøsertifisert av ASC standarden. Formålet er å sette strengere krav til oppdrett og kvalitet på fisken. Dette er med å gjøre innovasjonsevne til en svært verdifull ressurs, da innovasjon kan sikre markedsandeler i fremtiden og redusere trusler fra omgivelsene.



NRS kan dele opp sin innovasjonsevne i biologisk og teknologisk innovasjon. Ressursen er med på å redusere problemer med miljø og areal, og har stort påvirkning på selskapets kostnader og inntekter, samt fremtidig konkurransevne.

Biologisk innovasjon

Biologisk innovasjon er hovedsakelig med på å løse miljøproblemer knyttet til rømming og lakselus. For NRS har satsingsområdet vært rettet mot utviklingen av steril (triploid) laks. Formålet med dette er at rømt laks ikke skal ha mulighet til å formere seg, noe som vil beskytte den ville laksebestanden. Ved utdelingsrunden av grønne konsesjoner i 2014 var NRS eneste aktør som fikk utdelt konsesjoner for oppdrett av steril laks. Disse konsesjonene var med på å øke produksjonskapasiteten med 40%, noe som viser hvor verdifull steril laks er. Det har vært stilt spørsmål om sterilisering av laks tilfredsstillende kravene til kvalitet og dyrevelferd, men Mattilsynet har innvilget NRS dispensasjon fra akvakulturforskriften for å kunne drive videre. NRS er svært opptatt av å opprettholde sitt symbol på kvalitet. Nyere forskning viser at kvaliteten på laks forringes når laksen blir kjønnsmoden, noe som gjør at steril laks vil opprettholde høy kvalitet. (Nofima, 2017) Dette viser at triploid laks er en svært verdifull ressurs for NRS da den gir gode muligheter for fremtidig vekst og gjør dem konkurransedyktige i markedet.

Det er flere aktører som utvikler andre metoder for å sterilisere laks, eller prøver å løse miljøproblemene på andre måter, men ingen andre som har fått tildelt konsesjoner for å sette ut triploid laks. Derfor anses det for å være en sjelden ressurs. Biologisk innovasjon i oppdrettsbransjen er vanskelig å kopiere. Produksjonstiden for oppdrettslaks er 2-3 år, slik at et forskningsprosjekt først vil vise resultater om flere år. Det gir NRS et stort fortrinn ved at de vil ha kunnskap og erfaringer før sine konkurrenter og kan videreutvikle triploid laks før andre aktører. Samtidig er det mange andre måter å løse miljøproblemene på og det finnes flere substitutter som kan redusere problemene med rømming og lus betraktelig. Flere selskaper driver forskning og utvikling for å bidra til å bekjempe miljøproblemene, men dette vil ta tid og det vil ikke nødvendigvis subsidiere steril laks. Det betyr at steril laks er en ressurs som er vanskelig å imitere, samt at det eksisterer en mulighet for substitutter. Det gir NRS kun et midlertidig konkurransefortrinn.

Teknologisk innovasjon



Teknologisk innovasjon er med på å løse både miljø- og arealproblemer i oppdrettsnæringen. Flere aktører har søkt om utviklingskonsesjoner for å utvikle lukkede, undersjøiske, landbaserte eller andre typer anlegg som skal være med på å redusere de store utgiftene selskapene har. (Status på utviklingskonsesjoner: Kyst.no, 2016) Fremtiden til oppdrettsnæringen er avhengig av utvikling av ny teknologi, og det er derfor svært viktig for selskapene å få utdelt disse konsesjonene.

NRS og Aker ASA har sammen utviklet et offshore oppdrettsanlegg som vil kunne bidra til bærekraftig vekst gjennom å utnytte arealer som dagens havbruksteknologi ikke har kunnet utnytte. Dersom de får tildelt utviklingstillatelsene vil prosjektet gjennom betydelige investeringer i fremtiden kunne bidra til en ny og banebrytende standard for fiskenæringen. Teknologien vil også kunne selges og utnyttes globalt, noe som gjør ressursen enda mer verdifull for NRS. (NRS og Aker: Kyst.no, 2016) Dersom dette prosjektet blir realisert vil det skape en verdifull ressurs som kan forsvare NRS mot trusler i omgivelsene og det kan også gi dem et forsprang i bærekraftig utvikling av oppdrettsnæringen.

Teknologisk innovasjon er en ressurs som alle oppdrettsselskaper besitter i ulik grad. SalMar er eneste selskap som har fått godkjent utvikling av en offshore havmerd, og ligger dermed litt foran sine konkurrenter. Marine Harvest, Lerøy og Grieg Seafood holder alle på med lignende teknologiske løsninger for å løse areal- og miljøproblemene i bransjen. Ressursen er dermed ikke å anse som sjelden. Likevel er det svært kostbart og avansert å utvikle de ulike teknologiene slik at det vil være nærmest umulig å imitere anleggene som blir utviklet. For NRS vil den teknologiske innovasjonen av en offshore havmerd kun gi dem konkurranseparitet, men det er likevel en ressurs som kan gi dem konkurransefortrinn i fremtiden.

4.3.1.4 Oppsummering VRIO

	Verdifull	Sjelden	Ikke-imiterbar	Organisert	Implikasjoner
Størrelse	Ja	Nei	-	-	Konkurranseulempe
Integrasjon i verdikjeden	Ja	Nei	-	-	Konkurranseulempe
Selskapsstruktur	Ja	Ja	Nei	-	Midlertidig konkurransefortrinn
Lokalisering	Ja	Nei	-	-	Konkurranseparitet
Triploid laks	Ja	Ja	Nei	-	Midlertidig konkurransefortrinn



Offshore oppdrettsanlegg	Ja	Ja	Nei	-	Konkurranseparitet
--------------------------	----	----	-----	---	--------------------

Tabell 4-2 Oppsummering VRIO

Basert på VRIO analysen kommer det frem at NRS har en marginal superrentabilitet og ressursene deres gir dem en viss konkurransefordel på grensen til konkurranseparitet i forhold til de komparative selskapene. Dette kommer av at NRS er et mellomstort selskap slik at flere av de større selskapene besitter samme og flere av ressursene til NRS. De holder følge med resten av konkurrentene ved å være med på utviklingen av offshoreanlegg, og har økt fokuset på innovasjon. Dette vil være viktig for å opprettholde konkurranseevnen i fremtiden.

Ressursene som gir konkurransefordeler i tillegg til de øvrige ressursene er verdifulle ressurser for NRS som er essensielle for å opprettholde konkurranseevnen i markedet. (Strategic Management Insight, 2013) Det er viktig at NRS ikke forsømmer ressursene de har, men hele tiden prøver å utvikle og forbedre dem.

4.4 Oppsummering

4.4.1 Strategisk fordel

Oppsummeringen av den strategiske fordelten til NRS har vi valgt å presentere i en tabell som inkluderer både bransjefordelen og ressursfordelen.

	Rapporteringsperioden	Fremtidsprognose
Bransjefordel	Høy bransjefordel <ul style="list-style-type: none"> • Konesjonssystemet • Høy etterspørsel i markedet • Lav trussel fra nyetableringer • Moderate trusler fra substitutter • Moderat forhandlingsmakt hos kunder og leverandører • Moderat intern rivalisering 	Lavere bransjefordel <ul style="list-style-type: none"> • Strenge lovreguleringer begrenser vekstmuligheter • Miljø og teknologi kan skape fremtidig vekst • Økt etterspørsel hos forbrukere • Miljøutfordringer med lakselus og rømning begrenser vekst
+ Total ressursfordel	Marginal <ul style="list-style-type: none"> • Manglende stordriftsfordeler • Lav integrasjonsgrad grunnet manglende fôrproduksjon • Særegen salgsavdeling • God lokalisering • Fordel med triploid laks 	Ingen <ul style="list-style-type: none"> • Begrensede muligheter for vekst • Lav integrasjonsgrad • Lavere omløpsfordel • Arealproblemer, vanskeligheter for bedre lokalisering • Triploid laks kan gi fordeler i fremtiden



	<ul style="list-style-type: none"> • Utvikling av offshore anlegg er ingen fordel fordi prosjektet enda ikke er realisert 	<ul style="list-style-type: none"> • Mulighet for gjennomføring av offshore anlegg
= Strategisk fordel	Moderat	Mindre

Tabell 4-3 Oppsummering strategisk fordel

Den strategiske fordel til NRS over analyseperioden er moderat, og som vi ser består denne fordel hovedsakelig av fordelene i oppdrettsbransjen. Ressursene gir en marginal strategisk fordel utover det bransjen gir til NRS. Denne tabellen gjenspeiler resultatet av lønnsomhetsanalysen vi gjennomfører i kapittel 8.

4.4.2 SWOT-modell

I den siste delen av den strategiske analysen skal vi foreta en oversiktlig oppsummering av de interne og eksterne forholdene til NRS. Dette skal vi gjøre gjennom en SWOT-analyse. I VRIO-analysen tok vi stilling til selskapets ressurser og dets konkurransevne. Gjennom PESTEL og Porters fem krefter har vi kartlagt rentabiliteten til bransjen, og vi skal i SWOT analysen trekke frem NRS sine trusler og muligheter i bransjen. Modellen gir også muligheten til å foreta en realistisk vurdering av selskapets sterke og svake sider. (Roos, von Krogh, Roos, & Boldt-Christmas, 2010) I kapittel 6 skal vi foreta en analyse av risiko som vil sammenfalle med resultatene av SWOT-modellen.

Norway Royal Salmon	
<p>Styrker</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Triploid laks ▪ Offshoreanlegg ▪ Lokalisering i attraktive oppdrettsområder, særlig i Nord-Norge, som skaper gode vekstvilkår ▪ Kontroll av smoltproduksjon til ferdigprodusert laks 	<p>Muligheter</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Bedre integrasjon i verdikjeden, spesielt med tanke på förvirksomhet ▪ Internasjonal ekspansjon ▪ Høy etterspørsel ▪ Mulighet for kapasitetsøkning og vekst med konsesjonssystemet ▪ Teknologiske nyvinninger som kan løse miljø- eller arealproblematikk
<p>Svakheter</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Miljø- og arealproblemer ▪ Høye produksjonskostnader ▪ Lav integrasjon i verdikjeden knyttet til förproduksjon 	<p>Trusler</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Landbaserte, undersjøiske eller andre anlegg ▪ Begrenset vekst pga. begrensninger i konsesjonssystemet og miljøproblemer ▪ Rente- og valutasingninger



▪ Manglende stordriftsfordeler	▪ Politiske barrierer
▪ Kun en lokalisasjon i utland	

Tabell 4-4 Oppsummering SWOT

4.2.3. Strategisk vekst

Et sentralt tema i verdivurderingen vil være hvordan bransjen og NRS vil utvikle seg i fremtiden med tanke på vekstmuligheter og lønnsomhet.

Ut i fra bransjeanalysen mener vi at det foreligger en høy strategisk bransjefordel i oppdrettsbransjen i dag. Som diskutert tidligere fører de strenge reguleringene til myndighetene til begrenset vekstmuligheter i bransjen fremover, samtidig som det vil føre til et kontrollert tilbud som holder prisene oppe. Vi mener disse reguleringene fortsatt vil eksistere i fremtiden slik at veksten er begrenset, men at lønnsomhet til en viss grad vil opprettholdes. Videre forventes det en enda høyere etterspørsel i markedet i fremtiden grunnet en stadig voksende verdensbefolkning samt en befolkningstrend der forbrukerne er opptatt av sunnhet. Dette mener vi vil opprettholde lønnsomheten og veksten fremover.

Som vi konkluderte med i den interne ressursanalysen gir summen av ressursene til NRS en marginal ressursfordel. Selskapet har også begrenset mulighet for vekst i fremtiden da oppdrettsbransjen står ovenfor en rekke lovbestemte barrierer. Dette betyr at det vil være vanskelig for selskapet å bli større og oppnå bedre integrasjon, men at det finnes en mulighet. Dette vil igjen medføre at den marginalulempen de har i dag vil bli med dem i fremtiden, men det er ventet at denne vil bli påvirket av konkurransekraftene og reduseres. Bransjen står også ovenfor en del arealproblemer slik at det kan bli vanskelig å anskaffe bedre lokalisering enn det selskapet allerede besitter. Salgsavdeling kan være med å gi NRS omløpsfordeler også i fremtiden, men vi mener denne ikke vil være like stor som i dag grunnet fokuset på innovasjon, samt integrering og videreutvikling av selskapsstruktur hos konkurrentene. Det vil medføre at marginalulempen og omløpsfordelen vil motvirke hverandre slik at ressursfordelen går mot null. Når det gjelder utvikling av triploid laks og offshore anlegg kan dette gi NRS fordeler i fremtiden, men dette avhenger av om andre selskaper lykkes med sin teknologiutvikling og hvilke fordeler de drar av disse.

I fremtiden mener vi at bransjen vil vokse moderat og at dette igjen vil skape vanskeligheter for ekspansjon av selskapet. Den ressursfordelen NRS besitter i dag er forventet å reduseres



mot null, som vil medvirke til at lønnsomheten til selskapet reduseres. Likevel vil det fortsatt foreligge en bransjefordel, men denne er ventet å bli lavere enn dagens nivå.



5 Regnskapsanalyse

Regnskapsanalyse er en kvantitativ analyse med formål om å avdekke underliggende økonomiske forhold i et selskap (Penman, 2010). Dette utføres gjennom en analyse av rapporterte regnskapstall der målet er å bruke enkle matematiske teknikker for å få innsikt i selskapet sin historie, nåværende posisjon, samt deres framtidsutsikter. En slik analyse er helt nødvendig i en verdivurdering for å forstå og avdekke hvilken informasjon fra regnskapet som skal brukes videre (Penman, 2010). I vår tidligere strategiske analyse utførte vi en kvalitativ undersøkelse av strategisk risiko og fordel. Vi skal i denne delen sette tall på selskapets risiko og rentabilitet.

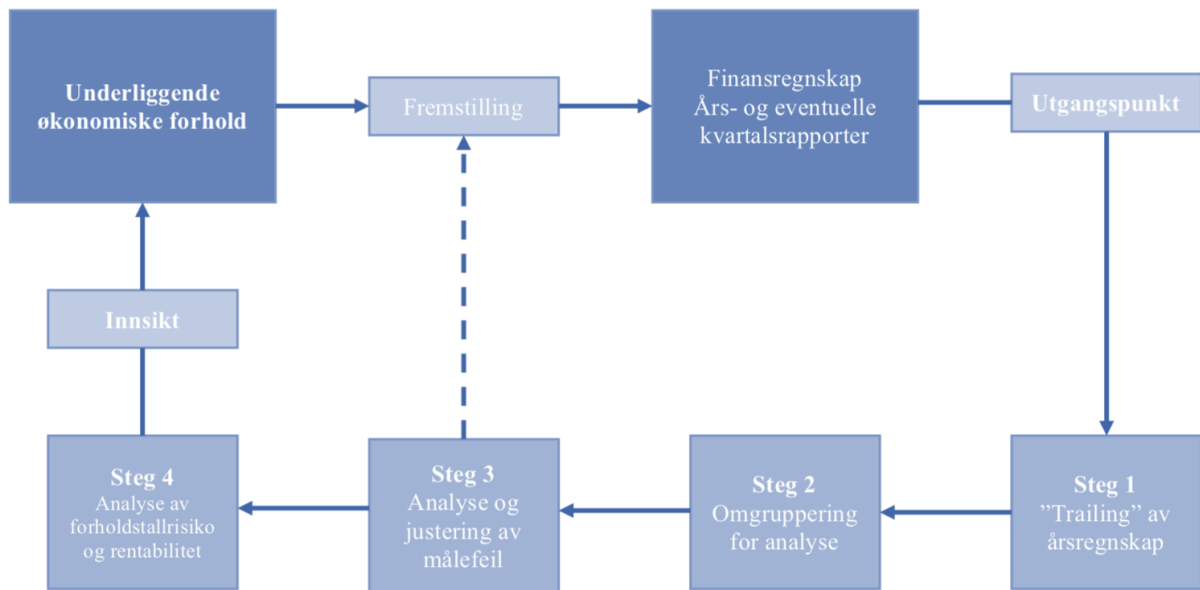
I regnskapsanalysen til NRS bruker vi finansregnskapet, som er selskapets offentlige regnskap. Finansregnskapet viser selskapets økonomiske utvikling og finansielle stilling, og gir dermed brukerne informasjon om selskapets prestasjoner, strategiske posisjon og risiko. (Penman, 2010) Det foreligger ulike fokus for regnskapsanalyse grunnet finansregnskapets mange ulike brukere. Vi vil i vår verdivurdering ha fokus på kapitalinnskyterne, inkludert finans- og kredittanalytikerne som analyserer på vegne av kapitalinnskyterne. Kapitalinnskyterne i et selskap deles inn i långivere og eiere, som i en regnskapsanalyse blir definert som henholdsvis kreditororientert og investororientert analyse. I en kreditororientert analyse fokuserer långiverne på hvorvidt eiendelene er store nok for å dekke utestående gjeld, samt om lånerenten reflekterer risikoen for konkurs. (Knivsflå, F2, 2018) For en investor vil derimot fokuset være på nettoverdien av selskapet, samt om det foreligger superrentabilitet og nivået på denne.

5.1 Presentasjon av rammeverket

I vår regnskapsanalyse tar vi utgangspunkt i det fundamentale rammeverket for verdsettelse. Regnskapsanalysen i rammeverket består av fire ulike steg og har som mål å klargjøre regnskapet til gjennomføring av en forholdstallanalyse (Penman, 2010).

Rammeverket starter med ”trailing av årsregnskapet”, som er en metode som gjennomføres for å inkludere de ferskeste regnskapstallene i analysen. Videre fortsetter analysen med en omgruppering av finansregnskapet for investor- og kreditoranalyse. Det tredje punktet består av å analysere og eventuelt justere målefeil i de omgrupperte regnskapstallene, og det fjerde

og siste punktet består av å kartlegge de underliggende forholdene med en forholdstallsanalyse. I denne siste delen vil både risiko og superrentabilitet bli kartlagt.



Figur 5-1 Presentasjon av rammeverket til regnskapsanalyse

For å kunne gjennomføre en regnskapsanalyse må vi gjøre noen forberedelser gjennom avklaring av noen praktiske valg. De praktiske valgene vi har gjort for NRS blir presentert under og består av valg av analysenivå, analyseperiode og komparative selskap. Videre vil det ikke være nødvendig i vår verdivurdering å gjennomføre "trailing" av årsregnskapet for 2017 da vi har tilgang til alle kvartalsrapportene for vår analyse.

5.1.1 Praktiske valg

Valg av analysenivå

I valget av analysenivå må vi først vurdere om vi skal analysere selskapet som en helhet eller analysere hvert forretningsområde separat. Et selskap som består av fler forretningsområder som er svært ulike fra hverandre burde i utgangspunktet analyseres hver for seg, men dette kan ofte være vanskelig i praksis. Årsaken til dette er at regnskapsinformasjonen tilgjengelig ofte har begrenset informasjon om de ulike forretningsområdene, noe som gjør en separat analyse mangelfull. (Knivsflå, F2, 2018) I vår oppgave består NRS av to forskjellige forretningsområder; lakseoppdrett og salg. Disse forretningsområdene er ulike, men likevel så nært beslektet at vi mener det vil være mest hensiktsmessig å analysere selskapet som en helhet.



På bakgrunn av at vi velger å analysere selskapet som en helhet, må vi videre ta et valg om vi skal bruke selskapsregnskapet eller konsernregnskapet. I en regnskapsanalyse bør man normalt velge å bruke konsernregnskapet da dette viser hele omfanget til selskapet bedre, inkludert den underliggende lønnsomheten. (Knivsflå, F2, 2018) I selskapsregnskapet til mor blir investeringer i datterselskapene ført som en netto post i resultatregnskapet og balansen, mens i et konsernregnskap blir regnskapet ført som om mor og datter er i samme selskap. Vi har dermed videre valgt å bruke konsernregnskapet til NRS i vår regnskapsanalyse.

Valg av analyseperiode

Neste praktiske valg som må gjennomføres er hvor langt bakover i tid vi skal analysere NRS. Valget av analyseperiode avhenger av om selskapet er stabil over tid eller preget av endringer, samt hvor følsom bransjen er for konjunktursvingninger. (Knivsflå, F2, 2018) Selskaper som er preget av stabilitet over en lenger tidsperiode burde i utgangspunktet velge en lang tidsperiode, mens selskaper med endringer bør velge en relativt kort tidshorisont. Dersom selskapet befinner seg i en bransje preget av sykliske svingninger bør likevel perioden være så lang at selskapet får med seg både en oppgangs- og en nedgangskonjunktur, eller korrigere for dette ved tolkning av tallene. (Knivsflå, F2, 2018)

Norway Royal Salmon ble grunnlagt som et salgs- og markedsføringsselskap for oppdrettslaks i 1992, men utviklet seg raskt til å bli et integrert sjømatsselskap. (Årsrapport NRS, 2016) Etter opprettelsen har selskapet vært preget av store oppkjøp, fusjoner og emisjoner, men etter børsnoteringen i 2011 har NRS vært et relativt stabilt selskap. Dette taler på sin side for en tidshorisont fra børsnoteringen.

Videre må vi som nevnt over også ta hensyn til bransjens konjunktursvingninger ved valg av analyseperiode. Oppdrettsbransjen er en bransje preget av sykliske svingninger grunnet lakseprisens volatilitet. Det vil dermed være viktig å inkludere både en oppgangs- og nedgangskonjunktur i analyseperioden. Som vi ser av figur 3 i kapittel 2.1.5.1, som viser utviklingen av lakseprisen, får vi både oppgangstider og nedgangstider inkludert om vi velger en analyseperiode fra 2012 til 2017.

Valg av komparative selskaper



Det siste praktiske valget vi må ta er hvilke komparative selskap som skal brukes i sammenligningsgrunnlaget i analysen vår. For å kunne vurdere hvor lønnsomt selskapet er må vi ha en målestokk å sammenligne med (Damodaran, 2012). Vi må da først ta et valg om selskapet selv skal inkluderes i sammenligningsgrunnlaget eller ikke. I en strategisk analyse er det vanligvis best å sammenligne med bransjegjennomsnittet. For å beregne et best mulig bransjegjennomsnitt velger vi å inkludere NRS. Videre vil det mest optimale være å inkludere så mange selskaper som mulig i bransjen, men dette begrenses av en kost/ nytte vurdering ved registrering. (Knivsfå, F2, 2018)

Ved valg av komparative selskap til NRS vil selskaper som driver med oppdrett i Norge og eksporterer til samme marked som NRS være de mest optimale å sammenligne med. NRS eksporterer det meste av oppdrettslaksen de produserer til Europa. Dette er også det største markedet til store norske oppdrettsselskaper slik som Marine Harvest, Lerøy Seafood, SalMar og Grieg Seafood. Vi har dermed valgt å sammenligne med de nevnte selskapene. I størrelse er NRS et lite selskap i forhold til de komparative selskapene. Om vi ser på markedsandeler er Marine Harvest det klart største, deretter kommer SalMar, Lerøy Seafood og til slutt Grieg Seafood. I enkelte tilfeller kan det være nyttig å ”matche” på størrelse, men dette vil kunne ha konsekvenser for strategisk tolkning. (Knivsfå, F2, 2018) Selv om Marine Harvest er svært stort og deres informasjon vil prege resultatene våre, mener vi det er mest riktig å inkludere også dette selskapet i analysen grunnet dets store innflytelse i bransjen.

De komparative selskapene vil vi omgruppere og justere på samme måte som NRS for å skape en konsistent analyse.

5.2 Presentasjon av rapporterte tall

I det følgende avsnittet skal vi presentere resultatregnskap, balanse og endring i egenkapital for NRS. De presenterte tallene er hentet fra de siste tilgjengelige årsrapportene fra 2011 til 2016, samt kvartalsrapporten for 4.kvartal for 2017. Alle tall er oppgitt i NOK 1 000.

Kvartalsrapportene inneholder mindre detaljert informasjon enn årsrapportene og vi har derfor benyttet historiske forholdstall for å splitte opp noen av tallene i kvartalsrapportene.

4.kvartalsrapport for 2017 ble publisert 31.01.18 og vi vil dermed kunne gi et foreløpig resultat for 2017 ved bruk av formelen:



$$2017F = Q_{1t} + Q_{2t} + Q_{3t} + Q_{4t}$$

Regnskapstillene presenteres etter oppstillingsplanen etter IAS 1. For at regnskapet skal bli mer investororientert har vi valgt å omgruppere resultatregnskapet. Vi vil skille mellom drift- og finansposter, samt normale og unormale poster, noe som vil bidra til å bedre kunne utføre investororienterte analyser. (Knivsflå, F3, 2018) Resultatregnskapet er presentert i tabell 5-1, der unormale poster er markert i lyseblått. Tabell 5-2 presenterer balansen og tabell 5-3 viser endring i egenkapital.

Alle tall i NOK 1 000						
Resultatregnskap for konsernet	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	1 744 266	2 603 712	2 599 799	3 210 548	4 224 340	4 937 798
Varekostnad	-1 540 290	-2 137 934	-2 175 278	-2 707 071	-3 230 927	-3 889 102
Lønnskostnad	-71 764	-85 627	-104 557	-113 268	-155 468	-138 596
Annen driftskostnad	-71 428	-88 203	-84 577	-103 288	-115 947	-153 677
Driftsresultat før virkelig verdjustering EBITDA	60 784	291 948	235 387	286 921	721 998	756 423
Avskrivninger	-30 449	-33 728	-41 412	-53 697	-61 063	-82 062
Driftsresultat før unormale poster	30 335	258 220	193 975	233 224	660 935	674 361
Nedskrivninger	0	0	0	0	0	0
Virkelig verdjustering	49 428	94 725	57 456	24 416	164 151	-194 799
Annen unormal driftskostnad	-9 919	-2 219	-35 911	-31 330	-20 322	-46 500
Driftsresultat EBIT	69 844	350 726	215 520	226 310	804 764	433 062
Nettoreultat tilknyttet selskap - normal	-376	23 664	27 768	21 641	51 049	39 493
Nettoreultat tilknyttet selskap - unormal	10 840	5 170	-632	1 113	20 816	13 164
Finansinntekt - normal	422	338	935	882	1 802	1 047
Finanskostnad - normal	-35 928	-31 321	-22 434	-24 859	-18 020	-21 984
Unormalt finansresultat	-4 054	47 715	99 550	44 993	312 010	-142 185
Ordinært resultat før skattekostnad	40 748	396 292	320 707	270 080	1 172 421	322 597
Skattekostnad - normal	-8 997	-80 487	-52 422	-32 340	-164 312	-86 180
Skattekostnad - unormal	-133			-158	-3 395	
Resultat før diskontinuerlig virksomhet og minoritet	31 618	315 805	268 285	237 582	1 004 714	236 417
Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	0	0	0	0	0	0
Netto minoritetsresultat - normalt	3 428	13 371	13 936	7 950	16 706	7 878
Årsresultat majoritet	28 191	302 434	254 348	229 633	988 008	228 539
<i>Utvidet resultat (annet fullstendig resultat)</i>						
Andre driftsrelaterte resultatelementer	4 271	-798	-6 665	4 749	-1 361	-4 623
Andre finansrelaterte resultatelementer	2 573	-7 325	-18 306	-362	34 325	861
Totalresultat	35 035	294 311	229 377	234 020	1 020 972	224 777
Foreslått utbytte		-43 542	-93 332	-65 353	-111 773	-408 475

Tabell 5-1 Presentasjon av resultatet

Alle tall i NOK 1 000						
Eiendeler	2012	2013	2014	2015	2016	2 017
Konsesjoner	502 887	502 887	64 887	64 887	64 887	64 887
Sum immaterielle eiendeler	502 887	502 887	648 887	648 887	648 887	648 887
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	4 103	5 474	12 746	12 866	19 579	25 568
Maskiner og anlegg	95 457	115 370	154 260	168 641	182 110	237 187
Båter og flytende anlegg	72 486	84 475	115 178	163 698	197 285	257 315
Inventar, kontormaskiner og lignende	6 853	5 235	6 868	12 742	18 521	23 936
Sum varige driftsmidler	178 899	210 554	289 052	357 947	417 495	544 006
Investering i tilknyttet selskap	110 860	132 758	150 155	169 991	531 504	580 510
Investering i aksjer og andeler	3 335	1 395	1 895	395	395	395
Andre langsiktige fordringer	4 673	3 127	3 000	20 000	16 000	32 612
Sum finansielle anleggsmidler	118 867	137 280	155 050	190 385	547 898	613 517
Sum anleggsmidler	800 653	850 721	1 092 989	1 197 221	1 614 281	1 806 410
Varelager	20 816	27 038	40 270	40 630	101 635	99 326
Biologiske eiendeler	525 739	639 238	808 674	829 928	1 205 399	1 177 678
Sum varer	546 556	666 276	848 944	870 559	1 307 035	1 277 004
Kundefordringer	286 918	412 148	421 691	500 689	478 214	409 180
Andre kortsiktige fordringer	31 545	68 735	174 344	100 438	244 596	210 790
Sum kortsiktige fordringer	318 463	480 883	596 035	601 126	722 810	619 970
Kontanter og kontantekvivalenter	9 854	53 732	61 494	201 339	69 257	151 779
Sum omløpsmidler	874 873	1 200 891	1 506 473	1 673 024	2 099 101	2 048 753
Sum eiendeler	1 675 526	2 051 612	2 599 462	2 870 245	3 713 382	3 855 163
Alle tall i NOK 1 000						
Egenkapital	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Aksjekapital	43 572	43 572	43 572	43 572	43 572	43 489
Egne aksjer	0	-30	-34	-71	-98	-82
Overkursfond						
Opptjent egenkapital	522 628	771 090	905 587	1 070 287	1 970 509	1 769 860
Sum egenkapital henført til eierne av morselskapet	566 201	814 632	949 125	1 113 788	2 013 983	1 813 267
Ikke kontrollerende eierinteresser	40 984	54 357	64 781	72 730	33 034	37 762
Total egenkapital	607 184	868 989	1 013 904	1 186 519	2 047 017	1 851 029
Pensjonsforpliktelser	9 854	10 320	18 733	12 480	11 383	16 728
Utsatt skatt	161 753	231 640	272 742	303 485	394 786	364 557
Langsiktig rentebærende gjeld	328 292	323 084	518 788	653 361	303 781	461 241
Sum langsiktig gjeld og forpliktelser	499 899	565 044	810 263	969 326	709 950	842 526
Kortsiktig rentebærende gjeld	247 637	184 530	182 089	46 519	47 635	342 617
Leverandørgjeld	292 655	382 944	426 331	530 430	646 515	549 526
Betalbar skatt	780	8 313	2 031	3 180	79 350	113 485
Annen kortsiktig gjeld	27 371	41 792	164 842	134 271	182 916	155 980
Sum kortsiktig gjeld og forpliktelser	568 444	617 580	775 293	714 400	956 416	1 161 608



Sum gjeld og forpliktelser	1 068 343	1 182 624	1 585 556	1 683 726	1 666 366	2 004 134
Sum gjeld og egenkapital	1 675 526	2 051 612	2 599 462	2 870 245	3 713 382	3 855 163

Tabell 5-2 Presentasjon av balansen

Alle tall i NOK 1 000						
Endring i EK	2012	2013	2014	2015	2016	2017
EK 01.01	495 433	566 200	814 632	949 125	1 113 788	2 013 983
Totalresultat	35 035	294 311	229 377	234 020	1 020 972	224 777
Betalt utbytte	0	-42 542	-93 332	-65 353	-111 773	-408 475
Netto kapitalinnskudd	43 586	-2 336	-1 389	-3 838	-25 867	-16 792
Driftsrelatert "dirty surplus"	-4 857	0	0	0	16 862	-226
Finansielt "dirty surplus"	-2 999	0	-163	-165	0	0
EK 31.12	566 200	814 632	949 125	1 113 788	2 013 983	1 813 267

Tabell 5-3 Presentasjon av endring i egenkapital

Fra og med 01.01.13 har selskapet tatt i bruk IAS 17, og dette skaper en prinsippendring for regnskapsåret 2012. Den nye vurderingen av pensjonsforpliktelsene gir en netto endring på NOK -4 857 som føres direkte mot EK, jf. Kongruensprinsippet rskl §4-3. En mer detaljert forklaring av denne posten blir gjennomgått i kapittel 5.4.2.

5.3 Omgruppering for analyse

I følgende avsnitt skal vi foreta en omgruppering av resultatregnskapet, balansen og kontantstrømmen til NRS for å klargjøre regnskapet for videre analyser.

5.3.1 Omgruppering av resultatregnskapet

I en regnskapsanalyse vil vi at resultatet skal skille mellom operasjonelle og finansielle resultater, samt deles inn i normale og unormale resultatposter (Penman, 2010). Dette gjennomføres via en omgruppering gjennom fire steg. Første steg er å identifisere det fullstendige nettoresultatet. Deretter skal vi fordele det fullstendige resultatet på drift, egenkapital og gjeld. I steg tre skal normale og unormale poster i drift, finans og skatt identifiseres og helt til slutt skal skattekostnaden fordeles på alle resultatene (Penman, 2010).

Steg 1: Identifisering av fullstendig nettoresultat

For å finne det fullstendige nettoresultatet benytter vi oss av følgende formel (Knivsflå, F4, 2018):



$$FNR = \text{Rapportert årsresultat}(\text{ÅRE}) + \text{Annet fullstendig resultat}(\text{AFR}) + \text{"Dirty Surplus"}$$

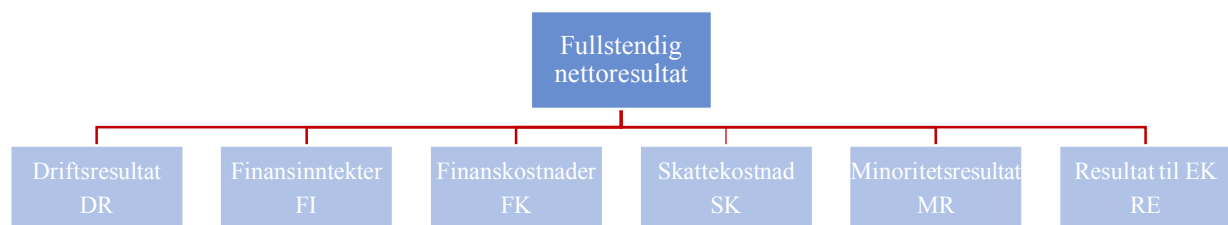
Ettersom NRS rapporterer etter IFRS skal alle inntekter og kostnader rapporteres i årsresultatet, med mindre standardene tillater eller krever unntak. Inntekter som ikke inngår i årsresultatet skal rapporteres i annet fullstendig resultat (AFR). Enkelte inntekter og kostnader skal føres direkte mot egenkapitalen. Disse bryter med kongruensprinsippet i regnskapsloven §4-3, og kalles «dirty surplus». Tabell 5-4 presenterer det fullstendige nettoresultatet.

Alle tall i NOK 1 000						
Fullstendig nettoresultat	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Årsresultat majoritet	28 191	302 434	254 348	229 633	988 008	228 539
Annet fullstendig resultat	6 844	-8 123	-24 971	4 387	32 964	-3 762
Rapportert totalresultat	35 035	294 311	229 377	234 020	1 020 972	224 777
Driftsrelatert dirty surplus (Ek endring tilknyttede selskap)	-4 857	0	0	0	16 862	-226
Finansrelatert dirty surplus (andre endringer i tilknyttede selskap)	-2 999	0	-163	-165	0	0
Fullstendig nettoresultat	27 179	294 311	229 214	233 855	1 037 834	224 551

Tabell 5-4 Presentasjon av fullstendig nettoresultat

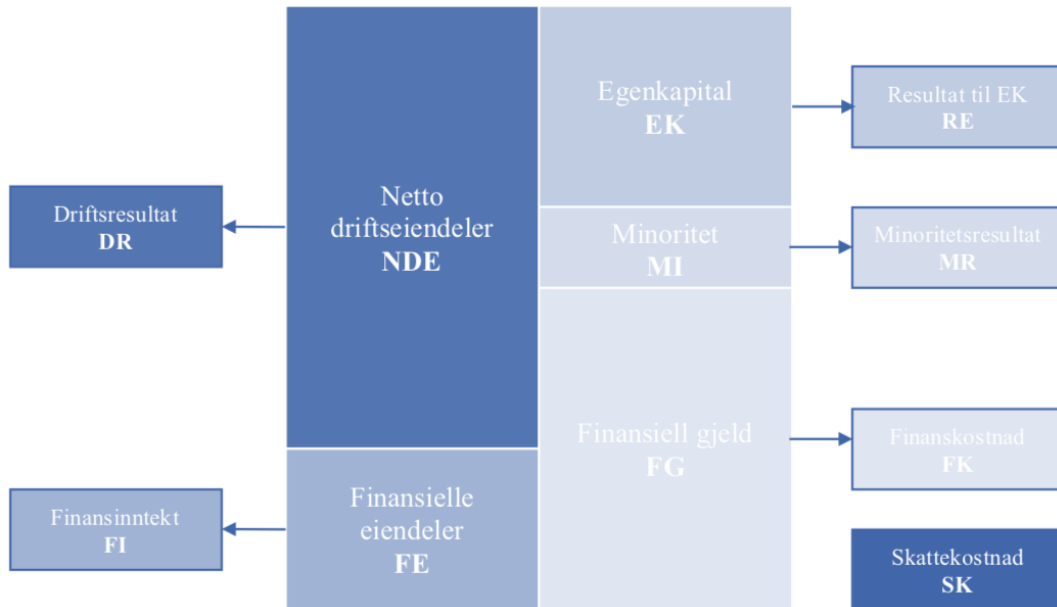
Steg 2: Fordeling av fullstendig nettoresultat

Fullstendig nettoresultat kan deles inn i driftsrelaterte og finansielle poster. Formålet her er å finne kildene til resultatet (DR+FI) og fordele det på finansieringssiden (FK+SK+MR+RE). Fordeling medfører at alle kapitaler i balansen får tildelt sitt resultat før skatt. (Knivsflå, F4, 2018)



Figur 5-2 Fordeling av fullstendig nettoresultat på kapitalene

For å opparbeide seg en forståelse av verdiskapningen må vi koble resultatet og balansen sammen. Dette gjøres ved å skille mellom drift og finans. Da vil vi kunne se at driftseiendelene er knyttet til driftsresultatet og finansielle eiendeler er knyttet til finansinntektene.



Figur 5-3 Kobling av resultat og balanse

I tabell 5-5 og 5-6 er det fullstendige drifts- og finansresultatet før skatt presentert. Finansrelatert dirty surplus i 2012-2015 er knyttet til emisjonskostnader og andre endringer i tilknyttede selskap. I 2016 og 2017 er dirty surplus driftsrelatert da denne er knyttet til EK endring i tilknyttede selskap (Knivflå, F4, 2018). I 2017 er det kun oppgitt netto finansinntekter da det ikke gis ytterligere informasjon om disse i kvartalsrapportene.

Alle tall i NOK 1 000						
Fullstendig driftsresultat	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	1 793 694	2 698 437	2 657 255	3 234 964	4 388 491	4 742 999
Driftskostnader	-1 723 850	-2 347 711	-2 441 735	-3 008 654	-3 583 727	-4 309 937
Driftsresultat fra egen virksomhet	69 844	350 726	215 520	226 310	804 764	433 062
Resultat fra driftstilknyttet selskap	10 464	28 834	27 136	22 754	71 865	52 657
Driftsresultat fra annet fullstendig resultat	4 271	-798	-6 665	4 749	-1 361	-4 623
Driftsrelatert dirty surplus	-4 857				16 862	-226
Fullstendig driftsresultat før skatt	79 722	378 762	235 991	253 813	892 130	480 870

Tabell 5-5 Presentasjon av fullstendig driftsresultat

Alle tall i NOK 1 000						
Fullstendig finansresultat	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Finansinntekt (netto 2017)	-3 632	48 537	100 485	45 875	313 812	-141 138
Finanskostnad	-35 928	-31 805	-22 434	-24 859	-18 020	-21 984
Resultat fra diskontinuerlig virksomhet						
Finansielt annet fullstendig resultat	2 573	-7 325	-18 306	-362	34 325	861
Finansrelatert dirty surplus	-2 999	0	-163	-165	0	0
Fullstendig finansresultat før skatt	-39 986	9 407	59 582	20 489	330 117	-162 261

Tabell 5-6 Presentasjon av fullstendig finansresultat



Steg 3: Identifisering av normale og unormale poster

Ved utarbeidelsen av det fullstendige resultatet skal vi dele mellom normale og unormale poster. Dette gjøres fordi vi ønsker å benytte det normaliserte resultatet som grunnlag for videre prediksjon i fremtidsregnskapet. En slik identifisering er således relevant for investor- og kreditororientert analyse.

Poster som regnes som normale er varige, permanente poster som gjentar seg. Disse postene er å anse som stabile og indikerer en trend på utviklingen til selskapet. Dette gjør at de er relevante for det fremtidige regnskapet. Unormale poster er engangs- eller fågangsposter, som kun påvirker en eller få perioder. Disse postene vil ikke være relevante for fremtidsregnskapet da de er poster som ikke forventes å komme tilbake. Unormale poster er også ustabile og kan ikke sies å utforme noen utviklingstrend.

For å avgjøre om en post er å anse som normal eller unormal må analytikeren benytte seg av skjønnsmessige vurderinger. Slike vurderinger gjør at det oppstår en risiko for feilinformasjon i verdierestimatet når man benytter fundamental verdivurdering. Det er dermed svært viktig at man utfører nøye vurderinger ved inndelingen slik at risikoen reduseres.

Vi skal i det følgende presentere de unormale postene til NRS fordelt på drift- og finansposter, samt en begrunnelse for valget av fordelingene.

Unormale driftsrelaterte poster

Nedskrivning

Nedskrivning av driftsrelaterte eiendeler er å anse som unormal. Nedskrivning foretas på bakgrunn av enkeltstående hendelser og vil dermed ikke kunne anses for å være en trend. NRS har ikke foretatt nedskrivninger i perioden og har således ingen unormale poster knyttet til nedskrivning.

Virkelig verdijustering

I posten virkelig verdijustering inngår endring av virkelig verdijustering av biomasse, tapsavsetning salgskontrakter og endring virkelig verdi Fish Pool kontrakter. Posten gjentar seg hver periode, men den følger ingen trend og er svært ustabil. Virkelig verdi av biomassen



og Fish Pool kontraktene er i stor grad påvirket av lakseprisen. Som nevnt i kapittel 2 er lakseprisen svært volatil og dette er med på å skape ustabilitet i verdijusteringen. Dermed har vi valgt å klassifisere posten som unormal.

Annen unormal driftskostnad

Annen unormal driftskostnad er driftskostnader som er oppgitt i note som engangskostnader. Kostnadene relaterer seg til biologiske problemer, rømming og andre hendelser som har oppstått uforutsett.

Postene annet fullstendig resultat og driftsrelatert dirty surplus inngår i det unormale resultatet og er derfor unormale poster.

Unormale finansrelaterte poster

Unormalt finansresultat

Unormalt finansresultat inneholder både finansinntekter og -kostnader. Posten representerer blant annet valutagevinst/-tap, verdijusteringer knyttet til rentebytteavtaler og nedskrivning av finansielle eiendeler. Disse postene er ustabile poster som går igjen, men som ikke følger en trend. De vil dermed klassifiseres som unormale.

Postene andre finansielle resultatelementer og finansrelatert dirty surplus inngår ikke i den normale virksomheten og er derfor å anse som unormale.

Alle tall i NOK 1 000						
Unormalt driftsresultat	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Unormal driftskostnad	-9 919	-2 219	-35 911	-31 330	-20 322	-46 500
Virkelig verdijustering	49 428	94 725	57 456	24 416	164 151	-194 799
Virkelig verdijustering i tilknyttet selskap	10 840	5 170	-632	1 113	20 816	13 164
Andre driftsrelaterte resultatelementer	4 271	-798	-6 665	4 749	-1 361	-4 623
Driftsrelatert dirty surplus	-4 857	0	0	0	16 862	-226
Unormalt driftsresultat	49 763	96 878	14 248	-1 052	180 146	-232 984

Tabell 5-7 Presentasjon av unormalt driftsresultat

Alle tall i NOK 1 000						
Unormalt finansresultat	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Unormalt finansresultat	-4 054	48 199	99 550	44 993	312 010	-142 185
Andre finansielle resultatelement	2 573	-7 325	-18 306	-362	34 325	861
Finansrelatert dirty surplus	-2 999	0	-163	-165	0	0
Unormalt finansresultat	-4 480	40 874	81 081	44 466	346 335	-141 324

Tabell 5-8 Presentasjon av unormalt finansresultat



Steg 4: Fordeling av skattekostnader

Både operasjonelle og finansielle inntekter har ulike skattekonsekvenser, men bare en samlet inntektsskatt blir rapportert i resultatregnskapet. Denne må dermed allokeres til de to komponentene (Penman, 2010).

Ved fordeling av skattekostnadene må vi først beregne driftsskattesatsen.

Fritaksmetoden gjør at aksjegevinsten og utbytte ikke skal skattlegges, noe som påvirker den effektive skattesatsen som er knyttet til finansinntektene. NRS har kun renteinntekter som finansinntekt og vi har følgelig valgt å benytte selskapskattesatsen som finansskattesats for analyseperioden. Ved anvendelse av formel for driftsskattesats kan vi beregne både en median og et gjennomsnitt for analyseperioden. Den normaliserte driftsskattesatsen vil være den minst ekstreme av de to verdiene. (Knivsflå, F4, 2018) Vi beregner driftsskattesatsen ved å anvende følgende formel:

$$dss = \frac{NSK - f_{iss} * (FI + UFR) + (fk_{ss} * FK)}{DR + UDR}$$

NSK = rapportert skattekostnad (SK) – unormal skattekostnad (USK), FI = normale finansinntekter har normal skattesats f_{iss}, UFR = unormalt finansresultat (= UFI – UFK) har skattesats u_{f_{iss}}, FK = normale finanskostnader har normal skattesats f_{k_{ss}}, DR = normalt driftsresultat (= DI – DK), UDR = unormalt driftsresultat (= UDI – UDK)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Median	Gjennomsnitt
Driftsskattesatsen dss	28,93 %	21,61 %	14,55 %	11,85 %	11,65 %	28,94 %	21,61 %	20,55 %

Tabell 5-9 Presentasjon av driftsskattesatsen

Som vi ser av tabell 5-9 er median og gjennomsnitt relativt like, og vi har derfor valgt en normalisert skattesats på 21%. Videre har vi presentert fordelingen av skattekostnadene til NRS til de ulike postene i resultatregnskapet i tabell 5-10.

Alle tall i NOK 1 000							
Fordeling av skattekostnad	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
Normal driftsskattekostnad ndss*DR	-6 370	-54 226	-40 735	-48 977	-138 796	-141 616	
Skatt på finansinntekt f _{iss} *FI	-118	-95	-252	-238	-451	-251	
Skatt på finanskostnad s _{ss} *FK	10 060	8 770	6 057	6 712	4 505	5 276	
Skatt på unormal driftsresultat d _{ss} *UDR	-11 297	-19 993	-3 134	977	-13 362	69 833	
Unormal skatt på normal drift (d _{ss} -ndss)*DR	-2 406	-1 583	12 520	21 334	61 794	-53 546	
Skatt på unormalt finansresultat s _{ss} *UFR	1 135	-13 360	-26 879	-12 148	-78 003	34 124	
Unormal skatt	-133	0	0	-158	-3 395	0	
Rapportert skattekostnad	-9 130	-80 487	-52 422	-32 498	-167 707	-86 180	



Tabell 5-10 Presentasjon av fordeling av skattekostnad

5.3.2 Omgruppering av balanse

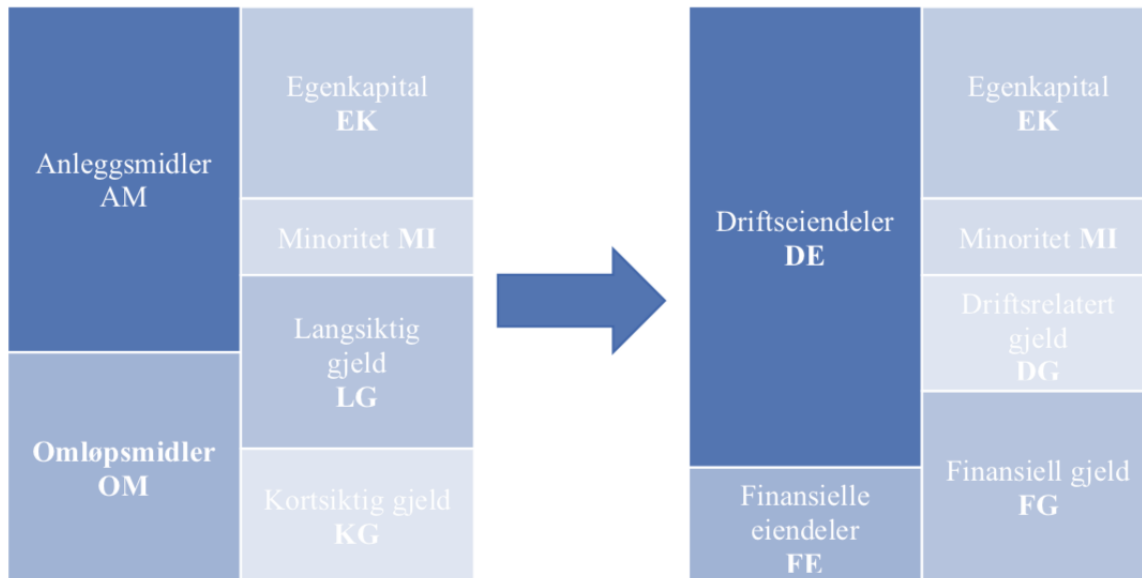
Balanseoppstillingen etter IFRS er i stor grad kreditororientert ved at den skiller mellom langsiktige og kortsiktige eiendeler og gjeld for å gi innsikt i selskapets evne til å møte kreditorenes krav. (Penman, 2010) For at balansen skal vise NRS sin evne til å generere fortjeneste vil vi her omgruppere balansen til en mer investororientert oppstilling. Vi skal i løpet av fire steg skille mellom drift og kapital som finansierer driftseiendelene i balansen. Dette vil gi en bedre oversikt over verdiskapningen som skapes gjennom investering og sysselsatt kapital. (Knivsflå, F5, 2018)

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

Etter NGRS blir foreslått utbytte ført som kortsiktig gjeld. Siden NRS rapporterer etter IFRS har de avsatt utbyttet først når generalforsamlingen har vedtatt utbyttet. Det betyr at egenkapitalen 31.12 allerede har blitt redusert med det betalte utbyttet i løpet av året og det vil ikke være nødvendig med en omgruppering.

Steg 2: Klargjøre hva som er drift og hva som er finans i totalbalansen

For å omgruppere den kreditororienterte balansen til en investororientert balanse er hovedfokuset å skille mellom drift- og finansposter (Penman, 2010). Poster som anses som driftsrelaterte er eiendeler som inngår i operasjonelle aktiviteter, eller gjeld som er en del av driftssyklusen, f.eks leverandørgjeld. Finansielle poster er eiendeler som pengeplasseringsposter og driftsfremmede eiendeler, eller gjeld som er rentebærende og tatt opp i bank. (Knivsflå, F5, 2018) Figur 5-4 viser forholdet mellom kreditororientert og investororientert balanseoppstilling.



Figur 5-4 Omgruppering av balansen

For å fordele postene har vi benyttet noteinformasjonen tilgjengelig i årsrapportene. Fler av postene kan i utgangspunktet kategoriseres som både drift- og finansrelaterte, noe som kan føre til økt risiko for feil i verdiestimatet. I likhet med vurderingen av om postene er normale eller unormale må det dermed også her foretas nøye vurderinger for klassifiseringen. Nedenfor presenteres de enkelte postene samt våre begrunnelser for valg av klassifisering.

Driftsrelaterte eiendeler

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

De immaterielle eiendelene til NRS består hovedsakelig av oppdrettskonsesjoner. Varige driftsmidler inneholder tomt og bygninger, maskiner og anlegg, båter og flytende anlegg og andre driftsmidler. Biologiske eiendeler er et mål på størrelsen på antall fisker i merdene, og varelageret består av fôr og frossen laks. Alle disse eiendelene inngår i den daglige driften og vi har derfor valgt å klassifisere dem som driftsrelaterte. Kundefordringer og andre fordringer kan klassifiseres både som drift- og finansrelaterte, men vi velger med utgangspunkt i noteopplysningene å klassifisere de som driftsrelaterte.



Finansrelaterte eiendeler

- Finansielle anleggsmidler
- Kontanter og kontantekvivalenter

De finansielle anleggsmidlene inneholder finansielle eiendeler tilgjengelig for salg og andre finansielle eiendeler. Dermed vil disse klassifiseres som finansielle. Kontanter og kontantekvivalenter kan være vanskelig å vurdere fordi posten som regel inneholder både finansielle og driftsrelaterte likvider. Dette fordi selskapet er avhengig av likvider for videre drift samtidig som de kan opparbeide seg overskuddslikviditet, altså en finansiell eiendel. Store deler av NRS sine kontanter er avsatt i bundne fond for å stille sikkerhet til selskapets kontrakter. Vi velger dermed å forenkle klassifiseringen og føre hele posten «kontanter og kontantekvivalenter» som en finansrelatert eiendel.

Driftsrelatert gjeld

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

Gjeld som regnes som driftsrelatert er gjeld som ikke er rentebærende og som inngår i driften. Hos NRS er det leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld som går inn under denne definisjonen. Pensjonsforpliktelser er beregnet ut fra lønnskostnadene til selskapet og vil følgende være en del av den driftsrelaterte gjelden. Dette gjelder og for utsatt skatt og betalbar skatt der postene beregnes ut i fra driften.

Finansiell gjeld

- Kort- og langsiktig rentebærende gjeld

Gjeld som er rentebærende skal klassifiseres som finansiell gjeld.

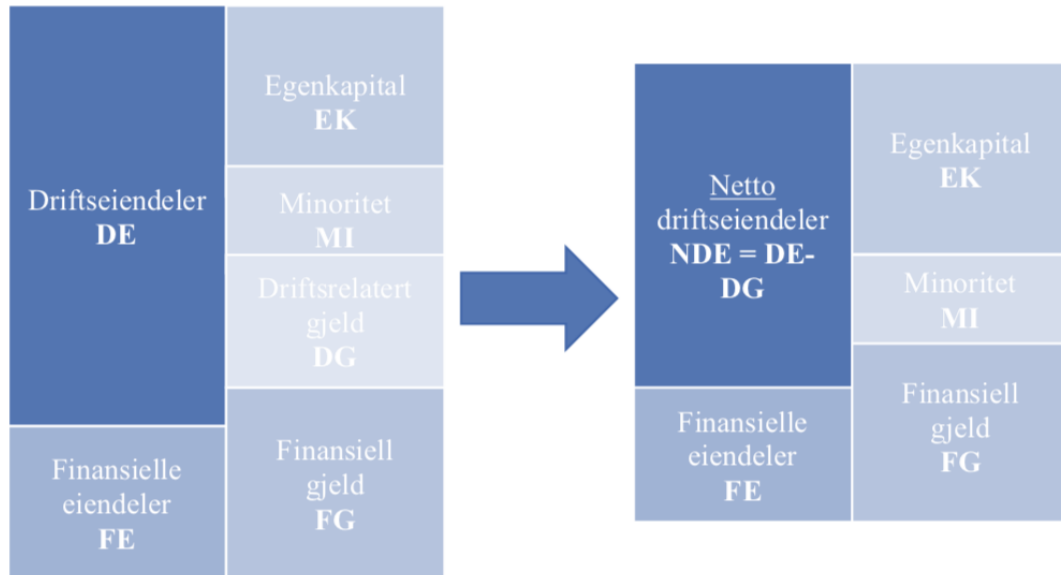
Omgrupperingen av balansen er presentert i tabell 5-11.

Alle tall i NOK 1 000						
Eiendeler	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Sum immaterielle eiendeler	502 887	502 887	648 887	648 887	648 887	648 887
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	4 103	5 474	12 746	12 866	19 579	25 568
Maskiner og anlegg	95 457	115 370	154 260	168 641	182 110	237 187
Båter og flytende anlegg	72 486	84 475	115 178	163 698	197 285	257 315
Inventar, kontormaskiner og lignende	6 853	5 235	6 868	12 742	18 521	23 936
Investering i tilknyttet selskap	110 860	132 758	150 155	169 991	531 504	580 510
Sum driftsrelaterte anleggsmidler	792 646	846 199	1 088 094	1 176 825	1 597 886	1 773 403
Varelager	20 816	27 038	40 270	40 630	101 635	99 326
Biologiske eiendeler	525 739	639 238	808 674	829 928	1 205 399	1 177 678
Kundefordringer	286 918	412 148	421 691	500 689	478 214	409 180
Annen kortsiktige fordringer	31 545	68 735	174 344	100 438	244 596	210 790
Driftsrelaterte omløpsmidler	865 018	1 147 159	1 444 979	1 471 685	2 029 844	1 896 974
Driftseiendeler	1 657 664	1 993 358	2 533 073	2 648 510	3 627 730	3 670 377
Andre langsiktige fordringer	4 673	3 127	3 000	20 000	16 000	32 612
Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg	3 335	1 395	1 895	395	395	395
Finansielle anleggsmidler	8 008	4 522	4 895	20 395	16 395	33 007
Kontanter og ekvivalenter	9 854	53 732	61 494	201 339	69 257	151 779
Finansielle omløpsmidler	9 854	53 732	61 494	201 339	69 257	151 779
Finansielle eiendeler	17 862	58 254	66 389	221 734	85 652	184 786
Totale eiendeler	1 675 526	2 051 612	2 599 462	2 870 244	3 713 382	3 855 163
Egenkapital og gjeld	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Egenkapital, majoritet	566 200	814 632	949 125	1 113 788	2 013 983	1 813 267
Ikke kontrollerende eierinteresser	40 984	54 357	64 781	72 730	33 034	37 762
Total egenkapital	607 184	868 989	1 013 906	1 186 518	2 047 017	1 851 029
Pensjonsforpliktelse	9 854	10 320	18 733	12 480	11 383	16 728
Utsatt skatt	161 753	231 640	272 742	303 485	394 786	364 557
Leverandørgjeld	292 655	382 944	426 331	530 430	646 515	549 526
Betalbar skatt	780	8 313	2 031	3 180	79 350	113 485
Annen kortsiktig gjeld	27 371	41 792	164 842	134 271	182 916	155 980
Driftsrelatert gjeld	492 413	675 009	884 679	983 846	1 314 950	1 200 276
Langsiktig rentebærende gjeld	328 292	323 084	518 788	653 361	303 781	461 241
Kortsiktig rentebærende gjeld	247 637	184 530	182 089	46 519	47 635	342 617
Finansiell gjeld	575 929	507 614	700 877	699 880	351 416	803 858
Sum gjeld	1 068 342	1 182 623	1 585 556	1 683 726	1 666 366	2 004 134
Sum egenkapital og gjeld	1 675 526	2 051 612	2 599 462	2 870 244	3 713 383	3 855 163

Tabell 5-11 Presentasjon av omgruppert balanse

Steg 3: Fra totalbalanse til sysselsatt kapital

Sysselsatt kapital defineres som den kapitalen eierne og finansielle långivere har innskutt og dermed sysselsatt. For å kun stå igjen med den sysselsatte kapitalen, beregner vi netto driftseiendeler ved å trekke fra den driftsrelaterte gjelden fra de driftsrelaterte eiendelene. På denne måten kommer skillet mellom finansiering av eierne og långiverne tydelig frem.



Figur 5-5 Totalbalanse til sysselsatt kapital

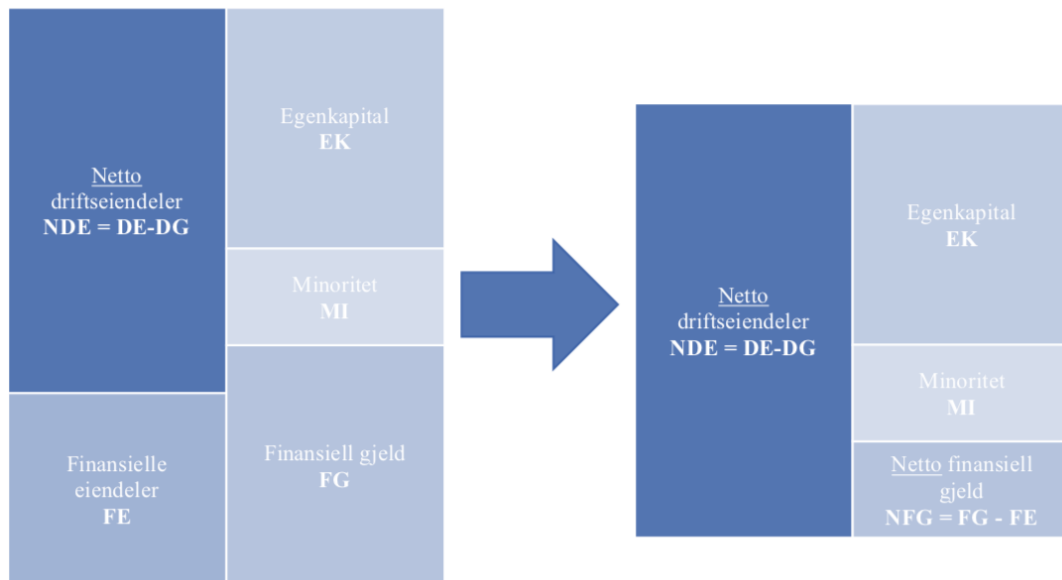
Utregning av NRS sin sysselsatte kapital:

Alle tall i NOK 1 000							
Sysselsatt kapital	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	614 020	621 039	604 239	796 619	860 860	1 191 717	1 392 118
Driftsrelatert arbeidskapital	443 225	544 212	714 110	851 775	803 804	1 121 063	1 077 983
Netto driftseiendeler	1 057 245	1 165 251	1 318 349	1 648 394	1 664 664	2 312 780	2 470 101
Finansielle eiendeler	13 356	17 862	58 254	66 389	221 734	85 652	184 786
Sysselsatte eiendeler	1 070 601	1 183 113	1 376 603	1 714 783	1 886 398	2 398 432	2 654 887
Egenkapital	495 433	566 201	814 632	949 125	1 113 788	2 013 983	1 813 267
Minoritetsinteresser	37 229	40 984	54 357	64 781	72 730	33 034	37 762
Finansiell gjeld	537 938	575 929	507 614	700 877	699 880	351 416	803 858
Sysselsatt kapital	1 070 600	1 183 114	1 376 603	1 714 783	1 886 398	2 398 433	2 654 887

Tabell 5-12 Presentasjon av sysselsatt kapital

Steg 4: Gå fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

Det siste steget i omgruppering av balansen er å samle netto driftskapital på en side og beregne netto finansiell gjeld på den andre siden. Dette gjøres for å gi en bedre oversikt over den kapitalen som er investert i driften og ikke i de finansielle eiendelene. Netto driftskapital finner vi ved å legge sammen egenkapital, minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld.



Figur 5-6 Sysseledd kapital til netto driftskapital

Utregningen av netto driftskapital til NRS

Alle tall i NOK 1 000						
Netto driftskapital	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	621 039	604 239	796 619	860 860	1 191 717	1 392 118
Driftsrelatert arbeidskapital	544 212	714 110	851 775	803 804	1 121 063	1 077 983
Netto driftseiendeler	1 165 251	1 318 349	1 648 394	1 664 664	2 312 780	2 470 101
Egenkapital	566 201	814 632	949 125	1 113 788	2 013 983	1 813 267
Minoritetsinteresser	40 984	54 357	64 781	72 730	33 034	37 762
Netto finansiell gjeld	558 067	449 360	634 488	478 146	265 764	619 072
Netto driftskapital	1 165 252	1 318 349	1 648 394	1 664 664	2 312 781	2 470 101

Tabell 5-13 Presentasjon av netto driftskapital

5.3.3 Omgruppering av kontantstrøm

Kontantstrømoppstillingen til et selskap beskriver kontantgenereringen i selskapet, og ved å omgruppere denne vil vi kunne sette fokus på kontantstrømmene som er viktige for analyse (Penman, 2010). Kontantstrømoppstillingen til NRS er på lik linje som balansen kreditororientert ettersom den følger IFRS sin oppstilling. Ved å omgruppere kontantstrømmen kan vi få et mer investororientert regnskap ved å flytte fokuset over på kontanter som skapes ved drift og som er «frie» for utdeling. Damodaran definerer fri kontantstrøm som:

Fri kontantstrøm til EK

$$\begin{aligned}
 &= \text{nettoresultat til egenkapital} - (\text{driftsinvestering} - \text{avskrivning}) \\
 &- \Delta \text{driftsrelatert arbeidskapital} \\
 &+ (\text{nytt netto gjeldsopptak} - \text{tilbakebetaling av netto gjeld})
 \end{aligned}$$



En «fri» kontantstrøm kan altså defineres som det fullstendige nettoresultatet til en kapital etter at vi har tatt hensyn til investeringer og reinvesteringer. Derfor vil fri kontantstrøm til egenkapitalen tilsvare netto utbetalt utbytte (Damodaran, 2012). Fri kontantstrøm fastsetter selskapets evne til å betale gjeld- og egenkapitalkrav (Penman, 2010).

I tabell 5-14 er omgruppert kontantstrøm for NRS presentert.

Alle tall i NOK 1 000						
Omgruppert kontantstrøm	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Netto driftsresultat	23 589	227 658	181 008	205 888	573 188	572 238
Unormalt netto driftsresultat	35 927	75 302	23 635	21 101	225 183	-216 697
Endring i netto driftseiendeler	-108 006	-153 098	-330 045	-16 270	-648 116	-157 321
Fri kontantstrøm fra drift	-48 491	149 862	-125 402	210 719	150 255	198 220
Netto finansinntekter	304	243	683	644	1 352	796
Unormale netto finansinntekter	-3 345	27 030	54 203	32 318	268 333	-107 200
Endring i finansielle eiendeler	-4 506	-40 392	-8 135	-155 345	136 082	-99 134
Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	-56 038	136 743	-78 652	88 336	556 021	-7 318
Netto finanskostnad	-25 868	-22 551	-16 377	-18 147	-13 515	-16 708
Økning i finansiell gjeld	37 991	-68 315	193 263	-997	-348 464	452 442
Netto minoritetsresultat	-3 428	-13 371	-13 936	-7 950	-16 706	-7 878
Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0
Økning i minoritetsinteresser	3 755	13 373	10 424	7 949	-39 696	4 728
Fri kontantstrøm til egenkapital = netto utbetalt utbytte	-43 588	45 879	94 722	69 191	137 640	425 266

Tabell 5-14 Presentasjon av omgruppert kontantstrøm

5.4 Analyse av målefeil og justering

Finansregnskapet er et informasjonssystem som gir en regnskapsbasert avbildning av underliggende økonomiske forhold i en enhet. Denne avbildningen bygger på grunnleggende regnskapsprinsipp som stammer fra et konseptuelt rammeverk for regnskapsføring, og utarbeides ved registrering, måling og rapportering av de underliggende forholdene (Stickney, Weil, Schipper, & Francis, 2010). Selv om det stilles strenge krav til denne utarbeidningen ved ulike regnskapsregler og prinsipper vil det i mange tilfeller likevel forekomme målefeil (Palepu, Healy, & Peek, 2010). I en verdivurdering vil det være viktig å undersøke om slike målefeil finnes og justere disse der det er mulig for å gi et mer nøyaktig mål på verdien. Store målefeil kan ha potensiale til å endre endelig verdiestimat betraktelig. (Palepu, Healy, & Peek, 2010)



Ved å foreta en analyse og justering av målefeil ønsker vi å finne ut hvor god avbildningen av de underliggende økonomiske forholdene er, altså om de rapporterte tallene viser "sannheten" eller ikke. (Knivsflå, F6, 2018) En målefeil er differansen mellom rapporterte tall og "sannheten"/virkeligheten relatert til egenkapitalrentabilitet, og vi skiller mellom tre type målefeil; målefeil av type 1, målefeil av type 2 og målefeil av type 3 (Palepu, Healy, & Peek, 2010). Disse kalles henholdsvis "the good", "the bad" og "the ugly". Målefeil av type 1 kalles "good" da denne målefeilen er informativ i form av at den gir uttrykk for strategisk fordel, og er et resultat av rigiditet i regnskapsreglene. Denne måles ved å ta differansen mellom egenkapitalrentabilitet med "god" måling og egenkapitalkravet. Målefeil av type 2 derimot kalles "the bad" da dette er en målefeil som er et resultat av at registreringen etter god regnskapsskikk avviker fra god rentabilitetsmåling. Årsaken til at denne feilen oppstår er at GRS må ta mange ulike hensyn med tanke på brukerne av regnskapet, som gjør at regnskapsføringen ofte er mer konservativ enn det en god rentabilitetsmåling ønsker. Til slutt kalles målefeil av type 3 "the ugly" da dette er en målefeil som er et resultat av kreativ regnskapsføring og feil som er med på å skape "støy" i rentabilitetsmålingen. Målefeil av type 2 og 3 er de mest kritiske målefeilene i en verdivurdering da disse kan føre til et misvisende bilde av lønnsomheten i selskapet.

En justering av målefeil gjennomføres ved at vi endrer de rapporterte regnskapstallene slik at de bedre gjenspeiler de underliggende økonomiske forholdene. Her vil det være svært viktig å være forsiktig med hva som endres slik at vi som analytikere ikke skaper mer "støy" enn det opprinnelig foreligger i regnskapstallene. En justering av målefeil bygger på subjektive vurderinger, og vi som eksterne analytikere har mindre detaljert informasjon enn de som utarbeider regnskapstallene innad i selskapene. Det er dermed viktig å forsikre seg om at verdien av justeringen overstiger kostnaden ved å gjennomføre dem, samt at grunnlaget for justeringen er nøye vurdert. Et godt utgangspunkt vil være å fokusere på evalueringen og justeringen av regnskapsprinsipper og estimater som beskriver selskapets viktigste strategiske verdidrivere (Palepu, Healy, & Peek, 2010).

Norway Royal Salmon er et børsnotert selskap og er dermed pliktig til å engasjere en statsautorisert revisor for revidering av årsregnskapet. Dette fører til lav risiko for at kreativ regnskapsføring er til stede i den reviderte årsrapporten. Vi vil dermed ikke konsentrere oss om målefeil av type 3 i vår oppgave, men heller ha fokus på målefeil av type 2; "The bad".



Det foreligger tre hovedkilder til målefeil av type 2; målefeil grunnet manglende balanseføring, målefeil grunnet feil målemodell eller målefeil grunnet feilperiodisering av innregnet verdi. (Knivsflå, F7, 2018) Den potensielt største kilden til målefeil av disse er manglende balanseføring.

Vi har i vår oppgave valgt de postene vi mener er mest sentrale for justeringer basert på en kost/nytte-vurdering av risikoen for å tilføre mer støy til regnskapet, samt nytten ved en mer nøyaktig verdimåling. Postene vi har valgt er biologiske eiendeler og pensjonsforpliktelser, og representerer begge en målefeil av type 2.

5.4.1 Biologiske eiendeler

Den første justeringen vi vil gjennomføre omhandler en justering av de biologiske eiendelene fra virkelig verdi-måling til historisk kost. Etter IFRS og IAS 41 føres biologiske eiendeler til virkelig verdi i balansen dersom det eksisterer aktive markeder. Det medfører en årlig verdijustering av biomassen der posten fastsettes til markedsverdi. En slik verdijustering påvirker selskapets driftsresultat og verdi på eiendelene, og dermed deres rentabilitetsmåling. Vi mener en slik rentabilitetsmåling basert på prisen i markedet i dag vil gi et misvisende bilde av lønnsomheten på bakgrunn av i hovedsak to faktorer. Den ene er at inntektsføringen av fisken finner sted under hele vekstfasen, selv om fisken er i merdene og det i realiteten ikke er skjedd et salg. I tillegg vil lakseprisens volatilitet gjøre at prisen på salgstidspunktet ofte vil variere mye fra prisen på verdijusteringstidspunktet, slik at denne blir misvisende. På bakgrunn av dette mener vi en justering fra virkelig verdi- måling til historisk kost vil gi et bedre bilde av lønnsomheten.

Etter IAS 41 skal fisk under 1 kg føres til historisk kost. Vi vil dermed kun justere verdien for fisken som overstiger 1 kg. Videre er biologiske eiendeler en unormal driftspost, og justeringen vil dermed utføres i det unormale driftsresultatet. Resultatet av denne justeringen kan vi se i tabell 5-15 nedenfor.

5.4.2 Pensjonsforpliktelser

Den andre justeringen av målefeil som vi vil gjennomføre er justeringen av pensjonsforpliktelsene etter implementering av ny standard. Fra og med 1.1.2013 ble det

implementert en ny standard, IAS 19, for beregninger av pensjonsforpliktelse og pensjonskostnader. (Årsrapport NRS, 2013). Denne implementeringen førte til en endring av prinsipp for behandling av estimatavvik der estimatavvikene knyttet til pensjonsforpliktelse nå skulle føres over OCI. Etter den tidligere standarden ble resultateffektene ikke ført med en gang de oppstod, noe som medfører at deler av pensjonsforpliktelsene ikke eksisterer i balansen frem til 2012. Justeringen vi har valgt å foreta er dermed å endre netto pensjonsforpliktelse til og med 2011 slik at samme regnskapsprinsipp gjelder for hele perioden. Resultateffekten en slik justering medfører fører vi mot unormalt driftsresultat. Justeringene vi har foretatt er presentert i tabell 5-15 nedenfor

Alle tall i NOK 1 000						
Justering resultatregnskap	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Unormalt netto driftsresultat før justering	35 927	75 302	23 635	21 101	225 183	-216 697
Reversering verdjustering av biologiske eiendeler i egen virksomhet etter skatt	43 110	68 718	42 256	-2 218	153 352	-129 981
Reversering verdjustering av biologiske eiendeler i tilknyttet virksomhet	10 840	5 170	-632	1 113	20 816	13 164
Justering av estimatavvik av pensjon etter skatt	-643					
Unormalt netto driftsresultat etter justering	-17 381	1 414	-17 989	22 207	51 015	-99 880
Endring unormalt netto driftsresultat etter justering	-53 307	-73 888	-41 624	1 105	-174 168	116 817

Tabell 5-15 Presentasjon av justeringer i resultatregnskapet

Alle tall i NOK 1 000						
Justering netto driftseiendeler	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Netto driftseiendeler før justering	1 165 251	1 318 349	1 648 394	1 664 664	2 312 780	2 470 101
Netto reversering	-53 307	-73 888	-41 624	1 105	-174 168	116 817
Netto driftseiendeler etter justering	1 111 944	1 244 461	1 606 770	1 665 769	2 138 612	2 586 918

Tabell 5-16 Presentasjon av justering i netto driftseiendeler

Alle tall i NOK 1 000						
Justering egenkapital	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Egenkapital før justering	566 201	814 632	949 125	1 113 788	2 013 983	1 813 267
Netto reversering	-53 307	-73 888	-41 624	1 105	-174 168	116 817
Egenkapital etter justering	512 894	740 744	907 501	1 114 893	1 839 815	1 930 084
Minoritetsinteresser	40 984	54 357	64 781	72 730	33 034	37 762
Netto finansiell gjeld	558 067	449 360	634 488	478 146	265 764	619 072
Netto driftskapital	1 111 945	1 244 461	1 606 770	1 665 769	2 138 613	2 586 918

Tabell 5-17 Presentasjon av justering i egenkapital

5.5 Omgruppert og justert resultatregnskap og balanse

Tabellene 5.18 til 5.21 viser resultatet av de trinnvise omgrupperingene gjennomført i kapittel 5.3 for resultatet og balansen, samt justeringen av målefeilene som ble presentert i kapittel 5.4



og påvirkningen på egenkapitalen. For de komparative selskapene har vi gjort samme omgruppering, som vil gi grunnlaget for utregning av bransjegjennomsnitt i kapittel 6.

Tall i NOK 1 000						
Omgruppert og justert resultatregnskap	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	1 744 266	2 603 712	2 599 799	3 210 548	4 224 340	4 937 798
Varekostnad	-1 540 290	-2 137 934	-2 175 278	-2 707 071	-3 230 927	-3 889 102
Lønnskostnad	-71 764	-85 627	-104 557	-113 268	-155 468	-138 596
Annen driftskostnad	-71 428	-88 203	-84 577	-103 288	-115 947	-153 677
Avskrivninger	-30 449	-33 728	-41 412	-53 697	-61 063	-82 062
Driftsresultat før unormale poster	30 335	258 220	193 975	233 224	660 935	674 361
Driftsrelatert skattekostnad	-6 370	-54 226	-40 735	-48 977	-138 796	-141 616
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	23 965	203 994	153 240	184 247	522 139	532 745
Netto driftsresultat fra driftstilknnyttede virksomheter	-376	23 664	27 768	21 641	51 049	39 493
Netto driftsresultat	23 589	227 658	181 008	205 888	573 188	572 238
Netto finansinntekt	304	243	683	644	1 352	796
Nettoresultat til sysselsatt kapital	23 892	227 901	181 691	206 532	574 539	573 034
Netto finanskostnad	-25 868	-22 551	-16 377	-18 147	-13 515	-16 708
Netto minoritetsresultat	-3 428	-13 371	-13 936	-7 950	-16 706	-7 878
Normalt nettoresultat til egenkapital	-5 404	191 979	151 378	180 435	544 318	548 448
Unormalt netto driftsresultat UNDR	-17 381	1 414	-17 989	22 207	51 015	-99 880
Unormalt netto finansresultat	-3 345	27 030	54 203	32 318	268 333	-107 200
Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	-26 129	220 423	187 591	234 959	863 666	341 368
Netto betalt utbytte	-37 693	7 427	-20 834	-27 567	-138 744	-251 099
Endring i egenkapital	-63 822	227 850	166 758	207 392	724 921	90 270

Tabell 5-18 Presentasjon av omgruppert resultat

Tall i NOK 1 000						
Sysselsatt kapital for NRS	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	610 842	599 069	797 251	859 747	1 170 901	1 378 954
Driftsrelatert arbeidskapital	501 102	645 392	809 519	806 022	967 711	1 207 964
Netto driftseiendeler	1 111 944	1 244 461	1 606 770	1 665 769	2 138 612	2 586 918
Finansielle eiendeler	17 862	58 254	66 389	221 734	85 652	184 786
Sysselsatte eiendeler	1 129 806	1 302 715	1 673 159	1 887 503	2 224 264	2 771 704
Egenkapital	512 894	740 744	907 501	1 114 893	1 839 815	1 930 084
Minoritetsinteresser	40 984	54 357	64 781	72 730	33 034	37 762
Finansiell gjeld	575 929	507 614	700 877	699 880	351 416	803 858
Sysselsatt kapital	1 129 807	1 302 715	1 673 159	1 887 503	2 224 265	2 771 704

Tabell 5-19 Presentasjon av sysselsattkapital

Tall i NOK 1 000						
Netto driftskapital	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	610 842	599 069	797 251	859 747	1 170 901	1 378 954
Driftsrelatert arbeidskapital	501 102	645 392	809 519	806 022	967 711	1 207 964



Netto driftseiendeler	1 111 944	1 244 461	1 606 770	1 665 769	2 138 612	2 586 918
Egenkapital	512 894	740 744	907 501	1 114 893	1 839 815	1 930 084
Minoritetsinteresser	40 984	54 357	64 781	72 730	33 034	37 762
Netto finansiell gjeld	558 067	449 360	634 488	478 146	265 764	619 072
Netto driftskapital	1 111 945	1 244 461	1 606 770	1 665 769	2 138 613	2 586 918

Tabell 5-20 Presentasjon av netto driftskapital

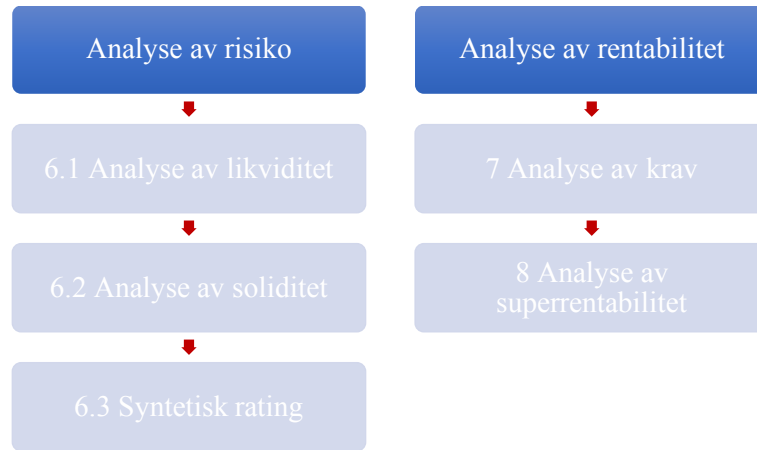
Tall i NOK 1 000						
Endring i egenkapital	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Inngående egenkapital	576 717	594 175	768 719	861 589	1 027 357	1 753 383
Fullstendig nettoresultat	-26 129	220 423	187 591	234 959	863 666	341 368
Netto betalt utbytte	-37 693	7 427	-20 834	-27 567	-138 744	-251 099
Utgående egenkapital	512 894	740 744	907 501	1 114 893	1 839 815	1 930 084

Tabell 5-21 Presentasjon av endring i egenkapital

NRS har siden 2011 hatt en økning i omsetning på nesten 285%, samt en egenkapitalvekst på 310 %. Som vi ser var 2016 et rekordår for NRS med svært gunstige laksepriser og stor etterspørsel. I 2017 har driftsinntektene hatt en jevn økning fra 2016, men det har samtidig vært et betraktelig fall i nettoresultatet til egenkapitalen. Det er hovedsakelig de unormale postene som er grunnen til dette, enkeltstående hendelser som sykdom og endring i urealisert tap på Fish Pool kontrakter, samt tap på finansielle eiendeler. Det kan tyde på at selskapet må forvente litt lavere vekst i årene som kommer.

5.6 Rammeverk for forholdstallsanalyse

I de følgende tre kapitlene skal vi i samsvar med rammeverket gjennomføre en forholdstallsanalyse. For at en investor skal kunne bedømme selskapets risiko og lønnsomhet er det nødvendig med et sammenligningsgrunnlag, såkalte ”benchmarks” (Penman, 2010). Rammeverket for forholdstallsanalyse starter i kapittel 6 med en analyse av kredittrisiko. Her vil vi først fokusere på den kortsiktige kredittrisikoen gjennom en analyse av likviditet, for så å flytte fokus over på den langsiktige kredittrisikoen ved å gjennomføre en analyse av soliditet. Dette vil så bli oppsummert gjennom en syntetisk rating. Videre vil vi analysere og utvikle et krav til avkastning på kapitalen i kapittel 7, for så å analysere lønnsomheten med fokus på superrentabilitet og kildene til denne gjennom dekomponering i kapittel 8. Rammeverket vi skal følge er illustrert i figur 5-7.



Figur 5-7 Rammeverk for forholdstallsanalyse

I forholdstallsanalysen bruker vi de omgrupperte regnskapstallene presentert i kapittel 5.5. For å skape et mest mulig riktig bilde av hva de historiske forholdstallene forteller oss vil vi utarbeide et tidsvektet gjennomsnitt ved utregning av forholdstallene. Dette utformes på bakgrunn av selskapets stabilitet, bransjens innovasjonsnivå og oppkjøpshyppigheten. (Knivsflå, F9, 2018) På den ene siden er oppdrettsbransjen, som vi konkluderte i den strategiske analysen i kapittel 4, sterkt preget av konsesjonssystemet. Et slikt system har gjort at tilgang på nye konsesjoner for ytterligere vekst har vært begrenset, og selskapene har derfor måttet gjennomføre oppkjøp og fokusert på innovasjon for ytterligere vekst. Slike forhold taler for at vi skal legge mest vekt på de seneste regnskapsårene. På den andre siden er oppdrettsbransjen en syklisk bransje preget av konjunktursvingninger. Dette taler for en mer jevn vekting av de historiske tallene da det er naturlig å legge til grunn at tallene på sikt vil bevege seg mot gjennomsnittet. Vi velger på bakgrunn av disse vurderingene å vekte de siste årene i størst grad, men med en moderat reduksjon av vekting bakover i tid. Resultatet av vektingen ser vi i tabell 5-22 under.

Periodevekting	2012	2013	2014	2015	2016	2017
	11,0 %	14,0 %	17,0 %	18,0 %	20,0 %	20,0 %

Tabell 5-22 Presentasjon av periodevekting



6 Analyse av risiko

I dette kapitlet vil vi først gjennomføre en likviditets- og soliditetsanalyse, for så å oppsummere funnene i en syntetisk rating. Risiko blir i finans definert som sannsynligheten for å få en avkastning på en investering som viker fra forventet avkastning. (Damodaran, 2012). For å bedre forstå hva risiko er og hvilken betydning risiko har for investorer og kreditorer, vil vi i det følgende først gi en kort innføring i inndelingen av totalrisiko og dets innvirkning på kapitalinnskyterne.

Totalrisikoen til et selskap blir målt med variansen til den realiserte avkastningen og deles inn i systematisk og usystematisk risiko. Systematisk risiko kalles også for markedsrisiko og er en type risiko som ikke kan diversifiseres bort i en portefølje med flere aksjer. Usystematisk risiko er en del av den selskapsesifikke risikoen og er en risiko som, i motsetning til markedsrisikoen, kan diversifiseres og konvergeres ned mot systematisk risiko. For en veldiversifisert investor vil det i utgangspunktet kun være den systematiske risikoen som er relevant da denne ikke kan fjernes. Likevel vil det også være tilfeller hvor den usystematiske risikoen er relevant, som ved en markedssvikt der imperfeksjoner i markedet fører til at full diversifisering ikke er optimalt. På bakgrunn av dette vil det i en investororientert analyse være hensiktsmessig å inkludere både markedsrisikoen og selskapsrisikoen.

På kreditorsiden vil det for en långiver være kredittrisikoen som er den relevante risikoen. Kredittrisikoen blir betegnet som risikoen for helt eller delvis mislighold av et lån pluss avtalt rentebetaling, som fører til tap for långiver. Denne kredittrisikoen deles videre inn i konkursrisikoen til selskapet, og kredittrisikoen til lånet ved forventet tap på lånet ved konkurs. Kredittrisikoen blir for långiver ansett som systematisk da den ikke kan diversifiseres bort, og dermed er selskapsesifikk risikoanalyse alltid relevant for både en investor- og kreditororientert analyse.

Etter som vi bruker bransjegjennomsnittet som en benchmark i sammenligningen av forholdstallene må vi regne ut dette for videre analyseformål. I vår analyse har vi valgt å regne ut gjennomsnittet av de komparative selskapene for så å skape en samlet balanse og resultat for bransjen. Det er disse tallene vi tar utgangspunkt i når vi regner ut forholdstallene for bransjen.



6.1 Analyse av kortsiktig risiko – Likviditetsanalyse

I dette delkapitlet skal vi analysere NRS sin kortsiktige kredittrisiko gjennom en likviditetsanalyse. En likviditetsanalyse har som formål å analysere risikoen for at selskapet ikke klarer å betale krav etter hvert som de forfaller og på kort sikt havner i en likviditetskrise med fare for konkurs. I en slik analyse er det ulike forhold som avdekkes gjennom ulike deler i rammeverket; gjeldsdekning i balansen, gjeldsdekning gjennom resultat og kontantstrøm og gjeldsdekning i fremtiden. I vår analyse skal vi starte med likviditetsgradsanalyser og analyse av finansiell gjeldsdekningsgrad i balansen. Vi vil så gjennomføre analyse av gjeldsdekning gjennom resultat og kontantstrøm i form av rentedekningsgrad og analyse av kontantstrøm, for så å vurdere rente- og avdragsdekning ett år frem i tid. Til slutt vil vi avslutte med en supplerende likviditetsanalyse.

Funnene fra forholdstallsanalysene til NRS vil vi så sammenligne med bransjegjennomsnittet for å få en indikasjon på NRS sin kortsiktige risiko. Denne vil sammen med soliditetsanalysen gi grunnlag for en syntetisk rating av NRS sin risiko.

6.1.1 Likviditetsgrad 1

En av de vanligste forholdstallene for analyse av kortsiktig risiko er likviditetsgrad 1. Dette er definert som forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. (Pratt, 2008) Et slikt forholdstall gir en indikasjon på selskapets evne til å dekke gjelden med kortest forfallstid, med sine mest likvide eiendeler. Likviditetsgrad 1 illustreres under:

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

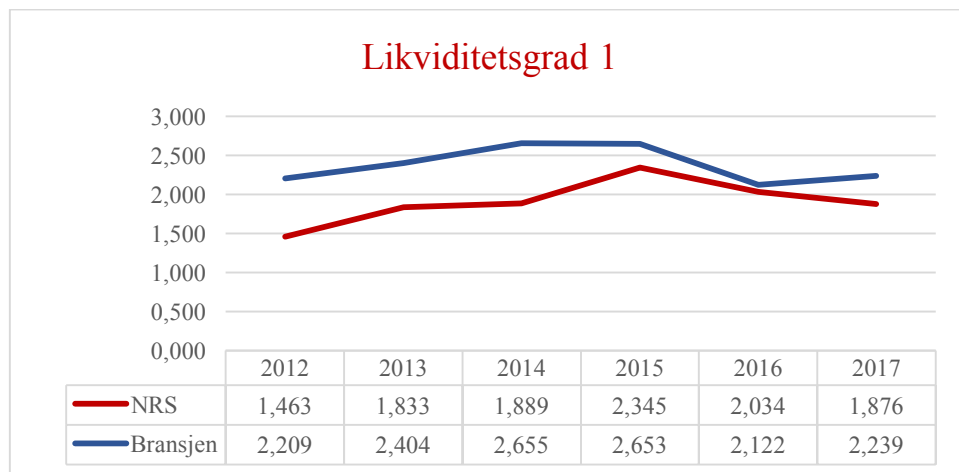
Ved en likviditetsgrad 1 lavere enn 1 vil den kortsiktige gjelden være høyere enn omløpsmidlene, noe som kan tyde på at selskapet har mer kortsiktig gjeld med forfall i året som kommer enn likvide midler for dekning. En slik situasjon indikerer likviditetsrisiko. (Damodaran, 2012) Dersom selskapet har en likviditetsgrad på 1 vil de ha akkurat nok likvide midler til å dekke den kortsiktige gjelden, men ingen marginer for uforutsette hendelser. En gammel tommelfingerregel om likviditetsgrad 1 sier dermed at likviditetsgraden bør være minimum 2 (Pratt, 2008). I følge Damodaran vil nivået på likviditetsgraden likevel være en avveining mellom et ønske om å minimere likviditetsrisikoen, og det å binde opp eiendeler i



selskapet. En for høy likviditetsgrad kan indikere et usunt selskap som sliter med å selge unna varelageret sitt.

I en verdivurdering vil som oftest bransjegjennomsnittet være en bedre målestokk for likviditetsgrad enn et gitt standardmål. Årsaken til dette er de mange ulikhetene som eksisterer mellom bransjer (Pratt, 2008). Generelt vil et selskap med en likviditetsgrad høyere enn bransjen bli ansett som å ha en relativt god likviditet. Dette vil likevel avhenge av om bransjen er i krise eller normal likviditetsposisjon. Dersom bransjen er i en likviditetskrise vil en likviditetsgrad over bransjegjennomsnittet kun gi en indikasjon på at selskapet er ”litt” bedre, og således ikke være en ”god” likviditet.

I oppdrettsbransjen er største delen av omløpsmidlene biologiske eiendeler. På bakgrunn av den lange produksjonstiden vil denne posten i stor grad inneholde laks under produksjon. Ettersom slike omløpsmidler er lite likvide vil omløpshastigheten være lav, noe som gjør at oppdrettsselskapene i utgangspunktet er lite egnet for analyse gjennom likviditetsgrad 1. Det vil dermed være mest hensiktsmessig å bruke bransjegjennomsnittet for målestokk i størst grad.



Figur 6-1 Presentasjon av likviditetsgrad 1

Figur 6-1 illustrerer NRS sin likviditetsgrad i forhold til bransjegjennomsnittet. Vi ser at NRS har hatt en likviditetsgrad over tommelfingerregelen på 2 fra og med 2015, mens bransjen har ligget over 2 alle årene. Årsaken til den høye likviditetsgraden i 2015 er en markant økning i kontantbeholdningen. Videre følger NRS og bransjen samme kurve med en relativt stabil likviditetsgrad over perioden. I sammenligning med bransjegjennomsnittet kan tallene over tyde på at NRS har en likviditetsulempe. Tidsvektet gjennomsnitt for Likviditetsgrad 1 for



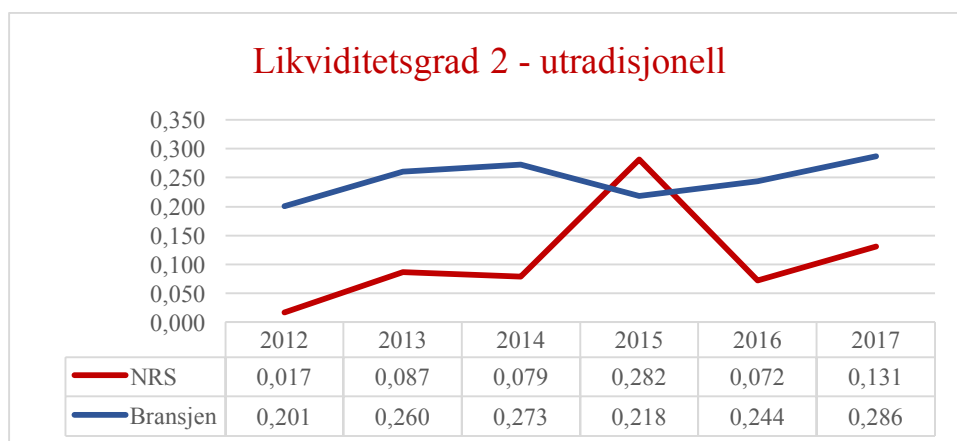
NRS er 1,9, mens tidsvektet bransjegjennomsnitt er 2,38. I 2017 ser vi at kurven er svakt synkende for NRS igjen, i tillegg til at likviditetsgraden er klart lavere enn bransjegjennomsnittet. En slik utvikling tilsier at det kan forekomme likviditetsproblemer fremover.

6.1.2 Likviditetsgrad 2 – ”Utradisjonell”

Likviditetsgrad 2 er forholdstallet mellom de mest likvide omløpsmidlene og kortsiktig gjeld. I rammeverket til Knivsflå er dette forholdstallet presentert på en mer ”utradisjonell” måte enn annen litteratur. Her brukes finansielle omløpsmidler som en indikator på de mest likvide omløpsmidlene. Formelen for likviditetsgrad 2 ”utradisjonell” er illustrert under.

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

Likviditetsgrad 2 skal gi et mer reelt likviditetsmål for selskapet enn likviditetsgrad 1 ved å kun medregne de mest likvide midlene for dekning av gjelden. Tommelfingerregelen for likviditetsgrad 2 er at den bør være minimum 1, men i likhet med likviditetsgrad 1 brukes bransjegjennomsnittet i størst grad ved verdivurdering som en målestokk for hva som blir ansett som et ”godt” forholdstall. (Pratt, 2008).



Figur 6-2 Presentasjon av likviditetsgrad 2 – utradisjonell

Figuren over illustrerer likviditetsgrad 2 for NRS og bransjen. Vi ser av grafen at NRS sin likviditetsgrad ligger under bransjen over hele analyseperioden, bortsett fra i 2015. Årsaken til dette er den samme som i Likviditetsgrad 1. Det store gapet mellom NRS og bransjen styrker antagelsen om en likviditetsrisiko. Videre er det som nevnt over en tommelfingerregel på

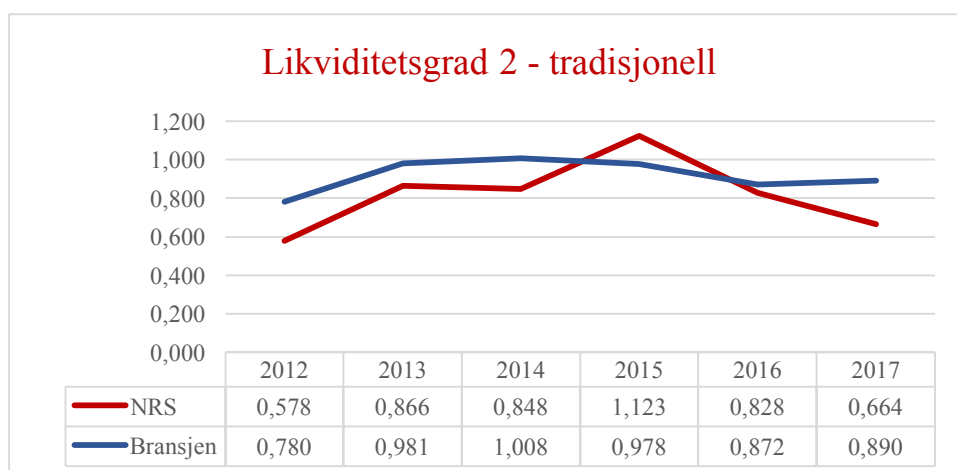


minimum 1 for at likviditetsgraden skal anses som bra. Her ligger både bransjen og NRS godt under dette målet, men som diskutert tidligere er det for oppdrettsbransjen mer egnet å bruke bransjegjennomsnittet som målestokk. Det tidsvektede gjennomsnittet for NRS er på 0,12 og for bransjegjennomsnittet er dette på 0,25. Bransjegjennomsnittet er dermed ca. dobbelt så høyt som NRS sitt forholdstall, noe som reflekterer en likviditetsulempe og samtidig en risiko.

6.1.3 Likviditetsgrad 2 – ”Tradisjonell”

Likviditetsgrad 2 på den tradisjonelle måten er et forholdstall som, i likhet med den utradisjonelle måten, skildrer forholdet mellom selskapets mest likvide omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Metoden kalles ”Quick Ratio” eller ”Acid Test Ratio”, og her brukes ofte omløpsmidler fratrukket varelageret som de mest likvide omløpsmidlene. (Damodaran, 2012) Tommelfingerregelen for et ”godt” likviditetstall er i likhet med den utradisjonelle formelen 1. Likviditetsgrad 2 – ”Tradisjonell” er presentert under.

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



Figur 6-3 Presentasjon av likviditetsgrad 2 – tradisjonell

Som vi ser av figur 6-3 gir likviditetsgrad 2 ”tradisjonell” et bedre resultat for NRS enn den utradisjonelle metoden. Tidsvektet gjennomsnitt for NRS er her 0,83, mens det for bransjegjennomsnittet er på 0,92. Her er dermed NRS nærmere bransjegjennomsnittet, noe som reduserer antagelsen om en likviditetsulempe.

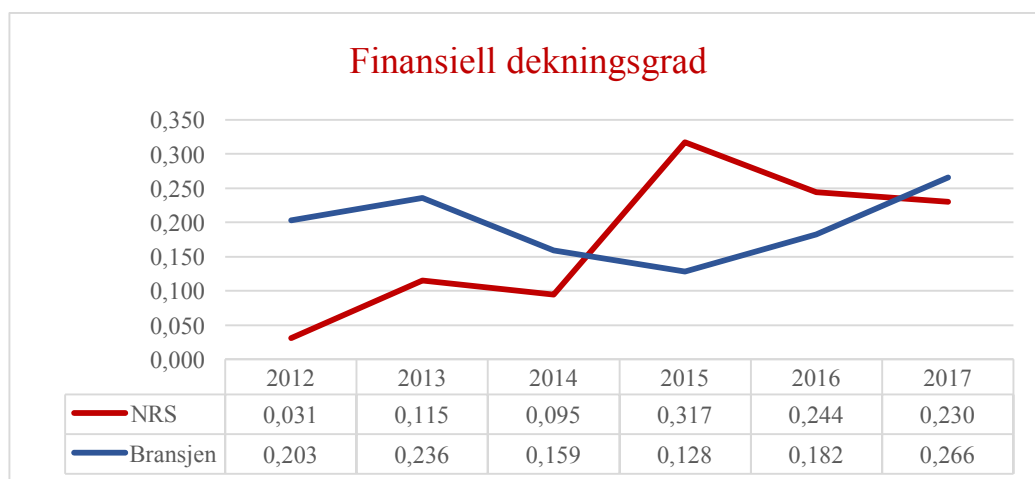


6.1.4 Finansiell gjeldsdekningsgrad

Finansiell gjeldsdekning i balansen er forholdstallet mellom finansielle eiendeler og finansiell gjeld. (Knivsflå, F9, 2018) En finansiell gjeldsdekningsgrad på minimum 1 vil si at selskapet har netto finansielle eiendeler, eller med andre ord nok finansielle eiendeler til å dekke den finansielle gjelden. Dersom de finansielle eiendelene blir for lave, da spesielt de finansielle omløpsmidlene, vil dette øke faren for en likviditetskrise. Det vil derfor være fordelaktig for selskaper med en stor andel av finansielle omløpsmidler i et likviditetsperspektiv da disse er raskt omsettelige. Forholdstallet for den finansielle gjeldsdekningsgraden er illustrert under.

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

Oppdrettsbransjen er som tidligere nevnt en kapitalintensiv bransje som fører til en antagelse om en relativt lav gjeldsdekningsgrad. Det vil dermed være mest hensiktsmessig å bruke bransjegjennomsnittet for å evaluere NRS sin finansielle gjeldsdekningsgrad.



Figur 6-4 Presentasjon av finansiell dekningsgrad

Om vi ser bort i fra 2015 grunnet den unormalt høye kontantbeholdningen, har NRS en finansiell gjeldsdekningsgrad som jevnt over har økt mot bransjegjennomsnittet. Tidsvektet gjennomsnitt for NRS er 0,19 og for bransjen er det på 0,2. Her igjen er selskapet under bransjen i gjennomsnitt, men de har beveget seg nærmere bransjegjennomsnittet som taler positivt for likviditeten.

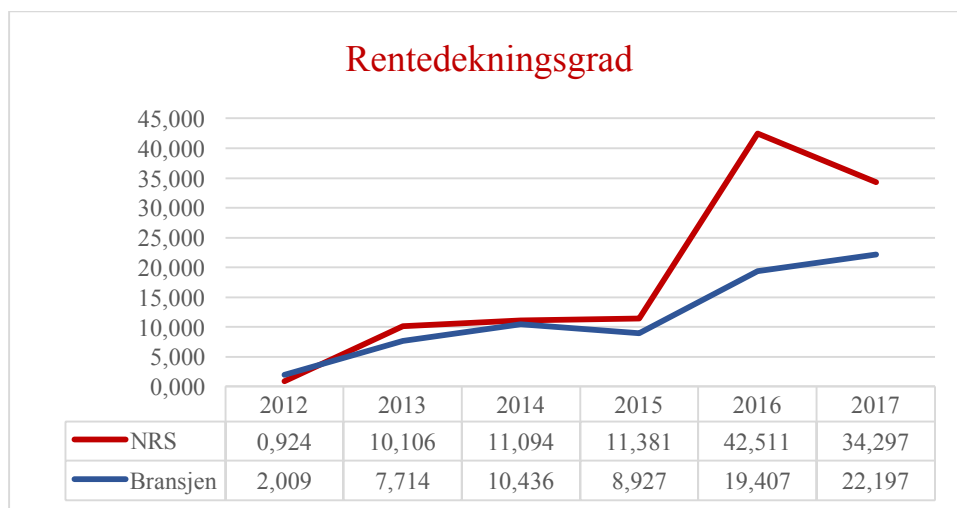


6.1.5 Rentedekningsgrad

Rentedekningsgrad er et forholdstall som viser gjeldsdekning gjennom resultatet ved å beregne forholdet mellom nettoresultat fra sysselsatt kapital og netto finanskostnad. (Pratt, 2008) Forholdstallet for rentedekningsgrad er presentert under.

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Nettoresultat fra sysselsatt kapital}}{\text{Netto finanskostnad}}$$

Jo høyere rentedekningsgraden er, desto bedre er selskapets evne til å dekke finanskostnadene med resultatet. (Damodaran, 2012) Dersom rentedekningsgraden er 1 vil hele nettoresultatet fra driften gå til å dekke rentekostnadene, mens en rentedekningsgrad under 1 indikerer en likviditetsrisiko. Rentedekningsgraden bør som hovedregel være over 2, men dette vil avhenge av rentenivået. Markedet i dag er preget av svært lave rentenivåer som medfører at kravet for nivået på rentedekningsgraden bør oppjusteres.



Figur 6-5 Presentasjon av rentedekningsgrad

Rentedekningsgraden til NRS ligger jevnt over bransjegjennomsnittet i analyseperioden, med en markant økning fra 2015. I 2016 øker dekningsgraden betraktelig, og dette skyldes hovedsakelig økte driftsinntekter. Fra 2015 til 2016 økte driftsinntektene til NRS med hele 131 %, mens i bransjen økte inntektene med 123 %. Et slikt forholdstall indikerer en positiv likviditet for selskapet og således lav risiko.

6.1.6 Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm



Finansiell gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm er forholdet mellom fri kontantstrøm fra sysselsatte eiendeler og fri kontantstrøm til finansielle långivere. (Knivsflå, F9, 2018)

Forholdstallet viser dermed selskapets evne til å generere nok kontanter til å dekke løpende gjeldsforpliktelser, og vil kun være aktuelt dersom selskapet er i en fase der det tilbakebetaler gjeld. Sammensetningen av forholdstallet er presentert under.

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

Alle tall i NOK 1 000						
Omgruppert kontantstrøm	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Netto driftsresultat	23 589	227 658	181 008	205 888	573 188	572 238
Unormalt netto driftsresultat	35 927	75 302	23 635	21 101	225 183	-216 697
Endring i netto driftseiendeler	-108 006	-153 098	-330 045	-16 270	-648 116	-157 321
Fri kontantstrøm fra drift	-48 491	149 862	-125 402	210 719	150 255	198 220
Netto finansinntekter	304	243	683	644	1 352	796
Unormale netto finansinntekter	-3 345	27 030	54 203	32 318	268 333	-107 200
Endring i finansielle eiendeler	-4 506	-40 392	-8 135	-155 345	136 082	-99 134
Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	-56 038	136 743	-78 652	88 336	556 021	-7 318
Netto finanskostnad	-25 868	-22 551	-16 377	-18 147	-13 515	-16 708
Økning i finansiell gjeld	37 991	-68 315	193 263	-997	-348 464	452 442
Netto minoritetsresultat	-3 428	-13 371	-13 936	-7 950	-16 706	-7 878
Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0
Økning i minoritetsinteresser	3 755	13 373	10 424	7 949	-39 696	4 728
Fri kontantstrøm til egenkapital = netto utbetalt utbytte	-43 588	45 879	94 722	69 191	137 640	425 266

Tabell 6-1: Omgruppert kontantstrøm

Tabell 6-1 er en gjengivelse av den omgrupperte kontantstrømmen fra kapittel 5. Som vi ser av posten ”økning i finansiell gjeld” er NRS ikke i en fase der de tilbakebetaler gjeld. Det vil dermed ikke være aktuelt å bruke forholdstallet ”gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm” i videre analyser. Likevel vil en generell analyse av kontantstrømmen gi oss nyttig informasjon om likviditetssituasjonen til NRS. Den frie kontantstrømmen til egenkapitalen har vært positiv i alle årene bortsett fra 2012, noe som taler for en positiv likviditetssituasjon. I 2017 hadde de videre en svært høy kontantstrøm som i hovedsak skyldes opptak av finansiell gjeld. Dersom denne gjelden ikke hadde blitt tatt opp ville kontantstrømmen blitt negativ, noe som indikerer en negativ likviditet for dette året. Vi ser og at selskapet i alle årene har investert i driftseiendeler som trolig er blitt finansiert med kontantstrømmen fra drift.



6.1.7 Rente- og avdragsdekning ett år frem i tid

De likviditetsanalysene vi har gjennomgått til nå har til felles at de alle har et historisk perspektiv ved utregning. I dette avsnittet vil vi forsøke å kartlegge faren for likviditetskrise i nær fremtid ved å se på forholdstall med et mer fremtidsrettet fokus. Den fremtidsrettede rente- og avdragsdekningen er en analyse av selskapets evne til å dekke estimerte renter og avdrag ett år frem i tid med nåværende finansielle eiendeler og fremtidig kontantstrøm. Formelen vi bruker er presentert under.

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

Formålet med en slik analyse er å vurdere faren for at selskapet ikke evner å betale store gjeldsposter som forfaller i nær fremtid. For å vurdere dette vil vi se på et ”worst case”-scenario der NRS ikke har fri kontantstrøm fra sysselsatt kapital til å dekke sine gjeldsforpliktelser. Det medfører et scenario der NRS kun kan bruke sine nåværende finansielle eiendeler for dekning. Vi har i utregningen lagt til grunn at avdrag for 2018 blir det samme som for 2017. Videre har vi estimert netto finanskostnader basert på en normalisert rente på 2,8%. Rente og avdragsdekning ett år frem i tid ble med disse forutsetningene 2,4, som vil si at NRS sine finansielle eiendeler dekker forventede renter og avdrag i 2018 2,4 ganger. NRS vil dermed være i stand til å dekke renter og avdrag uavhengig av den frie kontantstrømmen i 2018.

6.1.8 Supplerende likviditetsanalyse

For å styrke vår likviditetsanalyse ytterligere har vi valgt å ta med et forholdstall som ikke inngår i det fundamentale rammeverket. Forholdstallet vi har valgt å ta med er belåningsreserve.

6.1.8.1 Belåningsreserve

Belåningsreserve er et forholdstall som viser andelen av selskapets ikke-belånte eiendeler som kan stille sikkerhet for nye lån (Dahl, Belåningsreserve i%). Resultatet av forholdstallet gir en indikasjon på hvor god likviditetstilgang NRS har gjennom å øke lån ved behov. Ved en belåningsreserve på 0% vil selskapet være i en situasjon der de er fullt belånt og ikke har mulighet for å stille sikkerhet for ytterligere opptak. En slik situasjon øker likviditetsrisikoen

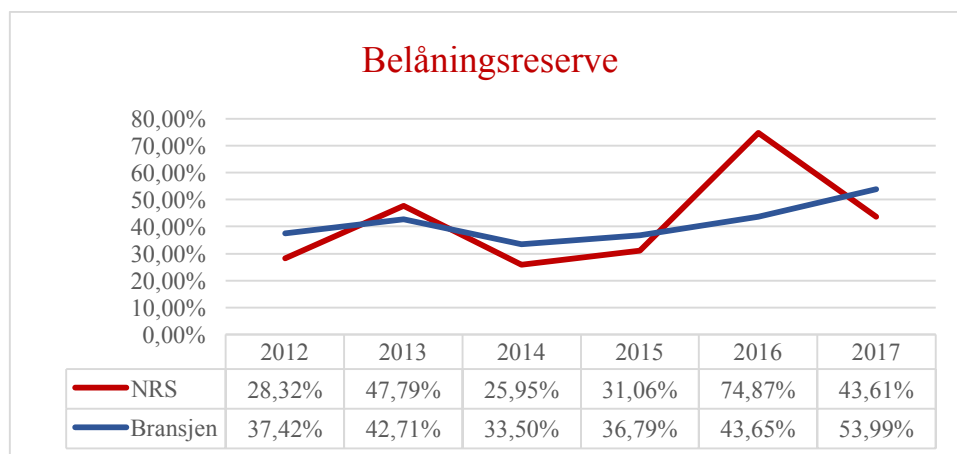
til selskapet. En tommelfingerregel sier at en ”god” belåningsreserve bør være minimum 40%. (Dahl, Belåningsreserve i%) . Formelen for belåningsreserve er presentert under.

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

Ved beregning av belåningsgrunnlaget i forholdstallet har vi benyttet en proSENTSATS for hver av eiendelspostene som representerer andelen sikkerhet for lån de enkelte postene forventes å gi. Disse satsene er gitt på grunnlag av hva vi mener en gjennomsnittlig bank typisk ville krevd i sikkerhet.

Eiendel	Prosentvis dekning
Konsesjoner	50,0 %
Varige driftsmidler	60,0 %
Investeringer i tilknyttede selskap	30,0 %
Varebeholdning	30,0 %
Biologiske eiendeler	40,0 %
Kundefordringer	60,0 %
Andre fordringer	60,0 %
Investeringer i andre selskaper	30,0 %
Eiendeler holdt for salg	30,0 %
Andre langsiktige fordringer	60,0 %

Tabell 6-2: ProSENTSATSER for sikkerhetsstillelse ved lån



Figur 6-6 Presentasjon av belåningsreserve

Figur 6-6 viser utviklingen i belåningsreserven til NRS og bransjen i analyseperioden. Som vi ser i figuren har bransjen hatt en jevn økning fra 2012, mens NRS har opplevd mer svingninger. I 2016 toppet belåningsreserven seg til NRS på grunn av nedbetaling av gjeld, mens i 2017 sank den igjen grunnet opptak av ny rentebærende gjeld. I 2013, 2016 og 2017 lå



NRS og bransjen over tommelfingerregelen på 40%, mens de i 2012, 2014 og 2015 lå under. De seneste årene viser en positiv utvikling av belåningsreserven, noe som taler for god likviditet.

6.2 Analyse av langsiktig risiko – Soliditetsanalyse

En soliditetsanalyse har som formål å analysere og kvantifisere selskapets evne til å tåle tap i fremtiden basert på selskapets økonomiske ressurser. Soliditetsrisiko er risikoen for at selskapet ikke innehar nok ressurser til å klare en lenger periode med tap. (Knivsflå, F9, 2018)

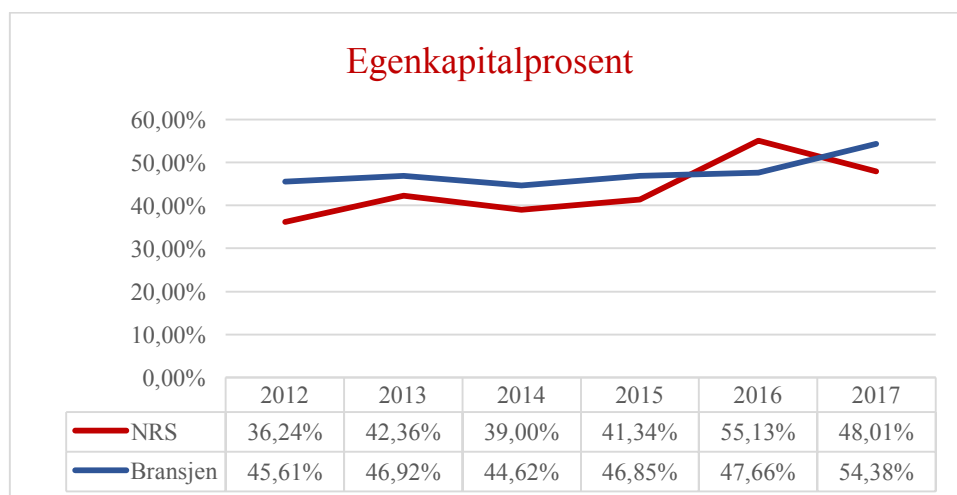
I vår soliditetsanalyse skal vi først regne ut forholdstallene egenkapitalprosent og driftsrentabilitet, for så å analysere NRS sin kapitalstruktur.

6.2.1 Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosent er definert som forholdet mellom selskapets egenkapital og total kapital, og måler andelen av selskapets eiendeler som er finansiert med egenkapital (Pratt, 2008). En høy egenkapitalprosent indikerer et selskap som er godt rustet til å tåle fremtidig tap og fører således til en lav kredittrisiko. Formelen for egenkapitalprosent er presentert under.

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{EK}{TK} = \frac{EK}{SSG+DG} = \frac{EK}{NDK+FE+DG}$$

Høy egenkapitalprosent medfører at långiverne har større sannsynlighet for å få dekning for sitt utlån og på den måten er mer skjermet for tap. Mange långivere bruker dermed ønsket egenkapitalprosent som krav for sine lån i form av covenants.



Figur 6-7 Presentasjon av egenkapitalprosent

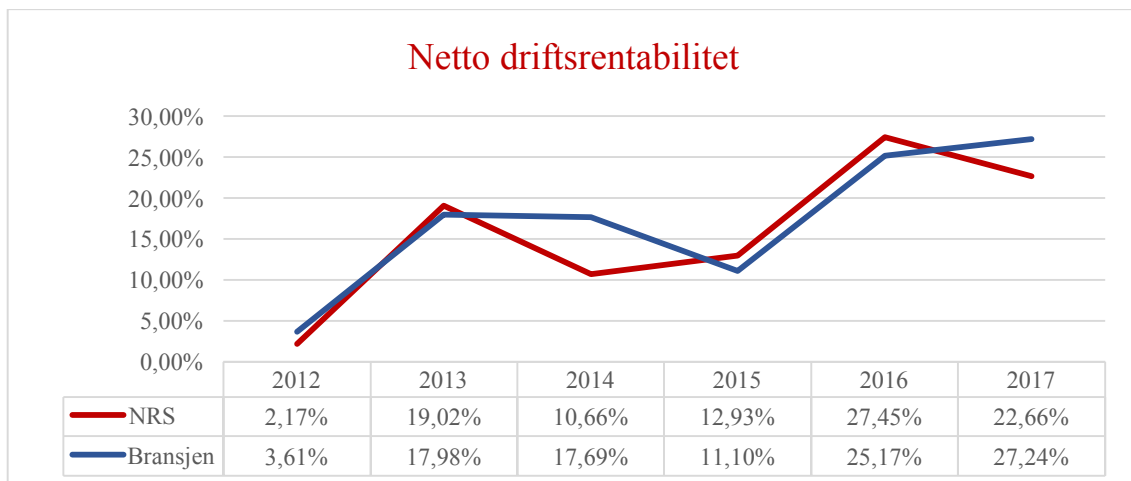


Som vi kan se av figur 6-7 har NRS og bransjen hatt jevnt over en høy egenkapitalprosent med jevn stigning. Tidsvektet egenkapitalprosent over analyseperioden er for NRS på 44,62 % og for bransjen på 48,01 %. I forhold til bransjen ligger dermed NRS under gjennomsnittet, men likevel med det som kan anses som en god egenkapitalprosent i forhold til normalt covenantkrav i oppdrettsbransjen på 30 %. Samlet sett tyder således egenkapitalprosenten til NRS på en god soliditet i selskapet.

6.2.2 Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet viser nivået på avkastningen av selskapets netto driftseiendeler. Forholdstallet viser dermed lønnsomheten av driften til selskapet. Dersom selskapet har en ulønnsom drift vil dette påvirke egenkapitalen på lang sikt, og forholdstallet inngår dermed i den langsiktige soliditetsanalysen. Formelen for utregning er presentert under.

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



Figur 6-8 Presentasjon av netto driftsrentabilitet

Figuren over viser utviklingen av lønnsomheten for NRS og bransjen. Som vi ser har både bransjen og NRS hatt en jevn positiv utvikling de senere årene. NRS hadde høyeste lønnsomhet i 2016 grunnet den tidligere nevnte økningen i netto driftsinntekter med 131%, mens bransjen har klart høyeste lønnsomhet i 2017. Årsaken til veksten i bransjen de siste årene, og da spesielt i 2017, skyldes i hovedsak en økning i driftsinntektene på 108% hos bransjen. NRS opplevde ikke samme lønnsomhetsvekst i 2017 grunnet en reduksjon i driftsresultatet. Tidsvektet bransjegjennomsnitt ligger på 18,40%, mens NRS sitt gjennomsnitt



er på 17,06%. Hvis vi ser bort fra toppåret i bransjen på 2017 har NRS ligget tett på bransjegjennomsnittet i perioden, som taler for en god lønnsomhet. Likevel gir gapet mellom bransjen og NRS i 2017 en indikasjon på at NRS i forhold til bransjen har en dårligere lønnsomhets- og soliditetsutvikling.

6.2.3 Analyse av kapitalstruktur

En analyse av kapitalstrukturen til et selskap, i form av en statisk finansieringsanalyse, gjennomføres ved å kartlegge hvordan selskapets eiendeler er finansiert på et gitt tidspunkt. (Knivsfå, F9, 2018) Ulik finansiering medfører ulik grad av risiko slik at en analyse av kapitalstrukturen gir en indikasjon på den langsiktige risikoen til selskapet. Generelt vil det medføre lavere risiko for et selskap desto mer som er finansiert med langsiktige midler. Motsatt vil det ved stor grad av kortsiktig finansiering oppstå en høyere risiko med påfølgende lav soliditet. Den minst risikable og mest solide finansieringen er finansiering med egenkapital. (Knivsfå, F9, 2018) I det følgende skal vi analysere NRS sin kapitalstruktur for å vurdere selskapets langsiktige risiko basert på finansieringen. Vi vil så sammenligne finansieringen deres med bransjegjennomsnittet.

Resultatet av vår analyse har vi plottet inn i en finansieringsmatrise. En finansieringsmatrise er en matrise som er satt opp slik at eiendelene er rangert etter illikviditet og kapitalen er rangert etter hvor langsiktig den er. Dersom kurven i matrisen raskt går til bunnen viser dette at selskapet har en lite risikabel og solid finansiering. (Knivsfå, F9, 2018) Vi har valgt å analysere på bakgrunn av rapporterte tall per 31.12.2017 og tabellene viser resultatet både i absolutte og prosentvise tall.

Norway Royal Salmon ASA 2017 Absolutte tall	Egenkapital	Minoritets- interesser	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
Driftsrelaterte AM	1 773 403						1 773 403
Finansielle AM	33 007						33 007
Driftsrelaterte OM	6 857	37 762	381 285	461 241	818 991	190 838	1 896 974
Finansielle OM						151 779	151 779
Totalkapital	1 813 267	37 762	381 285	461 241	818 991	342 617	3 855 163

Tabell 6-3 Presentasjon av kapitalstrukturen til NRS i absolutte tall



Norway Royal Salmon ASA 2017 Prosentvise tall							
	Egenkapital	Minoritets- interesser	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
Driftsrelaterte AM	100 %						46,00%
Finansielle AM	100 %						0,86%
Driftsrelaterte OM	0,36%	1,99%	20,10%	24,31%	43,17%	10,06%	49,21%
Finansielle OM						100%	3,94%
Totalkapital	47,03%	0,98%	9,89%	11,96%	21,24%	8,89%	100%

Tabell 6-4: Presentasjon av kapitalstrukturen til NRS i prosentvise tall

Som det fremgår av tabell 6-3 og 6-4 er både de driftsrelaterte anleggsmidlene og de finansielle anleggsmidlene i sin helhet dekket av egenkapitalen. En slik finansiering vil være svært positiv ettersom disse eiendelene er ansett som de minst likvide eiendelene i et selskap. Når det kommer til de driftsrelaterte omløpsmidlene er ca. 47% dekket av langsiktig finansiering i form av i hovedsak langsiktig driftsrelatert gjeld og langsiktig finansiell gjeld, mens de resterende omløpsmidlene er dekket av kortsiktig gjeld. Videre er de finansielle omløpsmidlene i sin helhet dekket av kortsiktig finansiell gjeld. Totalt sett ser vi at ca. 47% av eiendelene er finansiert med egenkapital, mens omtrent 30% av eiendelene er finansiert med kortsiktig gjeld. Her er det positivt at egenkapitalfinansieringen er så høy, men urovekkende at en så stor andel som 30 % er dekket av kortsiktig finansiering. En stor andel av kortsiktig finansiering reduserer soliditeten til NRS og øker likviditetsrisikoen. Likevel er det positivt at den kortsiktige gjelden kun dekker de mest likvide eiendelene i form av omløpsmidler.

Vi skal videre sammenligne kapitalstrukturen til NRS med bransjegjennomsnittet for å få en målestokk på hvor god finansieringen er. Bransjen sin finansieringsmatrise er presentert i tabell 6-5.

Oppdrettsbransjen							
	Egenkapital	Minoritets- interesser	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
Driftsrelaterte AM	100%						51,94%
Finansielle AM	100%						0,29%
Driftsrelaterte OM	2,30%	2,77%	21,85%	41,53%	31,55%		42,40%
Finansielle OM					31,32%	68,68%	5,37%
Totalkapital	53,20%	1,17%	9,26%	17,61%	15,06%	3,69%	100%

Tabell 6-5 Presentasjon av kapitalstrukturen til oppdrettsbransjen



Vi ser av tabell 6-5 at bransjen har, i likhet med NRS, 100% egenkapitalfinansiering av driftsrelaterte- og finansielle anleggsmidler. Videre er de driftsrelaterte omløpsmidlene hovedsakelig finansiert av langsiktig finansiering og ca. 32% blir finansiert med kortsiktig gjeld. Totalt blir ca. 19% av eiendelene til bransjen finansiert med kortsiktig gjeld. Dette er klart lavere enn NRS sin dekning på ca. 30%. Samlet sett har dermed NRS tilnærmet lik kapitalstruktur som bransjen, men den er noe dårligere enn bransjen grunnet den kortsiktige finansieringen.

6.3 Oppsummering syntetisk rating

Vi skal nå oppsummere funnene fra den kortsiktige- og langsiktige risikoanalysen ved å gi en karakter på selskapets risiko gjennom syntetisk rating. Syntetisk rating er en form for simulert rating der man plasserer selskapet i en risikoklasse basert på forholdstallsanalyser, og på den måten kan si noe om selskapets konkurssansynlighet. (Knivsfå, F9, 2018)

I vår oppgave tar vi i bruk Standard & Poor's karaktersetting for syntetisk rating. Her brukes en karakterskala fra D til AAA, der D er dårligst og AAA er best.

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 0,320	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 -0,002
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 6-6 Standard og Poor's karaktersetting for syntetisk rating

I det fundamentale rammeverket brukes fire forholdstall som samlet gir en indikasjon på ratingen. Disse fire forholdstallene er; likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad etter skatt,



egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. De ulike forholdstallene er blitt beregnet i dette kapitlet og er gjengitt i tabell 6-7 og 6-8. Forholdstallene vi har regnet ut er utgangspunktet for ratingen av NRS. Den endelige ratingen av selskapet vil også bestå av den samlede risikoanalysen, inkludert den strategiske risikoen.

Norway Royal Salmon	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet gjennomsnitt
Likviditetsgrad 1 Rating	1,463 BBB	1,833 BBB	1,889 BBB	2,345 BBB	2,034 BBB	1,876 BBB	1,943 BBB
Rentedekningsgrad Rating	0,924 B	10,106 AA	11,094 AA	11,381 AA	42,511 AAA	34,297 AAA	20,813 AAA
Egenkapitalprosent Rating	36,24 % BB	42,36 % BBB	39,00 % BBB	41,34 % BBB	55,13 % A	48,01 % BBB	44,62 % BBB
Netto driftsrentabilitet Rating	2,17 % CCC	19,02 % A	10,66 % BBB	12,93 % A	27,45 % AA	22,66 % AA	17,06 % A
Sum	BB	A	BBB	A	AA	A	BBB

Tabell 6-7 Syntetisk rating Norway Royal Salmon ASA

Bransjen	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet gjennomsnitt
Likviditetsgrad 1 Rating	2,209 BBB	2,404 A	2,655 A	2,653 A	2,122 BBB	2,239 BBB	2,381 A
Rentedekningsgrad Rating	2,009 BBB	7,714 AA	10,436 AA	8,927 AA	19,407 AAA	22,197 AAA	13,003 AAA
Egenkapitalprosent Rating	46,92% BBB	49,55% BBB	44,62% BBB	46,85% BBB	47,66% BBB	54,38% BBB	48,01% BBB
Netto driftsrentabilitet Rating	3,61% B	17,98% A	17,69% A	11,10% BBB	25,17% AA	27,24% AA	18,40% AA
Sum	BBB	A	A	A	A	A	A

Tabell 6-8 Syntetisk rating i oppdrettsbransjen

NRS har, som vi ser av tabell 6-7, en tidsvektet gjennomsnittlig rating på BBB. En slik rating tilsvarer en konkurssansynlighet på 0,26%. Videre har bransjen en tidsvektet gjennomsnittsrating på A, som tilsvarer konkurssansynlighet på ca. 0,1%. NRS har dermed en større kredittrisiko enn bransjen basert på den syntetiske ratingen. Etter som NRS ikke er blitt ratet hos noen av ratingselskapene som Standard & Poor's eller Moody's kan vi ikke bruke dette som sammenligningsgrunnlag.

Årsaken til at NRS har en lavere rating enn bransjen er grunnet lavere nøkkeltall over hele analyseperioden. Det medfører at NRS er mindre solid og har større konkurssansynlighet enn bransjegjennomsnittet. Et slikt resultat gjenspeiler konklusjonene våre fra den strategiske analysen i kapittel 4. Men, på tross av at NRS har en lavere rating enn bransjen er det ingenting som tyder på at de står ovenfor risiko for nær konkurs. Vi mener dermed at en rating på BBB kan forsvares.



7 Historisk avkastningskrav

I det følgende kapitlet skal vi regne ut NRS sitt historiske avkastningskrav, som senere vil bli brukt i lønnsomhetsanalysen i kapittel 8. Avkastningskrav brukes i en fundamental verdivurdering som en målestokk for rentabilitet og som diskonteringsrente for verdi. Ved målestokk for rentabilitet brukes avkastningskravet for å vurdere lønnsomheten av investeringen, der selskapet kun vil være lønnsom dersom rentabiliteten er høyere enn avkastningskravet. Videre brukes avkastningskravet som en diskonteringsrente for å regne ut verdien av et selskap i dag. For en investor vil kravet til avkastning for en investering gjenspeile forventet avkastning på tilsvarende risikable investeringer (Dahl , Hansen, Kinserdal, & Hoff, 2004).

Vi starter dette kapitlet med å presentere teorien for avkastningskrav. Videre vil vi gjennomgå kravet til egenkapitalen og minoritetsinteresser. Her utdyper vi risikofri rente, risikopremie, egenkapitalbeta og likviditetspremie. Helt til slutt presenteres de finansielle kravene og selskapskapitalkravet.

7.1 Teori for avkastningskrav

Vi har to modeller i vårt rammeverk som er relevante for beregning av avkastningskravet til egenkapitalen; faktormodellen og kapitalverdimodellen. Videre brukes selskapskapitalmetoden (WACC) for å beregne avkastningskravet til sysselsatt kapital og netto driftskapital. I det følgende delkapitlet vil vi presentere disse tre modellene.

7.1.1 Faktormodellen

Faktormodellen brukes med en forutsetning om at det kun er de systematiske risikofaktorene som er relevant, slik at man i likevekt kun får betalt for denne typen risiko. (Knivsfå, F10, 2018) I denne modellen beregnes avkastningskravet som et uttrykk for hva en tilsvarende risikabel investering ville gitt i avkastning. Formelen er presentert under.

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

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



7.1.2 Kapitalverdimodellen

Kapitalverdimodellen (CAPM) er et spesialtilfelle av faktormodellen. Modellen er den eldste og mest brukte modellen for beregning av avkastningskrav, og er basert på noen grunnleggende forutsetninger. (Damodaran, 2012) Her forutsettes et perfekt marked der investorene kun får kompensasjon for den systematiske markedsrisikoen, etter som den usystematiske risikoen diversifiseres bort. Her vil kravet til egenkapitalavkastningen tilsvare risikofri rente i tillegg til premie for den systematiske risikoen. Formelen for utregning er presentert under.

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

r_f = risikofri rente, β_{EK} = mål på systematisk risiko, r_m = markedsavkastningen, $r_m - r_f$ = markedsrisikopremien

7.1.3 Selskapskapitalmetoden (WACC)

Selskapskravet består av et vektet gjennomsnitt av avkastningen fra de ulike finansieringskildene i et selskap. (Kaldestad & Møller, 2016) Årsaken til vektingen er at ulike finansieringskilder bærer ulik risiko og verdi. Forventet avkastningen fra de enkelte kildene beregnes dermed på bakgrunn av hva en investor ville krevd ved en alternativ investering med lik risiko. Summen av forventede avkastninger utgjør så det samlede selskapskravet. (Kaldestad & Møller, 2016) Selskapskravet kan videre deles inn i sysselsatt kapital og netto driftskrav som vist under.

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

ssk = sysselsatt kapitalkrav, ekk =egenkapitalkrav, EK =egenkapital, SSK =sysselsatt kapital, mik =minoritetskrav, MI =minoritet, fgk =finansielt gjeldskrav, FG =finansiell gjeld

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

ndk = netto driftskrav, NDK = netto driftskapital

7.2 Krav til egenkapital og minoritet

Vi vil i vår analyse ta i bruk kapitalverdimodellen (CAPM) med enkelte justeringer for beregning av avkastningskravet. Ettersom egenkapitalrentabiliteten er en nominell rente etter skatt må vi justere alle komponentene til nominelle størrelser etter skatt. Dette gjør vi for å skape et konsistent sammenligningsgrunnlag for analysen. Videre er kapitalverdimodellen som tidligere nevnt er en modell som bygger på forutsetningen om et perfekt marked. Da vi ønsker å beregne på bakgrunn av en reell markedssituasjon vil vi legge inn en forutsetning om



at kapitalmarkedet er preget av en viss markedssvikt. Dette gjøres ved å legge til en illikviditetspremie, ilp_{EK} i modellen. Videre bærer minoritetsinvesteringer ofte preg av å være ”låst inne” i tillegg til en illikviditetsfaktor. Dette blir uttrykt gjennom leddet ilp_{MI} . Formlene vi skal bruke er presentert under, og representerer således egenkapitalkravet og minoritetskravet uttrykt gjennom kapitalverdimodellen.

$$ekk = r_f * (1 - s) + \beta_{EK} * mrp + ilp_{EK}$$
$$mik = ekk_{CAPM} + ilp_{MI}$$

For å finne egenkapitalkravet i praksis må vi regne ut et estimat på risikofri rente etter skatt, markedsrisikopremien, egenkapitalbetaen og illikviditetspremien. Disse faktorene vil vi gå gjennom i det følgende, for så å oppsummere delene i et samlet egenkapital- og minoritetskrav.

7.2.1 Risikofri rente

En investering blir ansett som risikofri dersom investor med sikkerhet vet at den forventede avkastningen tilsvarer den faktiske avkastningen. (Damodaran, 2012) Damodaran mener det er to grunnleggende forhold som må være til stede for at dette skal bli oppfylt; det kan ikke foreligge risiko for mislighold, og det kan ikke eksistere en reinvesteringsrisiko. Han mener statsobligasjoner er det nærmeste en kommer for å oppfylle disse kriteriene. Etter rammeverket vil og en 3 mnd effektiv Nibor- rente kunne brukes som grunnlag. Nibor- renten er lånerenten bankene bruker seg i mellom.

Ved valg av grunnlag for den risikofrie renten må det vurderes om det skal brukes kort eller lang rente. Valget av lengde vil ha en viss betydning for avkastningskravet, slik at det er viktig å gjennomføre en nøye vurdering av dette. (Kaldestad & Møller, 2016). På den ene siden er en kort rente, i motsetning til en lang rente, ikke påvirket av likviditetspremie eller risikopremie knyttet til inflasjonsrisiko. På den andre siden kan en kort rente svinge mye mer i tid enn en lang rente slik at avkastningskravet blir mer ustabil. (Kaldestad & Møller, 2016) Valget av lengde blir dermed en avveining mellom mulig ustabilitet og påvirkning av ulike premier på renten.



Ettersom vi følger det fundamentale rammeverket i vår verdivurdering vil vi legge til grunn 3 måneders effektiv NIBOR- rente i vår videre utregning. Som nevnt ovenfor er en risiko ved valg av kort rente at den kan være ustabil. Det vil dermed være viktig å være klar over dette i analysen. Det vil også alltid foreligge en viss risiko for at banken kan gå konkurs, slik at det vil være viktig å inkludere denne risikoen i utregningen. Dette gjør vi ved å trekke fra en kort risikopremie basert på gjennomsnittlig rating hos banker. (Knivslå, F10, 2018) Vår utregning av den risikofrie renten er vist i tabell 7-1 under.

Risikofri rente	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Gjennomsnitt
NIBOR 3- mnd	0,019	0,017	0,016	0,014	0,012	0,011	0,015
Kreditrisikopremie, bank (AA)	0,006	0,006	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
Risikofri rente før skatt	0,014	0,011	0,011	0,008	0,007	0,006	0,009
Skatt	0,004	0,003	0,003	0,002	0,002	0,001	0,003
Risikofri rente etter skatt	0,009	0,008	0,008	0,006	0,005	0,004	0,006

Tabell 7-1 Risikofri rente 2012-2018 (Norges Bank, 2018)

Fra beregningene i tabellen over kan vi se at Nibor 3mnd- renten har en fallende kurve fra 2012 til 2017, med en gjennomsnittlig rente på 1,5%. Årsaken til dette fallet er i hovedsak den reduserte styringsrenten i Norge. Om vi sammenligner med den gjennomsnittlige 10 års statsobligasjonen var den i 2017 på 1,6 %, med en kreditrisikopremie med rating AAA (Norges Bank, 2018). Om vi hadde brukt dette grunnlaget ville vi fått en høyere risikofri rente enn ved Nibor- renten, som igjen hadde ført til et høyere avkastningskrav. Et høyere avkastningskrav ville videre endret våre beregninger i kapittel 8. Til tross for denne forskjellen mellom Nibor- renten og statsobligasjonen velger vi å bruke samme grunnlag som rammeverket; 3 mnd- Nibor rente.

7.2.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er definert av Kaldestad og Møller som ”meravkastningen finansielle investorer i aksjemarkedet forventer å få sammenlignet med den risikofrie renten”. (Kaldestad & Møller, 2016) Det eksisterer tre ulike måter å beregne markedsrisikopremien på. De ulike metodene er å bruke en historisk risikopremie, ved å estimere en implisitt markedspremie eller via spørreundersøkelse. I vår analyse vil vi bruke den historiske metoden for utregning. Formelen for markedets risikopremie er vist under.

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



Ved utregning av markedets risikopremie må vi bruke normalisert markedspremie for å skape konsensus med egenkapitalrentabiliteten. Tallene vi har brukt tar utgangspunkt i Knivsfå sine utregninger i forelesning 9. (Knivsfå, F10, 2018)

Markedets risikopremie	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Snitt
Årlig risikopremie, kort sikt	0,040	0,042	0,041	0,042	0,041	0,042	0,041
* Vekt	0,667	0,667	0,667	0,667	0,667	0,667	0,667
+ Årlig risikopremie, lang sikt	0,064	0,067	0,066	0,066	0,067	0,069	0,067
* Vekt	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333
Løpende risikopremie	0,048	0,050	0,050	0,050	0,050	0,051	0,050

Tabell 7-2 Markedets risikopremie (Knivsfå, F10, 2018)

Som vi ser av tabellen er gjennomsnittlig normalisert risikopremie over analyseperioden 5,0%. En undersøkelse gjennomført av PwC i samarbeid med NFF viste at markedsrisikoen i det norske markedet fra 2011 til 2016 i snitt ligger på 5% (PwC, 2016). Videre konkluderer Kaldestad og Møller i sin bok med at over tid vil markedets risikopremie ligge i intervallet 4%-5%. (Kaldestad & Møller, 2016) Estimateret vårt på 5,0% virker dermed som et rimelig estimat på markedets risikopremie.

7.2.3 Egenkapitalbeta - gjennomsnittlig

Beta er et mål på risikoen til en enkeltaksje relativ til aksjemarkedet, samt hvor eksponert selskapet er for den generelle markedsrisikoen. (Kaldestad & Møller, 2016) Størrelsen på et selskaps beta bestemmes av aksjekursens relative volatilitet i forhold til aksjemarkedet. En gjennomsnittlig egenkapitalbeta for børsnoterte selskaper ligger på 1, som vil si at aksjen gjennomsnittlig svinger i takt med totalindeksen (Dahl, Hansen, Kinserdal, & Hoff, 2004). En egenkapitalbeta på 0 vil tilsi en risikofri plassering. Således vil en egenkapitalbeta på over 1 tilsi at selskapet har en forventet større risiko og avkastning enn det gjennomsnittlige aksjemarkedet. En egenkapitalbeta på under 1 vil dermed tilsi en forventet lavere risiko og avkastning.

Det finnes ulike metoder for å estimere betaen til et selskap. Børsnoterte selskaper med gode nok kursdata har mulighet til å estimere beta med grunnlag i historiske kursdata. NRS i likhet med deres komparative selskaper er notert på børs, og vi vil dermed nytte oss av metoden med historiske kursdata i vår verdivurdering. Markedsindeksen vår vil videre være Oslo Børs



sin indeks grunnet selskapenes notering. For å finne egenkapitalbetaen gjennomfører vi en regresjon av NRS og de komparative selskapene. Regresjonen bygger på månedlige historiske kursdata vurdert opp mot Oslo Børs indeksen, og tallene er hentet fra Bloomberg 20.03.2018. Resultatet av regresjonen kan vi se i tabell 7-3 under.

Regresjonsstatistikk	
Multipel R	0,252630817
R-kvadrat	0,06382233
Justert R-kvadrat	0,050448363
Standardfeil	0,102527674
Observasjoner	72

	fg	SK	GK	F	Signifikans-F
Regresjon	1	0,050164285	0,050164285	4,772131643	0,032275094
Residualer	70	0,735834678	0,010511924		
Totalt	71	0,785998964			

	Koeffisienter	Standardfeil	t-Stat	P-verdi	Nederste 95%	Øverste 95%	Nedre 95,0%	Øverste 95,0%	
Skjæringspunkt	0,030836108	0,012660244	2,435664582	0,017413809	0,005586047	0,056086168	0,005586047	0,056086168	
	0,010743429	0,833181823	0,381402538	2,184520918	0,032275094	0,072498446	1,593865201	0,072498446	1,593865201

Tabell 7-3 Presentasjon av regresjonsanalyse

Vi kan se av tabell 7-3 at NRS sin egenkapitalbeta er 0,83. Etersom betaen ligger under 1 vil det tilsi at NRS er relativt mindre volatil enn aksjemarkedet, og en økning i indeksen på Oslo Børs på 1% tilsvarer en økning i NRS sin kurs på 0,83%. Teorien knyttet til egenkapitalbeta sier at på lang sikt vil egenkapitalbetaen tendere til å gå mot 1. Videre er Oslo Børs i stor grad preget av Statoil med en reell egenkapitalbeta på over 1. Dette fører til at selv veldiversifiserte selskaper vil ligge under 1 målt mot indeksen. (Kaldestad & Møller, 2016) For å gjøre resultatet av regresjonsanalysen mer normalisert ønsker vi dermed å justere betaen. Justeringen gjøres på bakgrunn av følgende formel, og resultatet av justeringen kan vi se i tabell 7-4.

$$\beta^* = \frac{2}{3} * \beta + \frac{1}{3} * 1,00$$

	Norway Royal Salmon	Grieg Seafood	Marine Harvest	SalMar	Lerøy Seafood Group	Vektet snitt
EK- beta	0,833	0,603	0,354	0,362	0,517	0,039
EK- beta, justert	0,889	0,736	0,570	0,574	0,678	0,620

Tabell 7-4 Presentasjon av egenkapitalbeta



7.2.4 Egenkapitalbeta - årlig

Den justerte egenkapitalbetaen beregnet over er en gjennomsnittlig egenkapitalbeta. I verddivurderingen vår trenger vi imidlertid den årlige egenkapitalbetaen for å kunne regne ut et årlig avkastningskrav. Utregningen av egenkapitalbetaen bygger på formelen under, og bruk av denne bygger på visse forutsetninger. Første forutsetning er at beta til egenkapitalen tilsvarer beta til minoriteten. Videre bygger formelen på Miller-Modigliani sitt teorem om at netto driftsbeta er konstant over analyseperioden. Vi kan nå bruke formelen for å beregne netto driftsbeta basert på vektet snitt. I avsnitt 7.3.6 blir netto finansiell gjeldsbeta (β_{NFG}) regnet ut, og resultatet av dette er medregnet i tabellen. Årlig egenkapitalbeta blir således regnet ut residualt.

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

I tabell 7-5 under ser vi den årlige egenkapitalbetaen til NRS.

Netto driftsbeta	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
Egenkapitalbeta	1,249	0,979	1,032	0,876	0,715	0,821	0,889
* EK/NDK	0,461	0,595	0,565	0,669	0,860	0,746	0,672
+ Egenkapitalbeta	1,249	0,979	1,032	0,876	0,715	0,821	0,889
* MI/NDK	0,037	0,044	0,040	0,044	0,015	0,015	0,031
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,008	0,001	0,004	0,005	0,002	0,004	0,004
* NFG/NDK	0,502	0,361	0,395	0,287	0,124	0,239	0,297
= Netto driftsbeta	0,626	0,626	0,626	0,626	0,626	0,626	0,626

Tabell 7-5 Presentasjon av årlig egenkapitalbeta

7.2.5 Likviditetspremie

Når en investor investerer i en aksjepost ønsker vedkommende å ha mulighet til å likvidere posisjonen ved behov. Dette kan både være et resultat av et behov for mer likvide midler eller for å endre portefolien sin. (Damodaran, 2012) Likviditetspremie (illikviditetspremie) er kompensasjonen som tilsvarer risikoen for at investor ikke får likvidert aksjen. (Kaldestad & Møller, 2016) Da likviditetspremiene varierer mye blant selskaper og kjøpere, er det ikke mulig å lage en enkel teori for beregning eller noen god tommelfingerregel. Beregningen bygger dermed i stor grad på skjønn. (Damodaran, 2012) Faktorer som påvirker likviditetspremien, og således er viktig å ta med i en skjønnsvurdering, er blant annet graden av markedssvikt, innlåsing i den aktuelle aksjen, størrelse og selskapsespesifikk risiko. (Knivsflå, F10, 2018)



Først og fremst er NRS et relativt stort selskap notert på Oslo Børs. Dette gjør at aksjen i utgangspunktet er lett omsettelig, noe som taler for en lav likviditetspremie. Videre er eierstrukturen fordelt mellom flere mindre aksjonærer, med Gåsø Næringsutvikling AS som største aksjonær med 15,56% eierandel. På bakgrunn av en samlet vurdering mener vi at likviditetspremien til majoriteten er 0,5%.

Når det kommer til minoriteten vil denne ofte være mer ”innelåst” enn majoriteten. En større andel av minoritetene til NRS er ikke notert på Oslo Børs. Dette gjør dem som oftest mindre likvide og vanskeligere å omsette. Vi velger basert på dette en likviditetsgrad for minoriteten (ilp_{MI}) på 3%.

7.2.6 Egenkapital- og minoritetskrav

Basert på våre utregninger av risikofri rente, markedets risikopremie, egenkapitalbetaen og likviditetspremien vil vi nå regne ut NRS sitt historiske avkastningskrav basert på egenkapitalverdimodellen. Tabell 7-6 viser de årlige egenkapitalkravene fra 2012 til 2017.

Egenkapitalkrav	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Snitt
Risikofri rente før skatt	0,014	0,011	0,011	0,008	0,007	0,006	0,009
- Skatt (sss)	0,004	0,003	0,003	0,002	0,002	0,001	0,003
= Risikofri rente etter skatt	0,009	0,008	0,008	0,006	0,005	0,004	0,006
+ Justert egenkapitalbeta	1,249	0,979	1,032	0,876	0,715	0,821	0,889
* Risikopremie etter skatt	0,048	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
= Egenkapitalkrav (CAPM)	0,069	0,057	0,060	0,050	0,041	0,045	0,052
+ Likviditetspremie (majoritet)	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
= Egenkapitalkrav	0,074	0,062	0,065	0,055	0,046	0,050	0,057

Tabell 7-6 Presentasjon av egenkapitalkrav

Videre er avkastningskravet til minoriteten presentert i tabell 7-7 under. Her legges likviditetspremien til minoriteten (ilp_{MI}) til egenkapitalkravet (CAPM)

Minoritetskrav	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Snitt
Egenkapitalkrav (CAPM)	0,069	0,057	0,060	0,050	0,041	0,045	0,052
+ Likviditetspremie (ilp_{MI})	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030
= Minoritetskrav	0,099	0,087	0,090	0,080	0,071	0,075	0,082

Tabell 7-7 Presentasjon av minoritetskrav

Som vi ser av tabell 7-6 og 7-7 er snittet av egenkapitalkravet til majoritet på 5,7%, og minoritetskravet på 8,2%. Årsaken til at minoritetskravet er høyere er på grunn av



illikviditetskravet som diskutert i avsnitt 7.2.5. Vi ser at kravet er blitt jevnt redusert over perioden, noe som kan skyldes en bedret økonomisk situasjon samt et fall i risikofri rente.

7.3 Finansielle krav

I det følgende kapitlet skal vi gjennomgå og fastsette kravet til netto finansiell gjeld. For å beregne dette kravet tar vi i bruk vekting av det finansielle gjeldskravet og det finansielle eiendelskravet. Vi må dermed gjennomgå og fastsette disse komponentene før utregning. Formelen for netto finansielt gjeld ser vi under.

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

7.3.1 Finansielt gjeldskrav

Når en kreditor yter kreditt til et selskap påtar kreditoren seg en risiko for at selskapet de har ytt kreditten til kan misligholde lånet eller gå konkurs. Kreditorerne har heller ingen mulighet for høyere avkastning utover tilbakebetaling av avdrag og rente. (Kaldestad & Møller, 2016) Denne risikoen blir tatt høyde for i det finansielle gjeldskravet ved å tillegge den risikofrie renten en tapspremie. Beregningen av denne tapspremien gjøres på basis av sannsynligheten for mislighold.

$$fgk = \text{risikofri rente etter skatt} + \text{kredittrisikopremie}$$

For å beregne kredittrisikopremien til NRS tar vi utgangspunkt i den syntetiske ratingen gjennomført i kapittel 6. Etersom NRS hovedsakelig er gjeldsfinansiert gjennom langsiktige lån tar vi videre utgangspunkt i den langsiktige kredittrisikoen etter skatt.

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

Tabell 7-8 Kredittrisikopremie



Basert på den langsiktige risikopremien etter skatt hentet fra tabell 7-8 kan vi nå regne ut det finansielle gjeldskravet. Resultatet av denne utregningen ser vi i tabell 7-9.

Finansielt gjeldskrav etter skatt	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Snitt
Syntetisk rating	BB	A	BBB	A	AA	A	BBB
Risikofri rente etter skatt	0,009	0,008	0,008	0,006	0,005	0,004	0,006
+ Kredittrisikopremie	0,031	0,010	0,014	0,010	0,008	0,010	0,013
= Finansielt gjeldskrav etter skatt	0,040	0,018	0,022	0,016	0,013	0,014	0,019

Tabell 7-9 Presentasjon av finansielt gjeldskrav

NRS har som vi ser et gjennomsnittlig finansielt gjeldskrav etter skatt på 1,9%. Den risikofrie renten og kredittrisikopremien reduseres over analyseperioden, som igjen fører til at det finansielle gjeldskravet blir redusert.

7.3.2 Finansiell gjeldsbeta

Finansiell gjeldsbeta er et mål på den systematiske risikoen til kreditor, og utarbeides ved å se på forholdet mellom produktet av markedsrisikodelen og kredittrisikopremien, og markedets risikopremie. Formelen ser vi under.

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

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

I markedsrisikodelen relaterer markedsrisikoen seg til den delen av konkursrisikoen som kommer fra økonomien generelt. Denne vil ligge mellom 0 og 1. (Knivsflå, F10, 2018) Vi regner ut markedsrisikodelen ved å ta utgangspunkt i regresjonsanalysen gjennomført i avsnitt 7.2.3. Her bruker vi tallene fra kolonne R^2 som er regnet ut ved en regresjon av egenkapitalavkastningen og børsavkastningen. For at denne skal tilsvare en passende gjeldsavkastning har vi valgt å justere R^2 med 1/3, og resultatet av dette ser vi i tabell 7-10.

Finansiell gjeldsbeta	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Snitt
Rating NRS	BB	A	BBB	A	AA	A	BBB
Lang kredittrisikopremie	0,031	0,010	0,014	0,010	0,008	0,010	0,013
÷ Markedspremien	0,048	0,050	0,050	0,050	0,050	0,051	0,050
= Finansiell gjeldsbeta når $mrd=1$	0,646	0,20	0,28	0,20	0,160	0,196	0,254
Markedsrisikoandel EK	0,064	0,064	0,064	0,064	0,064	0,064	0,064
* Justeringsfaktor til gjeld	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333
= Markedsrisikodel FG	0,021	0,021	0,021	0,021	0,021	0,021	0,021
= Finansiell gjeldsbeta (β_{FG})	0,014	0,004	0,006	0,004	0,003	0,004	0,005

Tabell 7-10 Presentasjon av finansiell gjeldsbeta



7.3.3 Krav til finansielle eiendeler

Kravet til finansielle eiendeler beregnes gjennom et vektet forhold mellom finansielle eiendeler og kontantkravet, fordringskravet og investeringskravet.

$$fek = r_f * (1 - s) * \frac{KON}{FE} + (r_f * (1 - s) + krp_{FOR}) * \frac{FOR}{FE} + (r_f * (1 - s) + \beta_{INV} * mrp + ilp_{INV}) * \frac{INV}{FE}$$

For å ta i bruk formelen til utregning må vi ta enkelte forutsetninger. Den første forutsetningen som legges til grunn er at fordringene har rating BBB slik at $krp_{FOR} = 1\%$. Den andre forutsetningen som må tas er at β på investeringer er 1, som tilsvarer betaen til børs- og markedsindeksen. Vi forutsetter videre at likviditetskravet for investeringer er 0. Med denne kombinasjonen av likviditetsbeta og likviditetskrav vil det ikke være forskjell på kravet før og etter skatt. (Knivsflå, F10, 2018) Med disse forutsetningene lagt til grunn blir resultatet av utregningen slik som i tabell 7-11 under.

Finansielt eiendelskrav		2012	2013	2014	2015	2016	2017	Snitt
Kontantkrav	$r_f * (1 - s)$	0,009	0,008	0,008	0,006	0,005	0,004	0,006
* Kontantvekt	$\frac{KON}{FE}$	0,552	0,922	0,926	0,908	0,809	0,821	0,837
+ Fordringskrav	$r_f * (1 - s) + 1\%$	0,019	0,018	0,018	0,016	0,015	0,014	0,016
* Fordringsvekt	$\frac{FOR}{FE}$	0,262	0,054	0,045	0,090	0,187	0,176	0,133
+ Investeringskrav	$r_f * (1 - s) + \beta_{INV} * mrp$	0,057	0,058	0,058	0,056	0,055	0,055	0,056
* Investeringsvekt	$\frac{INV}{FE}$	0,187	0,024	0,029	0,002	0,005	0,002	0,031
= Finansielt eiendelskrav <i>fek</i>		0,021	0,010	0,010	0,007	0,007	0,006	0,009

Tabell 7-11 Presentasjon av finansielt eiendelskrav

NRS sine finansielle eiendeler består i hovedsak av kontanter og kontantekvivalenter. Dette er eiendeler som er lett omsettelige og som det er knyttet lav risiko og avkastning til. Det lave gjennomsnittlige finansielle eiendelskravet på 0,9% mener vi således er et rimelig mål på kravet for NRS.

7.3.4 Finansiell eiendelsbeta

Den finansielle eiendelsbetaen beregnes ved hjelp av følgende formel fra det fundamentale rammeverket.

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



Vi må også i denne formelen ta enkelte forutsetninger ved utregning. Den første forutsetningen er at kontantene er risikofrie slik at beta til kontanter er 0. Den neste forutsetningen er at de finansielle fordringene ikke er utsatt for kredittrisiko. Og den siste forutsetningen er at finansielle investeringer har tilnærmet beta lik 1. (Knivsfå, F10, 2018) Resultatene fra utregningen av den finansielle eiendelsbetaen er vist i tabell 7-12. Her ser vi at den gjennomsnittlige finansielle eiendelsbetaen til NRS er på 3,1%.

Finansiell eiendelsbeta	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Snitt
Rating fordringer = gj. Snitt	BB	A	BBB	A	AA	A	BBB
Lang kredittrisikoopremie	0,031	0,010	0,014	0,010	0,008	0,010	0,013
- Langtillegget	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004
= Kort kredittrisikoopremie	0,027	0,006	0,010	0,006	0,004	0,006	0,009
/ Markedsopremie	0,048	0,050	0,050	0,050	0,050	0,051	0,050
= Fordringsbeta når mrd=1	0,563	0,120	0,200	0,120	0,080	0,118	0,174
* Markedsrisikodel	0,021	0,021	0,021	0,021	0,021	0,021	0,021
= Fordringsbeta	0,012	0,003	0,004	0,003	0,002	0,003	0,004
Kontantbeta	0	0	0	0	0	0	0
* Kontantvekt (KON/FE)	0,552	0,922	0,926	0,908	0,809	0,821	0,837
+ Fordringsbeta	0,012	0,003	0,004	0,003	0,002	0,003	0,004
* Fordringsvekt (FOR/FE)	0,262	0,054	0,045	0,090	0,187	0,176	0,133
+ Investeringsbeta	1,000	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	0,002	0,031
= Finansiell eiendelsbeta	0,190	0,024	0,029	0,002	0,005	0,003	0,031

Tabell 7-12 Presentasjon av finansiell eiendomsbeta

7.3.5 Netto finansielt gjeldskrav

For å finne kravet til avkastningen på netto finansiell gjeld tar vi i bruk følgende formel:

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

Som vi ser av formelen baserer kravet seg på vekting av resultatet fra det finansielle gjeldskravet og det finansielle eiendelskravet. Vi har i utregningen brukt resultatet fra avsnitt 7.3.1 og 7.3.3 for henholdsvis det finansielle gjelds- og eiendelskravet. Resultatet fra utregningen ser vi i tabell 7-13.



Netto finansielt gjeldskrav	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Snitt
Finansielt gjeldskrav	0,040	0,018	0,022	0,016	0,013	0,014	0,019
* Finansiell gjeldsvekt	1,032	1,130	1,105	1,464	1,322	1,298	1,247
- Finansielt eiendelskrav	0,021	0,010	0,010	0,007	0,007	0,006	0,009
* Finansiell eiendelsvekt	0,032	0,130	0,105	0,464	0,322	0,298	0,247
= Netto finansielt gjeldskrav	0,041	0,019	0,023	0,020	0,015	0,016	0,021

Tabell 7-13 Presentasjon av netto finansielt gjeldskrav

7.3.6 Netto finansiell gjeldsbeta

Beta til netto finansiell gjeld finnes ved å vekte finansiell gjeldsbeta og finansiell eiendelsbeta, slik som i formelen under. Resultatet fra denne utregningen brukes i beregningen av årlig egenkapitalbeta i avsnitt 7.2.3.

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

Resultatet av utregningen vår kan vi se i tabell 7-14.

Netto finansiell gjeldsbeta	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Snitt
Finansiell gjeldsbeta	0,014	0,004	0,006	0,004	0,003	0,004	0,005
* Finansiell gjeldsvekt (FG/NFG)	1,032	1,130	1,105	1,464	1,322	1,298	1,247
- Finansiell eiendelsbeta	0,190	0,024	0,029	0,002	0,005	0,003	0,031
* Finansiell eiendelsvekt (FE/NFG)	0,032	0,130	0,105	0,464	0,322	0,298	0,247
Netto finansiell gjeldsbeta	0,008	0,001	0,004	0,005	0,002	0,004	0,003

Tabell 7-14 Presentasjon av netto finansiell gjeldsbeta

7.4 Selskapskapitalkrav (WACC)

Selskapskravet (WACC) er selskapets vektete gjennomsnittlige kapitalkostnad. (Damodaran, 2012) Teorien bak dette kravet ble presentert i avsnitt 7.1.3. Vi skal i det følgende kapitlet regne ut selskapskapitalkravet uttrykt gjennom både netto driftskrav og sysselsatt kapitalkrav. Formelen for de ulike kravene og resultatet av utregningene ser vi nedenfor.

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

ndk = netto driftskrav, NDK = netto driftskapital

Netto driftskrav	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Snitt
Egenkapitalkrav	0,074	0,062	0,065	0,055	0,046	0,050	0,057
* EK/NDK	0,461	0,595	0,565	0,669	0,860	0,746	0,672
+ Minoritetsinteressekrav	0,099	0,087	0,090	0,080	0,071	0,075	0,082
* MI/NDK	0,037	0,044	0,040	0,044	0,015	0,015	0,031
+ Netto finansielt gjeldskrav	0,041	0,019	0,023	0,020	0,015	0,016	0,021
* NFG/NDK	0,502	0,361	0,395	0,287	0,124	0,239	0,297
= Netto driftskrav	0,058	0,048	0,049	0,046	0,042	0,042	0,047

Tabell 7-15 Presentasjon av netto driftskrav

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

ssk = sysselsatt kapitalkrav, *ekk*=egenkapitalkrav, *EK*=egenkapital, *SSK*=sysselsatt kapital, *mik*=minoritetskrav,

MI=minoritet, *fgk*=finansielt gjeldskrav, *FG*=finansiell gjeld

Sysselsatt kapitalkrav	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Snitt
Egenkapitalkrav	0,074	0,062	0,065	0,055	0,046	0,050	0,057
* EK/SSK	0,454	0,569	0,542	0,591	0,827	0,696	0,633
+ Minoritetsinteressekrav	0,099	0,087	0,090	0,080	0,071	0,075	0,082
* MI/SSK	0,036	0,042	0,039	0,039	0,015	0,014	0,029
+ Krav til finansiell gjeld	0,040	0,018	0,022	0,016	0,013	0,014	0,019
* FG/SSK	0,510	0,390	0,419	0,371	0,158	0,290	0,338
= Krav til sysselsatt kapital	0,058	0,046	0,048	0,042	0,041	0,040	0,045

Tabell 7-16 Presentasjon av krav til sysselsatt kapital

7.5 Oppsummering

I tabell 7-17 og 7-18 ser vi de historiske kravene for NRS og bransjen. NRS har jevnt over høyere krav enn bransjen, som vil si at investorer og långivere anser det som mer risikabelt å skyte inn kapital i NRS enn i bransjen generelt. Dette gjenspeiler resultatene i kapittel 6.

NRS	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Snitt
Egenkapitalkrav (ekk)	0,074	0,062	0,065	0,055	0,046	0,050	0,057
Minoritetskrav (mik)	0,099	0,087	0,090	0,080	0,071	0,075	0,082
Netto finansielt gjeldskrav (nfgk)	0,041	0,019	0,023	0,020	0,015	0,016	0,021
Netto driftskrav (ndk)	0,058	0,048	0,049	0,046	0,042	0,042	0,047

Tabell 7-17 Oppsummering av kravene til Norwya Royal Salmon ASA

Bransjen	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Snitt
Egenkapitalkrav (ekk)	0,044	0,045	0,047	0,044	0,041	0,036	0,043
Minoritetskrav (mik)	0,069	0,070	0,072	0,069	0,066	0,061	0,067
Netto finansielt gjeldskrav (nfgk)	0,060	0,016	0,019	0,017	0,012	0,012	0,020
Netto driftskrav (ndk)	0,051	0,038	0,037	0,036	0,034	0,033	0,037

Tabell 7-18 Oppsummering av kravene til oppdrettsbransjen



8 Analyse av lønnsomhet

I dette kapitlet skal vi gjennomføre en kvalitativ strategisk rentabilitetsanalyse for å avdekke eventuell superrentabilitet hos NRS. En slik superrentabilitet foreligger dersom rentabiliteten til selskapet overstiger kravet. Rentabilitet er et forholdstall som avdekker avkastningen en gitt kapital generer, og en rentabilitetsanalyse avdekker således selskapets nåværende stilling (Berk, DeMarzo, & Harford, Fundamentals of Corporate Finance, 2012). Det finnes ulike typer rentabilitet avhengig av hvilken kapital som brukes. Eksempel på dette er egenkapitalrentabilitet der avkastningen av egenkapitalen måles, og netto driftsrentabilitet som måler avkastningen av netto driftskapital. Et forholdstall som rentabilitet måler ikke bare det enkeltes selskaps lønnsomhet, men muliggjør også sammenligning av lønnsomhet mellom selskaper og over tid. Det gjør rentabilitetsmåling til et svært viktig verktøy i en verdsettelse. For å kunne konkludere vedrørende lønnsomheten til NRS skal vi i det følgende kapitlet gjennomføre beregning av ulike type rentabiliteter.

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

Den generelle formelen for utregning av rentabilitet ser vi over. Det er denne vi bruker som utgangspunkt for beregning i vår oppgave, med noen justeringer. Resultatet til kapitalen kan ved beregning av rentabilitet både være fullstendig eller normalisert. I rammeverket vi anvender vil en normalisert rentabilitet være mest hensiktsmessig ved verdsettelse da denne er mer fremtidsrettet. Videre bruker vi gjennomsnittlig kapital i nevneren, samt justerer til en etterskuddsrente for å skape konsistens med etterskuddskravet beregnet i kapittel 7. Justeringen til etterskuddsrenten gjøres ved å trekke ut nettoresultatet fra kapitalen. Resultatet av justeringene ser vi i formelen under.

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

Det finnes to ulike former for rentabilitetsanalyse; ”tradisjonell” og strategisk rentabilitetsanalyse. I den tradisjonelle analysen beregnes og analyseres nivået på rentabiliteten uavhengig av målestokk, mens en strategisk analyse fokuserer på den relative rentabiliteten i forhold til en gitt målestokk. Ettersom vi har et strategisk fokus i vårt rammeverk vil vi bruke den strategiske rentabilitetsanalysen med bransjegjennomsnittet som



målestokk. Vi bruker samme analyseperiode som tidligere; fra 2012 til 2017. I de følgende delkapitlene vil vi med dette utgangspunktet først beregne egenkapitalrentabiliteten og sammenligne denne med kravet. Videre gjennomføres en dekomponering av den strategiske fordelene for å avdekke kildene til fordelene. Avdekking og gjennomgang av kildene til lønnsomheten er det mest sentrale i en lønnsomhetsanalyse da det er kildene som gir oss mest informasjon om NRS sin ”business”, og således gir oss en mer kvalifisert vurdering av lønnsomheten i fremtiden (Penman, 2010).

Funnene i vår strategiske rentabilitetsanalyse må sees i sammenheng med kapittel 4, og kvantifiserer således den strategiske posisjonen med tilhørende lønnsomhet til NRS.

8.1 Egenkapitalrentabilitet

Rentabiliteten til egenkapitalen viser nivået på avkastningen den bokførte egenkapitalen genererer (Penman, 2010). Egenkapitalrentabiliteten til NRS beregner vi ved bruk av følgende normaliserte formel.

$$ekr_t = \frac{NRE_t}{EK_{t-1} + \frac{\Delta EK_t - NRE_t}{2}}$$

Ekr = egenkapitalrentabilitet, NRE = nettoresultat til egenkapital, EK = egenkapital, ΔEk = endring i egenkapital gjennom året

Egenkapitalrentabilitet	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Periodevektet gjennomsnitt
Periodevekting	11,00 %	14,00 %	17,00 %	18,00 %	20,00 %	20,00 %	
Nettoresultat til egenkapital	-5 404	191 979	151 378	180 435	544 318	548 448	303 048
Justert egenkapital	547 507	530 829	748 434	920 980	1 205 195	1 610 725	965 042
Egenkapitalrentabilitet	-0,010	0,362	0,202	0,196	0,452	0,340	0,278

Tabell 8-1 Egenkapitalrentabilitet

Tabell 8-1 presenterer egenkapitalrentabiliteten til NRS i analyseperioden fra 2012-2017. Vi ser at gjennomsnittlig ligger den periodevektede egenkapitalrentabiliteten til selskapet på 27,8%. I 2012 var rentabiliteten svært lav som følge av lave laksepriser og dermed lavt resultat, mens i 2016 var den betraktelig høyere grunnet rekordhøye lakseprisen dette året.

8.1.1 Superrentabilitet

For at egenkapitalrentabiliteten skal gi oss innsikt i NRS sin lønnsomhet må vi benytte en målestokk. Målestokken vi tar i bruk her er egenkapitalkravet beregnet i kapittel 7. Under ser vi formelen vi bruker for å beregne superrentabiliteten til selskapet.



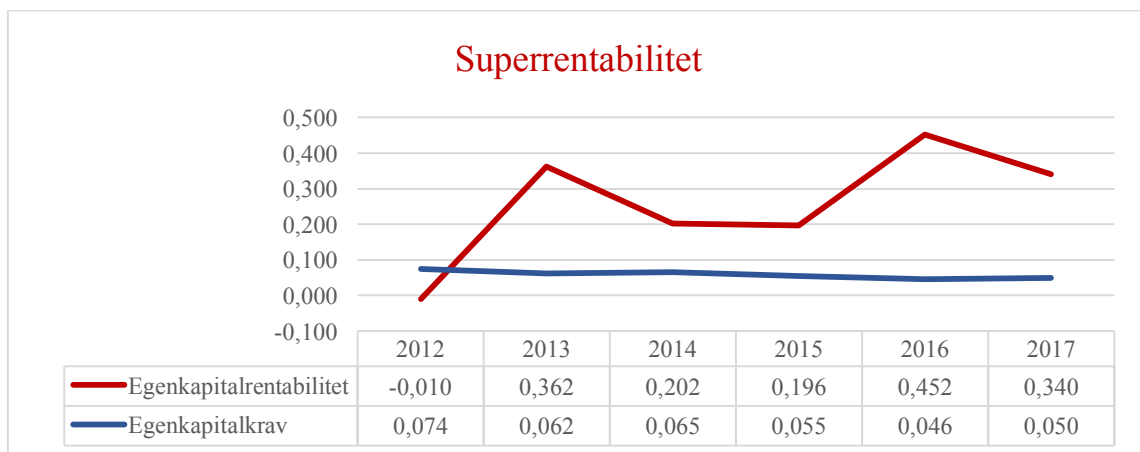
$$\text{Superrentabilitet} = ekr - ekk$$

$ekr = \text{egenkapitalrentabilitet}$, $ekk = \text{egenkapitalkrav}$

Fordelen med en analyse av superrentabilitet er som tidligere nevnt at den er relativ, noe som gjør at vi kan sammenligne lønnsomheten til NRS med andre selskaper og tidligere år.

Superrentabilitet	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Snitt
Egenkapitalrentabilitet	-0,010	0,362	0,202	0,196	0,452	0,340	0,278
Egenkapitalkrav	0,074	0,062	0,065	0,055	0,046	0,050	0,057
Strategisk fordel (superrentabilitet)	-0,084	0,300	0,137	0,141	0,406	0,290	0,221

Tabell 8-2 Superrentabilitet



Figur 8-1 Superrentabilitet

Som vi ser i figur 8-1 ligger NRS sin egenkapitalrentabilitet over egenkapitalkravet i nesten hele analyseperioden. Dette betyr at selskapet besitter en strategisk fordel i alle år utenom 2012. Egenkapitalkravet er relativt stabil over hele perioden og den økte lønnsomheten er dermed påvirket av den svingende egenkapitalrentabiliteten. Det er tydelig at bransjen og selskapet er preget av gode tider i oppdrettsbransjen med høye laksepriser de siste årene. Det gir et vektet snitt for NRS på 22,1% og tyder på at selskapet har god lønnsomhet.

I de følgende delkapitlene skal vi dekomponere rentabiliteten og kravet for å få bedre innsikt i hva som skaper den strategiske fordel. Vi benytter følgende formel. (Knivsfå, F11, 2018)

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

$ekr = \text{egenkapitalrentabilitet}$, $ekr = \text{egenkapitalkrav}$

8.1.2 Ekstern bransjefordel

Ved å se på differansen mellom rentabiliteten og kravet i bransjen kan vi se om oppdrettsbransjen i seg selv besitter en superrentabilitet i form av bransjefordel.

Ekstern bransjefordel	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Periodevektet gjennomsnitt
Periodevekting	11,00 %	14,00 %	17,00 %	18,00 %	20,00 %	20,00 %	
Egenkapitalrentabilitet i bransjen	0,029	0,244	0,274	0,169	0,413	0,408	0,278
Egenkapitalkrav i bransjen	0,044	0,045	0,047	0,044	0,041	0,036	0,043
Superrentabilitet i bransjen	-0,015	0,199	0,227	0,125	0,372	0,372	0,235

Tabell 8-3 Superrentabilitet i bransjen

Vi kan se av tabell 8-3 at bransjen besitter en strategisk fordel, og at denne har blitt større de siste årene. Gjennom analyseperioden har oppdrettsbransjen en vektet gjennomsnittlig superrentabilitet på 23,5%. Den høye egenkapitalrentabiliteten i 2016 og 2017 skyldes gode tider i oppdrettsbransjen og trekker opp gjennomsnittet. Som vi diskuterte i kapittel 4 skyldes denne lønnsomheten en høy etterspørsel etter laks i markedet, konsesjonssystemet som skaper mulighet for stabil vekst og reguleringer som begrenser tilbudet av oppdrettsfisk. I tillegg har en svak krone og lavt rentenivå medført gunstige konkurransevilkår i bransjen.

Som vi ser har kravet vært relativt stabilt, slik at bransjefordelen hovedsakelig påvirkes av svingninger i egenkapitalrentabiliteten. Som tidligere nevnt skyldes den lave driftsrentabiliteten i 2012 lave laksepriser dette året.

8.1.3 Intern ressursfordel

For å kartlegge NRS sin interne ressursfordel skal vi fastsette to forholdstall; rentabilitetsfordel og kravfordel. I analysen vil disse forholdstallene beregnes ved å sammenligne krav og rentabilitet hos NRS med bransjen. Tabell 8-4 viser NRS sin relative rentabilitetsfordel i analyseperioden.

Rentabilitetsfordel	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Periodevektet gjennomsnitt
Periodevekting	11,00 %	14,00 %	17,00 %	18,00 %	20,00 %	20,00 %	
Egenkapitalrentabilitet NRS	-0,010	0,362	0,202	0,196	0,452	0,340	0,278
Egenkapitalrentabilitet bransjen	0,029	0,244	0,274	0,169	0,413	0,408	0,278
Rentabilitetsfordel	-0,039	0,118	-0,072	0,027	0,039	-0,068	-0,001

Tabell 8-4 Rentabilitetsfordel

Som vi kan se ut i fra tabell 8-4 besitter NRS en ressursfordel i 2013, 2015 og 2016. Det har i 2017 blitt et større negativt gap mellom NRS og resten av bransjen, som betyr at selskapet har



hatt negativ utvikling og at de dermed ikke besitter ressurser som er konkurransedyktige. Det vektete gjennomsnittet viser en ressursulempe på -0,1%.

I neste tabell presenteres kravfordelen til NRS i forhold til bransjen i analyseperioden.

Egenkapitalkravfordel	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Periodevektet gjennomsnitt
Periodevektning	11,00 %	14,00 %	17,00 %	18,00 %	20,00 %	20,00 %	
Egenkapitalkrav i bransjen	0,044	0,045	0,047	0,044	0,041	0,036	0,043
Egenkapitalkrav NRS	0,074	0,062	0,065	0,055	0,046	0,05	0,057
Egenkapitalkravfordel	-0,03	-0,017	-0,018	-0,011	-0,005	-0,014	-0,014

Tabell 8-5 Egenkapitalkravfordel

Tabell 8-5 viser at kravet til NRS er større enn bransjen over hele perioden. Selskapets potensielle investorer anslår dermed at det foreligger en større risiko ved å investere i NRS enn i bransjen generelt. Følgende har NRS en kravulempe. Dette underbygger også resultatene i tidligere analyser av kredittrisikoen til NRS gjennomført i kapittel 6 og 7.

8.1.4 Oppsummering strategisk fordel

Ved å ta utgangspunkt i utregningene i foregående delkapittel skal vi nå presentere den totale strategiske fordelen til NRS.

Hovedkilden til den strategiske fordelen er ekstern bransjefordel. Rentabiliteten til NRS har hatt en klar vekst de siste årene, unntatt et fall i 2017. Det kan tyde på at det blir vanskeligere for mindre selskaper å oppnå like god lønnsomhet som i bransjen, og det vil være viktig å vurdere denne i fremtidsanalyser. Likevel er det tydelig at NRS drar nytte av superrentabiliteten i bransjen, slik at det selv besitter en superrentabilitet.

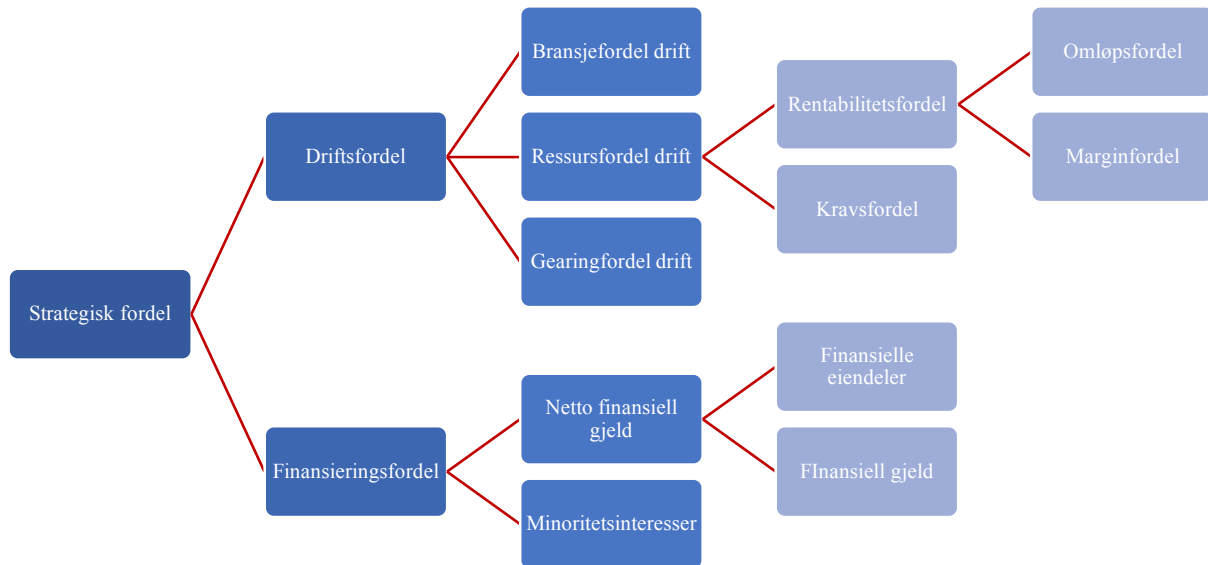
Strategisk fordel	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Periodevektet gjennomsnitt
Periodevektning	11,00 %	14,00 %	17,00 %	18,00 %	20,00 %	20,00 %	
Superrentabilitet i bransjen	-0,015	0,199	0,227	0,125	0,372	0,372	0,0235
Rentabilitetsfordel	-0,039	0,118	-0,072	0,027	0,039	-0,068	-0,001
Egenkapitalfordel	-0,03	-0,017	-0,018	-0,011	-0,005	-0,014	-0,015
Strategisk fordel	-0,084	0,300	0,137	0,141	0,406	0,290	0,221

Tabell 8-6 Strategisk fordel

8.2 Rammeverk for strategisk drifts- og finansieringsanalyse

I forrige kapittel konkluderte vi med at NRS besitter en superrentabilitet. I det påfølgende kapitlet skal vi ta for oss rammeverket som benyttes for å kunne analysere årsakene til at det

foreligger en strategisk fordel. Vi skal dekomponere selskapets rentabilitet og krav for å få innsikt i kildene som skaper den strategiske fordelen. (Knivsflå, F11, 2018)



Figur 8-2 Rammeverk for strategisk fordel

For at analysen skal bli investororientert deles den strategiske fordelen opp i driftsfordel og finansieringsfordel. Det vil skape en strategisk fordel for eierne dersom rentabiliteten til eiendelene er større en kravet og hvis rentabilitet på gjelden er lavere enn kravet. Vi skal i det følgende kapitlet presentere og analysere dekomponeringen av figuren ytterligere.

8.3 Strategisk driftsfordel

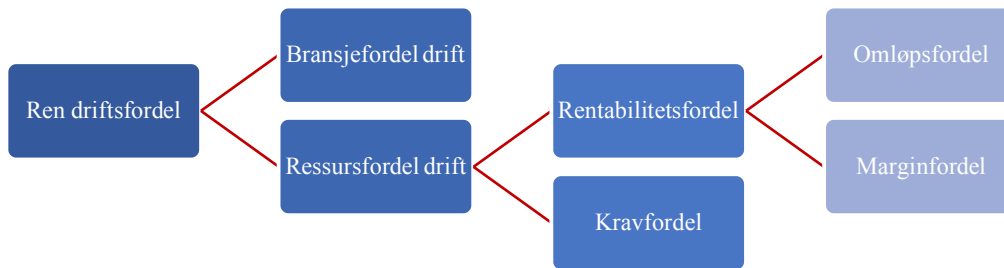
Driften til selskapet er hovedsakelig den største kilden til en strategisk fordel ettersom det er vanskelig å oppnå en unormal avkastning i finansmarkedet. Driftsfordelen vi nå skal se på gjenspeiler den strategiske analysen som ble gjennomført i kapittel 4, og vil konvergere med denne. Vi deler inn driftsfordelen i en ren driftsfordel med bransjefordel og ressursfordel og en gearingsfordel som igjen kan være med på å skalere den rene driftsfordelen. Vi benytter formelen presentert under for å dekomponere driftsfordelen inn i en kravfordel og rentabilitetsfordel. (Knivsflå, F12, 2018)

$$\text{Ren driftsfordel} = \text{bransjefordel drift} + \text{rentabilitetsfordel} + \text{kravfordel}$$

$$\text{Ren driftsfordel} = ndr - ndk$$

$$\text{Ren driftsfordel} = (ndr_B - ndk_B) + (ndr - ndr_B) + (ndk_B - ndk)$$

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



Figur 8-3 Rammeverk for ren driftsfordel

8.4 Ren driftsfordel

Vi finner NRS sin rene driftsfordel ved å ta differansen mellom netto driftsrentabilitet og nettodriftskrav fra kapittel 7. Vi benytter formelen med samme forutsetninger som for utregning av egenkapitalrentabiliteten i kap. 8.1 for netto driftsrentabilitet (Penman, 2010).

$$ndr = \frac{NDR_t}{NDK_{t-1} + \frac{\Delta NDK_t - NDR_t}{2}}$$

ndr = netto driftsrentabilitet, NDR = netto driftsresultat, NDK = netto driftskapital

Ren driftsfordel NRS	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Periodevektet gjennomsnitt
Periodevekting	11,00 %	14,00 %	17,00 %	18,00 %	20,00 %	20,00 %	
Netto driftsrentabilitet	0,021	0,214	0,136	0,134	0,355	0,276	0,206
Netto driftskrav	0,058	0,048	0,049	0,046	0,042	0,042	0,047
Ren driftsfordel	-0,037	0,166	0,087	0,088	0,313	0,234	0,159

Tabell 8-7 Ren driftsfordel

Vi ser at det periodevektede gjennomsnittet tilsier at NRS har hatt en ren driftsfordel gjennom hele analyseperioden på 15,9%. Det er kun i 2012 at selskapet hadde en driftsulempe. Helt siden 2013 har selskapet hatt en driftsfordel og når toppen i 2016 med 31,3%. I de følgende delkapitlene skal vi analysere årsaken til den rene driftsfordelen ved å dekomponere den i en bransjefordel og en ressursfordel.

8.4.1 Bransjefordel drift

Vi beregner bransjefordel drift ved å ta differansen mellom netto driftsrentabilitet til bransjen og dets netto driftskrav.



Ren driftsfordel bransjen	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Periodevektet gjennomsnitt
Krav	11,00 %	14,00 %	17,00 %	18,00 %	20,00 %	20,00 %	
Netto driftsrentabilitet	0,036	0,180	0,177	0,111	0,252	0,272	0,184
Netto driftskrav	0,049	0,037	0,037	0,035	0,032	0,031	0,036
Bransjefordel drift	-0,013	0,143	0,140	0,076	0,220	0,241	0,148

Tabell 8-8 Driftsfordelen

Ut i fra tabell 8-8 ser vi at bransjen besitter en høy driftsfordel over perioden på 14,8%. Spesielt de siste årene har vi sett en markant økning. 2012 er det eneste året i analyseperioden der bransjen ikke besitter en driftsfordel og dette skyldes hovedsakelig de lave lakseprisene dette året. I den eksterne bransjeorienterte analysen i kapittel 4 kom vi frem til at bransjen har en moderat konkurranseintensitet, mye grunnet lav differensiering og begrensinger i vekst på grunn av konsesjonssystemet. Driftsfordelen som er beregnet er et resultat av det begrensede konkurransenivået i oppdrettsbransjen.

8.4.2 Ressursfordel drift

Driftsfordelen til selskapet påvirkes av om det foreligger en fordel ved ressursene som selskapet besitter. For å beregne ressursfordel i drift skal vi dekomponere denne i en rentabilitetsfordel og en kravfordel. Rentabilitetsfordelen skal videre dekomponeres i en omløpsfordel og en marginfordel. (Knivsflå, F12, 2018)

Ved beregning av rentabilitetsfordelen finner vi differansen mellom rentabiliteten til NRS og rentabiliteten til bransjen.

Rentabilitetsfordel drift	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Periodevektet gjennomsnitt
Vekt	11,00 %	14,00 %	17,00 %	18,00 %	20,00 %	20,00 %	
Netto driftsrentabilitet NRS	0,021	0,214	0,136	0,134	0,355	0,276	0,206
Netto driftsrentabilitet bransjen	0,036	0,180	0,177	0,111	0,252	0,272	0,184
Rentabilitetsfordel drift	-0,015	0,034	-0,041	0,023	0,103	0,003	0,022

Tabell 8-9 Rentabilitetsfordel drift

Tabell 8-9 viser at NRS har hatt en gjennomsnittlig rentabilitetsfordel på 2,2%. Det tyder på at selskapet anvender sine ressurser litt bedre enn bransjen benytter de interne ressursene. Netto driftsrentabiliteten har vært positiv i alle år unntatt 2012 og 2014, og vi ser at gjennomsnittet trekkes sterkt opp av den høye rentabiliteten i 2016 og 2017.



På samme måte som for rentabilitetsfordel så finner vi kravfordelen ved å beregne differansen mellom kravet til NRS og kravet til bransjen.

Kravfordel drift	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Periodevektet gjennomsnitt
Periodevektning	11,00 %	14,00 %	17,00 %	18,00 %	20,00 %	20,00 %	
Netto driftskrav i bransjen	0,049	0,037	0,037	0,035	0,032	0,031	0,036
Netto driftskrav NRS	0,058	0,048	0,049	0,046	0,042	0,042	0,047
Kravfordel drift	-0,009	-0,011	-0,012	-0,011	-0,010	-0,011	-0,011

Tabell 8-10 Kravfordel drift

Kravene burde i prinsippet være relativt like ettersom virksomhetene i bransjen og NRS driver tilnærmet lik drift. (Knivsflå, F12, 2018) Som vi ser i tabell 8-10 har NRS en kravulemppe på gjennomsnittlig 1,1%. NRS ligger ganske likt med bransjen i analyseperioden og det vil være positiv. Forskjellen mellom kravene minker i 2016, men øker igjen i 2017. Driften til NRS burde utvikle seg til å bli mer sammenlignbar ved at forskjellen mellom kravene blir mindre, men har hatt motsatt utvikling i 2017.

Ut i fra konklusjonen på den interne ressursbaserte analysen i kapittel 4, besitter NRS ressurser som gir dem en marginal konkurransefordel. Driftsfordelen som fremkommer av tabell 8-9 er på 2,2% og er et resultat av selskapets to driftssegmenter; oppdrett og salg. Vi skal videre se på årsakene til at det foreligger en rentabilitetsfordel ved å dekomponere den marginale ressursfordelen i en omløpsfordel og en marginfordel.

8.4.3 Marginfordel og omløpsfordel

Vi deler opp netto driftsrentabilitet i marginfordel og omløpsfordel. Denne analysen vil reflektere resultatene i Vrio-analysen i kapittel 4. Marginfordelen skapes dersom selskapet besitter ressurser som gir kostnadsfordeler. Omløpsfordel er et mål på fordelene ved ressurser som er med på å bedre selskapets evne til å skape driftsinntekter ved investering. (Knivsflå, F12, 2018) Ved å gjennomføre en Du Pont-analyse av netto driftsrentabilitet skal vi finne kildene til rentabilitetsfordelen til NRS.

$$ndr = ndm * onde$$

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

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

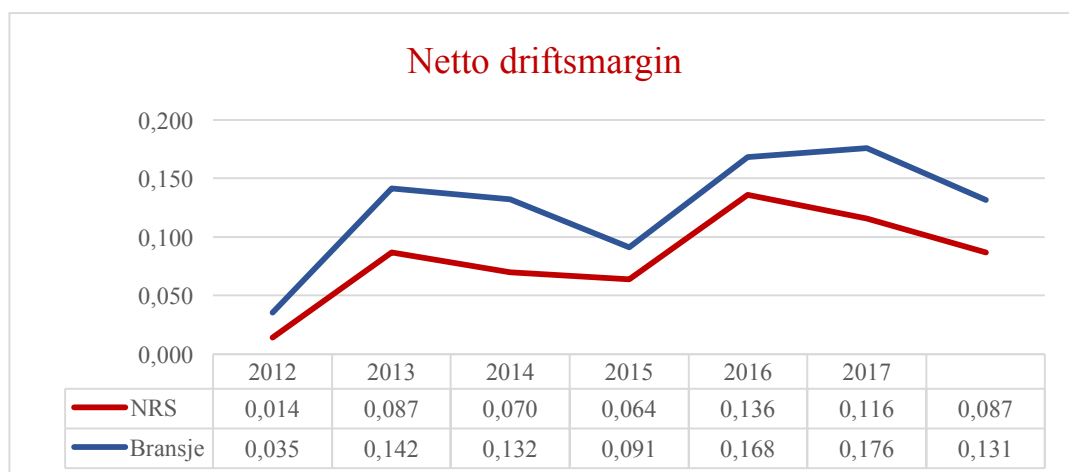
8.4.3.1 Marginfordel

Netto driftsmarginen til NRS er et mål på selskapets evne til å generere netto driftsresultat pr krone omsatt, og gir oss følgelig et mål på lønnsomhet. I oppdrettsbransjen nytter spesielt de store selskapene seg av stordriftsfordeler, som for eksempel Marine Harvest som produserer eget fôr. Dette gir Marine Harvest en kostnadsfordel relativt til bransjen. Vi skal følgelig ta for oss om NRS besitter noen kostnadsfordel. I tabell 8-11 har vi beregnet den vektete marginfordelen til NRS.

Marginalfordel	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Periodevektet gjennomsnitt
Vekt	11,00 %	14,00 %	17,00 %	18,00 %	20,00 %	20,00 %	
Netto driftsmargin	0,014	0,087	0,070	0,064	0,136	0,116	0,087
Netto driftsmargin bransje	0,035	0,142	0,132	0,091	0,168	0,176	0,131
Marginalfordel - uvektet	-0,022	-0,054	-0,063	-0,027	-0,033	-0,060	-0,044
Omløpet til netto driftseiendeler	1,567	2,446	1,947	2,094	2,615	2,378	2,221
Marginalfordel - vektet	-0,034	-0,132	-0,122	-0,056	-0,085	-0,143	-0,098

Tabell 8-11 Marginalfordel

Som vi ser i tabell 8-11 har NRS en gjennomsnittlig marginulempe i analyseperioden på 9,8%, som betyr at selskapet har høyere driftskostnader relativt til driftsinntektene. Følgende har NRS dårligere lønnsomhet enn bransjen. For å finne kildene til de høye kostnadene til selskapet skal vi dekomponere marginulempen.



Figur 8-4 Netto driftsmargin

Common size – analyse

Common size analyse er enkelt sagt en analyse der man standardiserer poster for å eliminere effekten av størrelsen på selskapene (Penman, 2010). Analysen består av å dele opp de



forskjellige kostnadene i regnskapet ved å beregne dem i prosent av driftsinntektene. På denne måten får vi en oversikt over hvilke poster som utgjør de største kostnadene for NRS, som videre benyttes for å sammenligne med bransjen.

Norway Royal Salmon ASA	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Periodevektet gjennomsnitt		
							NRS	Bransje	Avvik
Periodevekting	11,00 %	14,00 %	17,00 %	18,00 %	20,00 %	20,00 %			
Driftsinntekter	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	0 %
Varekostnad	88,31 %	82,11 %	83,67 %	84,32 %	76,48 %	78,76 %	81,66 %	55,96 %	25,70 %
Lønnskostnad	4,11 %	3,29 %	4,02 %	3,53 %	3,68 %	2,81 %	3,53 %	11,38 %	-7,85 %
Annen driftskostnad	4,10 %	3,39 %	3,25 %	3,22 %	2,74 %	3,11 %	3,23 %	13,74 %	-10,51 %
Avskrivninger	1,75 %	1,30 %	1,59 %	1,67 %	1,45 %	1,66 %	1,57 %	3,65 %	-2,08 %
Driftsresultat før unormale poster	1,74 %	9,92 %	7,46 %	7,26 %	15,65 %	13,66 %	10,02 %	15,28 %	-5,26 %
Driftsrelatert skattekostnad	0,37 %	2,08 %	1,57 %	1,53 %	3,29 %	2,87 %	2,10 %	3,21 %	-1,11 %
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	1,37 %	7,83 %	5,89 %	5,74 %	12,36 %	10,79 %	7,91 %	12,07 %	-4,16 %
Netto driftsresultat fra driftstilknyttede virksomheter	-0,02 %	0,91 %	1,07 %	0,67 %	1,21 %	0,80 %	0,83 %	1,07 %	-0,24 %
Netto driftsresultat	1,35 %	8,74 %	6,96 %	6,41 %	13,57 %	11,59 %	8,74 %	13,14 %	-4,40 %

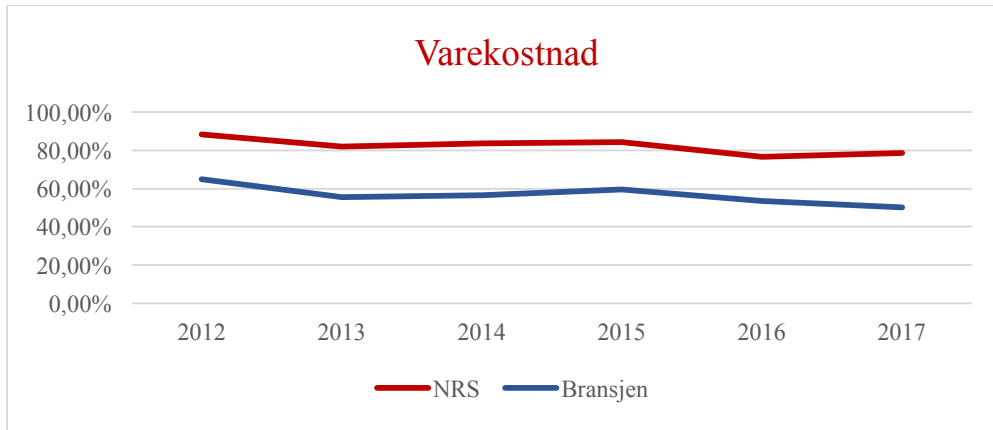
Tabell 8-12 Common-size analyse av NRS

Som vi ser i tabell 8-12 er det varekostnadene som utgjør den største driftsulempen for NRS. Normalt i bransjen utgjør denne posten i snitt 55,96%, noe som betyr at NRS har 25,70% større varekostnader enn bransjen. De resterende kostnadspostene viser derimot at selskapet besitter en kostnadsfordel ved lønnskostnader, andre driftskostnader og avskrivninger.

Varekostnad

Figur 8-5 illustrerer NRS og bransjens varekostnad i prosent av omsetning i løpet av analyseperioden. Som vi allerede har nevnt har NRS en høyere andel varekostnad enn bransjen. Det kan være flere årsaker til dette, men hovedgrunnen ligger trolig i at NRS har lavere integrasjon enn sine konkurrenter. I kapittel 4 konkluderte vi med at NRS har en konkurranseulempen når det gjelder integrasjon og å dra nytte av stordriftsfordelene ved høy integrering i verdikjeden. Det betyr at selskapet må ut med større utgifter for å få gjennomført leddene i verdikjeden enn hva et helintegrert selskap som Marine Harvest har.

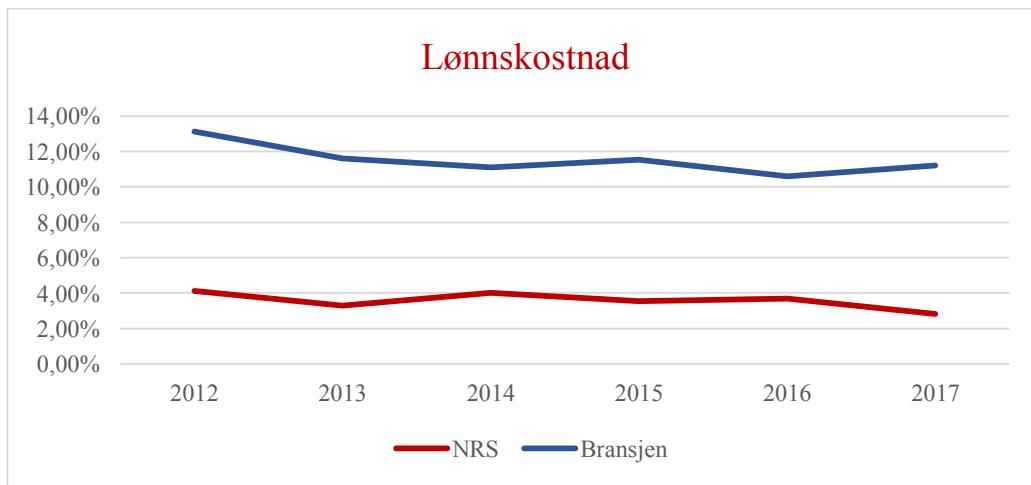
En annen årsak til høye varekostnader kan være dårlig avtaler som påvirker kvalitet og effektivitet ved produksjon, som gjør at det krever ytterligere utgifter for å konkurrere med sine konkurrenter. Marine Harvest er den eneste av aktørene som produserer fôr, og vil følgelig ha store kostnadsbesparelser ved dette. Det vil gi NRS og de andre selskapene vanskeligheter med å holde like lave varekostnader da de må kjøpe fôr fra eksterne aktører.



Figur 8-5 Varekostnader i prosent av inntekter

Lønn og personalkostnader

Som vi ser i figur 8-6 har NRS over hele perioden hatt lavere lønnskostnader enn bransjen, og følgende en marginfordel. En av grunnene til at NRS har såpass lav lønnskostnad sammenlignet med bransjen kommer av at salgssavdelingen kjøper inn ferdig oppdrettslaks. På den måten vil lønnskostnadene deres inngå i innkjøpsprisen og ikke bli fordelt som en lønnskostnad for selskapet.



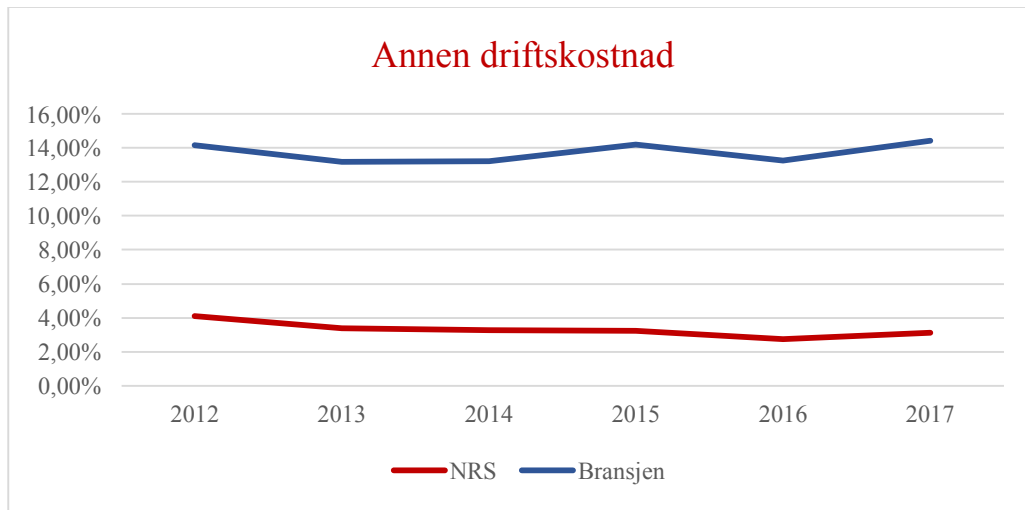
Figur 8-6 Lønnskostnad i prosent av inntekter

Andre driftskostnader

Figur 8-7 viser annen driftskostnad over analyseperioden for NRS og bransjen. Det er helt tydelig at NRS gjennom hele perioden ligger langt under det som er vanlig for bransjen med et tidsvektet gjennomsnitt på 3,23 %. Denne posten inneholder hovedsakelig leie av lokaler og utstyr, vedlikehold, drivstoff, forsikringer og eksterne honorarer. (Årsrapport NRS, 2016) Ettersom det er mangel på detaljinformasjon om denne posten er det vanskelig å gi en konkret begrunnelse for hvorfor NRS har lavere andre driftskostnader enn bransjen. Det bør likevel



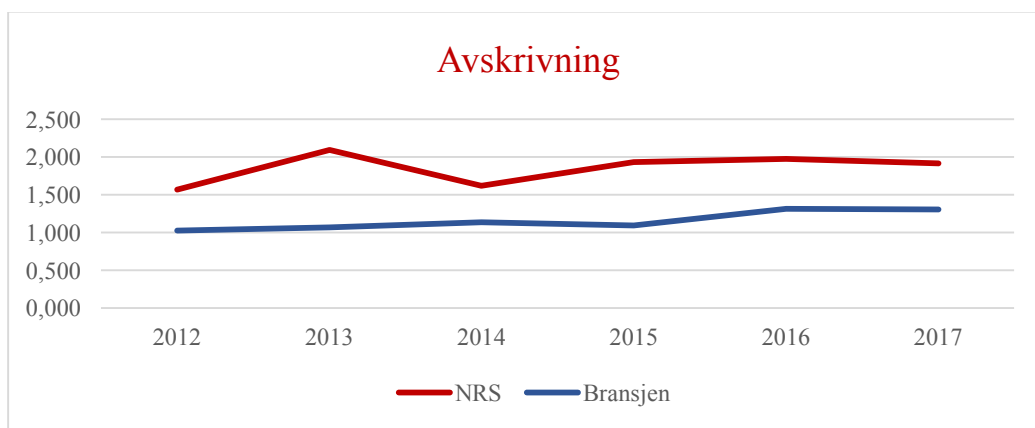
sies at NRS er et mindre selskap enn sine konkurrenter og driver en salgsavdeling og en oppdrettsavdeling. Ettersom salgsavdelingen opptar en stor del av inntektene vil det gjøre at oppdrettsavdelingen står for en mindre del og følgelig vil de tilhørende driftskostnadene være lavere i forhold til totale inntekter.



Figur 8-7 Annen driftskostnad i prosent av inntekter

Avskrivninger

Avskrivningene til NRS og bransjen over perioden er illustrert i figur 8-8. Det er tydelig at NRS har hatt lavere avskrivninger enn bransjen, noe som gir dem en kostnadsfordel. Likevel utgjør avskrivningene kun en liten andel av inntektene på rundt 2-4%. Flere av aktørene i bransjen har de siste årene satset på forskning og utvikling, men disse kan ikke balanseføres før det oppfyller kravene til balanseføring etter IAS 38. Derfor vil det være rimelig å anta at avskrivningene vil øke i fremtiden når FoU prosjektene balanseføres.



Figur 8-8 Avskrivninger i prosent av omsetning



Oppsummering marginulempe

Som vi fastslo i kapittel 8.4.3.1 har NRS en marginulempe på -9,8%. Det er helt klart varekostnader som er den største kostnadskomponenten til NRS og det er her selskapet må fokusere på kostnadsbesparelser. Her vil større integrering i verdikjeden være effektivt for å kunne gi bedre driftsmargin samt bedre lønnsomhet. De andre kostnadene utgjør marginfordeler for NRS, men utgjør ikke store nok fordeler for å skape en marginfordel for selskapet totalt sett.

8.4.3.2 Omløpsfordel

Omløpsfordelen til NRS beregnes ved å finne differansen i omløp til netto driftseiendeler mellom selskapet og bransjen, for så å multiplisere det med netto driftsmargin i bransjen. Formelen for omløpet til netto driftseiendeler presentert under gir et mål på effektiviteten ved å måle selskapets evne til å skape driftsinntekter per krone investert. (Knivslå, F12, 2018)

$$\text{Omløpsfordel} = (\text{onde} - \text{onde}_B) * \text{ndm}_B$$

onde = omløp til netto driftseiendeler, *ndm* = netto driftsmargin

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

DI = driftsinntekter, *NDE* = netto driftsinntekter

Store deler av virksomheten til NRS drives gjennom salgsavdelingen der de kjøper ferdigslaktet laks, og vi har derfor valgt å benytte solgt volum i stedet for slaktet volum for å få mer reelle tall for selskapet. For de komparative selskapene benyttes slaktet volum og dette er dermed med på å danne bransjesnittet. NRS vil likevel ha et høyere omløpstall enn bransjen ettersom mye av den solgte fisken til selskapet vil ha kortere lageropphold enn hva egenprodusert fisk vil ha. Tabell 8-13 viser beregningen av omløpet for NRS og bransjen.

Omløpsfordel	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Periodevektet gjennomsnitt
Periodevekting	11,00 %	14,00 %	17,00 %	18,00 %	20,00 %	20,00 %	
NRS	1,567	2,446	1,947	2,094	2,615	2,378	2,221
Bransjen	1,018	1,270	1,336	1,221	1,497	1,548	1,346
Omløpsfordel - uvektet	0,549	1,176	0,611	0,873	1,118	0,830	0,876
Netto driftsmargin i bransjen	0,035	0,142	0,132	0,091	0,168	0,176	0,131
Omløpsfordel - vektet	0,019	0,166	0,081	0,079	0,188	0,146	0,120

Tabell 8-13 Omløpsfordel



Ut i fra tabellen kan vi se at NRS besitter en omløpsfordel på 12,0% over perioden. Det betyr at selskapet er mer effektive i kapitalbruken enn hva bransjen er. Mye av dette skyldes som sagt at NRS sin salgsavdeling kjøper og selger ferdigprodusert laks slik at de til en hver tid har mindre eiendeler på lageret enn hva selskaper som kun selger egenprodusert fisk har.

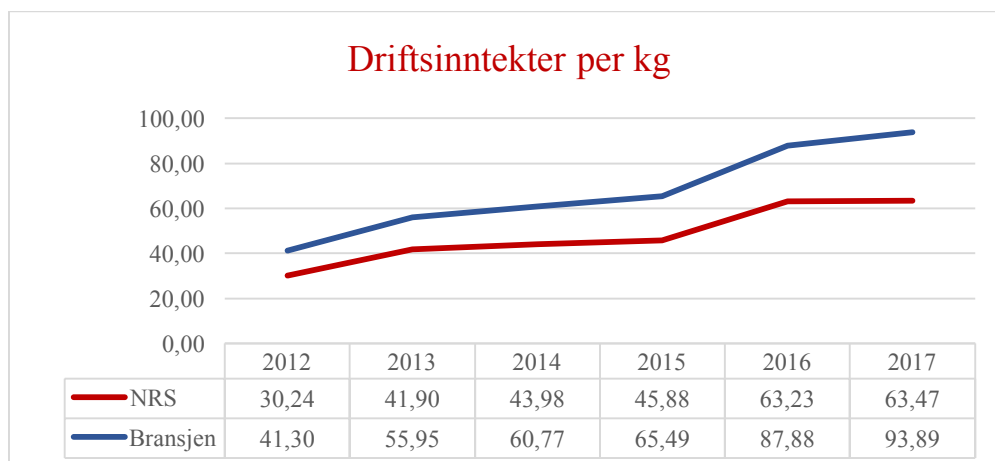
Ved å dekomponere omløpsfordelen til NRS skal vi se på hvilke kilder som er med på å skape fordelene. Vi skal analysere om det foreligger en ARPU-fordel og en effektivitetsfordel. ARPU er et mål på gjennomsnittlig inntjening per enhet produsert.

ARPU-fordelen beregnes ved å finne driftsinntekter per kg solgt fisk. I tabell 8-14 kan vi se at NRS har et gjennomsnitt i analyseperioden på 51,17 kr per kg og bransjen på 70,85 kr per kg. Det betyr at det foreligger en ARPU-ulempe for NRS, som betyr at selskapet tjener mindre per kilo solgt fisk enn hva som er normalt i bransjen.

Driftsinntekter per kg fisk	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Snitt
Driftsinntekter NRS	1 744 266	2 603 712	2 599 799	3 210 548	4 224 340	4 937 798	3 408 681
Antall tonn varer solgt	57 673	62 141	59 110	69 971	66 808	77 799	66 609
Driftsinntekter per kg NRS	30,24	41,90	43,98	45,88	63,23	63,47	51,17
Driftsinntekter per kg bransjen	41,3	55,95	60,77	65,49	87,88	93,89	70,85

Tabell 8-14 Driftsinntekter per kg fisk

I tabell 8-14 ser vi at det har vært en markant økning i driftsinntekter per kilo over perioden. Dette samsvarer med den økte lakseprisen de siste årene. Årsak til at NRS har hatt lavere inntekt per kilo solgt fisk har en sammenheng med at mye av fisken selskapet selger ikke er egenprodusert. Det gjør at de ikke kan selge laksen til like høy pris som egenprodusert laks. I 2017 har gapet mellom bransjen og NRS økt. Dette skyldes at NRS har hatt lavere salgsvolum enn i 2016, mens slaktevolumet hos andre selskaper i bransjen har økt.



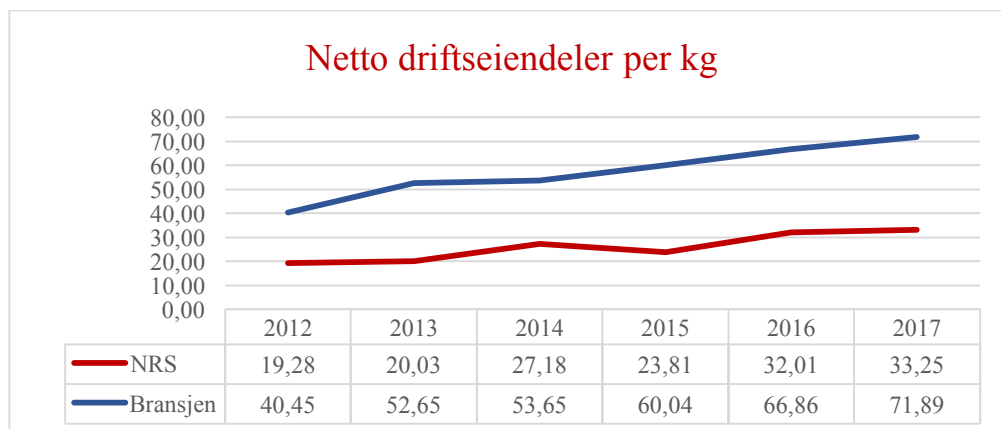
Figur 8-9 Driftsinntekter per kg fisk



Videre skal vi se på netto driftseiendeler per kg for NRS og bransjen. I figur 8-10 kan vi se at NRS har en mye lavere driftseiendel per kg enn bransjen, noe som er en effektivitetsfordel for selskapet. I antall kilo fisk inngår både ferdigprodusert fisk og egenprodusert fisk, slik at NRS trenger mindre kapital for å klargjøre fisken for salg enn selskaper som kun selger egenprodusert fisk. Dette skaper dermed en effektivitetsfordel for NRS relativt til bransjen.

Netto driftseiendeler per kg	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
Netto driftseiendeler	1 111 944	1 244 461	1 606 770	1 665 769	2 138 612	2 586 918	1 814 634
Antall tonn varer solgt	57 673	62 141	59 110	69 971	66 808	77 799	66 609
Netto driftseiendeler per kg NRS	19,28	20,03	27,18	23,81	32,01	33,25	27,24
Netto driftseiendeler per kg bransjen	40,45	52,65	53,65	60,04	66,86	71,89	59,54

Tabell 8-15 Netto driftseiendeler per kg fisk



Figur 8-10 Netto driftseiendeler per kg fisk

Analysene viser at NRS besitter en ARPU-ulempelse som et resultat av at mye av fisken selskapet selger er ferdigprodusert slik at de ikke oppnår samme pris som på egenprodusert fisk. Samtidig kreves det mindre kapital for å klargjøre fisken for salg ettersom mye kjøpes ferdigprodusert. Dette gir NRS en effektivitetsfordel relativt til bransjen. I tabell 8-9 og 8-10 kan vi se at effektivitetsfordelen overstiger ARPU-fordelen som gir NRS en gjennomsnittlig omløpsfordel.

8.4.3.3 Oppsummering ressursfordel

I tabell 8-9 så vi at rentabilitetsfordelen har variert mye over perioden og hadde en topp i 2016 på 10,6%. Vi valgte derfor å dekomponere rentabilitetsfordelen på 2,2% i en margin- og omløpsfordel for å se på årsakene til dette.



Common-size analysen i kapittel 8.4.3.1 viste at NRS besitter en marginulempe jevnt over hele analyseperioden. Det er hovedsakelig de høye varekostnadene som medfører denne ulempen som følge av at NRS ikke drar like stor nytte av stordriftsfordeler som større oppdrettsselskaper. Det er likevel relevant å ta med at selskapet besitter kostnadsfordeler ved lønn, annen driftskostnad og avskrivninger, men at disse fordelene ikke er store nok til å oppnå en marginfordel. Disse fordelene skapes på grunn av NRS sin selskapsstruktur.

Videre kom vi frem til at selskapet besitter en omløpsfordel over hele perioden, men at denne varierer noe. Det gir NRS en gjennomsnittlig omløpsfordel på 12%. Det er tydelig at fordelene oppstår som følge av at NRS har lite eiendeler i balansen grunnet stort salg av ferdigprodusert laks. Dette kan medføre at omløpsfordelen til NRS er noe overvurdert. Ved å dekomponere denne fordelene kom vi frem til at NRS besitter en ARPU-ulempe, som følge av at de har lavere inntjening per kilo solgt fisk enn bransjen. Det kan også tyde på at den beregnede omløpsfordelen skulle vært noe lavere. Samtidig viste analysen at selskapet besitter en effektivitetsfordel. Denne oppstår som følge av at det kreves mindre kapital for å klargjøre laksen for salg fordi mye av fisken selskapet selger er kjøpt ferdigprodusert. Denne effektivitetsfordelen gjør at NRS oppnår en rentabilitetsfordel over perioden på 2,2%.

Rentabilitetsfordelen reduseres av netto driftskravulempe på 1,1%, og utgjør tilsammen en marginal ressursfordel på 1,1%.

8.4.4 Oppsummering strategisk driftsfordel

I tabell 8-16 har vi oppsummert hvordan driftsfordelen til NRS er bygget opp, med utgangspunkt i beregningene utført i de foregående delkapitlene.

Oppsummering strategisk driftsfordel	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Periodevektet gjennomsnitt
Periodevektning	11,00 %	14,00 %	17,00 %	18,00 %	20,00 %	20,00 %	
Bransjefordel drift BFD	-0,013	0,143	0,14	0,076	0,22	0,241	0,148
Marginfordel MF	-0,034	-0,132	-0,122	-0,056	-0,085	-0,143	-0,098
Omløpsfordel OF	0,019	0,166	0,081	0,079	0,188	0,146	0,120
Rentabilitetsfordel RF	-0,015	0,034	-0,041	0,023	0,103	0,003	0,022
Kravfordel KF	-0,009	-0,011	-0,012	-0,011	-0,010	-0,011	-0,011
Ressursfordel drift RFD	-0,024	0,023	-0,053	0,012	0,093	-0,008	0,011
Strategisk driftsfordel SFD	-0,037	0,166	0,087	0,088	0,313	0,233	0,159

Tabell 8-16 Oppsummering strategisk driftsfordel



Over analyseperioden kommer vi frem til at NRS besitter en strategisk driftsfordel på 15,9%, med en bransjefordel på 14,8%. Det betyr at NRS sin strategiske fordel hovedsakelig stammer fra bransjefordelene i oppdrettsbransjen. Rentabilitetsfordelen har vi delt inn i en marginfordel og en omløpsfordel. NRS sliter med høye kostnader i forhold til driftsinntektene slik at de har en marginulempe i hele perioden. Samtidig oppnår selskapet en omløpsfordel ettersom kjøp og salg av ferdigprodusert fisk gjør at de minimerer balanseførte eiendeler. Dette gir NRS en rentabilitetsfordel over analyseperioden på 2,2%.

Gjennomsnittlig ressursfordel ligger på 1,1% og er med det sammenfallende med resultatet i den interne ressursanalysen i kapittel 4. I 2017 har selskapet hatt en ressursulempe på -0,8% noe som kan skyldes lavere integrasjonsgrad enn konkurrentene, som igjen fører med seg høyere produksjonskostnader.

8.5 Gearingfordel drift

Driftsfordelen består som sagt av en strategisk fordel og en gearingfordel. Gearingfordelen består av NRS sin rene driftsfordel skalert med en finansiell gearing. Vi skal nå beregne gearingfordelen ved å benytte følgende formel. (Knivsfå, F12, 2018)

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

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

Ettersom NRS besitter en strategisk fordel vil det være mulig å øke den strategiske fordelen ytterligere dersom investeringene i selskapet er finansiert med gjeld eller minoritetsinteresser. Det er likevel knyttet risiko til det å øke strategisk fordel ved hjelp av gearing, etter som høy lånefinansiering kan skape likviditetsproblemer. Større risiko vil også stille høyere krav til egenkapitalen, slik at gearing ikke nødvendigvis vil øke verdien til egenkapitalen. (Knivsfå, F12, 2018)

Gearingfordel drift	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Periodevektet gjennomsnitt
Periodevektning	11,00 %	14,00 %	17,00 %	18,00 %	20,00 %	20,00 %	
Strategisk driftsfordel	-0,037	0,166	0,087	0,088	0,313	0,234	0,159
Netto finansiell gjeldsgrad	0,899	0,977	0,751	0,608	0,303	0,285	0,590
Minoritetsgrad	0,064	0,081	0,074	0,072	0,037	0,021	0,056
Gearingsfordel drift	-0,054	0,179	0,068	0,063	0,110	0,066	0,079

Tabell 8-17 Gearing drift



Ut i fra tabell 8-17 kan vi se at NRS besitter en gearingfordel på 7,9% over perioden. Det betyr at det vil være fordelaktig for selskapet å geare opp driften ved å benytte belånte midler. Gearingfordelen har vært positiv i alle år utenom 2012. I 2017 er gearingfordelen 6,6%. Dersom selskapet velger å geare opp driften kan det medføre økt lønnsomhet, men også økt risiko i fremtiden.

8.6 Oppsummering driftsfordel

Vi har nå sett på hvilke kilder som er med på å skape driftsfordelen til NRS. I tabell 8-18 har vi presentert resultatet av dekomponeringen. I analyseperioden besitter NRS en strategisk driftsfordel på 15,9% og en gearingfordel på 7,9%, som til sammen utgjør en total driftsfordel på 23,8%.

Oppsummering driftsfordel	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Periodevektning gjennomsnitt
Periodevektning	11,00 %	14,00 %	17,00 %	18,00 %	20,00 %	20,00 %	
Bransjefordel drift	-0,013	0,143	0,14	0,076	0,220	0,241	0,148
Ressursfordel drift	-0,024	0,023	-0,053	0,012	0,093	-0,008	0,011
Strategisk driftfordel	-0,037	0,166	0,087	0,088	0,313	0,234	0,159
Gearing fordel	-0,054	0,179	0,068	0,063	0,110	0,066	0,079
Driftsfordel	-0,091	0,345	0,155	0,151	0,423	0,300	0,238

Tabell 8-18 Oppsummering driftsfordel

8.7 Finansieringsfordel

Vi vil i det følgende delkapitlet gjennomføre en finansieringsanalyse for å avdekke en eventuell finansieringsfordel hos NRS. I motsetning til driftsanalysen så deler vi i denne analysen ikke inn i bransje- og driftsfordel, men behandler disse samlet. Finansieringsfordelen regnes ut ved å beregne finansieringsfordel til netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser, og er illustrert i formelen under. (Knivsflå, F11, 2018)

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

Der $nfgk$ = netto finansielt gjeldskrav, nfg = netto finansiell gjeldsrentabilitet, $nfgg$ = netto finansiell gjeldsgrad,
 mik = minoritetsinteressekrav, mir = minoritetsinteresserentabilitet, mig = minoritetsinteressegrad

Ved et netto finansielt gjeldskrav større enn netto finansiell gjeldsrentabilitet vil selskapet besitte en strategisk finansieringsfordel. Det samme gjelder dersom minoritetsinteressekravet er høyere enn minoritetsinteresserentabiliteten. Ved beregning av finansieringsfordel til netto



finansiell gjeld dekomponeres fordelen ved å regne ut finansieringsfordel finansiell gjeld og finansieringsfordel finansielle eiendeler, for tilslutt å sammenholde disse.

8.7.1 Finansieringsfordel finansiell gjeld

Finansieringsfordel finansiell gjeld blir beregnet som differansen mellom finansielt gjeldskrav og finansiell gjeldsrentabilitet multiplisert med den finansielle gjeldsgraden. Selskapet har en finansieringsfordel med en rimelig finansiering for eierne dersom det finansielle gjeldskravet er høyere enn lånerenten. Motsatt gjelder det for långiverne der et gjeldskrav høyere enn lånerenten vil være en ulempe for dem.

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

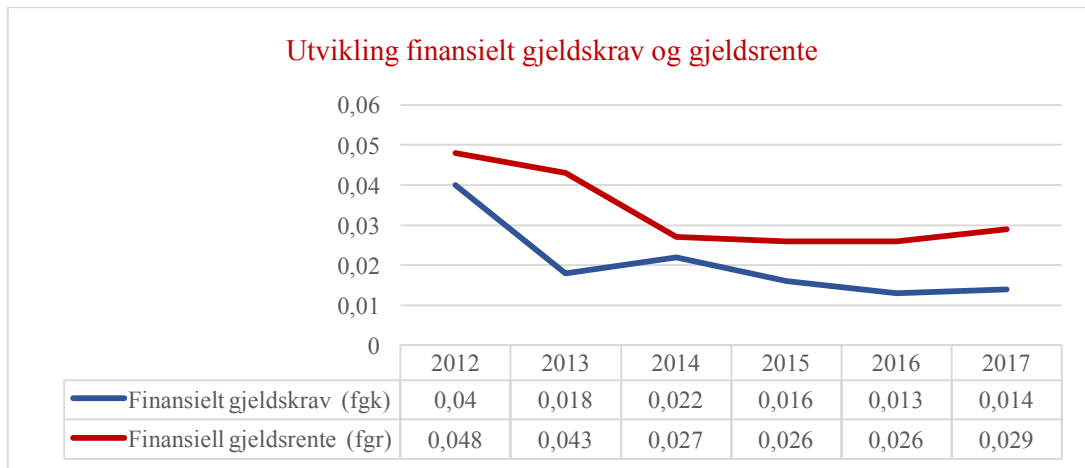
$$\text{Der } fgk = \text{risikofri rente} + \text{kredittrisikopremie}, fgr = \frac{NFK_t}{FG_{t-1} + (\Delta FG_t - NFK_t)/2}, fgg = \frac{FG_{t-1} + (\Delta FG_t - NFK_t)/2}{EK_{t-1} + (\Delta EK_t - NRE_t)/2}$$

Tabell 8-19 viser NRS sin finansieringsfordel ved finansiell gjeld. Vi kan se at NRS har en gjennomsnittlig tidsvektet finansieringsulempe på 0,9%. Årsaken til dette er at den finansielle gjeldsrenten overstiger kravet i alle årene. Vi ser også at både kravet og renten reduseres over perioden, noe som kan forklares av blant annet fallet i styringsrenten i perioden.

Finansieringsfordel finansiell gjeld	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Snitt
Finansielt gjeldskrav (<i>fgk</i>)	0,040	0,018	0,022	0,016	0,013	0,014	0,019
Finansiell gjeldsrente (<i>fgr</i>)	0,048	0,043	0,027	0,026	0,026	0,029	0,032
Finansiell gjeldsrentefordel (<i>fgk-fgr</i>)	-0,008	-0,025	-0,005	-0,010	-0,013	-0,015	-0,013
Finansiell gjeldsgrad (<i>fgg</i>)	0,925	1,052	0,838	0,768	0,430	0,374	0,691
Finansieringsfordel finansiell gjeld	-0,007	-0,026	-0,004	-0,008	-0,006	-0,006	-0,009

Tabell 8-19 Finansieringsfordel finansiell gjeld

I figur 8-11 har vi illustrert utviklingen av det finansielle gjeldskravet og den finansielle gjeldsrenten til NRS over analyseperioden. Som vi ser har kravet og renten hatt en tilnærmet lik utvikling de siste årene, og gjeldsrenten er høyere enn kravet jevnt over. Videre hadde NRS den største ulempen i 2013, med en jevn reduksjon i årene etter.



Figur 8-11 Utvikling finansielt gjeldskrav og gjeldsrente

8.7.2 Finansieringsfordel finansielle eiendeler

Finansieringsfordel til finansielle eiendeler blir beregnet ved å ta differansen mellom den finansielle eiendelsrentabiliteten og det finansielle eiendelskravet, multiplisert med den finansielle eiendelsgraden. For NRS vil det foreligge en finansieringsfordel i form av høyere avkastning av de finansielle eiendelene dersom rentabiliteten overstiger kravet. Formelen er illustrert under.

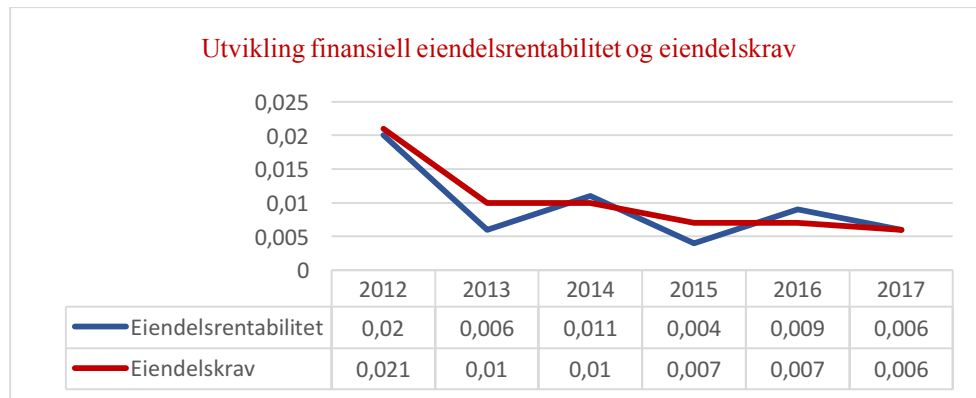
$$\text{Finansieringsfordel finansielle eiendeler} = (fer - fek) * feg$$

$$\text{Der } fer = \frac{NFI_t}{FE_{t-1} + (\Delta FE_t - NFI_t)/2}, \text{ fek se kapittel 7, } feg = \frac{FE_{t-1} + (\Delta FE_t - NFI_t)/2}{EK_{t-1} + (\Delta EK_t - NRE_t)/2}$$

I tabell 8-20 ser vi utregningene av NRS sin finansieringsfordel til finansielle eiendeler. Som vi ser er den tidsvektede gjennomsnittlige finansieringsfordelen for NRS på 0,000. Årsaken til dette er at eiendelsrentabiliteten og eiendelskravet er tilnærmet likt over perioden. Hvis vi undersøker hva NRS sine finansielle eiendeler består av er dette i hovedsak kontanter og kontantekvivalenter. Dette er finansielle eiendeler som i liten grad genererer avkastning, og er dermed hovedårsaken til at NRS har en finansieringsfordel finansielle eiendeler tilnærmet 0.

Finansieringsfordel finansielle eiendeler	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Snitt
Finansiell eiendelsrentabilitet (<i>fer</i>)	0,020	0,006	0,011	0,004	0,009	0,006	0,009
Finansielt eiendelskrav (<i>fek</i>)	0,021	0,010	0,010	0,007	0,007	0,006	0,009
Finansiell eiendelsrentabilitetsfordel (<i>fer-fek</i>)	-0,001	-0,004	0,001	-0,003	0,002	0,000	0,000
Finansiell eiendelsgrad (<i>feg</i>)	0,026	0,075	0,087	0,160	0,127	0,088	0,107
Finansieringsfordel finansielle eiendeler	-0,000	-0,000	0,000	-0,001	0,000	0,000	0,000

Tabell 8-20 Finansieringsfordel finansielle eiendeler



Figur 8-12 Utvikling eiendelsrentabilitet og eiendelskrav

8.7.3 Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

Finansieringsfordel netto finansiell gjeld er summen av finansieringsfordel finansiell gjeld og finansieringsfordel finansielle eiendeler. Fordelen beregnes ved å multiplisere differansen mellom netto finansielt gjeldskrav og netto finansiell gjeldsrentabilitet, med den finansielle gjeldsgraden. Formelen er presentert under.

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

$$\text{Der } nfgk \text{ ble gjort rede for i kap. 7, } nfg = \frac{NFK_t - NFI_t}{NFG_{t-1} + \frac{\Delta NFG_t - NFK_t + NFI_t}{2}}, \quad nfgg = \frac{NFG_{t-1} + \frac{\Delta NFG_t - NFK_t + NFI_t}{2}}{EK_{t-1} + \frac{\Delta EK_t - NRE_t}{2}}$$

Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Snitt
Netto finansielt gjeldskrav (<i>nfgk</i>)	0,041	0,019	0,023	0,020	0,015	0,016	0,021
Netto finansiell gjeldsrentabilitet (<i>nfg</i>)	0,048	0,045	0,029	0,032	0,033	0,037	0,036
Netto finansiell gjeldsrentefordel (<i>nfgk-nfg</i>)	-0,007	-0,026	-0,006	-0,012	-0,018	-0,021	-0,015
Netto finansiell gjeldsgrad (<i>nfgg</i>)	0,899	0,977	0,751	0,608	0,303	0,285	0,590
Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	-0,007	-0,026	-0,005	-0,007	-0,006	-0,006	-0,009

Tabell 8-21 Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

Som tabell 8-21 viser har NRS en finansieringsulempe på -0,9%. Årsaken til dette er at kravet er lavere enn rentabiliteten jevnt over i analyseperioden. En finansieringsulempe på -0,9% kan sies å være en svært marginal ulempe, og et slikt resultat er ikke overraskende grunnet den store graden av konkurranse i finansmarkedene. I effektive markeder er det naturlig å forvente at denne vil gå mot 0.

8.7.4 Finansieringsfordel minoritetsinteresser

Finansieringsfordel minoritetsinteresser beregnes ved å multiplisere differansen mellom minoritetsinteressekravet og minoritetsrentabiliteten, med minoritetsgraden. Et minoritetskrav høyere enn minoritetsrentabiliteten anses som en fordel for majoritetseierne da de i en slik

situasjon vil ha mulighet til å dele tap i datterselskapene med minoritetseierne. Videre forventer vi at minoritetsrentabilitetsfordelen vil være tilnærmet 0. Årsaken til dette er at majoriteten i de fleste tilfeller vil ”skvise” minoriteten for å oppnå merrentabilitet. (Knivsflå, F11, 2018). Formelen for utregning er vist under.

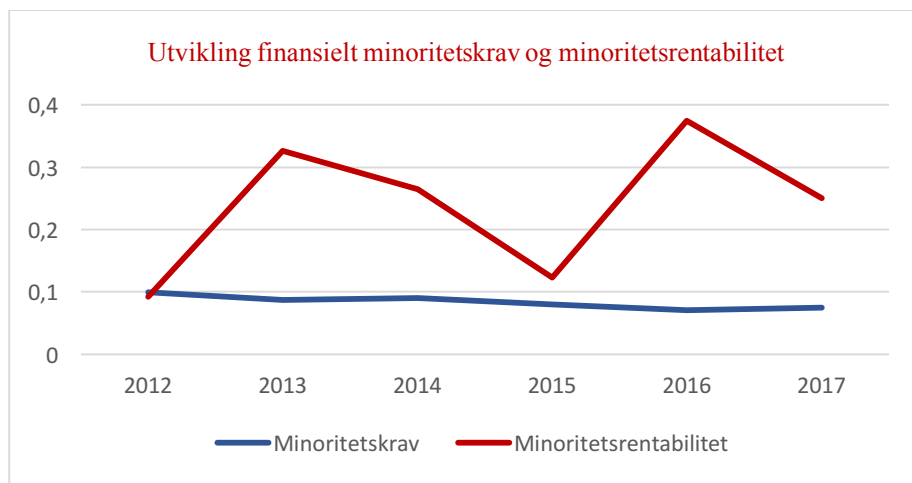
$$\text{Finansieringsfordel minoritetsinteresser} = (mik - mir) * mig$$

$$\text{Der mik ble gjort rede for i kap. 7, } mir = \frac{NMR_t}{MI_{t-1} + \frac{\Delta MI_t - NMR_t}{2}}, mig = \frac{MI_{t-1} + \frac{\Delta MI_t - NMR_t}{2}}{EK_{t-1} + \frac{\Delta EK_t - NRE_t}{2}}$$

Finansieringsfordel minoritetsinteresser	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Snitt
Minoritetskrav (<i>mik</i>)	0,099	0,087	0,090	0,080	0,071	0,075	0,082
Minoritetsrentabilitet (<i>mir</i>)	0,092	0,326	0,265	0,123	0,375	0,250	0,248
Minoritetsrentabilitetsfordel (<i>mik-mir</i>)	0,007	-0,239	-0,175	-0,043	-0,304	-0,175	-0,166
Minoritetsgrad (<i>mig</i>)	0,064	0,081	0,074	0,072	0,037	0,021	0,055
Finansieringsfordel minoritetsinteresser	0,000	-0,019	-0,013	-0,003	-0,011	-0,004	-0,008

Tabell 8-22 Finansieringsfordel minoritetsinteresser

Som vi ser av tabell 8-22 har NRS en gjennomsnittlig finansieringsulempe for minoritetsinteresser på 0,8%, og over analyseperioden har de hatt en slik marginal ulempe siden 2013. I figur 8-13 ser vi utviklingen av minoritetskravet og rentabiliteten over perioden.



Figur 8-13 Utvikling finansielt minoritetskrav og minoritetsrentabilitet

8.7.5 Oppsummering finansieringsfordel

Tabell 8-23 viser en oppsummering av den totale finansieringsanalysen. Som vi ser har NRS en gjennomsnittlig finansieringsulempe på -1,7%. Dette skyldes finansieringsulempen knyttet til finansiell gjeld og finansieringsulempen til minoritet.

Stor konkurranse i finansmarkedet gjør at finansieringsulempen knyttet til finansiell gjeld blir tilnærmet lik 0. Den høye minoritetsrentabiliteten er hovedårsaken til at selskapet oppnår en finansieringsulempe, og det vil være mulig å redusere denne i fremtiden ved å redusere minoritetsgraden i selskapet.

Finansieringsfordel	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Snitt
Finansieringsfordel finansiell gjeld	-0,007	-0,026	-0,004	-0,008	-0,006	-0,006	-0,009
Finansieringsfordel finansielle eiendeler	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	0,007	-0,026	-0,005	-0,007	-0,006	-0,006	-0,009
Finansieringsfordel minoritet	0,000	-0,019	-0,013	-0,003	-0,011	-0,004	-0,008
Finansieringsfordel	-0,007	-0,045	-0,018	-0,010	-0,017	-0,010	-0,017

Tabell 8-23 Finansieringsfordel

8.8 Oppsummering strategisk fordel

Som vi konstaterte i kapittel 8.1.1 har Norway Royal Salmon en strategisk fordel over analyseperioden på 22,1%. I tabell 8-24 presenteres dekomponeringene og utregningene gjort i dette kapitlet oppsummert i en strategisk fordel bestående av både driftsfordel og finansieringsfordel.

Oppsummering strategisk fordel	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Periodevektet gjennomsnitt
Periodevekting	11,00 %	14,00 %	17,00 %	18,00 %	20,00 %	20,00 %	
Bransjefordel drift	-0,013	0,143	0,14	0,076	0,22	0,241	0,148
Ressursfordel drift	-0,024	0,023	-0,053	0,012	0,093	-0,008	0,011
Gearingfordel drift	-0,054	0,179	0,068	0,063	0,110	0,066	0,079
Driftsfordel	-0,091	0,345	0,155	0,151	0,423	0,299	0,238
Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	0,007	-0,026	-0,005	-0,007	-0,006	-0,006	-0,009
Finansieringsfordel minoritet	0	-0,019	-0,013	-0,003	-0,011	-0,004	-0,008
Strategisk fordel	-0,084	0,300	0,137	0,141	0,406	0,289	0,221

Tabell 8-24 Oppsummering strategisk fordel

I tabell 8-24 kan vi se at den strategiske fordelen til NRS skyldes en høy bransjefordel og gearingfordel, samt en liten ressursfordel på 1,1%. Analysen vår samsvarer således med resultatene fra den strategiske analysen i kapittel 4. Videre beregnet vi en total finansieringsulempe på -1,7 %.

Bransjefordel er et resultat av de gode tidene i oppdrettsbransjen de siste årene. Det er høy etterspørsel i markedet, konsesjonssystemet sikrer fremtidig vekst og begrenser tilbudet av oppdrettsfisk, samt at det foreligger en moderat konkurranseintensitet. Svak kronekurs og lavt

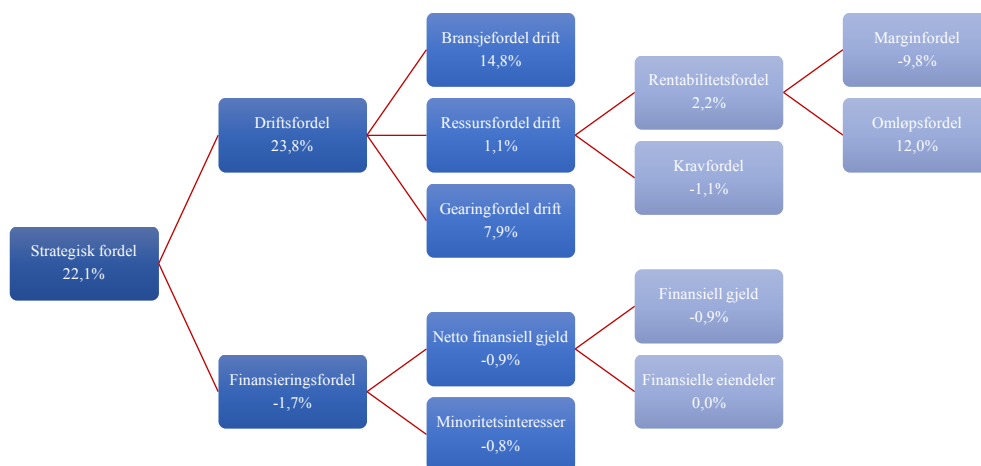


rentenivå er også med på å skape gunstige konkurransevilkår som igjen gir en høy bransjefordel på 14,8%.

NRS sin ressursfordel fremkommer av en rentabilitetsfordel og en netto driftskravulempe. Ved å dekomponere rentabilitetsfordelen kom vi frem til at bakgrunnen for ressursfordelen til selskapet er at det besitter en effektivitetsfordel. Fordelen kommer av at salgssavdelingen kjøper ferdigprodusert fisk slik at det kreves mindre kapital for å gjør fisken salgsklar enn ved egenprodusert fisk. Ettersom mye av fisken kjøpes ferdig bearbeidet klarer ikke NRS å oppnå like høy inntekt per kilo solgt laks som i bransjen, og dette gir en ARPU-ulempe. Nettoeffekten gir en rentabilitetsfordel på 2,2%. Kravulempen til NRS oppstår som følge av at selskapet har et høyere netto driftskrav enn bransjen, som igjen indikerer høyere konkursrisiko hos NRS.

Den rene driftsfordelen som består av både bransjefordel og ressursfordel blir skalert opp av en finansiell gearing. Ved å legge til denne får vi en gjennomsnittlig driftsfordel over analyseperioden på 23,8%.

Finansieringsulempen kommer av at det er knyttet en finansieringsulempe til netto finansiell gjeld og minoritetsinteressene. Årsaken til denne ulempen er den store konkurransen i finansmarkedet og en rentabilitet over kravet til minoritetsinteressene. Samlet gir dette finansieringsulempe på -1,7%.



Figur 8-14 Oppsummering strategisk fordel

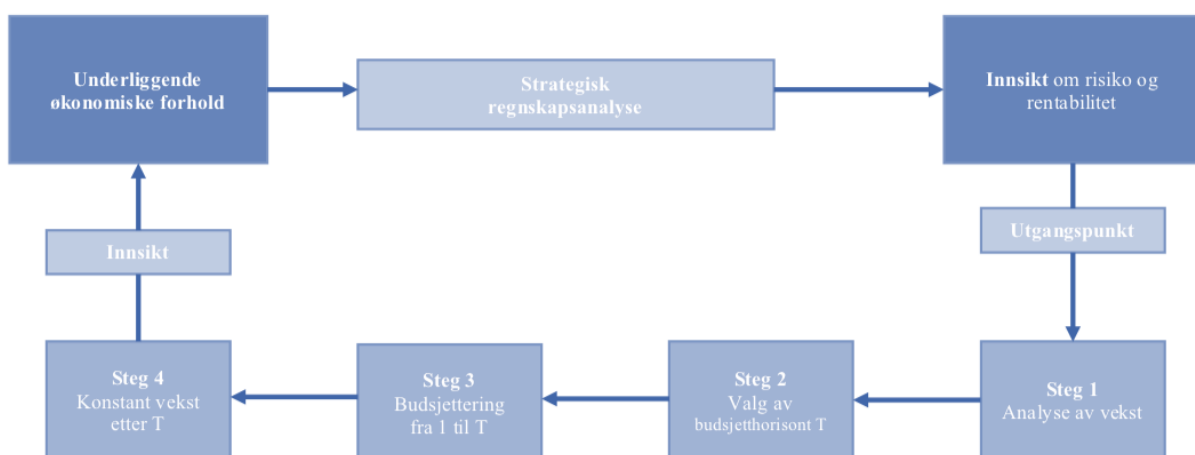
9 Fremtidsregnskap

For å kunne gjøre gjennomtenkte og gode antagelser om fremtiden er det helt nødvendig å inneha en grundig forståelse om selskapet (Penman, 2010). I dette kapitlet skal vi utarbeide et fremtidsregnskap for NRS basert på innsikten fra vår strategiske regnskapsanalyse, samt den øvrige innsikten vi har opparbeidet oss om NRS og bransjen. Utarbeidelsen av fremtidsregnskapet innebærer å lage estimater på fremtidig balanse, resultatregnskap og kontantstrømmer, som senere brukes til verdsettelse av den fundamentale verdien til selskapet.

Det følgende kapitlet starter med en gjennomgang av rammeverket for fremtidsregnskap og budsjettmodellen.

9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap

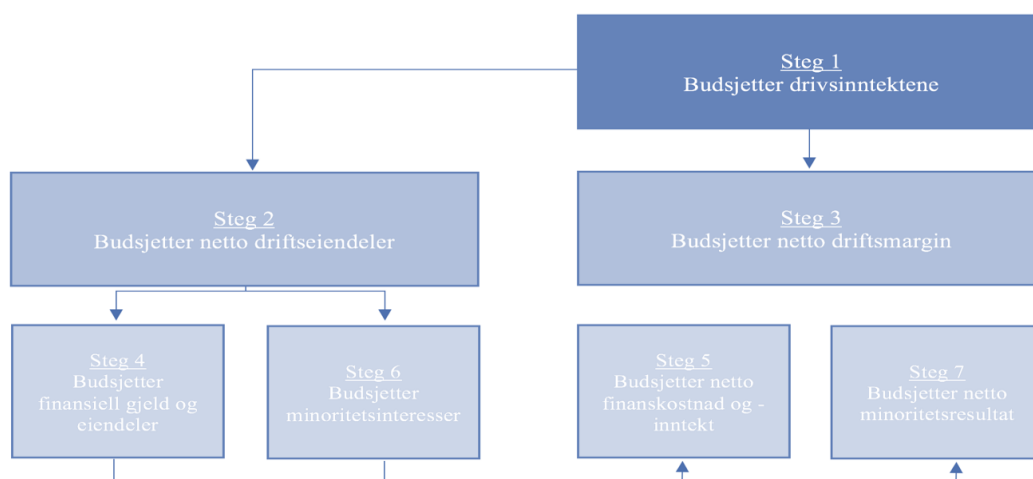
Rammeverket vi følger for fremtidsregnskap består av fire ulike steg og er illustrert i figur 9-1. Rammeverket tar utgangspunkt i innsikten vi allerede har opparbeidet oss om risikoen og rentabiliteten til selskapet, og starter i steg 1 med en vekstanalyse ved hjelp av den grunnleggende budsjettdriveren driftsinntektsvekst. I neste steg velges så budsjettthorisont T der ”steady state” avgjøres, og i steg 3 skal det budsjetteres fra år 0 til T. I det fjerde og siste steget utarbeides det konstant vekst i framskrivningen fra ”steady state”. Resultatet vi får fra de ulike stegene ender så i et fremtidsregnskap som brukes ved beregningen av den fundamentale egenkapitalverdien til NRS.



Figur 9-1 Rammeverk for fremtidsregnskap

Budsjetteringen i steg 3 har tatt utgangspunkt i budsjetteringsmodellen som vist i figur 9-2. Her er teorien at fremtidsregnskapene lages ved å beregne en prognose av budsjettdriverne der det legges til grunn en lineær vekst mellom hvert budsjettpunkt (Penman, 2010).

Budsjetteringsmodellens disposisjon er en stegvis prosess der vi starter med en budsjettering av driftsinntektene og avslutter med å budsjettere netto minoritetsresultat. Ifølge Penman vil en slik stegvis disposisjon føre til at ingen elementer blir oversett. Budsjetteringsprosessen kan videre bli mer detaljert dersom en ser det nødvendig for å forbedre fremtidsregnskapet, men dette er en avveining om kost/nytte (Penman, 2010).



Figur 9-2 Budsjettmodell

9.2 Vekstanalyse

Det første vi skal ta for oss ved utarbeidelse av fremtidsregnskapet er en vekstanalyse. En slik analyse er svært viktig for å kunne utarbeide en god prediksjon for fremtiden. (Knivsflå, F14, 2018) De følgende delkapitlene analyserer den historiske veksten til NRS over budsjettperioden, og innsikten vi opparbeider oss her brukes så i budsjettering av fremtidsregnskapet.

9.2.1 Driftsinntektsvekst

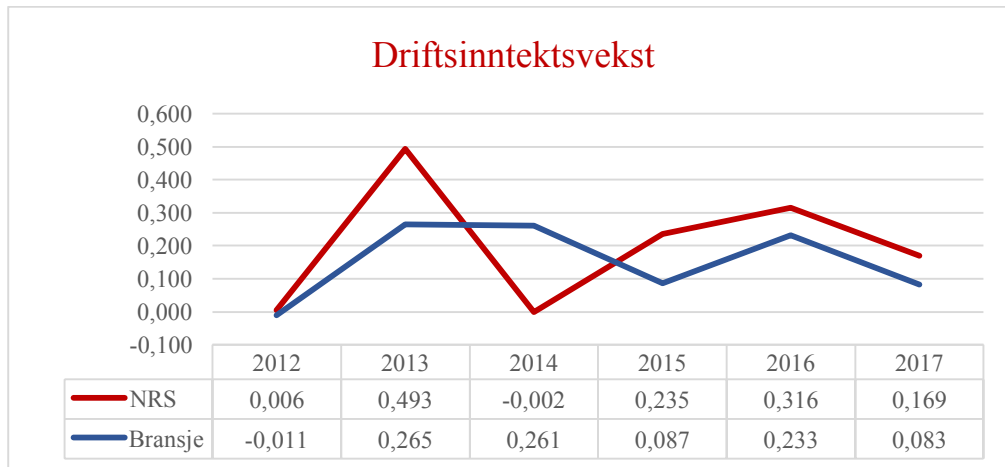
Driftsinntektene er den primære årsaken til vekst i resultatet, i tillegg til at den i stor grad påvirker den frie kontantstrømmen til selskapet. Driftsinntektsveksten blir dermed regnet som den grunnleggende budsjettdriveren da denne avgjør størrelsen på selskapet i fremtiden. En analyse av driftsinntektsveksten til NRS er således svært viktig for å kunne utarbeide gode prognoser i fremtidsregnskapet.



Under ser vi formelen vi benytter for å beregne den historiske utviklingen i driftsinntektsvekt over analyseperioden for NRS og bransjen.

$$div_t = \frac{DI_t - DI_{t-1}}{DI_{t-1}}$$

div = driftsinntektsvekst, DI = driftsinntekter



Figur 9-3 Driftsinntektsvekst

I analyseperioden har NRS og bransjen en gjennomsnittlig driftsinntektsvekst på henholdsvis 20,9% og 15,9%.

Ut i fra figur 9-3 ser vi at det har vært store svingninger i driftsinntektsveksten hos både NRS og bransjen i løpet av analyseperioden, der NRS sin vekst er mer volatil enn bransjen sin. Årsaken til denne volatiliteten kan skyldes at NRS sin salgssavdeling står for store deler av driftsinntektene. Kjøp og salg påvirkes av tilbudet i markedet samt hvilke avtaler de besitter med kunder og leverandører. Dette fører til at salgsmengden har en tendens til å variere i større grad enn hos rene oppdrettsselskaper. Imidlertid ser det ut til at NRS de siste årene har en driftsinntektsvekst som er mer lik bransjen sin. Det er også tydelig at driftsinntektsveksten påvirkes av lakseprisen, noe som sammenfaller med flere analyser vi har gjort tidligere.

9.2.2 Historisk egenkapitalvekst

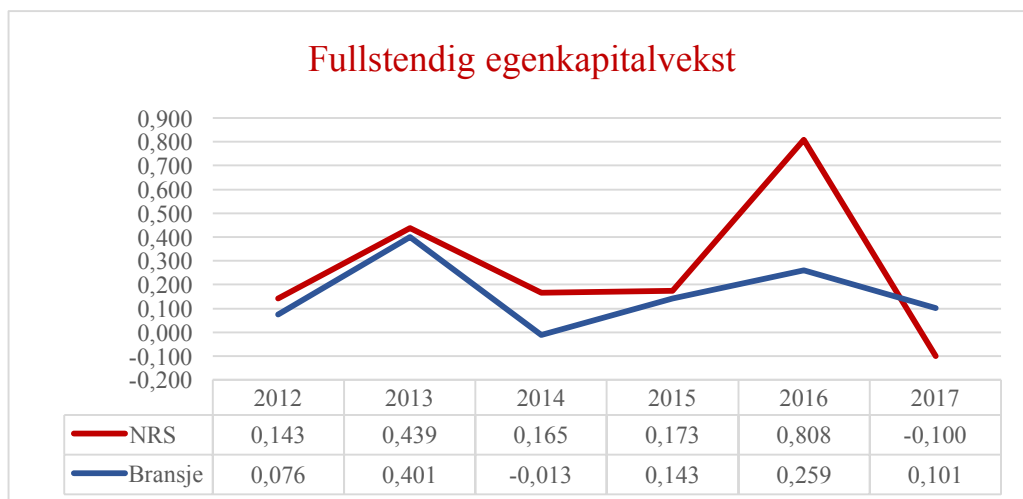
Egenkapitalveksten er også en viktig vekstfaktor i utarbeidelsen av fremtidsregnskapet. En vekst i egenkapitalen skyldes i hovedsak enten en økning i årsresultatet eller innskudd av



kapital fra eierne. Egenkapitalveksten er dermed svært interessant for investorer, da den kan gi uttrykk for hva som vil bli mulig å dele ut i fremtidig utbytte (Knivsflå, F12, 2018).

Det finnes to typer egenkapitalvekst; fullstendig og normalisert. Ved utarbeidelsen av fremtidsregnskapet velger vi å benytte den normaliserte egenkapitalveksten for å se bort i fra unormale resultatelementer. I analysen velger vi imidlertid også først å se på den fullstendige egenkapitalveksten for å skape en mer grundig innsikt i driveren.

$$\text{Fullstendig egenkapitalvekst} = \frac{EK_t - EK_{t-1}}{EK_{t-1}}$$



Figur 9-4 Fullstendig egenkapitalvekst

Som vi ser i figur 9-4 har egenkapitalveksten i likhet med driftsinntektsveksten opplevd store svingninger i analyseperioden. NRS hadde en unormalt høy vekst i 2016 som skyldes rekordhøye laksepriser kombinert med høy etterspørsel. Ser vi bort i fra de siste 2 årene har selskapet fulgt samme trend som bransjen. I 2017 utbetalte NRS et stort utbytte til sine aksjonere, samt at de hadde et dårligere resultat enn foregående år. Dette resulterer i negativ vekst på -10%.

For at vi skal utarbeide et rettviseende fremtidsregnskap ønsker vi som sagt å benytte den normaliserte egenkapitalen. På den måten eliminerer vi unormale poster som ikke regnes å ha påvirkning på det fremtidige regnskapet. (Knivsflå, F14, 2018) For utregning av normalisert egenkapitalvekst benytter vi følgende formel.



$$ekv = (1 - eku) * ekr$$

$$eku = \frac{NBU}{NRE}$$

ekv = egenkapitalvekst, eku = egenkapitalutdeling, ekr = egenkapitalrentabilitet, NBU = netto betalt utbytte, NRE = netto resultat til egenkapital

Normalisert egenkapitalvekst	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Periodevektet gjennomsnitt
Periodevekting	11,00 %	14,00 %	17,00 %	18,00 %	20,00 %	20,00 %	
Egenkapitalutdeling	8,066	0,239	0,626	0,383	0,253	0,775	1,302
Egenkapitalrentabilitet	-0,010	0,362	0,202	0,196	0,452	0,340	0,278
Normalisert egenkapitalvekst	0,070	0,275	0,076	0,121	0,337	0,076	0,164

Tabell 9-1 Normalisert egenkapitalvekst

Ved å benytte den normaliserte egenkapitalen får vi mindre svingninger, noe som gir oss en gjennomsnittlig vekst i perioden på 16,4%. Dette er særdeles høyt og vi ser at det er de unormalt høye tallene i 2013 og 2016 som trekker opp gjennomsnittet. I tillegg skyldes det ekstreme tallet for egenkapitalutdeling og rentabilitet i 2012 et negativt normalisert resultat til EK som følge av lave laksepriser og lav lønnsomhet i oppdrettsbransjen.

9.3 Valg ved utarbeidelsen av fremtidsregnskapet

Ved utarbeidelsen av et fremtidsregnskap må det foretas enkelte valg for en mer presis analyse. Vi skal dermed i de følgende avsnittene foreta valg knyttet til budsjettthorisont, detaljnivå og type framskrivningsteknikk. (Knivsflå, F14, 2018)

9.3.1 Budsjettthorisont

Vi bestemmer budsjettthorisonten ut fra hvor lang tid det tar før $T=0$, altså til vekstdriverne blir konstante. Det betyr at budsjettperioden vil vare frem til selskapet befinner seg i «steady state» (Kaldestad & Møller, 2016). En vanlig budsjettperiode i verdsettelse er 10 til 15 år frem mot «steady state» (Koller, Goedhart, Wessels, & Cichello, 2015). For å estimere hvor lang budsjettperiode vi skal utarbeide for NRS må vi kartlegge hvilken livsfase selskapet og bransjen befinner seg i. Vi benytter Damodaran sin modell som ble presentert i kapittel 3.2. (Damodaran, 2012)

Som vi konkluderte med i kapittel 3.2 mener vi at NRS befinner seg et sted mellom høy og moden vekst i livssyklusen. Årsaken til en slik konklusjon er at selskapet har opplevd relativ jevn vekst de siste årene og er godt etablert i bransjen. Oppdrettsbransjen har de siste årene opplevd strenge reguleringer og sliter med miljø- og arealproblemer, men har likevel hatt stor



vekst grunnet historisk høye laksepriser og etterspørsel. Begrensningene i bransjen bidrar til å sikre vekst for etablerte selskaper samtidig som det gjør det vanskelig for nye selskaper å etablere seg i bransjen. På bakgrunn av dette mener vi bransjen er i en moden vekstfase, men at det fortsatt er gode framtidsutsikter grunnet den store etterspørselen. Det vil dermed ta lengre tid før bransjen når «steady state», noe som taler for en lengre budsjettperiode.

Ettersom oppdrettsbransjen er syklisk er det vanlig at resultatene og avkastningen varierer mye. De senere årene har bransjen slitt med store produksjonskostnader og oppdrettsselskapene har derfor investert mye i utvikling av tiltak for å redusere miljøproblemene. Ved å benytte en lengre budsjettthorisont vil det være mulig å fange opp svingningene i bransjen som vil tydeliggjøre opp- og nedgangstider.

Kvaliteten på regnskapsføringen vil også være med å påvirke valget av budsjettthorisont. (Knivsflå, F14, 2018) NRS fører regnskap etter IFRS rammeverket og vil følgelig fange opp de virkelige verdiene som ligger i selskapet. Dette taler for relativt god kvaliteten på regnskapsføringen som gir grunnlag for en kortere budsjettthorisont for fremtidsregnskapet til NRS.

Vi har valgt å benytte en mellomlang budsjettthorisont ettersom argumentene våre taler for og imot lengre tidsperiode. Det er knyttet usikkerhet til både selskapet og bransjens fremtidige vekst slik at det vil være aktuelt å benytte en periode på 10-14 år. (Knivsflå, F14, 2018) Som sagt er bransjen svært syklisk og vi velger derfor en budsjettthorisont på 11 år for å være sikker på å fange opp disse svingningene. Vi vil dermed få en budsjettperiode fra 2018 til 2028, hvor 2018 vil betegnes som år 1 og 2028 som budsjettpunkt T. Videre budsjetterer vi med to år konstant vekst i «steady state» i 2029 og 2030, som betegnes med T+1 og T+2.

9.3.2 Detaljnivå

Detaljnivået på budsjettthorisonten vil avhenge av budsjettthorisonten T, samt hvor fokusert og detaljert man ønsker å ha fremtidsregnskapet. I verdsettelse er det generelt viktig å strebe etter enkelthet der fokuset skal ligge på de faktorene som skaper verdi. (Penman, 2010) Når det gjelder fremtidsbudsjettering er det knyttet stor usikkerhet til utarbeidelsen. Det kan dermed være mest hensiktsmessig å kun fokusere på de viktigste budsjettdriverne. Ved så stor grad av usikkerhet vil et mindre antall budsjettdriverne kunne føre til et like presist budsjett enn om



man inkluderer mange budsjett drivere. (Knivsflå, F14, 2018) Med bakgrunn i valget om en lang budsjettperiode for NRS ønsker vi dermed å begrense detaljnivået ved å kun benytte de mest essensielle budsjett driverne.

9.3.3 Framskrivningsteknikk

Ved utarbeidelsen av framskrivning av budsjett driverne har vi valgt å benytte oss av en lineær framskrivningsteknikk. Ved bruk av denne teknikken vil driverne bli budsjettert i forhold til spesifikke budsjett punkter som henholdsvis kort-, mellomlang- og lang sikt. På kort og mellomlang sikt vil vi den beregnede veksten til NRS avhenge av interne ressurser og bransjeveksten. På lang sikt vil de makroøkonomiske konkurranseforholdene begrense veksten til bransjen og selskapet ettersom det ikke er mulig med større vekst enn forventet realvekst i verdensøkonomien tillagt forventet global inflasjon. (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017)

For å beregne utviklingen til driverne mellom de ulike budsjett punktene eksisterer det to metoder; scenariobudsjettering og simulering- og sensitivitetsanalyse. I kapittel 11 skal vi gjennomføre simulering- og sensitivitetsanalyser for å håndtere og redusere usikkerheten knyttet til budsjettering og fremtidig utvikling for NRS. Den forventede utviklingen til NRS beregner vi ut fra resultatene av den strategiske regnskapsanalysen som ble gjennomført i kapittel 5 til 8, og vil legge grunnlaget for utarbeidelsen av fremtidsregnskapet. (Knivsflå, F14, 2018)

9.4 Budsjett drivere i budsjett perioden

I de følgende delkapitlene skal vi presentere de mest sentrale budsjett driverne til NRS som sammen danner grunnlaget for utarbeidelsen av fremtidsregnskapet. Budsjett modellen som anvendes er presentert i delkapittel 9.1. Budsjett drivere er tall eller finansielle forholdstall som måler selskapets prestinger og som kan knyttes tett opp mot verdiskapningen (Petersen, Plenborg, & Kinserdal, 2017) Budsjett driverne skal vi videre knytte opp mot tre spesifikke budsjett punkter. Vi har ut i fra prediksjonsmulighetene valgt budsjett punktene på kort sikt til 2018 og 2019, mellomlang sikt til 2023 og lang sikt til 2028. Fra 2028 vil NRS ha nådd «steady state» og de to påfølgende årene T+1 og T+2 vil ha konstant vekst.



9.4.1 Driftsinntektsvekst

Som vi har nevnt tidligere er driftsinntektene primærkilden til vekst i resultatregnskapet, noe som gjør driftsinntektsveksten til en grunnleggende budsjettdriver. For å analysere og predikere driftsinntektsveksten, og dermed driftsinntektene, legger vi til grunn både den strategiske- og den regnskapsbaserte analysen utført tidligere i oppgaven.

Det er to ulike måter å beregne driftsinntektene på; via direkte eller indirekte metode. Under ser vi den direkte måten for utregning.

$$DI_t = (1 + div_t) * DI_{t-1}$$

DI = driftsinntekter, div = driftsinntektsvekst

I vår oppgave har vi valgt å benytte den indirekte metoden for utregning av driftsinntektsvekst der framskrivningen av omløpet til netto driftskapital fastsettes direkte. Vi velger denne metoden ettersom *onde* i NRS har vært relativt stabil gjennom den historiske analyseperioden, og vil dermed kunne gi et mer rimelig estimat på driftsinntektsveksten. Vi benytter følgende formel.

$$div_1 = \frac{DI_1 - DI_0}{DI_0} = \frac{onde_1 * NDE_0 - DI_0}{DI_0}$$

Vi har tidligere konkludert med at lakseprisen i stor grad påvirker driftsinntektene til selskapene i oppdrettsbransjen. For å kunne beregne utviklingen til driftsinntektene vil det derfor være svært aktuelt å se på prognoser og analyser av fremtidig laksepris. Vi vil også ta for oss interne og eksterne forhold som kan ha betydning for driftsinntektsveksten.

Fra 2012 til 2017 har lakseprisen vokst med hele 129%, noe som kommer av ekstremt høy etterspørselen av norsk laks de siste årene kombinert med et lavere tilbud enn normalt. I kapittel 4 forklarte vi at mye av det reduserte tilbudet på verdensmarkedet de siste årene er et resultat av sykdomsproblematikken i Chile. Produksjonen til Chile er nå på vei opp igjen, noe som medfører at vi mest sannsynlig vil oppleve lavere etterspørsel av norsk laks da Chile er et lavkostland som har mulighet til å produsere billigere fisk enn Norge.

Ved å ta utgangspunkt i FishPool sine fremtidsprognoser for laksepris kan vi estimere gjennomsnittlig laksepris i 2018 til 60,06 NOK/kg. Videre gir prediksjonen oss en laksepris



på 56,60 NOK/kg i 2019 og 50,00 NOK/kg i 2020. (FishPool, 2018) Fra 2017 til 2020 gir det en total nedgang på 17,87%. Det er tydelig at 2016 og 2017 var rekordår for oppdrettsselskapene grunnet den høye lakseprisen da vi ser at det er forventet lavere priser de neste årene. Det er også store utfordringer til lakselus og sykdom i bransjen slik at det er forventet at produksjonen vil reduseres dersom ikke aktørene finner nye måter å begrense problemene. På bakgrunn av dette mener vi det er rimelig å forvente lavere laksepriser i årene frem til det mellomlange budsjett punktet i 2023.

Samtidig er det viktig å vurdere om Kinas nylige åpning av import av norsk laks kan påvirke etterspørselen i fremtiden. Som sagt i kapittel 2 har Kina lenge hatt restriksjoner mot å importere norsk laks, men har nå åpnet opp for import av laks fra nesten hele Norge. En slik importavtale er forventet å ta noe tid å få i stand og det vil derfor være rimelig å anta at etterspørselen vil øke etter 2023.

I kapittel 2 diskuterte vi hvordan fokus på sunn mat og den økende etterspørselen av sushi i verden har vært med på å øke etterspørselen etter laks og sjømat generelt. Dette, kombinert med økt global befolkningsvekst, gjør at vi i de kommende årene kan forvente enda større etterspørsel etter laks. Dette vil kunne gi høyere laksepriser som igjen øker driftsinntektene lønnsomheten til oppdrettsselskapene.

Som sagt har 2016 og 2017 vært rekordår for mange av selskapene i oppdrettsbransjen. I driftsinntektsvekstanalysen vi foretok i kapittel 9.2.1 fikk NRS en total vekst over analyseperioden på 20,9%, der 2016 er året med høyest vekst på 31.6%. I kapittel 4 kom det frem av den strategiske analysen at det eksisterer vekstpotensial i bransjen og hos NRS, men at veksten er begrenset grunnet lovbestemte barrierer. Konesjonspolitikken er helt avgjørende for om det vil være mulig å øke produksjonen i fremtiden, samtidig som innovasjon og teknologisk utvikling kan bedre forholdene for vekst. Likevel er teknologisk utvikling begrenset av utviklingskonesjoner, og den fremtidige veksten vil igjen avhenge av om selskapet får tildelt slike konsesjoner. NRS har som sagt i kapittel 2 søkt om 15 utviklingskonesjoner. Dersom disse blir godkjent kan det øke produksjonsmengden til selskapet betraktelig og gi bedre mulighet for større driftsinntektsvekst.



Vi ser også i dag at mange selskaper har stor økning i biomassen sin, og det er forventet at denne skal øke fremover. Dersom volumet øker vil prisene igjen falle, da tilbudet vil være større enn etterspørselen. (Kyst.no, 2017) Det kan få konsekvenser for de norske selskapene som har høyere produksjonskostnader enn for eksempel Chile.

Vi skal i de neste avsnittene fastsette forventet driftsinntektsvekst på kort, mellomlang og lang budsjettperiode med utgangspunkt i argumentene over.

Kort sikt: 2018 og 2019

Det første året skal vi beregne driftsinntektsveksten indirekte ved at vi framskriver omløpet av netto driftseiendeler. Som vi har nevnt i kapittel 8.4.3.2 er NRS sitt omløpstall svært høy i forhold til bransjen da store deler av virksomheten deres drives gjennom salgavdelingen. Ved fastsettelsen av onde har vi derfor brukt et lavere forholdstall enn det periodevektede.

Ved å benytte den indirekte formelen presentert i innledningen får vi en positiv driftsinntektsvekst på 7,4% i 2018 ved å fastsette onde til 2,05. Omløpet til netto driftskapital er en mer pålitelig budsjettdriver og vi velger derfor å fastsette denne direkte. Lakseprisen er forventet å falle med rundt 33% frem mot 2023, det betyr at i 2019 vil driftsinntektsveksten reduseres til 5,9%.

Mellomlang sikt 2023

Med utgangspunkt i FishPool sine prognoser er det forventet at lakseprisen skal falle frem mot 2023. Samtidig vil det være rimelig å anta at oppdrettsbransjen når går mot en nedkonjunkturperiode ettersom bransjen har opplevd gode tider med høy etterspørsel og høy laksepris siden 2015. Derfor mener vi at NRS vil ha laveste driftsinntektsvekst i 2023. I 2023 settes driftsinntektsveksten til -0,01% noe som gir en total nedgang fra 2018 på 7,3%.

Lang sikt 2028

På lang sikt forventer vi at lakseprisen vil øke igjen ettersom Norge vil kunne eksportere store mengder laks til Kina, samt at økt global befolkningsvekst vil øke etterspørselen. Det kan også forventes at NRS og flere andre aktører vil ha fått godkjent utviklingskonsesjonene og at disse vil føre til økt volum av laks, hvilket vil føre til lavere laksepris. Det betyr at lakseprisen



på lang sikt vil ha en lavt positiv prisvekst. Dette vil gi muligheter for økt driftsinntektsvekst for NRS og oppdrettsbransjen.

I 2028 vil vi beregne den driftsinntektsveksten vi mener NRS vil oppnå i «steady state», altså den konstante veksten som vil vedvare ut horisonten. Oppdrettsnæringen er som sagt en syklisk næring, og ettersom vi forventer en strategisk varig fordel i bransjen kan vi anta at det vil bli positiv vekst i «steady state». Når vi skal estimere den langsiktige driftsinntektsveksten til NRS må vi ta utgangspunkt i makroøkonomien. Som sagt vil det ikke være aktuelt med noen større vekst enn hva som er forventet i verdensøkonomien pluss forventet global inflasjon i dag. (Knivsfå, F14, 2018) Det gir oss en beregnet vekst på:

$$3,3\% + 2,1\% \approx 5\% \text{ per år}$$

Likevel er det knyttet stor usikkerhet til fremtiden og vi velger derfor å sette en driftsinntektsvekst i budsjettperiode T til 4%. Oppdrettsnæringen er en bransje som har eksistert lenge og har hatt svært god vekst de siste årene, slik at det forventes strategisk varig fordel i fremtiden.



Figur 9-5 Inntektsvekst for NRS i perioden 2012 til 2030

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
div	0,006	0,493	-0,002	0,235	0,316	0,169	0,074	0,059	0,044	0,029	0,014	-0,001	0,007	0,015	0,024	0,032	0,040	0,040	0,040

Tabell 9-2 Driftsinntektsvekst for NRS

I figur 9-5 ser vi utviklingen til driftsinntektsveksten til NRS over analyseperioden og budsjettperioden frem til 2030. Vi benytter en lineær framskrivningsteknikk og inkluderer konjunktursvingningene i bransjen til en viss grad.



9.4.2 Netto driftseiendeler

Vi skal predikere netto driftseiendeler ved å se på den årlige prognosen av omløpet på netto driftseiendeler og driftsinntektene ved å benytte følgende formel.

$$NDE_{t-1} = \frac{DI_t}{onde_t}$$

Formelen tar utgangspunkt i at kontantstrømmen realiseres 31.12 slik at vi benytter inngående kapital for å beregne netto driftseiendeler.

I kapittel 8 beregnet vi et gjennomsnittlig omløp av netto driftseiendeler over analyseperioden på 2,22. Omløpet har vært varierende over perioden, men har holdt seg over 2,0 i alle år unntatt 2012 og 2014, hvilket er bra. Som sagt har vi benyttet solgt mengde og ikke slaktet volum for å beregne omløpet for å gi et mer reelt forholdstall da NRS sin salgavdeling kun driver kjøp og salg av ferdigslaktet laks. På grunn av dette vil en fremtidig stabilisering av omløpet av netto driftseiendeler mot bransjegjennomsnittet ha en tendens til å overvurdere nettoeiendelene til NRS.

Ettersom biologiske eiendeler og konsesjoner utgjør nesten halvparten av de totale eiendelene til NRS vil fremtidige endringer i disse ha stor påvirkning på de totale netto eiendelene. Den fremtidige verdien til de biologiske eiendelene påvirkes hovedsakelig av lakseprisen, da disse balanseføres til virkelig verdi etter IAS 41. Det betyr at eiendelene vil ha en tendens til å svinge i takt med lakseprisen. Det samme gjelder for konsesjonene da disse er mer verdt i perioder med høy laksepris.

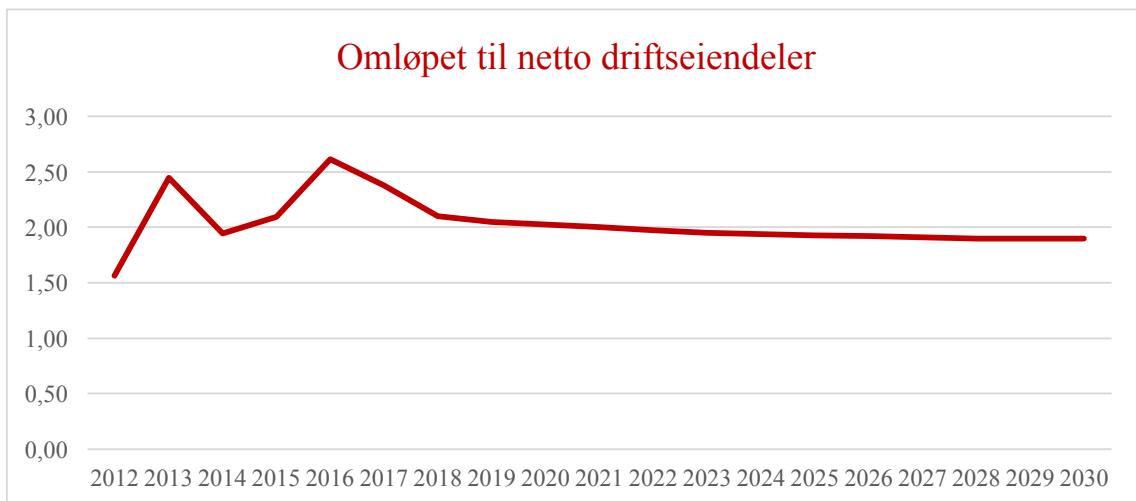
I kapittel 9.4.1 nevnte vi at utviklingskonsesjonene har en mulighet til å gi fremtidig vekst for selskapene i oppdrettsbransjen. Slik situasjonen er i dag har de færreste aktørene i bransjen fått utdelt slike og det er usikkert hvem som vil få utdelt konsesjonene i fremtiden og hvilken vekst dette vil føre med seg. Disse konsesjonene kan gi økt produksjonsvolum samt en verdiøkning av de biologiske eiendelene og konsesjonene. Verdien av å få utdelt utviklingskonsesjoner er svært vanskelig å estimere da det kan ta flere år før selskapet får utviklet produkter som skal innovere deres produksjon. Derfor velger vi å se bort i fra dette og vurdere eiendelene ut i fra dagens situasjon.



Ettersom NRS ikke har sin hovedinntekt fra egen biomasse vil ikke bransjegjennomsnittet være et godt estimat for den konstante veksten i horisonten. Som vi så i kapittel 8 har omløpet til netto driftseiendeler som regel ligget rundt 2,0. Ettersom dette er svært høyt i forhold til bransjen sitt gjennomsnittlige omløp på 1,35 velger vi å redusere denne noe. Årsaken til denne reduksjonen er at vi mener forskjellen mellom NRS og bransjen vil minke i fremtiden på bakgrunn av konkurransekraftene, men i liten grad grunnet NRS sin selskapsstruktur relatert til salgsavdelingen. Følgelig blir avviket i onde mellom NRS og bransjen noe redusert. Derfor setter vi en konstant i Steady State på 1,9.

Ut i fra prognosene til FishPool er det forventet lavere laksepriser i 2018 og 2019. Vi setter derfor onde til 2,1 i 2018. Vi fastsetter onde direkte i 2018 da denne driveren er mer pålitelig enn driftsinntektsveksten. Det forventes videre ytterligere reduksjon i 2019 og vi velger derfor å sette denne til 2,05.

For det mellomlange punktet i 2023 velger vi å sette onde til 1,95 da vi mener at lakseprisen vil være lavest dette året og følgelig gi lavt omløp av netto eiendeler. Figur 9-6 viser utviklingen av omløpet til netto driftseiendeler i budsjettperioden frem til Steady State.



Figur 9-6 Omløpet til netto driftseiendeler i perioden 2012 til 2030

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
DI t+1	5 303 182	5 616 056	5 863 147	6 033 163	6 117 612	6 111 478	6 155 468	6 250 252	6 397 752	6 601 197	6 865 245	7 139 854	7 425 449
onde t+1	2,05	2,03	2,00	1,98	1,95	1,94	1,93	1,92	1,91	1,90	1,90	1,90	1,90
Netto driftseiendeler	2 586 918	2 773 361	2 931 574	3 054 766	3 137 237	3 150 246	3 189 362	3 255 340	3 349 608	3 474 314	3 613 287	3 757 818	3 908 131

Tabell 9-3 Netto driftseiendeler i perioden 2018 til 2030



9.4.3 Netto driftsresultat

Netto driftsresultatet beregnes med utgangspunkt i en framskrevet netto driftsmargin multiplisert med driftsinntektene. (Knivsflå, F15, 2018) Driftsinntektene har vi allerede estimert, slik at vi i dette delkapitlet vil fokusere på budsjettering av årlig netto driftsmargin.

$$NDR_t = ndm_t * DI_t$$

NDR = netto driftsresultat, ndm = netto driftsmargin, DI = driftsinntekter

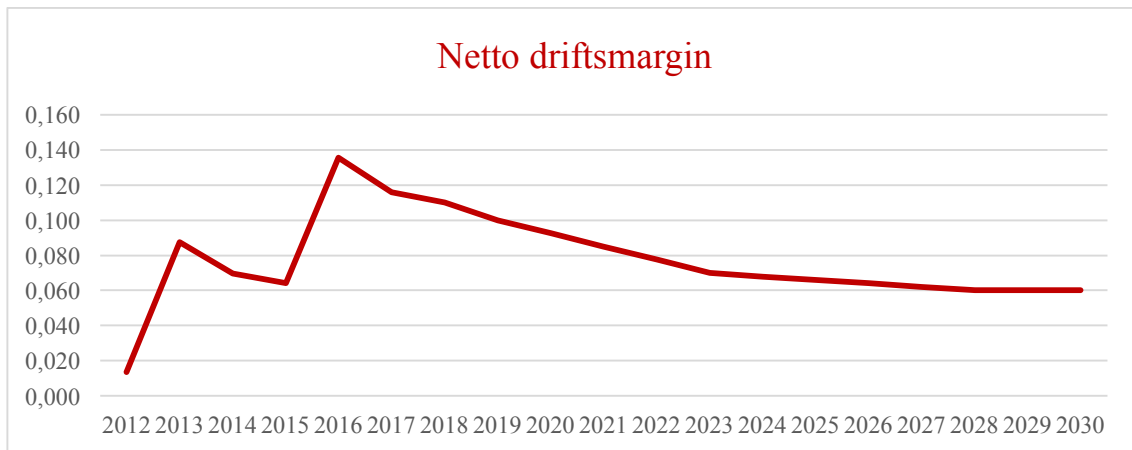
På samme måte som for omløpet til netto driftseiendeler vil vi ikke kunne bruke det periodevektede bransjegjennomsnittet som konstant ut horisonten da NRS har en annen driftsstruktur enn de komparative selskapene. Fra regnskapsanalysen i kapittel 8 fikk vi en marginalulempe på -9,8%. Ettersom NRS produserer all laks selv vil det ikke være forventet at de vil kunne oppnå like høy driftsmargin som bransjen.

Den gjennomsnittlige driftsmarginen for NRS i perioden er på 8,7%, hvilket trekkes opp av den høye driftsmarginen i 2016 og 2017. Det er fortsatt svært høye produksjonskostnader, og dersom ikke bransjen finner løsninger på lakselus og rømmingsproblemene kan det forventes lavere netto driftsmargin i fremtiden. Det er stor usikkerhet rundt innovasjonen knyttet til disse problemene, og det forventes å ta noen år før fungerende tiltak vil settes i gang. Ettersom vi anser tallene for 2016 og 2017 som unormalt høye velger vi å sette det langsiktige budsjettpunktet til 6%.

Ettersom det er stilt stor usikkerhet knyttet til oppdrettsselskapenes evne til å redusere de store produksjonskostnadene i nærmeste fremtid, er det naturlig å anta at NRS vil ha omtrent samme driftskostnader i de kommende årene. Dette, kombinert med en lavere inntektsvekst fremover, vil gi oss lavere netto driftsmargin. For 2018 og 2019 mener vi at lavere laksepris kombinert med høye produksjonskostnader vil gi en nedgang i netto driftsmargin. Ettersom vi i 2017 hadde en netto driftsmargin på 11,6% velger vi 11% for 2018 og 10% for 2019.

På mellomlang sikt forventet vi som sagt den laveste lakseprisen i budsjettperioden. Dette vil medføre at driftsinntektsveksten er lavest i 2023. På grunn av en inntektsreduksjon fra 2018

til 2023 velger vi å sette netto driftsmargin til 7%. I figur 9-7 er netto driftsmarginen over budsjettperioden presentert.



Figur 9-7 Netto driftsmargin i perioden 2012 til 2030

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Driftsinntekter	5 303 182	5 616 056	5 863 147	6 033 163	6 117 612	6 111 478	6 155 468	6 250 252	6 397 752	6 601 197	6 865 245	7 139 854	7 425 449
Netto driftsmargin	0,110	0,100	0,093	0,085	0,078	0,070	0,068	0,066	0,064	0,062	0,060	0,060	0,060
Netto driftsresultat	583 350	561 606	542 341	512 819	474 115	427 803	418 572	412 517	409 456	409 274	411 915	428 391	445 527

Tabell 9-4 Netto driftsresultat til perioden 2018 til 2030

9.4.4 Netto finansiell gjeld

Den neste budsjettdriveren vi skal beregne er netto finansiell gjeld. Her vil vi foreta en separat budsjettering ved å dekomponere driveren i finansiell gjeld og finansielle eiendeler. (Knivsflå, F15, 2018)

9.4.4.1 Finansiell gjeld

Den finansielle gjelden beregnes ved å multiplisere en fremskrevet finansiell gjeldsdel med netto driftseiendeler. (Knivsflå, F15, 2018)

$$FG_t = fgd_t * NDE_t$$

FG = finansiell gjeld, fgd = finansiell gjeldsdel, NDE = netto driftseiendel

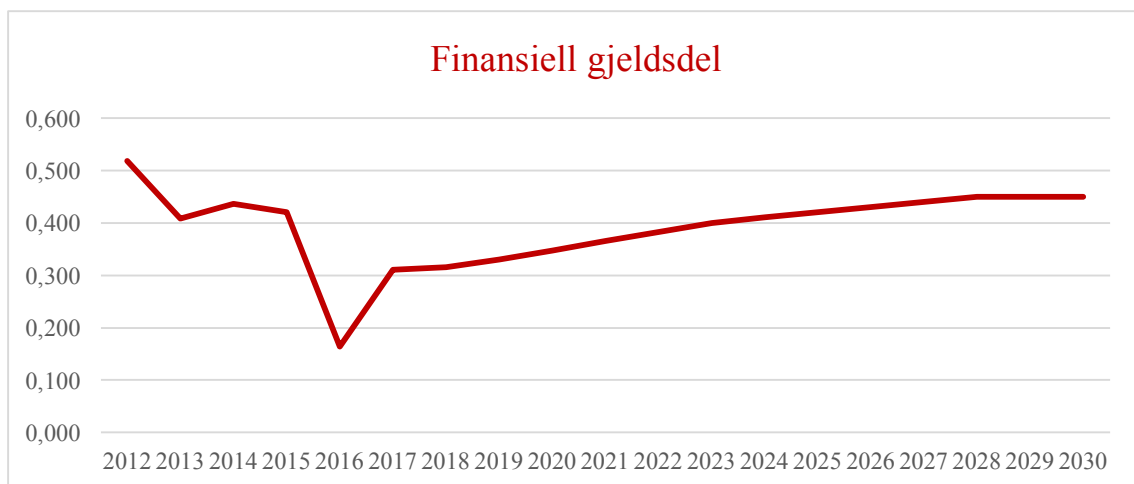
I 2016 hadde NRS sin laveste finansielle gjeldsdel i analyseperioden på 16,4%. Videre ligger det vektete gjennomsnittet på 35,9%. Ettersom selskapet har hatt lav gjeldsdel de siste to årene er det normalt å anta at selskapet vil måtte ta opp ny finansiell gjeld i nærmeste fremtid. Spesielt med tanke på synkende laksepriser og påfølgende lavere driftsinntektsvekst vil dette bli aktuelt.



Det er som tidligere nevnt flere av oppdrettsselskapene som investerer i innovasjon og teknologiutvikling for å øke fremtidig vekst. En slik teknologi er svært kostbar, noe som fører til en forventet økning i den finansielle gjelden fremover. På lang sikt har de fleste selskapene på Oslo Børs en gjeldsdel på rundt 50 %. Siden NRS i analyseperioden har ligget under dette kravet og heller nærmere 40% i flere år, velger vi å benytte oss av en Steady State konstant på 45% da vi mener dette vil være en representativ gjeldsdel for selskapet.

På kort sikt mener vi gjeldsdelen til NRS vil øke. NRS hadde i 2017 et mye dårligere resultat enn i 2016, og ettersom vi går inn i en periode med lavere laksepriser mener vi selskapet vil måtte ta opp nye gjeld allerede i 2018. NRS har allerede tatt opp ny gjeld i 2017 slik at vi mener gjeldsdelen kun vil øke marginalt i 2018. Vi setter derfor finansiell gjeldsdel i 2018 til 31,5%, noe som er litt over gjeldsdelen i 2017. I 2019 mener vi gjeldsdelen vil øke ytterligere og setter dermed denne til 33%.

På mellomlang sikt er det aktuelt å anta at NRS har investert i ny teknologi og holder på å utvikle nye prosjekter. Da vil selskapet ha tatt opp mer gjeld som vil resultere i en økt gjeldsdel. Vi setter dermed finansiell gjeldsdel til 40% i 2023. I figur 9-8 er den budsjetterte finansielle gjeldsdelen presentert.



Figur 9-8 Finansiell gjeldsdel i perioden 2012 til 2030

9.4.4.2 Finansielle eiendeler

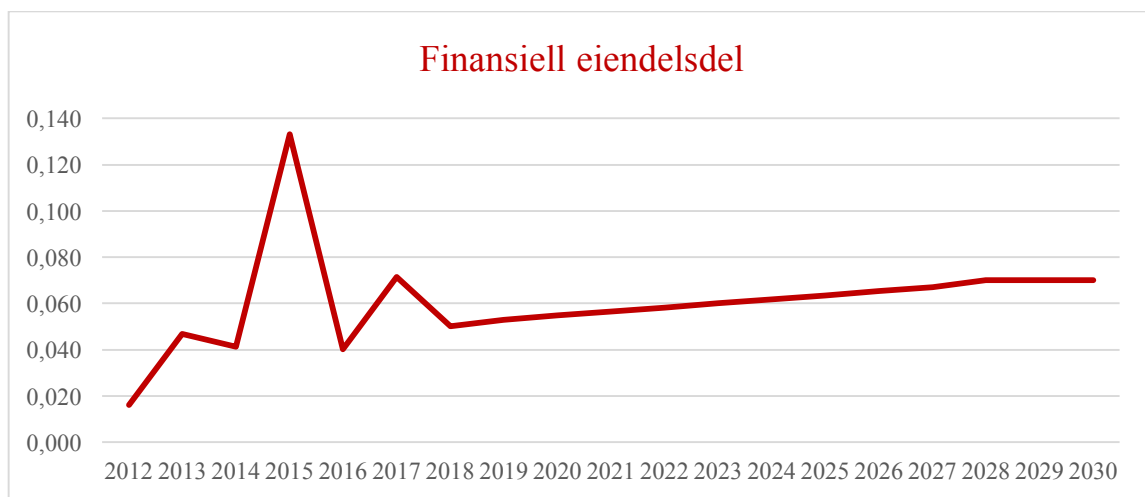
Finansielle eiendeler beregnes ved å multiplisere en fremskrevet finansiell eiendelsdel med netto driftseiendeler. (Knivsflå, F15, 2018)

$$FE_t = fed_t * NDE_t$$



FE = finansielle eiendeler, fed = finansiell eiendelsdel, NDE = netto driftseiendeler

NRS har over analyseperioden hatt en gjennomsnittlig finansiell eiendelsdel på 6,2%. I 2015 var denne på sitt høyeste med 13,3%, mens resten av perioden har eiendelsdelen ligget på 4-7%. Det er regnet som optimal eierstyring å redusere tilgjengelige kontanter når disse ikke nyttes til annet enn kontantvekstinvesteringer. NRS sine finansielle eiendeler består hovedsakelig av kontanter og kontantekvivalenter slik at vi vil anta at selskapet ikke kommer til å få noen stor økning i finansielle eiendeler fremover. På lang sikt velger vi derfor å sette en konstant på 7% som vil bli selskapets vekst i Steady State. I figur 9-9 ser vi utviklingen til den finansielle eiendelsdelen fra 2012 til 2030.



Figur 9-9 Finansiell eiendelsdel i perioden 2012 til 2030

9.4.4.3 Netto finansiell gjeld

Basert på budsjetteringen gjennomført i de to foregående delkapitlene skal vi nå beregne netto finansiell gjeld i budsjetteringsperioden. I tabell 9-5 er NRS sin netto finansielle gjeld fra 2018 til 2030 presentert.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftseiendeler	2 586 918	2 773 361	2 931 574	3 054 766	3 137 237	3 150 246	3 189 362	3 255 340	3 349 608	3 474 314	3 613 287	3 757 818	3 908 131
Finansiell gjeldsdel	0,315	0,330	0,348	0,365	0,383	0,400	0,410	0,420	0,430	0,440	0,450	0,450	0,450
Finansiell gjeld	814 879	915 209	1 018 722	1 114 990	1 199 993	1 260 099	1 307 638	1 367 243	1 440 332	1 528 698	1 625 979	1 691 018	1 758 659
Finansielle eiendelsdel	0,050	0,053	0,055	0,057	0,058	0,060	0,062	0,064	0,065	0,067	0,070	0,070	0,070
Finansielle eiendeler	129 346	146 988	160 504	172 594	182 744	189 015	196 943	206 714	218 562	232 779	252 930	263 047	273 569
Netto finansiell gjeld	685 533	768 221	858 218	942 395	1 017 249	1 071 084	1 110 695	1 160 529	1 221 770	1 295 919	1 373 049	1 427 971	1 485 090

Tabell 9-5 Netto finansiell gjeld i perioden 2018 til 2030

9.4.5 Netto finansresultat

Vi skal budsjettere netto finansresultat ved å dekomponere forholdstallet i netto finanskostnader og netto finansinntekter.



9.4.5.1 Netto finanskostnader

Budsjettering av finanskostnader foretas ved å multiplisere fremskrevet finansiell gjeldsrente med fjorårets finansielle gjeld. (Knivsflå, F15, 2018)

$$NFK_t = fgr_t * FG_{t-1}$$

NFK = netto finanskostnader, fgr = finansiell gjeldsrente, FG = finansiell gjeld

Grunnet høyere rentabilitet enn kravet kom vi i kapittel 8 frem til at NRS besitter en finansieringsulempe på -0,9%. Vi forutsetter videre at fremskrevne finansiell gjeldsrente er lik det finansielle gjeldskravet. Dette fordi vi antar at markedet er velfungerende og at selskapene ikke vil ha en fordel knyttet til finansiering på lang sikt. Finansieringsfordel til finansiell gjeld er dermed 0. Utrengningen av det finansielle gjeldskravet er presentert i kapittel 10.2.2. Vi kan lese av tabell 9-6 at kravet øker over perioden og tilsvarende med rentabiliteten.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Finansiell gjeldsrente	0,016	0,017	0,018	0,019	0,02	0,022	0,024	0,026	0,028	0,03	0,036	0,036	0,036
Finansiell gjeld	803 858	814 879	915 209	1 018 722	1 114 990	1 199 993	1 260 099	1 307 638	1 367 243	1 440 332	1 528 698	1 625 979	1 691 018
Netto finanskostnad	12 862	13 853	16 474	19 356	22 300	26 400	30 242	33 999	38 283	43 210	55 033	58 535	60 877

Tabell 9-6 Netto finanskostnad i perioden 2018 til 2030

9.4.5.2 Finansinntekter

Vi beregner netto finansinntekter på samme måte som finanskostnadene. (Knivsflå, F15, 2018)

$$NFI_t = fer_t * FE_{t-1}$$

NFI = Netto finansinntekter, fer = finansiell eiendelsrentabilitet, FE = finansielle eiendeler

På samme måte som for kostnadene antar vi også her et velfungerende marked, som vil gi oss en eiendelsrentabilitet lik kravet. Eiendelskravet er beregnet i 10.2.3. Utviklingen av netto finansinntekter er presentert i tabell 9-7 nedenfor.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Finansiell eiendelsrentabilitet	0,008	0,009	0,011	0,012	0,013	0,015	0,018	0,020	0,022	0,025	0,027	0,027	0,027
Finansielle eiendeler	184 786	129 346	146 988	160 504	172 594	182 744	189 015	196 943	206 714	218 562	232 779	252 930	263 047
Netto finansinntekt	1 460	1 190	1 543	1 894	2 261	2 814	3 346	3 959	4 630	5 398	6 355	6 905	7 181

Tabell 9-7 Netto finansinntekt i perioden 2018 til 2030

9.4.5.3 Netto finansresultat

Med utgangspunkt i de to foregående delkapitlene er NRS sitt budsjetterte netto finansresultat presentert i tabell 9-8.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto finanskostnad	12 862	13 853	16 474	19 356	22 300	26 400	30 242	33 999	38 283	43 210	55 033	58 535	60 877
Netto finansinntekt	1 460	1 190	1 543	1 894	2 261	2 814	3 346	3 959	4 630	5 398	6 355	6 905	7 181
Netto finansresultat	11 402	12 663	14 930	17 462	20 039	23 586	26 897	30 040	33 652	37 811	48 678	51 630	53 695

Tabell 9-8 Netto finansresultat i perioden 2018 til 2030

9.4.6 Minoritetsinteresser

Budsjettering av minoritetsinteresser skjer ved å multiplisere den årlige prognoserte minoritetsdelen med netto driftseiendeler. (Knivsflå, F15, 2018)

$$MI_t = mid_t * NDE_t$$

MI = minoritetsinteresser, mid = minoritetsinteressedel, NDE = netto driftseiendeler

I teorien vil det være optimalt for NRS å «presse» ut minoriteten dersom datterselskapene deres er lønnsomme. (Knivsflå, F15, 2018)

I analyseperioden har NRS hatt en gjennomsnittlig minoritetsinteressedel på 3,1 %, men i 2016 og 2017 reduserte de denne til 1,5%. Det ser dermed ut som om NRS har lyktes med å «skvise ut» minoritetene. Likevel er det viktig å beholde minoriteter ved et eventuelt underskudd i fremtiden og vi mener derfor at bransjegjennomsnittet vil være en bra budsjettdriver i dette tilfellet. I bransjen har vi over perioden hatt et vektet snitt på 3,2 %. Det forventes at NRS vil bevege seg mot dette snittet over budsjettperioden og ha en minoritetsinteressedel i Steady State på 3,2%. Presentasjon av utviklingen til minoritetsinteressene er presentert i tabell 9-9.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftskapital	2 586 918	2 773 361	2 931 574	3 054 766	3 137 237	3 150 246	3 189 362	3 255 340	3 349 608	3 474 314	3 613 287	3 757 818	3 908 131
Minoritetsdel	0,016	0,018	0,019	0,021	0,022	0,024	0,025	0,027	0,029	0,030	0,032	0,032	0,032
Minoritetsinteresser	41 760	49 056	56 385	63 475	70 037	75 196	81 059	87 767	95 485	104 410	115 625	120 250	125 060

Tabell 9-9 Minoritetsinteresser i perioden 2018 til 2030

9.4.7 Netto minoritetsresultat

Vi skal nå benytte tallene fra 9.4.6 til å beregne netto minoritetsresultat.



$$NMR_t = mir_t * MI_{t-1}$$

NMR = netto minoritetsresultat, mir = minoritetsinteressentabilitet, MI = minoritetsinteresser

I analysen i kapittel 8 fant vi at NRS besitter en svak minoritetsulempe. Det betyr at det vil være rimelig å anta at minoritetsinteressene er balanseført til virkelig verdi og at majoriteten kan klare å «skvise ut» minoriteten. Da vil minoritetsrentabiliteten bli lik minoritetskravet. (Knivsflå, F15, 2018) I analysen i kapittel 8 fikk vi et gjennomsnittlig minoritetskrav over perioden på 8,2% og vi vil følgelig budsjettere med at NRS vil bevege seg mot kravet på 8,2 i år 2028.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Minoritet IB	37762	41 760	49 056	56 385	63 475	70 037	75 196	81 059	87 767	95 485	104 410	115 625	120 250
Minoritetsrentabilitet	0,235	0,219	0,204	0,189	0,174	0,158	0,143	0,128	0,113	0,097	0,082	0,082	0,082
Minoritetsresultat	8 864	9 164	10 016	10 652	11 022	11 091	10 760	10 361	9 878	9 288	8 562	9 481	9 861

Tabell 9-10 Minoritetsresultat i perioden 2018 til 2030

9.5 Det budsjetterte fremtidsregnskapet

På bakgrunn av utregningene i de foregående delkapitlene skal vi nå presentere fremtidsregnskapet for Norway Royal Salmon.

9.5.1 Fremtidsregnskap

Tabell 9-11 presenterer det normaliserte fremtidige resultatregnskapet til NRS. Vi har som sagt valgt å se vekk i fra de unormale postene i budsjettperioden da disse postene er usikre og ikke-gjentagende poster.

Netto utbetalt utbytte er her presentert som fri kontantstrøm til egenkapitalen. Denne er beregnet som en residual ved å ta forskjellen mellom fullstendig nettoresultat og endring i egenkapitalen. Endring i egenkapital er hentet fra tabell 9-13. Som vi ser er fri kontantstrøm til egenkapitalen betraktelig høyere enn i det historiske regnskapet, noe som tyder på en overvurdering. Mot Steady State i 2028 ser vi likevel at dette normaliserer seg.

Fremtidsregnskap	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
År	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Driftsinntekter	5 303 182	5 616 056	5 863 147	6 033 163	6 117 612	6 111 478	6 155 468	6 250 252	6 397 752	6 601 197	6 865 245	7 139 854	7 425 449
Netto driftsresultat	583 350	561 606	542 341	512 819	474 115	427 803	418 572	412 517	409 456	409 274	411 915	428 391	445 527
Netto finansinntekt	1 460	1 190	1 543	1 894	2 261	2 814	3 346	3 959	4 630	5 398	6 355	6 905	7 181
Nettoresultat til sysselsatt kapital	584 810	562 796	543 885	514 713	476 376	430 618	421 917	416 475	414 086	414 673	418 270	435 296	452 708
Netto finanskostnad	-12 862	-13 853	-16 474	-19 356	-22 300	-26 400	-30 242	-33 999	-38 283	-43 210	-55 033	-58 535	-60 877



Netto minoritetsresultat	-8 864	-9 164	-10 016	-10 652	-11 022	-11 091	-10 760	-10 361	-9 878	-9 288	-8 562	-9 481	-9 861
Netto resultat til egenkapital	563 084	539 778	517 394	484 705	443 054	393 126	380 915	372 116	365 926	362 175	354 675	367 280	381 971
Fullstendig nettoresultat	563 084	539 778	517 394	484 705	443 054	393 126	380 915	372 116	365 926	362 175	354 675	367 280	381 971
Fri kontantstrøm til egenkapital	633 544	443 319	456 508	452 781	442 000	439 111	387 274	362 679	340 617	320 543	304 048	282 295	293 587
Endring i egenkapital	-70 459	96 459	60 886	31 925	1 055	-45 984	-6 359	9 437	25 309	41 632	50 627	84 985	88 384

Tabell 9-11 Fremtidsregnskap for perioden 2018 til 2030

For å kunne vurdere hvorvidt fremtidsregnskapet er rimelig kan vi foreta to typer analyser; residualanalyse eller en strategisk rentabilitetsanalyse. (Knivsflå, F15, 2018) Vi har valgt å sjekke om residualene til NRS er rimelige og vi benytter Dagens Næringsliv som sammenligningsgrunnlag. Det mest brukte forholdstallet i en fundamental verdivurdering er «earnings per share», altså nettoresultat per aksje.

$$EPS = \frac{\text{Nettoresultat til egenkapital}}{\text{Tidsvektet gjennomsnitt av utestående aksjer}}$$

I tabell 9-12 har vi sammenlignet vårt estimat med DN sitt. (Dagens Næringsliv, 2018) Vårt estimat er tydelig mindre optimistisk enn Dagens Næringslivs vurderinger, med en forskjell på 21,39 % i 2018. Likevel kan resultatestimater inneholde store prediksjonsfeil slik at det ikke er helt uvanlig med store avvik fra konsensusestimater. (Knivsflå, F15, 2018)

Earnings per share	2018	2019
NRS	12,92	12,39
Dagens Næringsliv	16,44	20,1
Avvik	21,39 %	38,37 %

Tabell 9-12 Earnings per share i 2018 og 2019

9.5.2 Fremtidsbalanse

I tabell 9-13 og 9-14 er fremtidsbalansen til NRS presentert. Vi har delt opp i sysselsatt kapital og netto driftskapital. Egenkapitalen har vi beregnet som en residual ved å ta sysselsatte eiendeler og trekke fra finansiell gjeld og minoritetsinteresser.

Fremtidsbalanse	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
År	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftseiendeler	2 586 918	2 773 361	2 931 574	3 054 766	3 137 237	3 150 246	3 189 362	3 255 340	3 349 608	3 474 314	3 613 287	3 757 818	3 908 131
Finansielle eiendeler	129 346	146 988	160 504	172 594	182 744	189 015	196 943	206 714	218 562	232 779	252 930	263 047	273 569
Sysselsatte eiendeler	2 716 264	2 920 349	3 092 077	3 227 361	3 319 981	3 339 261	3 386 305	3 462 054	3 568 170	3 707 093	3 866 217	4 020 865	4 181 700
Egenkapital	1 859 625	1 956 084	2 016 971	2 048 896	2 049 950	2 003 966	1 997 607	2 007 044	2 032 353	2 073 985	2 124 613	2 209 597	2 297 981



Minoritetsinteresser	41 760	49 056	56 385	63 475	70 037	75 196	81 059	87 767	95 485	104 410	115 625	120 250	125 060
Finansiell gjeld	814 879	915 209	1 018 722	1 114 990	1 199 993	1 260 099	1 307 638	1 367 243	1 440 332	1 528 698	1 625 979	1 691 018	1 758 659
Sysselsatt kapital	2 716 264	2 920 349	3 092 077	3 227 361	3 319 981	3 339 261	3 386 305	3 462 054	3 568 170	3 707 093	3 866 217	4 020 865	4 181 700

Tabell 9-13 Fremtidsbalanse for sysselsatt kapital i perioden 2018 til 2030

Fremtidsbalanse	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
År	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftseiendeler	2 586 918	2 773 361	2 931 574	3 054 766	3 137 237	3 150 246	3 189 362	3 255 340	3 349 608	3 474 314	3 613 287	3 757 818	3 908 131
Egenkapital	1 859 625	1 956 084	2 016 971	2 048 896	2 049 950	2 003 966	1 997 607	2 007 044	2 032 353	2 073 985	2 124 613	2 209 597	2 297 981
Minoritetsinteresser	41 760	49 056	56 385	63 475	70 037	75 196	81 059	87 767	95 485	104 410	115 625	120 250	125 060
Netto finansiell gjeld	685 533	768 221	858 218	942 395	1 017 249	1 071 084	1 110 695	1 160 529	1 221 770	1 295 919	1 373 049	1 427 971	1 485 090
Netto driftskapital	2 586 918	2 773 361	2 931 574	3 054 766	3 137 237	3 150 246	3 189 362	3 255 340	3 349 608	3 474 314	3 613 287	3 757 818	3 908 131

Tabell 9-14 Fremtidsbalanse for netto driftskapital i perioden 2018 til 2030

9.5.3 Fri kontantstrøm

Den fremtidige frie kontantstrømmen til NRS er presentert i tabell 9-15. Kontantstrømmen er beregnet med utgangspunkt i fremtidsresultatet og fremtidsbalansen. Vi ser at NRS genererer en positiv kontantstrøm i alle år, hvilket tyder på at driften vil være lønnsom i fremtiden.

Fri kontantstrøm	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
År	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftsresultat	583 350	561 606	542 341	512 819	474 115	427 803	418 572	412 517	409 456	409 274	411 915	428 391	445 527
Endring i netto driftseiendeler	0	-186 443	-158 213	-123 192	-82 471	-13 010	-39 115	-65 978	-94 268	-124 706	-138 973	-144 531	-150 313
Fri kontantstrøm fra drift	583 350	375 163	384 128	389 626	391 644	414 794	379 457	346 538	315 188	284 568	272 942	283 860	295 214
Netto finansinntekter	1 460	1 190	1 543	1 894	2 261	2 814	3 346	3 959	4 630	5 398	6 355	6 905	7 181
Endring finansielle eiendeler	55 440	-17 642	-13 516	-12 091	-10 150	-6 271	-7 928	-9 771	-11 848	-14 217	-20 151	-10 117	-10 522
Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	640 250	358 711	372 156	379 430	383 756	411 337	374 874	340 726	307 970	275 750	259 146	280 648	291 873
Netto finanskostnad	-12 862	-13 853	-16 474	-19 356	-22 300	-26 400	-30 242	-33 999	-38 283	-43 210	-55 033	-58 535	-60 877
Endring i finansiell gjeld	11 021	100 330	103 513	96 268	85 003	60 105	47 540	59 604	73 089	88 367	97 281	65 039	67 641
Netto minoritetsresultat	-8 864	-9 164	-10 016	-10 652	-11 022	-11 091	-10 760	-10 361	-9 878	-9 288	-8 562	-9 481	-9 861
Endring i minoritetsinteresser	3 998	7 296	7 329	7 090	6 562	5 159	5 863	6 708	7 718	8 924	11 216	4 625	4 810
Fri kontantstrøm til egenkapital	633 544	443 319	456 508	452 781	442 000	439 111	387 274	362 679	340 617	320 543	304 048	282 295	293 587

Tabell 9-15 Fri kontantstrøm i perioden 2018 til 2030



10 Framtidskrav

I kapittel 7 har vi allerede beregnet de historiske avkastningskravene til NRS. Med grunnlag i teorien presentert i det kapitlet, samt de observasjonene vi gjorde tidligere, skal vi nå estimere selskapets framtidskrav. Kravet vi estimerer vil i hovedsak bli benyttet som diskonteringsrente for å kunne beregne nåverdi av de fremtidige kontantstrømmene i kapittel 11.

Vi starter kapitlet med å estimere egenkapitalkravet og minoritetskravet til NRS. Videre estimeres de finansielle kravene, for så å beregne selskapskravene i form av netto driftskrav og sysselsatt kapitalkrav. De estimerte kravene brukes til slutt for å analysere den fremtidige strategiske fordelene til NRS.

I kapittel 7 presenterte vi teorien for de ulike avkastningskravene. Fremgangsmåten, med ett unntak, vil gjelde også ved beregningen av fremtidige avkastningskrav. Dette medfører at vi i dette kapitlet ikke vil gå i detalj på teorien. Unntaket fra fremgangsmåten i kapittel 7 er at vi nå bruker inngående balanseverdier i stedet for gjennomsnittlige balanseverdier. Årsaken til dette er en antagelse om at kontantstrømmene blir realisert mot slutten av året. Videre brukes de estimerte framtidstallene fra kapittel 9 som grunnlag for våre beregninger. Resultatene vi får i dette kapitlet skal så konvergeres ved hjelp av oppdaterte verdivekter i kapittel 11, slik at vi sitter igjen med et felles verdiestimat på egenkapitalen basert på disse verdivektene.

10.1 Egenkapitalkrav og minoritetskrav

Egenkapitalkravet og minoritetskravet beregnes begge ut i fra kapitalverdimodellen (CAPM). For å kunne bruke denne modellen må vi estimere de ulike komponentene; risikofri rente, egenkapitalbeta, markedspremien og likviditetspremien til både majoritet og minoritet (Berk & DeMarzo, Corporate Finance- The Core, 2014). Vi vil dermed i de følgende avsnittene gjennomgå og estimere fremtidsverdiene til disse komponentene.

10.1.1 Risikofri rente

En vanlig presumpsjon i verdsettelse er at den risikofrie renten over tid er tilbakevendende til gjennomsnittet. Det vil si at en unormalt høy/lav rente gradvis vil reversere mot en normalrente i Steady State. (Knivsfå, F16, 2018) Med dagens historiske lave rentenivå vil det dermed være naturlig å anta at renten vil øke i fremtiden frem mot Steady State. På kort sikt



vil det forventes en svak økning, mens det på mellomlangt sikt vil forventes en høyere økning mot gjennomsnittet.

I samsvar med kapittel 7 bruker vi også her Nibor 3M renten for estimering. Videre benytter formelen under, som er hentet fra rammeverket for beregning av normal rente på lang sikt i Steady State.

$$\text{Normal rente i } T = \frac{2}{3} * \text{Gjennomsnittlig 3M Nibor} + \frac{1}{3} * 10 \text{ årig statsobligasjonsrente (i dag)}$$

Den historisk gjennomsnittlige Nibor 3M er på 3,7% og 10 årig statsobligasjonsrente ligger på 1,99% i April 2018. (NorgesBank, 2018) Den estimerte normalrenten basert på formelen blir i år 2029 på 3,3%. Vi bruker dermed en ”Steady State”-rente på 3,3% i våre utregninger. Som vi ser er det en liten differanse mellom utregnet ”Steady State”-rente og gjennomsnittlig Nibor 3M. Dette medfører en antagelse om at normalrenten vil ligge på et historisk lavt nivå, som igjen medfører et høyere verdiesimat på egenkapitalen. En slik antagelse mener vi likevel kan forsvares grunnet markedspraksisen med bruk av 10 årig obligasjon for risikofri rente.

Egenkapitalkravet som vi bruker beregnes etter skatt. For å skape konsistens mellom tallene må vi dermed justere den risikofrie renten til etter skatt. Selskapsskattesatsen for 2018 er på 23%, og da vi ikke har informasjon om videre utvikling av skattesatsen i årene fremover velger vi å bruke denne i hele budsjettperioden.

Tabell 10-1 viser den estimerte fremtidige risikofrie renten etter skatt. Vi har i utregningen brukt samme lineære utvikling mellom budsjettpunktene som i fremtidsregnskapet for å skape konsistens i analysen. Dagens Nibor 3M er på 1,16% (10.april 2018) og renten har hatt en stigende utvikling de siste månedene. (Norges bank, 2017) Vi har dermed valgt en prognose på 1,3% i 2018 og 2,0% på mellomlangt sikt i 2023.

T	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	T	T+1	T+2
ÅR	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
Nibor 3M	0,013	0,014	0,016	0,017	0,019	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
Risikofri rente før skatt	0,008	0,009	0,011	0,012	0,014	0,015	0,018	0,020	0,023	0,025	0,028	0,028	0,028
Skattesats	0,230	0,230	0,230	0,230	0,230	0,230	0,230	0,230	0,230	0,230	0,230	0,230	0,230



Risikofri rente etter skatt	0,006	0,007	0,008	0,009	0,010	0,012	0,014	0,016	0,018	0,020	0,022	0,022	0,022
-----------------------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

Tabell 10-1 Risikofri rente etter skatt for perioden 2018 til 2030

10.1.2 Markedsrisikopremie

Etter verdsettelsesteori vil beste estimat på markedsrisikopremien for fremtiden være å bruke et konstant nivå. (Knivslå, F16, 2018) Vi har dermed valgt å bruke markedsrisikopremien for 2017 som vi beregnet i kapittel 7 på 5,1% som fremtidsestimater.

T	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	T	T+1	T+2
ÅR	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Markedsrisikopremie	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051

Tabell 10-2 Markedsrisikopremie for perioden 2018 til 2030

10.1.3 Egenkapitalbeta

Som vi diskuterte i kapittel 7 er netto driftsbetaen etter Miller Modigliani teoremet konstant over tid. Egenkapitalbetaen er derimot ikke konstant over tid, slik at denne må estimeres som en residualpost basert på formelen for netto driftsbeta fremover i tid. I kapittel 7.2.4 beregnet vi netto driftsbeta til 0,626. Denne vil vi etter teoremet fortsatt anvende i budsjettperioden. Videre anvender vi netto finansiell gjeldsbeta beregnet i avsnitt 10.3.3. Resultatet av våre beregninger ser vi i tabell 10-3.

T	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	T	T+1	T+2
ÅR	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Egenkapitalbeta	0,850	0,865	0,885	0,905	0,927	0,950	0,963	0,976	0,990	1,004	1,018	1,018	1,018
Egenkapitalvekt (EK/NDK)	0,719	0,705	0,688	0,671	0,653	0,636	0,626	0,617	0,607	0,597	0,588	0,588	0,588
Minoritetsbeta	0,831	0,842	0,868	0,896	0,924	0,957	0,981	1,005	1,032	1,059	1,089	1,089	1,089
Minoritetsvekt (MI/NDK)	0,016	0,018	0,019	0,021	0,022	0,024	0,025	0,027	0,029	0,030	0,032	0,032	0,032
Netto finansiell gjeldsbeta	0,004	0,003	0,001	0,000	-0,002	-0,003	-0,005	-0,006	-0,008	-0,010	-0,013	-0,013	-0,013
Netto finansiell gjeldsvekt (NFG/NDK)	0,265	0,277	0,293	0,309	0,324	0,340	0,348	0,357	0,365	0,373	0,380	0,380	0,380
Netto driftsbeta	0,626	0,626	0,626	0,626	0,626	0,626	0,626	0,626	0,626	0,626	0,626	0,626	0,626

Tabell 10-3 Netto driftsbeta for perioden 2018 til 2030

10.1.4 Likviditetspremien

Vi fastsatte i kapittel 7 en likviditetspremie for majoriteten på 0,5% og 3,0% for minoriteten over hele den historiske analyseperioden. Vi forutsetter her at denne vil være konstant også over budsjettperioden.



10.1.5 Presentasjon av egenkapital- og minoritetskrav

I tabell 10-4 kan vi se resultatet av utregningen av egenkapitalkravet og minoritetskravet for budsjettperioden basert på fastsatt risikofri rente, markedspremie, egenkapitalbeta og likviditetskravene.

T	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	T	T+1	T+2
ÅR	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Risikofri rente etter skatt	0,006	0,007	0,008	0,009	0,01	0,012	0,014	0,016	0,018	0,02	0,022	0,022	0,022
Egenkapitalbeta	0,850	0,865	0,885	0,905	0,927	0,950	0,963	0,976	0,990	1,004	1,018	1,018	1,018
Skattesats	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051
Likviditetspremie majoritet	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
Egenkapitalkrav	0,054	0,056	0,058	0,060	0,062	0,065	0,068	0,071	0,073	0,076	0,079	0,079	0,079
Likviditetspremie minoritet	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030
Minoritetskrav	0,079	0,081	0,083	0,085	0,087	0,090	0,093	0,096	0,098	0,101	0,104	0,104	0,104

Tabell 10-4 Egenkapitalkrav og minoritetskrav for perioden 2018 til 2030

10.2 Finansielle krav

I det følgende skal vi presentere det finansielle gjeldskravet, finansielle eiendelskravet og netto finansielt gjeldskrav. I nevnte krav er kredittrisikopremien en viktig faktor. Vi må dermed først gjennomføre en syntetisk rating for budsjettperioden basert på fremtidsregnskapet estimert i kapittel 9 før vi kan beregne kravene.

10.2.1 Syntetisk rating

Vi beregner den syntetiske ratingen for budsjettperioden med samme fremgangsmåte som i kapittel 6. Denne inkluderer forholdstallene likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. Ratingen her er basert på fremtidsregnskapet estimert i kapittel 9, samt at vi legger to ulike forutsetninger til grunn. Den første forutsetningen er at likviditetsgrad 1 er konstant lik forholdstallet for 2017. Årsaken til dette er mangel på budsjettdrivere for å estimere fremtidstallene. Den andre forutsetningen er at rentedekningsgrad ratingen forskyves ett år frem i tid slik at vi unngår endogenitet. Resultatet av estimeringen av den syntetiske ratingen ser vi i tabell 10-5.

T	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	T	T+1	T+2
ÅR	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Likviditetsgrad 1 Rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Rentedekningsgrad Rating	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AA	AA	AA
Egenkapitalprosent Rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet Rating	AAA	A	A	A	A	A	BBB	BBB	BBB	A	BBB	BBB	BBB
Gjennomsnittlig rating	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	BBB	BBB	BBB

Tabell 10-5 Gjennomsnittlig rating for perioden 2018 til 2030

10.2.2 Finansielt gjeldskrav

Finansielt gjeldskrav beregnes ved å ta summen av risikofri rente etter skatt og kredittrisikopremie. Den risikofrie renten ble beregnet under kapittel 10.1.1 og kredittrisikopremien er beregnet på bakgrunn av den syntetiske ratingen i 10.2.1. Det finansielle gjeldskravet for budsjettperioden ser vi i tabell 10-6.

T	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	T	T+1	T+2
ÅR	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Risikofri rente etter skatt	0,006	0,007	0,008	0,009	0,01	0,012	0,014	0,016	0,018	0,02	0,022	0,022	0,022
Kredittrisikopremie	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,014	0,014	0,014
Finansielt gjeldskrav	0,016	0,017	0,018	0,019	0,020	0,022	0,024	0,026	0,028	0,030	0,036	0,036	0,036

Tabell 10-6 Finansielt gjeldskrav for perioden 2018 til 2030

Som vi ser er det finansielle gjeldskravet økende over budsjettperioden. Årsaken til denne økningen er en antagelse om høyere risikofri rente i fremtiden, samt økt kredittrisikopremie som et resultat av lavere forventet kredittrating.

10.2.3 Finansielt eiendelskrav

Det finansielle eiendelskravet er sammensatt av en vekting av kontanter, fordringer og investeringer basert på de finansielle eiendelene. I fremtidsregnskapet vi estimerte i kapittel 9 blir de finansielle eiendelene imidlertid ikke spesifisert. På bakgrunn av dette vil vi i våre beregninger legge inn en forutsetning om at i ”Steady State” er vektene lik bransjegjennomsnittet. Vi beregner lineær utvikling fra 2017 til Steady State. I tabell 10-7 er resultatet for det finansielle eiendelskravet presentert.

T	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	T	T+1	T+2
ÅR	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Kontantkrav	0,006	0,007	0,008	0,009	0,010	0,012	0,014	0,016	0,018	0,020	0,022	0,022	0,022
Kontantvekt (KON/FE)	0,821	0,826	0,830	0,835	0,840	0,845	0,849	0,854	0,859	0,864	0,873	0,873	0,873
Fordringskrav	0,016	0,017	0,018	0,019	0,020	0,022	0,024	0,026	0,028	0,030	0,032	0,032	0,032
Fordringsvekt (FOR/FE)	0,176	0,163	0,149	0,136	0,123	0,110	0,096	0,083	0,070	0,057	0,030	0,030	0,030
Investeringskrav	0,057	0,058	0,059	0,060	0,061	0,063	0,065	0,067	0,069	0,071	0,073	0,073	0,073
Investeringsvekt (INV/FE)	0,002	0,011	0,019	0,028	0,037	0,046	0,054	0,063	0,072	0,081	0,098	0,098	0,098
Finansielt eiendelskrav (fek)	0,008	0,009	0,010	0,012	0,013	0,015	0,018	0,020	0,022	0,025	0,027	0,027	0,027

Tabell 10-6 Finansielt eiendelskrav for perioden 2018 til 2030



10.2.4 Netto finansielt gjeldskrav

For å beregne netto finansielt gjeldskrav tar man det vektete finansielle gjeldskravet og trekker fra det vektete finansielle eiendelskravet. Resultatet av våre beregninger ser vi i tabell 10-7 under.

T	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	T	T+1	T+2
ÅR	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Finansielt eiendelskrav	0,008	0,009	0,01	0,012	0,013	0,015	0,018	0,02	0,022	0,025	0,027	0,027	0,027
Finansiell eiendelsvekt (FE/NFG)	0,189	0,191	0,187	0,183	0,180	0,176	0,177	0,178	0,179	0,180	0,184	0,184	0,184
Finansielt gjeldskrav	0,016	0,017	0,018	0,019	0,02	0,022	0,024	0,026	0,028	0,03	0,036	0,036	0,036
Finansiell gjeldsvekt (FG/NFG)	1,189	1,191	1,187	1,183	1,180	1,176	1,177	1,178	1,179	1,180	1,184	1,184	1,184
Netto finansielt gjeldskrav (nfgk)	0,018	0,019	0,019	0,020	0,021	0,023	0,025	0,027	0,029	0,031	0,038	0,038	0,038

Tabell 10-7 Netto finansielt gjeldskrav for perioden 2018 til 2030

Som vi ser av tabellen øker netto finansielt gjeldskrav over budsjettperioden og ender til slutt på 3,8% i Steady State. Årsaken til denne økningen er både en endring i gjeldskravene samt antatt økning i NRS sin finansielle gjeld.

10.3 Finansiell gjeldsbeta, finansiell eiendelsbeta og netto finansiell gjeldsbeta

I det følgende delkapitlet skal vi estimere den finansielle gjeldsbetaen, eiendelsbetaen og netto finansiell gjeldsbeta til NRS. I beregningene vil vi ta i bruk de finansielle kravene vi har beregnet i delkapittel 10.2.

10.3.1 Finansiell gjeldsbeta

Vi vil i beregningen av den finansielle gjeldsbetaen ta i bruk samme forutsetninger som ved beregningen i kapittel 7. Det medfører at alle faktorene, og dermed den finansielle gjeldsbetaen, er konstante over budsjettperioden. Resultatet er presentert i tabell 10-7.

T	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	T	T+1	T+2
ÅR	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Kredittisikopremie	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
Markedsrisikodel FG	0,021	0,021	0,021	0,021	0,021	0,021	0,021	0,021	0,021	0,021	0,021	0,021	0,021
Markedsrisikopremie	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051
Finansiell gjeldsbeta	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004

Tabell 10-8 Finansiell gjeldsbeta for perioden 2018 til 2030



10.3.2 Finansiell eiendelsbeta

Vi anvender de samme forutsetningene som i avsnitt 7.3.4 ved beregningen av den finansielle eiendelsbetaen. Ved beregning av fordringsbetaen brukes markedsrisikodelen, kort kreditrisikopremie og markedsrisikopremien. Ettersom alle disse faktorene er konstante over budsjettperioden vil også fordringsbetaen være konstant. Resultatet av beregningene ser vi i tabell 10-9 under.

T	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	T	T+1	T+2
ÅR	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Kontantbeta	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)	0,821	0,826	0,830	0,835	0,840	0,845	0,849	0,854	0,859	0,864	0,873	0,873	0,873
Fordringsbeta	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002
Fordringsvekt (FOR/FE)	0,176	0,163	0,149	0,136	0,123	0,110	0,096	0,083	0,070	0,057	0,030	0,030	0,030
Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Investeringsvekt (INV/FE)	0,002	0,011	0,019	0,028	0,037	0,046	0,054	0,063	0,072	0,081	0,098	0,098	0,098
Finansiell eiendelsbeta	0,002	0,011	0,020	0,029	0,037	0,046	0,055	0,063	0,072	0,081	0,098	0,098	0,098

Tabell 10-9 Finansiell eiendelsbeta for perioden 2018-2030

10.3.3 Netto finansiell gjeldsbeta

Netto finansiell gjeldsbeta beregnes ved å vekte den finansielle gjeldsbetaen og den finansielle eiendelsbetaen. Denne anvendes også i egenkapitalbetaen i avsnitt 10.1.3.

T	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	T	T+1	T+2
ÅR	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Finansiell gjeldsbeta	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004
Finansiell gjeldsvekt (FG/NFG)	1,189	1,191	1,187	1,183	1,180	1,176	1,177	1,178	1,179	1,180	1,184	1,184	1,184
Finansiell eiendelsbeta	0,002	0,011	0,020	0,029	0,037	0,046	0,055	0,063	0,072	0,081	0,098	0,098	0,098
Finansiell eiendelsvekt (FE/NFG)	0,189	0,191	0,187	0,183	0,180	0,176	0,177	0,178	0,179	0,180	0,184	0,184	0,184
Netto finansiell gjeldsbeta	0,004	0,003	0,001	0,000	-0,002	-0,003	-0,005	-0,006	-0,008	-0,010	-0,013	-0,013	-0,013

Tabell 10-10 Netto finansiell gjeldsbeta for perioden 2018 til 2030

10.4 Selskapskrav

Selskapskravet består av et vektet gjennomsnitt av forventet avkastning fra de ulike finansieringskildene i et selskap. Summen av de forventede avkastningene utgjør dermed det samlede selskapskravet. (Kaldestad & Møller, 2016) Vi skal her, som i kapittel 7, regne ut selskapskapitalkravet uttrykt gjennom både netto driftskrav og sysselsatt kapitalkrav. Netto driftskravet er vist i tabell 10-11 og sysselsatt kapitalkrav er vist i tabell 10-12.

T	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	T	T+1	T+2
ÅR	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Finansiell gjeldsvekt (FG/SSK)	0,300	0,313	0,329	0,345	0,361	0,377	0,386	0,395	0,404	0,412	0,421	0,421	0,421
Finansielt gjeldskrav	0,016	0,017	0,018	0,019	0,02	0,022	0,024	0,026	0,028	0,03	0,036	0,036	0,036



Egenkapitalvekt (EK/SSK)	0,685	0,670	0,652	0,635	0,617	0,600	0,590	0,580	0,570	0,559	0,550	0,550	0,550
Egenkapitalkrav	0,054	0,056	0,058	0,060	0,062	0,065	0,068	0,071	0,073	0,076	0,079	0,079	0,079
Minoritetsinteressevekt (MI/SSK)	0,015	0,017	0,018	0,020	0,021	0,023	0,024	0,025	0,027	0,028	0,030	0,030	0,030
Minoritetskrav	0,079	0,081	0,083	0,085	0,087	0,090	0,093	0,096	0,098	0,101	0,104	0,104	0,104
Sysselsatt krav	0,043	0,044	0,045	0,046	0,048	0,050	0,052	0,054	0,056	0,058	0,062	0,062	0,062

Tabell 10-11 Netto driftskrav for perioden 2018 til 2030

T	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	T	T+1	T+2
ÅR	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto finansiell gjeldskrav	0,018	0,019	0,019	0,020	0,021	0,023	0,025	0,027	0,029	0,031	0,038	0,038	0,038
Netto finansiell gjeldsvekt (NFG/NDK)	0,265	0,277	0,293	0,309	0,324	0,340	0,348	0,357	0,365	0,373	0,380	0,380	0,380
Egenkapitalkrav	0,054	0,056	0,058	0,060	0,062	0,065	0,068	0,071	0,073	0,076	0,079	0,079	0,079
Egenkapitalvekt (EK/NDK)	0,719	0,705	0,688	0,671	0,653	0,636	0,626	0,617	0,607	0,597	0,588	0,588	0,588
Minoritetskrav	0,079	0,081	0,083	0,085	0,087	0,090	0,093	0,096	0,098	0,101	0,104	0,104	0,104
Minoritetsvekt (MI/NDK)	0,016	0,018	0,019	0,021	0,022	0,024	0,025	0,027	0,029	0,030	0,032	0,032	0,032
Netto driftskrav	0,045	0,046	0,047	0,048	0,050	0,052	0,054	0,056	0,058	0,060	0,064	0,064	0,064

Tabell 10-12 Sysselsatt kapitalkrav for perioden 2018-2030

10.5 Oppsummering av kravene

I tabell 10-13 ser vi en oppsummering av alle kravene vi har regnet ut.

T	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	T	T+1	T+2
ÅR	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftskrav (ndk)	0,045	0,046	0,047	0,048	0,050	0,052	0,054	0,056	0,058	0,060	0,064	0,064	0,064
Sysselsatt krav (ssk)	0,043	0,044	0,045	0,046	0,048	0,050	0,052	0,054	0,056	0,058	0,062	0,062	0,062
Egenkapitalkrav (ek)	0,054	0,056	0,058	0,060	0,062	0,065	0,068	0,071	0,073	0,076	0,079	0,079	0,079
minoritetsinteressekrav (mik)	0,079	0,081	0,083	0,085	0,087	0,090	0,093	0,096	0,098	0,101	0,104	0,104	0,104
Finansielt gjeldskrav (fgk)	0,016	0,017	0,018	0,019	0,02	0,022	0,024	0,026	0,028	0,030	0,036	0,036	0,036
Finansielt eiendelskrav (fek)	0,008	0,009	0,010	0,012	0,013	0,015	0,018	0,020	0,022	0,025	0,027	0,027	0,027
Netto finansielt gjeldskrav (nfgk)	0,018	0,019	0,019	0,020	0,021	0,023	0,025	0,027	0,029	0,031	0,038	0,038	0,038

Tabell 10-13 Oppsummering av kravene for perioden 2018 til 2030

10.6 Fremtidig strategisk fordel

Vi skal nå analysere om NRS har en fremtidig strategisk fordel over budsjettperioden, samt i den konstante vekst perioden. Det er vanlig å ta utgangspunkt i en nullhypotese der egenkapitalrentabiliteten over tid vil bevege seg mot egenkapitalkravet grunnet konkurransen i markedet. (Knivsflå, F18, 2018) Alternativhypotesen vil være at selskapet besitter en varig strategisk fordel. For å avgjøre hvorvidt vi kan forkaste eller beholde nullhypotesen skal vi



dekomponere den strategiske fordelten i en driftsfordel og finansieringsfordel slik vi gjorde i kapittel 8.

T	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	T	T+1	T+2
ÅR	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftsrentabilitet	0,169	0,153	0,137	0,122	0,109	0,097	0,091	0,087	0,083	0,081	0,080	0,080	0,080
Netto driftskrav	0,045	0,046	0,047	0,049	0,05	0,052	0,054	0,056	0,058	0,06	0,065	0,065	0,065
Ren driftsfordel	0,124	0,107	0,090	0,073	0,059	0,045	0,037	0,031	0,025	0,021	0,015	0,015	0,015
Gearingfordel drift	0,050	0,047	0,042	0,037	0,032	0,026	0,023	0,020	0,017	0,015	0,011	0,011	0,011
Driftsfordel	0,174	0,154	0,132	0,110	0,091	0,071	0,060	0,050	0,042	0,036	0,025	0,025	0,025
Finansieringsfordel	-0,003	-0,002	-0,001	0,000	0,001	0,003	0,004	0,006	0,007	0,008	0,011	0,011	0,011
Strategisk fordel	0,171	0,153	0,131	0,110	0,092	0,074	0,064	0,056	0,049	0,044	0,036	0,036	0,036

Tabell 10-14 Strategisk fordel for perioden 2018 til 2030

Som vi kan lese av tabell 10-14 og 10-15 har NRS en strategisk fordel på 3,6% i Steady State. I den kvalitative analysen i kapittel 4 samt den kvantitative i kapittel 8 konkluderte vi med at bransjefordelen vil bli lavere i fremtiden grunnet strenge lovreguleringer, miljø- og teknologiske utfordringer kombinert med økt etterspørsel og konkurransekrefter mellom selskapene. Videre kom vi fram til at den strategiske ressursfordelen NRS besitter i dag vil forsvinne. Årsaken til dette er at vi mener marginalulempen de besitter i dag vil være gjeldende også i fremtiden som følge av manglende stordriftsfordeler, samt at omløpsfordelen vil reduseres. Følgende legger vi til grunn at den strategiske fordelten i steady state i sin helhet skyldes bransjefordelen. Den har da blitt redusert fra 14,8% til 3,6% på lang sikt. En varig strategisk fordel på 3,6% medfører at vi forkaster nullhypotesen om en superrentabilitet på 0 i konstant vekst. Vi mener basert på ovennevnte drøftinger samt oppdrettsbransjens potensiale for fremtiden at dette er et rimelig resultat.

T	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	T	T+1	T+2
ÅR	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Egenkapitalrentabilitet	0,226	0,209	0,190	0,172	0,155	0,140	0,133	0,127	0,123	0,120	0,116	0,116	0,116
Egenkapitalkrav	0,054	0,056	0,058	0,060	0,062	0,065	0,068	0,071	0,073	0,076	0,079	0,079	0,079
Strategisk fordel	0,172	0,153	0,131	0,112	0,093	0,075	0,065	0,057	0,050	0,044	0,036	0,036	0,036

Tabell 10-15 Strategisk fordel for perioden 2018 til 2030



11 Fundamental verdsettelse

En fundamental verdsettelse er en verdsettelsesteknikk der man gjennomfører fundamentalanalyser i form av strategiske analyser av et selskap for å avdekke viktige underliggende forhold. (Damodaran, 2012) Innsikten man opparbeider seg ved disse analysene bruker man så for å utarbeide fremtidsregnskap og krav, for til slutt å fastsette nåverdien av selskapet basert på disse. Teorien er at en slik verdsettelse vil avdekke den virkelige verdien av selskapet, og således gi informasjon om børsprisen er over- eller undervurdert. (Damodaran, 2012)

Vi har til nå gjennomført de fundamentale analysene av NRS og på bakgrunn av disse beregnet fremtidsregnskap og fremtidskrav. Neste steg vil dermed være å utarbeide verdiestimatet til NRS. Dette vil vi gjøre i følgende kapittel gjennom en direkte og en indirekte verdsettelse av egenkapitalen ved bruk av henholdsvis egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Vi vil så omdanne vektene vi budsjetterte i kapittel 9 til verdivekter gjennom en konvergeringsprosess slik at vi kan etablere et felles fundamentalt verdiestimat på egenkapitalen til NRS. Til slutt vil vi analysere usikkerheten i verdiestimatet ved hjelp av et analyseprogram.

11.1 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden er en metode der man direkte verdsetter ”strømmen” til egenkapitalen diskontert med egenkapitalkravet. (Damodaran, 2012) Formelen for egenkapitalmetoden er presentert under.

$$\text{Verdi av EK} = \text{Base} + \text{Nåverdi av strømmen til EK}$$

Modellene vi skal bruke i egenkapitalmetoden er; utbyttmodellen, fri kontantstrømmodellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen. Samtlige av disse modellene er ekvivalente slik at de i utgangspunktet skal gi samme verdi dersom man anvender de konsistent. Alle modellene under egenkapitalmetoden vil også ha en felles forutsetning om konstant vekst i ”Steady State”, uttrykt gjennom Gordons vekstformel. I utregningene forutsettes en konstant vekst i egenkapitalen for vekstmodellene som tilsvarer driftsinntektsveksten i budsjettperiode T på 4,0%. I det følgende kapitlet vil vi presentere de ulike modellene.

11.1.1 Utbyttmodellen

Utbyttmodellen blir regnet som den enkleste av modellene og således grunnmodellen for å verdsette egenkapitalen til et selskap. (Damodaran, 2012) Modellen beregner verdien av egenkapitalen basert på forventet framtidig utbytte diskontert med egenkapitalkravet, og formelen er illustrert under.

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{E(NBU_t)}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{E(VEK_T)}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekv - ekv)}$$

Der VEK =verdien til egenkapitalen, NBU =netto betalt utbytte, ekv =egenkapitalkravet, ekv =egenkapitalvekst

11.1.2 Fri kontantstrøm- modellen

Ved beregning av verdien til egenkapitalen etter fri kontantstrøm-modellen brukes forventet fremtidig fri kontantstrøm diskontert med egenkapitalkravet. Den frie kontantstrømmen er kontantstrømmen som gjenstår etter at alle forpliktelser er betalt, og som i teorien kan bli utbetalt i dividende. (Damodaran, 2012) For å finne den frie kontantstrømmen i fremtiden må utbyttet budsjetteres, noe som fører til at fri kontantstrøm- modellen vil gi samme svar som utbyttmodellen. Under ser vi formelen for utregning.

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{FKE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekv - ekv)}$$

Der VEK =verdien til egenkapitalen, FKE =fri kontantstrøm til egenkapitalen, ekv =egenkapitalkravet og ekv =egenkapitalvekst

11.1.3 Superprofittmodellen

Superprofittmodellen måler verdien av egenkapitalen ved å ta verdien av balanseført egenkapital i år 0 tillagt nåverdien av fremtidig superprofitt. Under ser vi formelen for utregning.

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{SPE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekv - ekv)}$$

Der VEK =verdien til egenkapitalen, SPE =superprofitt til egenkapitalen, ekv =egenkapitalkravet og ekv =egenkapitalvekst



11.1.4 Superprofittvekstmodellen

Superprofittvekstmodellen, også kalt unormal resultatvekstmodellen, er en modell som beregner verdien av egenkapitalen ved å ta den kapitaliserte verdien av nettoresultatet til EK uten vekst tillagt nåverdien av fremtidig vekst. (Knivsfå, F17, 2018) Den framtidige veksten er superprofittvekst, som vil si at veksten kun tilfører verdi dersom den er lønnsom og således fører til økt superprofitt.

$$VEK_0 = \frac{NRE_1}{ekk_1} + \frac{1}{ekk_1} * \left\{ \sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_{t-1})} + \frac{\Delta SPE_{t+2}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_{T+1}) * (ekk - ekv)} \right\}$$

Der VEK =verdien til egenkapitalen, ΔSPE =superprofittvekst til egenkapitalen, ekk =egenkapitalkravet og ekv =egenkapitalvekst

11.2 Selskapskapitalmetoden

Selskapskapitalmetoden blir betegnet som en indirekte verdsettelse av egenkapitalen, og består av to ulike metoder; netto driftskapitalmetoden og sysselsatt kapitalmetoden. Verdien av egenkapitalen blir etter selskapskapitalmetoden målt ved verdien av selskapet (Enterprise Value) fratrukket gjeld og minoritetsinteresser. I både sysselsatt kapitalmetoden og netto driftskapitalmetoden blir verdien av kapitalen, den finansielle gjelden og minoritetsinteresser beregnet ved hjelp av de samme modellene som i egenkapitalmetoden. Forskjellen her er at sysselsatt kapitalkrav og netto driftskrav erstatter avkastningskravet til egenkapitalen samt veksten. I det følgende delkapitlet vil vi presentere sysselsatt kapitalmetoden og netto driftskapitalmetoden.

11.2.1 Sysselsatt kapitalmetoden

Verdien av egenkapitalen etter sysselsatt kapitalmetoden beregnes ved å ta utgangspunkt i verdien av sysselsatt kapital i år 0, fratrukket nåverdien av finansiell gjeld og minoritetsinteresser. Neddiskonteringsfaktoren i beregningene vil som nevnt innledningsvis være sysselsatt kapitalkrav. Videre forutsettes det at det finansielle gjeldskravet tilsvarer den finansielle gjeldsrenten. På bakgrunn av superprofittmodellen vil nåverdien av gjeld i år 0 tilsvare den balanseførte verdien dette året. Helt til slutt vil beregningene av verdien til minoritetsinteressene ta utgangspunkt i modellene under egenkapitalmetoden med bruk av minoritetsinteressekravet.

$$VEK_0 = VSSK_0 - VFG_0 - VMI_0$$

Der VEK = verdien til egenkapitalen, $VSSK$ = verdien til sysselsatt kapital, VFG = verdien til finansiell gjeld og VMI = verdien til minoritetsinteresser



11.2.2 Netto driftskapitalmetoden

Verdien av egenkapitalen måles etter netto driftskapitalmetoden som nåverdien av netto driftskapital fratrukket nåverdien av netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser. I likhet med sysselsatt kapitalmetoden legges det også her til grunn en forutsetning om at netto finansielt gjeldskrav tilsvarer netto finansiell gjeldsrente. Videre beregnes nåverdien av netto driftskapital og minoritetsinteressene ved hjelp av modellene under egenkapitalmetoden. Formelen for utregning etter netto driftskapitalmetoden er vist under

$$VEK_0 = VNDK_0 - VNFG_0 - VMI_0$$

Der VEK = verdien av egenkapitalen, $VNDK$ = verdien til netto driftskapital, $VNFG$ = verdien til netto finansiell gjeld og VMI = verdien til minoritetsinteresser

11.3 Første verdiestimat ved bruk av budsjetterte vekter

Vi skal nå gjennomføre en beregning av det første verdiestimatet til NRS. Grunnlaget for våre beregninger vil være metodene og modellene vi har presentert i dette kapitlet; herunder egenkapitalmetoden, netto driftskapitalmetoden og sysselsatt kapitalmetoden. Hver av disse metodene bygger igjen på de fire modellene; utbyttmodellen, fri kontantstrømmodellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen. Som konkludert tidligere gir utbyttmodellen og fri kontantstrømmodellen samme resultat. Dette fører til at vi presenterer disse samlet. Videre vil beregningene bruke budsjetterte vekter og ikke endelige vekter, noe som fører til at de ulike metodene gir forskjellige estimater. Disse skal senere endres til verdivekter gjennom en konvergeringsprosess i 11.4. I tabell 10-1, 10-2 og 10-3 ser vi utregningen av de ulike metodene. Som vi ser får vi samme verdi for alle modellene innbyrdes i hver enkelt metode, mens modellene gir forskjellige verdier. Det er gjennomsnittet av disse verdiene som utgjør vårt første verdiestimat.

NBU-/ FKE-modellen	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	T	T+1	T+2
ÅR	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
NBU/ FKE	425 266	633 541	443 320	456 509	452 782	442 001	439 112	387 275	362 680	340 617	320 543	304 048	282 296	293 588
Diskonteringsfaktor		1,048	1,101	1,159	1,222	1,291	1,366	1,450	1,542	1,645	1,758	1,883	2,018	2,162
Nåverdi av FKE 1 til T+1	3 628 174	604 398	402 514	393 848	370 502	342 407	321 432	267 124	235 160	207 118	182 351	161 433	139 889	135 783
Nåverdi av horisontverdi T+2	4 626 203													
VEK	8 254 377													
SPE-modellen	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	T	T+1	T+2
ÅR	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Balansført EK	1 930 084													



SPE	470 020	445 470	414 878	375 123	327 724	273 636	258 157	244 699	232 809	222 188	206 493	215 481	224 100		
Diskonteringsfaktor	1,048	1,101	1,159	1,222	1,291	1,366	1,450	1,542	1,645	1,758	1,883	2,018	2,162		
Nåverdi av SPE 1 til T+1	2 793 038	448 399	404 467	357 931	306 956	253 879	200 303	178 064	158 662	141 563	126 399	109 637	106 780	103 646	
Nåverdi av horisontverdi T+2	3531255,255														
VEK	8 254 377														
Endring SPE-modellen	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	T	T+1	T+2	T+3
ÅR	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Nettoresultat i år 1	563 086														
Kapitalisert verdi	11 677 768														
Superprofittvekst til EK			-25 607	-32 245	-41 929	-49 904	-56 692	-18 651	-17 038	-15 843	-14 916	-20 172	4 316	3 761	3 911
Diskonteringsfaktor			1,048	1,101	1,159	1,222	1,291	1,366	1,450	1,542	1,645	1,758	1,883	2,018	2,162
Nåverdi av endring SPE 1 til T+1	-226 700	-24 429	-29 277	-36 174	-40 835	-43 918	-13 653	-11 752	-10 273	-9 070	-11 475	2 292	1 864	1 809	
Kapitalisert verdi	-4 701 508														
Horisontverdi	61 629														
Kapitalisert verdi	1 278 117														
VEK	8 254 377														
VEK egenkapitalmetoden	8 254 377														

Tabell 11-1 Verdiestimat på egenkapital basert på egenkapitalmetoden

FKD-modellen	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	T	T+1	T+2	
ÅR	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
Fri kontantstrøm fra drift	583 346	375 164	384 129	389 627	391 645	414 795	379 457	346 539	315 188	284 569	272 943	283 860	295 215		
Diskonteringsfaktor	1,041	1,085	1,132	1,182	1,236	1,294	1,358	1,428	1,504	1,588	1,683	1,783	1,889		
Nåverdi av endring SPE 1 til T+1	3 445 382	560 601	345 897	339 457	329 658	316 916	320 562	279 440	242 699	209 519	179 195	162 215	159 223	156 285	
Horisontverdi T+2	8 472 175														
Verdi av NDK	11 917 557														
Netto finansiell gjeld	-619 072														
Verdi minoritet	-53 193														
VEK	11 245 292														
SPD-modellen	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	T	T+1	T+2	
ÅR	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
Balansført NDK	2 586 918														
SPD	478 395	452 126	422 187	382 478	334 838	280 160	262 850	248 262	235 073	222 920	205 036	213 237	221 767		
Diskonteringsfaktor	1,041	1,085	1,132	1,182	1,236	1,294	1,358	1,428	1,504	1,588	1,683	1,783	1,889		
Nåverdi av SPE 1 til T+1	2 966 298	459 742	416 856	373 088	323 609	270 948	216 514	193 567	173 871	156 263	140 374	121 857	119 609	117 402	
Horisontverdi T+2	6364340														
Verdi av NOK	11 917 557														
Netto finansiell gjeld	-619 072														
Verdi minoritet	-53 193														
VEK	11 245 292														
Endring SPD-modellen	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	T	T+1	T+2	T+3
ÅR	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Nettoresultat fra NDE i år 1	583 351														
Kapitalisert verdi	14378161														
Superprofittvekst til NDK			-27 027	-31 053	-41 133	-49 249	-56 414	-19 529	-17 168	-16 089	-15 334	-21 556	4 383	4 558	4 741
Diskonteringsfaktor			1,041	1,085	1,132	1,182	1,236	1,294	1,358	1,428	1,504	1,588	1,683	1,783	1,889
Nåverdi av endring SPE 2 til T+2	-235 880	-25 973	-28 631	-36 349	-41 669	-45 650	-15 093	-12 642	-11 268	-10 193	-13 574	2 605	2 557	2 510	



Kapitalisert verdi	-5 813 865
Horisontverdi T+3	136 049
Kapitalisert verdi horisont	3 353 261
Netto finansiell gjeld	-619 072
Verdi minoritet	-53 193

VEK	11 245 292
VEK NDE- metoden	11 245 292

Tabell 11-2 Verdiestimater på egenkapitalen basert på netto driftskapitalmetoden

FKS-modellen	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	T	T+1	T+2	T+3
ÅR	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Fri kontantstrøm SSK		640 245	358 711	372 157	379 431	383 756	411 338	374 875	340 727	307 971	275 750	259 147	280 648	291 874	
Diskonteringsfaktor		1,043	1,089	1,139	1,192	1,248	1,310	1,378	1,452	1,533	1,622	1,722	1,828	1,940	
Nåverdi av endring SPE 1 til T+1	3 391 310	613 718	329 275	326 799	318 401	307 422	313 942	272 055	234 665	200 898	170 042	150 531	153 561	150 437	
Horisontverdi T+2	7 393 888														
Verdi av NDK	10 785 198														
Finansiell gjeld	-803 858														
Verdi minoritet	-53 193														
VEK	9 928 147														
SPS-modellen	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	T	T+1	T+2	T+3
ÅR	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Balansført SSK	2771704														
SPS		465 008	442 576	411 460	371 137	323 005	265 906	249 379	234 535	220 945	208 256	189 915	197 140	205 025	
Diskonteringsfaktor		1,043	1,089	1,139	1,192	1,248	1,310	1,378	1,452	1,533	1,622	1,722	1,828	1,940	
Nåverdi av SPS 1 til T+1	2 819 696	445 741	406 258	361 311	311 442	258 755	202 945	180 980	161 529	144 128	128 422	110 316	107 868	105 674	
Nåverdi av horisontverdi T+2	5193797,612														
Verdi av NOK	10 785 198														
Finansiell gjeld	-803 858														
Verdi minoritet	-53 193														
VEK	9 928 147														
Endring SPS-modellen	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	T	T+1	T+2	T+3
ÅR	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Nettoreultat fra SSK i år 1	584 811														
Kapitalisert verdi	13 529 886														
Superprofitvekst til EK			-22 871	-31 952	-41 461	-49 458	-58 717	-18 530	-17 182	-16 220	-15 568	-21 629	3 812	4 337	4 510
Diskonteringsfaktor			1,043	1,089	1,139	1,192	1,248	1,310	1,378	1,452	1,533	1,622	1,722	1,828	1,940
Nåverdi endring SPS 1 til T+1	-232 889		-21 923	-29 330	-36 407	-41 503	-47 038	-14 142	-12 470	-11 171	-10 155	-13 337	2 215	2 373	2 325
Kapitalisert verdi	-5 387 999														
Horisontverdi	114 254														
Kapitalisert verdi	2 643 311														
Verdi av SSK	10 785 198														
Finansiell gjeld	-803 858														
Verdi minoritet	-53 193														
VEK	9 928 147														
VEK SSK- modellen	9 928 147														

Tabell 11-3 Verdiestimater på egenkapitalen basert på sysselsatt kapitalmetoden



11.3.1 Oppsummering av første verdierestimater

I tabell 11-4 har vi regnet ut vårt første verdierestimater på egenkapitalen til NRS. Som nevnt tidligere gir hver metode like estimater innbyrdes, mens de ulike modellene gir ulike verdierestimater. Dette tyder på en konsistent bruk av metodene. Den gjennomsnittlige verdien av egenkapitalen til NRS, og således vårt første verdierestimater, har vi beregnet til NOK 9,81 milliarder. NRS har en aksjebeholdning pr. 6.5.18 på 43 572 191, noe som gir oss en verdi pr. aksje på NOK 225,13. Dagens aksjekurs er NOK 194,20 (06.05.2018), som betyr at vårt foreløpige verdierestimater er 30,93 kr høyere enn dagens markedsverdi. I det følgende kapitlet skal denne verdien konvergere slik at den blir basert på virkelige verdivekter.

Verdi av egenkapital	FK-modell	SP-modellen	Endring SP-M	Gjennomsnitt
EK- metoden	8 254 377	8 254 377	8 254 377	8 254 377
NDK- metoden	11 245 292	11 245 292	11 245 292	11 245 292
SSK- metoden	9 928 147	9 928 147	9 928 147	9 928 147
Gjennomsnittlig verdi av EK	9 809 272	9 809 272	9 809 272	9 809 272

Tabell 11-4 Oppsummering første verdierestimater

11.4 Konvergens mot felles verdierestimater

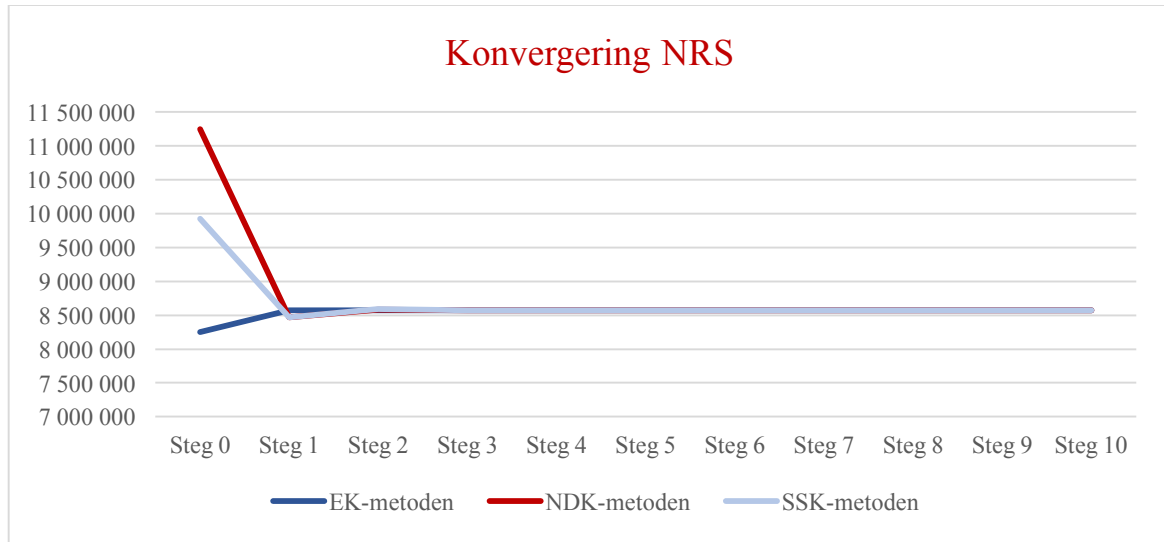
I beregningen av det første verdierestimater til NRS brukte vi som tidligere nevnt budsjetterte vekter. I vårt endelige verdierestimater ønsker vi derimot et verdierestimater basert på vektning til virkelig verdi. Vi må dermed gjennomføre verdikonvergens ved beregning gjennom ulike steg der prosessen vil konvergere mot et felles EK- verdierestimater. (Knivsflå, F18, 2018)

Teorien bak metoden er at de ulike stegene i konvergeringsprosessen består av samme handlinger, og jo flere steg du gjennomfører desto mer samsvarer verdierestimater fra de ulike fundamentale metodene. Fremgangsmåten for metoden er at vi for hvert steg i konvergeringen oppdaterer verdibalansen vår med det beregnede gjennomsnittlige verdierestimater fra steget før. Basert på dette regner vi ut nye vekter og kapitalkrav. Prosessen gjentar seg helt til verdierestimater er basert på vektning til virkelig verdi og metodene gir samme verdi på egenkapitalen.

Vi har gjennomført en konvergeringsprosess for verdierestimater til NRS, og resultatet av dette ser vi i figur 11-1 og tabell 11-5. Vi ser av figuren og tabellen at avviket mellom metodene går mot null i steg 4 og at modellene er fullstendig konvergerert i steg 6. Som forventet er endringene i prosessen størst i steg 1, der NDK metoden har den absolutt største nedgangen fra 11,2 mrd. til 8,5 mrd.



Den endelige verdien på egenkapitalen til NRS ender på NOK 8 574 122 738 i slutten av konvergeringsprosessen. Dette tilsvarer en verdi på NOK 196,78 per aksje. Et slikt verdiestimat er 28,35 kr lavere enn vårt første verdiestimat, og er verdien vi velger å bruke i videre analyser.

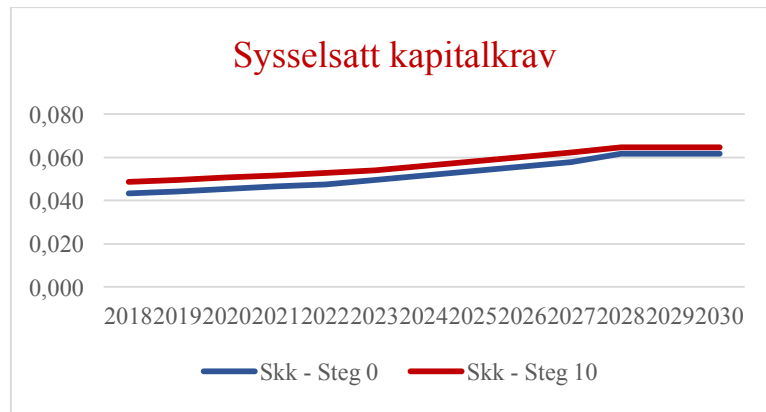


Figur 11-1 Verdieestimats konvergeringsprosess

	Steg 0	Steg 1	Steg 2	Steg 3	Steg 4	Steg 5	Steg 6	Steg 7	Steg 8	Steg 9	Steg 10
EK-metoden	8 254 377	8 575 470	8 572 090	8 573 056	8 574 240	8 574 145	8 574 123	8 574 123	8 574 123	8 574 123	8 574 123
NDK-metoden	11 245 292	8 466 523	8 578 131	8 572 364	8 574 181	8 574 139	8 574 123	8 574 123	8 574 123	8 574 123	8 574 123
SSK-metoden	9 928 147	8 468 863	8 588 097	8 575 782	8 574 033	8 574 078	8 574 123	8 574 123	8 574 123	8 574 123	8 574 123
Gjennomsnitt	9 809 272	8 503 619	8 579 439	8 573 734	8 574 151	8 574 121	8 574 123	8 574 123	8 574 123	8 574 123	8 574 123
Avvik i prosent	10,57 %	0,56 %	0,07 %	0,02 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %

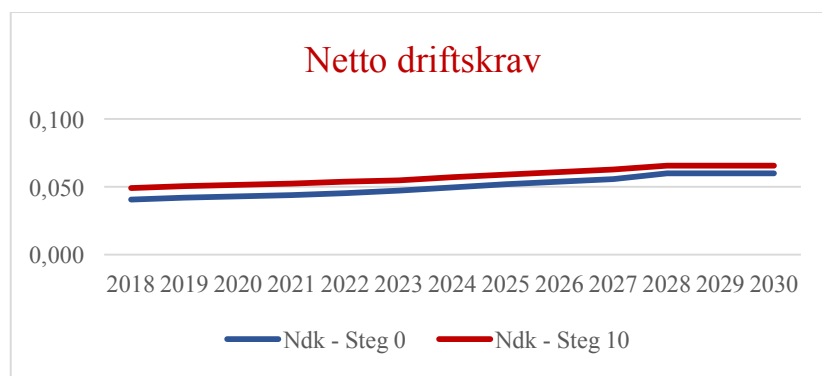
Tabell 11-5 Verdieestimats på egenkapitalen gjennom de ulike konvergeringsstegene

Som vi ser av figur 11-1 er estimatet beregnet ved NDK-metoden og SSK-metoden overvurdert i det første steget i prosessen. For EK-metoden er det motsatt og estimatet er undervurdert. Vi skal se nærmere på budsjettert sysselsatt kapitalkrav, netto driftskrav og egenkapitalkrav og sammenligne disse med de virkelige verdikravene, for å finne årsaken til disse avvikene.



Figur 11-2 Budsjettert sysselsatt kapitalkrav i steg 0 og virkelig sysselsatt kapitalkrav i steg 10

Som vi ser av figur 11-2 over er det virkelige sysselsatte kapitalkravet høyere enn det budsjetterte kravet. Alternativkostnaden til sysselsatt kapital er dermed høyere enn det vi først antok, og det budsjetterte kravet vårt er dermed undervurdert. Dette medfører at verdien ved SSK-metoden er overvurdert i steg 0.



Figur 11-3 Budsjettert netto driftskrav i steg 0 og virkelig netto driftskrav i steg 10

Som vi ser av tabell 11-3 over er det virkelige netto driftskravet klart høyere enn det budsjetterte. Dette vil si at risikoen knyttet til netto driftseiendeler i virkeligheten er større enn det vi først antok. Netto driftskravet er videre det kravet som oppjusteres mest av alle kravene fra steg 0 til steg 10. Følgelig blir endringen i netto driftskapitalmetoden som vi diskuterte over størst gjennom konvergeringen. Det vil dermed være det underestimerte netto driftskravet som i hovedsak bidrar til avviket i steg 0.



Figur 11-4 Budsjettert egenkapitalkrav i steg 0 og egenkapitalkrav i steg 10

I figur 11-4 ser vi at det virkelige egenkapitalkravet i ”Steady State” er lavere enn budsjettert, men differansen mellom budsjettert og virkelig verdi har jevnt over vært svært liten. Dette viser at vårt budsjetterte krav er relativt riktig estimert, som igjen fører til at verdien ved EK-metoden er den som endrer seg minst i konvergeringsprosessen.

11.4.1 Fundamentalt P/B- og P/E forhold

Vi skal her regne ut hva fundamentalt P/B og P/E multiplene er i forhold til multipler hentet fra E24.no 22.4.18, og forklare hvorfor disse avviker.

Price/Book	NRS	Konsensus
Markedsverdi	8 574 123	
Bokført verdi	1 930 084	
P/B	4,44	4,36

Tabell 11-6 fundamentalt P/B sammenlignet med konsensus

I tabell 11-6 ser vi beregningen av den fundamentale P/B multiplene til NRS, og konsensus ved markedsmultiplene. En P/B multiplene større enn 1 tilsier at selskapet innehar en strategisk fordel, og som vi ser er både den fundamentale multiplene og konsensus større enn 1.

Dermed foreligger det etter markedets og vårt syn en strategisk fordel hos NRS. Videre ser vi at vår fundamentale P/B er større enn konsensus. Årsaken til dette kan være at vi i vårt fundamentale estimat har lagt inn en forutsetning om høyere ressursfordel enn markedet.

Price/earnings	NRS	Konsensus
Markedsverdi	8 574 123	
Resultat etter skatt	548 448	
P/E	15,63	15,70



Tabell 11-7 fundamentalt P/E sammenlignet med konsensus

Vi ser i tabell 11-7 at vår P/E er lavere enn konsensus. Årsaken til dette er at vi har lagt inn en negativ superprofittvekst i estimatet vårt. Dette blir videre bekreftet ved å sammenligne estimatet vårt med 1/ekk, som gir et resultat på 18,40. Da denne er høyere enn vårt fundamentale resultat indikerer dette at den strategiske fordelingen vil avta i fremtiden.

11.5 Analyse av usikkerhet

Verdiestimatet vi har regnet ut er et punkttestimat som i prinsippet bygger på en forventet utvikling til estimerte budsjett- og verdidrivere. Budsjett- og verdidriverne er igjen basert på den tilgjengelige informasjonen om selskapet og bransjen vi har i dag. Uforutsette hendelser og ny informasjon i fremtiden vil dermed kunne endre verdien vi har satt i dag. På bakgrunn av denne iboende usikkerhet vil punkttestimatet ha en fordeling rundt verdiestimatet (Damodaran, 2012). Om det foreligger stor usikkerhet vedrørende budsjett- og verdidriverne vil dette resultere i en høy varians, og motsatt vil variansen være lav. For å få bedre innsikt i nivået på usikkerheten vedrørende NRS sitt verdiestimat vil vi i de følgende delkapitlene se på NRS sin konkurrisiko samt analysere usikkerheten som ligger i budsjett- og verdidriverne. Programmet vi bruker for denne analysen er Crystal Ball.

11.5.1 Konkursrisiko

I en verdsettelse er det to ulike måter å ta hensyn til risikoen for konkurs. Den første er å inkludere en eventuell konkurs i fremtidsregnskapet, mens den andre er å behandle en eventuell konkurs separat og dermed basere fremtidsregnskapet under forutsetningen om fortsatt drift (Damodaran, 2012). Ved utarbeidelse av NRS sitt framtidsregnskap har vi lagt til grunn en forutsetning om fortsatt drift. Det taler for et utgangspunkt der en konkurssannsynlighet ikke er inkludert i estimatet. Men ettersom vi følger en fundamental verdsettelsesmetode har vi likevel inkludert konkurssannsynlighet til en viss grad i verdiestimatet. I kapittel 6 fastsatte vi selskapets rating basert på ulike nøkkeltall og vurderinger der konkurssannsynligheten til NRS ble vurdert til 0,26%. Denne ratingen la videre grunnlaget for kredittrisikopremien, som igjen ble brukt i utregningen av neddiskonteringsrenten til verdiestimatet. Dette medfører at risikoen for konkurs er inkludert i verdiestimatet til en viss grad, men mest sannsynlig ikke i tilstrekkelig grad. Vi vil dermed gjennomføre en justering av verdiestimatet for konkurrisiko. Justeringen gjennomføres ved å multiplisere risikoen for at NRS ikke går konkurs med det beregnede verdiestimatet, addert



med sannsynligheten for konkurs, multiplisert med NRS sin likvidasjonsverdi. Formelen for beregning ser vi under (Damodaran, 2012).

$$\text{Verdiestimat} = (1 - p) * \text{Fundamental verdsettelse av EK} + p * \text{LVEK}$$

Der p = konkurssannsynlighet, LVEK = likvidasjonsverdi av egenkapitalen

En likvidasjonsverdi er en substansverdi som beregnes basert på en rask realisering av verdien. En rask realisering, slik som under en konkursbehandling, vil ofte føre til at eiendeler blir solgt til en lavere pris enn ved en styrt avvikling. En slik situasjon fører igjen til at långiverne ikke får full dekning for sine krav, og at eierne dermed ikke sitter igjen med noe verdi. Vi velger på bakgrunn av dette en likvidasjonsverdi på 0 for NRS. Videre benytter vi konkurssannsynligheten basert på ratingen vi gjennomførte i kapittel 6 på 0,26%, og resultatet av justeringen ser vi i beregningen under.

$$\text{Verdiestimat pr. aksje} = (1 - 0,0026) * 196,75 + 0,0026 * 0 = 196,27$$

11.5.2 Crystal Ball

For å vurdere og analysere usikkerheten vedrørende beregnet verdiestimat til NRS benytter vi programmet Crystal Ball som er et tilleggsprogram i Excel. Crystal Ball opererer slik at det synliggjør usikkerhet ved å endre kritiske budsjett- og verdidrivere til stokastiske variabler (Oracle, 2018). Målet med dette er å få fram fordelingen til verdiestimatet, i stedet for et punkttestimat. Simuleringsanalysen er basert på det risikjusterte verdiestimatet på NOK 196,27, og i de følgende delkapitlene vil vi presentere de kritiske budsjett- og verdidriverne samt analysere usikkerheten rundt estimatet.

11.5.2.1 Kritiske risikofaktorer

For å kunne gjennomføre en analyse av usikkerheten må vi definere de kritiske risikofaktorene. De kritiske risikofaktorene er de driverne som har størst innvirkning på verdiestimatet til NRS. Alle budsjett- og verdidriverne vi har beregnet vil ha en viss usikkerhet knyttet til seg, men for å unngå en for komplisert analyse har vi valgt å prioritere de risikofaktorene som påvirker estimatet mest.



I en verdsettelse av egenkapitalen vil driften til selskapet være det mest sentrale for en analyse av framtidig inntjening. Hovedfokuset vil derfor være på driverne knyttet til drift. I tillegg kan finansielle drivere påvirke den estimerte verdien gjennom gearingfordelen fra drift slik at disse også inkluderes. De faktorene vi har valgt som mest kritiske risikofaktorer er; driftsinntektsvekst, netto driftsmargin, omløpet til netto driftseiendeler, markedets risikopremie, egenkapitalbeta, langsiktig risikofri rente og langsiktig finansiell gearing.

Ved beregning av verdiestimatet tok vi utgangspunkt i framtidsregnskapet fra kapittel 9. Dette framtidsregnskapet ble utarbeidet ved å fastsette budsjettpunkter og forutsette lineær utvikling mellom disse punktene. For å forenkle analysen vår har vi valgt å sette disse budsjettpunktene som stokastiske variabler med en sannsynlighetsfordeling, slik at vi kan analysere hvordan ny informasjon påvirker verdiestimatet ved å legge inn endring i budsjettpunktene. Dette vil igjen påvirke den lineære utviklingen.

I det følgende kapitlet vil vi definere standardavviket og beregne eventuell korrelasjon til de fastsatte kritiske risikofaktorene.

Driftsinntektsvekst

I kapittel 9.4.1 fastsatte vi driftsinntektsveksten for budsjettpunktene med en positiv driftsinntektsvekst på 7,4% i 2018 og 5,9% i 2019. På mellomlang sikt ble denne satt til -0,1% i 2023 og på lang sikt forventer vi en økning på 4% i 2028. Det er disse budsjettpunktene vi vil analysere usikkerheten til, og således må vi sette standardavvik for de ulike punktene.

For å estimere standardavviket til de framtidige budsjettpunktene kan vi benytte de historiske regnskapstallene fra 2012 til 2017. Dersom de historiske regnskapstallene estimerer et urimelig standardavvik kan man bruke standardavviket til bransjen eller sette et standardavvik basert på skjønn. (Knivsflå, F19, 2018) Vi har beregnet standardavviket for driftsinntektsveksten til NRS til 19%. Et slikt standardavvik anser vi som urimelig høyt, og vi velger dermed å overstyre dette og sette en verdi basert på skjønn.

Vi har satt standardavviket på kort sikt i 2018 og 2019 til 4,75%. Et slikt standardavvik representerer en fjerdedel av det beregnede historiske standardavviket, noe vi mener er et rimelig mål på den kortsiktige usikkerheten. Jo lenger inn i framtiden estimatet er desto større



blir usikkerheten knyttet til estimeringen. Vi velger dermed å sette standardavviket høyere på mellomlang sikt, og setter denne til 9% som er ca. halvparten av historisk avvik. Til slutt forventer vi et standardavvik på lang sikt tilsvarende veksten i verdensøkonomien på 4%. Grunnet antagelsen om stor usikkerhet knyttet til estimatet og en uniform fordeling velger vi å sette standardavviket på lang sikt til en uniform fordeling. Fordelingen vil vi sette mellom 3 og 5%. En oversikt over de estimerte standardavvikene kan vi se i tabell 11-8.

Driftsinntektsvekst	År	Forventet div	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1	2018	7,40 %	4,75 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt 2	2019	5,90 %	4,75 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt 3	2023	-0,01 %	9,00 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt T	2028	4,00 %	U[3%;5%]	Uniform fordeling

Tabell 11-8 Forventet driftsinntektsvekst for budsjettpunkt med tilhørende standardavvik

En trekning av de ulike stokastiske variablene kan være uavhengige av hverandre eller delvis korrelerte. Dersom vi har en korrelert trekning vil et utfall av en trekning medføre at andre trekninger blir påvirket, og denne korrelasjonen kan være enten positiv eller negativ.

(Knivsflå, F19, 2018) For å ta høyde for dette i vår analyse regner vi ut korrelasjonen til de variablene vi mener korrelerer basert på historiske regnskapstall, samt skjønnsmessige vurderinger på bakgrunn av økonomisk teori og empiri.

Den første korrelasjonen vi mener eksisterer er en positiv korrelasjon mellom driftsinntektsveksten og markedsrisikopremien. Basert på økonomisk teori fører en høy vekst til høyt avkastningskrav, som igjen øker alternativkostnaden for kapitalbruk. Vi har tidligere fastsatt at driftsinntektsveksten tilsvarer veksten i verden i ”Steady State”. På bakgrunn av ovennevnte sammenheng i økonomisk teori er det således rimelig å anta at veksten også påvirker markedsrisikopremien, slik at det foreligger en korrelasjon mellom driftsinntektsveksten og markedsrisikopremien. Basert på en antagelse om en begrenset direkte sammenheng mellom disse vil vi sette en svak positiv korrelasjon på 0,2.

$$Kor(div, mrp) = 0,2$$

Der kor = korrelasjon, div = driftsinntektsvekst og mrp = markedsrisikopremie

Den andre korrelasjonen vi mener eksisterer er en korrelasjon mellom driftsinntektsveksten og netto driftsmargin. Årsaken til antagelsen om korrelasjon er lakseprisens sterke innvirkning på begge variablene. Dersom vi beregner korrelasjonen basert på historiske tall



får vi et resultat på 0,53, noe som er tilsvarende sterk samvariasjon. Ettersom vi forventer at lakseprisen vil være en viktig faktor for variablene også i framtiden forventer vi en fortsatt samvariasjon, men grunnet usikkerhet vedrørende graden av påvirkning velger vi å nedjustere korrelasjonen til 0,3.

$$Kor(div, ndm) = 0,3$$

Der kor = korrelasjon, div = driftsinntektsvekst og ndm = netto driftsmargin

Netto driftsmargin

I kapittel 9.4.3 vurderte vi netto driftsmargin på kort sikt til 11% i 2018 og 10% i 2019. På mellomlang sikt er denne satt til 7,0% og i ”Steady State” på lang sikt er marginen satt til 6%. Netto driftsmargin blir regnet som en kritisk risikofaktor grunnet dens direkte påvirkning på egenkapitalen via driftsinntekt og netto driftsresultat. Faktoren har som diskutert over en positiv korrelasjon med driftsinntektsveksten på 0,3.

Basert på historiske regnskapstall har vi beregnet standardavviket til netto driftsmargin til 4,29%. Dette standardavviket er klart lavere enn standardavviket vi beregnet for driftsinntektsveksten, noe som viser at netto driftsmarginen historisk sett har vært mer stabil. Grunnet denne stabiliteten og lavt avvik velger vi å sette standardavviket til det historiske avviket på 4,29% på kort sikt i 2018 og 2019. På mellomlang sikt vil det som nevnt tidligere være knyttet større usikkerhet til estimatet slik at vi vil sette avviket til 6,00%. På lang sikt forventer vi derimot at netto driftsmarginen vil stabilisere seg slik at usikkerheten knyttet til estimatet blir lavere. Vi setter dermed standardavviket for netto driftsmargin på lang sikt i ”Steady State” til 2%, som tilsvarende omtrent halvparten av det historiske standardavviket. En samlet oversikt over standardavvikene ser vi i tabell 11-9.

Netto driftsmargin	År	Forventet netto driftsmargin	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1	2018	11,00 %	4,29 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt 2	2019	10,00 %	4,29 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt 3	2023	7,00 %	6,00 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt T	2028	6,00 %	2,00 %	Normalfordelt

Tabell 11-9 Forventet netto driftsmargin for budsjettpunkt med tilhørende standardavvik

Basert på økonomisk teori vil et selskap med høy driftsmargin tendere til å ha et lavt omløp på netto driftskapital. (Knivsflå, F19, 2018) Vi legger dermed til grunn en korrelasjon mellom



de nevnte faktorene. Basert på de historiske regnskapstallene er korrelasjonen mellom netto driftskapital og netto driftsmargin 0,943. Vi mener en slik sterk korrelasjon anses noe høyt å predikere for framtiden, slik at vi setter ned korrelasjonen til 0,5.

$$Kor(ndm, onde) = 0,5$$

Der kor = korrelasjon, ndm = netto driftsmargin, onde = omløpet til netto driftseiendeler

Økonomisk teori tilsier og at selskaper med en høy driftsmargin kan ta en høyere finansiell risiko, og således øke finansiell gearing. Alternativt vil selskaper med høy driftsmargin få en høyere egenkapitalprosent, og således en redusert finansiell gearing. (Knivsfå, F19, 2018) Det vil dermed være en korrelasjon mellom netto driftsmargin og finansiell gjeldsdel. Basert på NRS sine historiske regnskapstall får vi en korrelasjon mellom disse faktorene på -0,934. Denne korrelasjon mener vi er et resultat av den unormalt høye gjeldsnedbetalingen i 2016, slik at vi velger å normalisere korrelasjonen og sette denne til 0,1.

$$Kor(ndm, fgd) = 0,1$$

Der kor = korrelasjon, ndm = netto driftsmargin, fgd = finansiell gjeldsdel

Omløpet til netto driftseiendeler

I kapittel 9.4.2 estimerte vi omløpet til netto driftseiendeler på kort sikt i 2018 til 2,10 og 2,05 i 2019. På mellomlang sikt satte vi den til 1,95 i 2023 og på lang sikt 1,9. Omløpet til netto driftseiendeler regnes som en kritisk risikofaktor grunnet dens påvirkning på driftsinntektene og netto driftseiendeler.

Basert på de historiske regnskapstallene til NRS blir standardavviket for omløpet til netto driftseiendeler på 38,4%. Dette anses som et unormalt høyt avvik og vi ønsker således å overstyre dette. Som diskutert i kapittel 8 har NRS et omløp til netto driftseiendeler som skiller seg fra de komparative selskapene, og har en tendens til å bli overvurdert i beregningen. Vi antar derfor at standardavviket vil være tilnærmet likt standardavviket til driftsinntektsveksten på 4,75%, og setter standardavviket på kort sikt til 5,0%. I likhet med vurderingene i driftsinntektsveksten og netto driftsmargin setter vi også her standardavviket på mellomlang sikt til en høyere verdi på 9,0%, grunnet større risiko. I ”Steady State” forventer vi igjen en stabilisering slik at standardavviket settes til 5,0%. En oversikt over beregningene ser vi i tabell 11-10.



Omløpet til netto driftseiendeler	År	Forventet omløp til NDE	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1	2018	2,10	5,00 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt 2	2019	2,05	5,00 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt 3	2023	1,95	9,00 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt T	2028	1,90	5,00 %	Normalfordelt

Tabell 11-10 Forventet omløp til netto driftseiendeler for budsjettpunkt med tilhørende standardavvik

Andre øvrige risikofaktorer

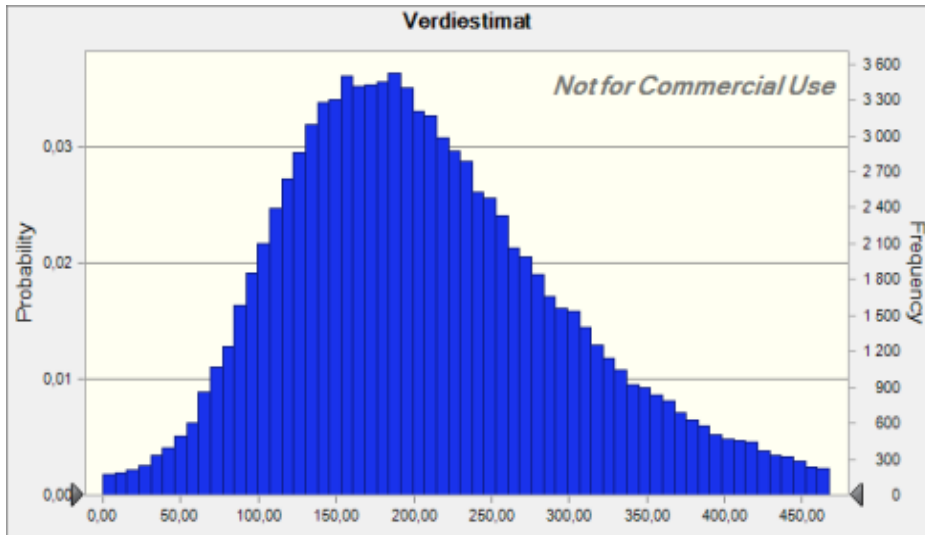
De øvrige risikofaktorene vi har valgt å analysere er som tidligere nevnt; markedets risikopremie, egenkapitalbeta, langsiktig risikofri rente og langsiktig finansiell gearing. Sannsynlighetsfordelingen til disse faktorene, med unntak av egenkapitalbetaen, mener vi er uniformt fordelt innenfor et intervall som vi har basert på skjønn. Egenkapitalbetaen vi har brukt er den justerte egenkapitalbetaen fra kapittel 7, og standardavviket er beregnet på bakgrunn av historisk avvik.

Øvrige kritiske risikofaktorer	Forventet verdi	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Markedets risikopremie	0,051	U(4,5%;5,5%)	Uniform fordeling
Egenkapitalbeta	0,821	12,00 %	Normalfordelt
Langsiktig risikofri rente	0,004	U(0,35%;0,45%)	Uniform fordeling
Langsiktig finansiell gearing	0,450	U(40%;50%)	Uniform fordeling

Tabell 11-11 Forventet verdi øvrige kritiske risikofaktorer for budsjettpunkt med tilhørende standardavvik

11.5.2.2 Simuleringsanalyse

Med utgangspunkt i valgene vi tok i kapittel 11.5.2.1, skal vi nå gjennomføre en Monte Carlo-simulering ved hjelp av Crystal Ball. Vi har valgt å benytte oss av 100 000 trekninger og et verdiestimat på [0,500] slik at ekstreme verdier elimineres. Sannsynlighetsfordelingen med endringene i budsjettdriverne til verdiestimatet er presentert i figur 11-5 og tabell 11-10.



Figur 11-5 Sannsynlighetsfordelingen til verdiestimatet ved Monte- Carlo simulering

Statistics:	Forecast values
<i>Trials</i>	97 123
<i>Base Case</i>	196,27
<i>Mean</i>	209,10
<i>Median</i>	196,86
<i>Mode</i>	---
<i>Standard Deviation</i>	92,18
<i>Variance</i>	8 497,31
<i>Skewness</i>	0,5928
<i>Kurtosis</i>	3,13
<i>Coeff. of Variation</i>	0,4409
<i>Minimum</i>	0,06
<i>Maximum</i>	499,99
<i>Range Width</i>	499,93
<i>Mean Std. Error</i>	0,30
<i>Filtered Values</i>	2877

Tabell 11-12 Statistikken fra Monte- Carlo simuleringen

I tabell 11-12 er de eksakte verdiene av verdiestimatet etter sannsynlighetsfordelingen i figur 11-5. Simuleringen gir et gjennomsnittsestimat på 209,10, som er 12,83 kr høyere enn estimatet vi beregnet ved den fundamentale metoden. Vi ser at fordelingen er noe venstretung med en topp i intervallet mellom ca. 150 og 200. Skewness beskriver normalfordelingen og en perfekt normalfordeling ville gitt en skewness verdi på 0. Her har vi en skewness på 0,593, som forklarer den venstretunge fordelingen.

Variasjonskoeffisienten på 44,1% utrykker det årlige prosentvise standardavviket til NRS.



Som vi har sett de siste årene har det vært store svingninger i lakseprisen, og en koeffisient på over 40% vil dermed kunne anses som en normal variasjon for bransjen. Videre har modellen filtrert ut 2 877 verdier, og kurtosisverdien på 3,13 beskriver andelen filtrering av ekstreme verdier som er blitt gjennomført.

11.5.2.3 Forklaring av usikkerheten i simuleringen

Den gjennomførte simuleringsanalysen kan videre gi oss innsikt i hvor stor påvirkningsgrad de forskjellige driverne har på variansen i det totale verdiestimatet til NRS. I tabell 11-13 er resultatene fra sensitivitetsanalysen presentert.

Budsjettvariabler	Kontribusjon til varians
Netto driftsmargin i budsjettpunkt T	45,40 %
Omløpet til netto driftseiendeler i budsjettpunkt T	12,35 %
Netto driftsmargin i budsjettpunkt 3 (år 2023)	10,46 %
Driftsinntektsvekst i budsjettpunkt 3 (år 2023)	10,46 %
Eigenkapitalbeta	10,17 %
Driftsinntektsvekst i budsjettpunkt T	3,00 %
Omløpet til netto driftseiendeler i budsjettpunkt 3 (år 2023)	2,77 %
Netto driftsmargin i budsjettpunkt 2 (år 2019)	1,98 %
Driftsinntektsvekst i budsjettpunkt 2 (år 2019)	0,92 %
Driftsinntektsvekst i budsjettpunkt 1 (år 2018)	0,62 %
Finansiell gjeldsdel i budsjettpunkt T	0,56 %
Omløpet til netto driftseiendeler i budsjettpunkt 2 (år 2019)	0,51 %
Netto driftsmargin i budsjettpunkt 1 (år 2018)	0,46 %
Finansiell gjeldsdel i budsjettpunkt 3 (år 2023)	0,17 %
Omløpet til netto driftseiendeler i budsjettpunkt 2 (år 2019)	0,09 %
Finansiell gjeldsdel i budsjettpunkt 2 (år 2019)	0,05 %
Markedets risikopremie	0,02 %
Finansiell gjeldsdel i budsjettpunkt 1 (år 2018)	0,01 %
Risikofri rente	0,00 %

Tabell 11-13 Sensitivitetsanalyse: budsjettdriverne kontribusjon til variansen

Ut i fra tabellen er det tydelig at det er budsjettdriverne på mellomlang sikt og på lang sikt som har størst påvirkningskraft på variansen til verdiestimatet til NRS. Det er netto driftsmargin i "Steady State" som er den mest sensitive variabelen for verdiestimatet på 45,40%. Ettersom netto driftsmargin påvirker nettoresultatet til NRS, og nettoresultatet er hovedårsaken til endring i egenkapital, vil den høye kontribusjonen gjøre at små endringer i netto driftsmargin har stor betydning for verdiestimatet. Som vi ser er netto driftsmarginen på mellomlang sikt den tredje største påvirkningskraften, som igjen fører til at netto driftsmargin på mellomlang og lang sikt totalt påvirker variansen til verdiestimatet med hele 56%.



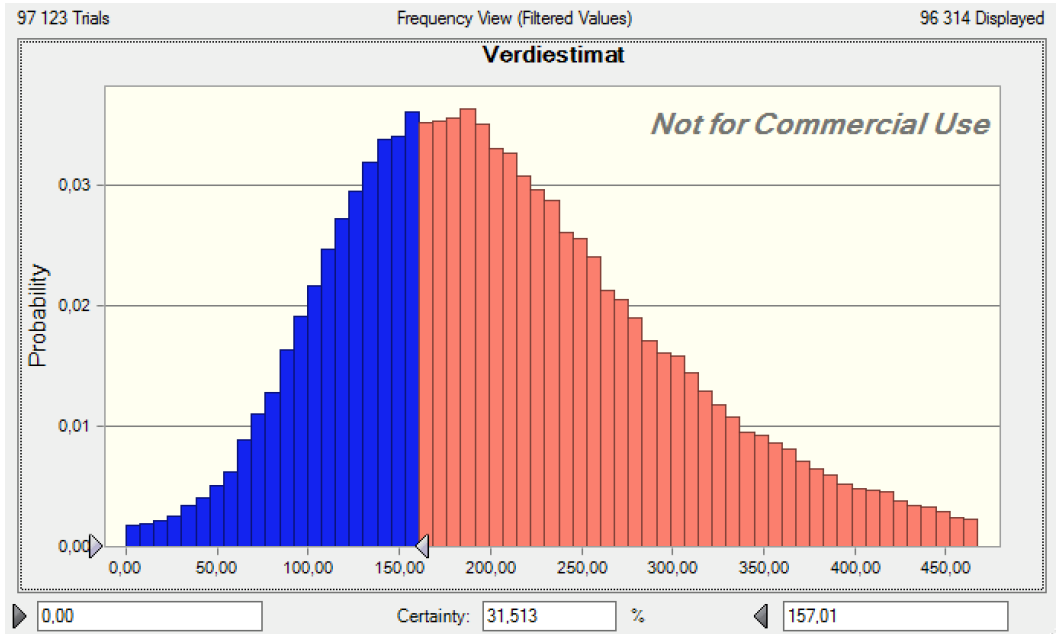
Omløpet til netto driftseiendeler i budsjettpunkt T har nest størst kontribusjon til variansen, med 12,35%. Vekst i inntektene påvirkes hovedsakelig av lakseprisen og er den viktigste kilden til økning i driftsresultatet, noe som igjen påvirker egenkapitalen. Det gjør at budsjettdriveren vil ha stor påvirkningskraft på verdiestimatet til egenkapitalen. På lang og mellomlang sikt står omløpet til netto driftseiendeler for totalt 15% av variansen. Driftsinntektsveksten påvirkes av samme faktorer som omløpet til netto driftseiendeler og på lang og mellomlang sikt vil driveren bidra med ca. 14% på variansen til verdiestimatet.

Den femte største påvirkningsfaktoren er egenkapitalbetaen på 10,17%. Dette tyder på at driverne for kravene også utgjør en usikkerhet for verdiestimatet til NRS. Kravdriverne er også påvirket av risikofri rente og markedsrisikopremien, slik at de totalt bidrar med 10,19% av variansen til estimatet. Det er naturlig at egenkapitalkravet har en viss påvirkning ettersom den utgjør neddiskonteringsrenten som verdiestimatet bygger på. Kravet til egenkapital er også påvirket av risikoen som er knyttet til investering i selskapet. Får vi en økning i finansiell gjeld vil også risikoen og kravet øke, slik at finansiell gearing indirekte vil bidra.

11.5.2.4 Oppsidepotensial og nedsiderisiko

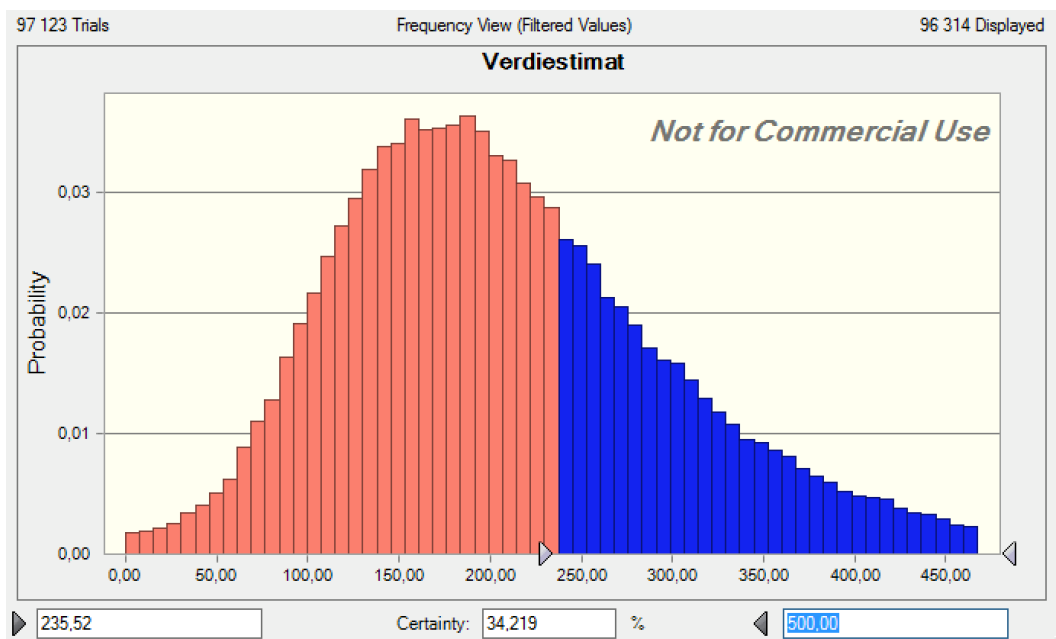
Vi skal i dette delkapittelet vurdere oppsidepotensialet og nedsiderisikoen til NRS ved å ta utgangspunkt i resultatene fra simuleringsanalysen. Oppsidepotensial er sannsynligheten for at aksjeverdien er minst 20% høyere enn den estimerte verdien og nedsiderisiko beskriver sannsynligheten for at selskapets aksjeverdi er minst 20% lavere. En slik analyse vil gjøre det enklere å forstå usikkerheten knyttet til den estimerte verdien. Vårt verdiestimat er som nevnt kr 196,27 per aksje. Verdien for nedsiderisiko blir dermed satt til 157,01 og verdien til oppsidepotensial blir satt til 235,52.

I figur 11-6 er sannsynligheten for nedsiderisikoen til verdiestimatet presentert, og vi ser at ”certainty” knyttet til verdien på 157,01 er 31,51%. Det betyr at det er 31,51% sannsynlighet for at verdien på egenkapitalen til NRS er lavere enn 157,01.



Figur 11-6 Nedsiderisikoen til verdiestimatet

Figur 11-7 illustrerer oppsidepotensialet til NRS, og her ser vi at sannsynligheten for en aksjeverdi som er 20% høyere enn den estimerte verdien er 34,22%. Følgelig er det middels stor sannsynlighet for at NRS har en oppside i aksjeverdien.



Figur 11-7 Oppsidepotensial til verdiestimatet



11.5.2.5 Oppsummering simuleringsanalyse

Monte Carlo-simuleringen forklarer at det er knyttet stor usikkerhet til verdiestimatet på egenkapitalen til NRS med en variasjonskoeffisient på 44,1%. Det er hovedsakelig budsjettdriverne netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler på lang sikt, samt egenkapitalbetaen som har størst innvirkning på verdiestimatet. Videre er oppsidepotensialet og nedsiderisikoen til NRS omtrent like store, med størst sannsynlighet for oppsidepotensial.

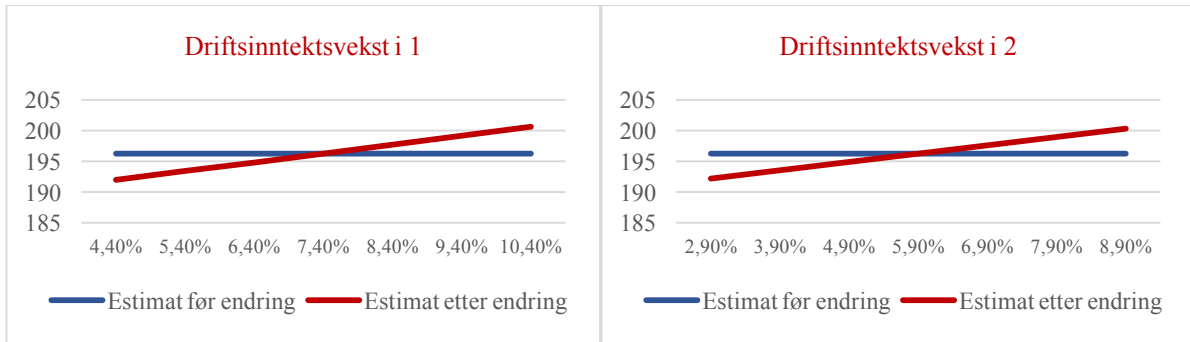
Usikkerheten rundt et verdiestimat er stor som følge av at små endringer i inputverdier kan skape store endringer i resultatet. Derfor vil sluttestimater i stor grad være påvirket av enhver som utfører verdivurderingen, samt forutsetningene og avgrensingene som blir valgt av den enkelte. Vårt estimat vil dermed være et resultat av våre beslutninger og analyser gjennomført gjennom hele oppgaven.

11.5.3 Utvidet sensitivitetsanalyse

For å ytterligere synliggjøre usikkerheten i verdiestimatet vårt, gjennomfører vi en utvidet analyse i form av scenarioanalyse. En scenarioanalyse tydeliggjør hele bildet av ulike estimatmuligheter, og er dermed et viktig verktøy for å vurdere risiko ved den fundamentale analysen (Penman, 2010). Den utvidete sensitivitetsanalysen gjennomføres ved å endre de viktigste budsjett- og verdidriverne med 1% eller 5% for å se hvordan endringen påvirker verdiestimatet. Her vil vi analysere driftsinntektsveksten, netto driftsmargin, omløpet til netto driftseiendeler og egenkapitalbetaen. Disse budsjettdriverne er valgt da det var de faktorene som påvirket verdiestimatet i størst grad i Crystal Ball- analysen. I analysen vil den blå linjen representere vårt verdiestimat, mens den røde representerer endringen i estimatet.

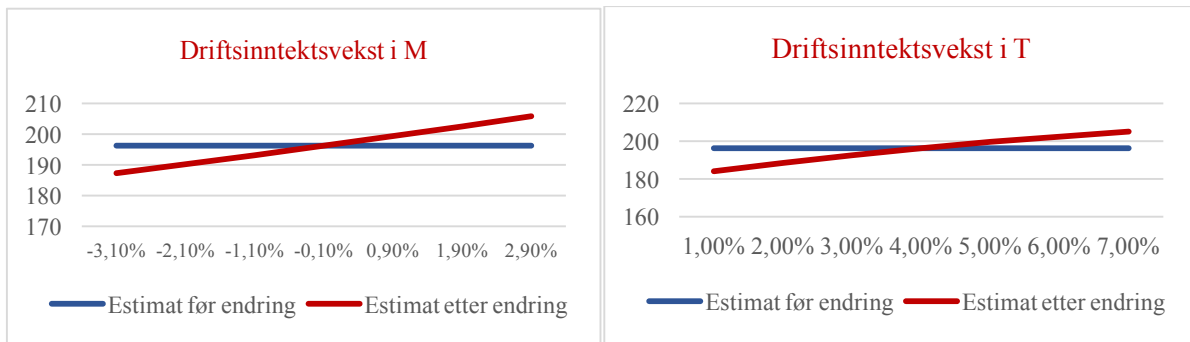
11.5.3.1 Driftsinntektsvekst

Ut i fra Crystal ball analysen så vi at driftsinntektsveksten på kort sikt har liten påvirkning på det endelige verdiestimatet. I figur 11-8 har vi valgt å vise hvordan endring i driftsinntektsveksten på kort sikt påvirker estimatet av aksjeverdien. Øker vi driftsinntektsveksten i 2018 og 2019 med 1 % får vi en økning i verdiestimatet på henholdsvis 0,73% og 0,68%. Det betyr at endringer i disse punktene har nesten lik sensitivitet, og samsvarer med sensitivitetsanalysen vi foretok i kapittel 10.5.2.3.



Figur 11-8 Estimatets endring ved 1% endring i driftsinntektsveksten i budsjettpunkt 1 og 2 sammenlignet med vår estimerte verdi på 196,27.

Driftsinntektsveksten på mellomlang og lang sikt påvirker estimatet mer enn de foregående budsjettpunktene. Sensitivitetsanalysen vi gjennomførte i Crystal Ball tilsier at driftsinntektsveksten i år 2023 påvirker variansen i verdiestimatet med 10,46% og i ”Steady State” med 3,0 %. I figur 11-9 ser vi endringen på verdiestimatet ved en 1 % endring i driftsinntektsveksten i budsjettpunkt M og T. Ved en økning på 1% i budsjettpunkt M får vi en økning i verdiestimatet på 1,58%, og ved å øke med 1% i T får vi en økning på 1,66%.



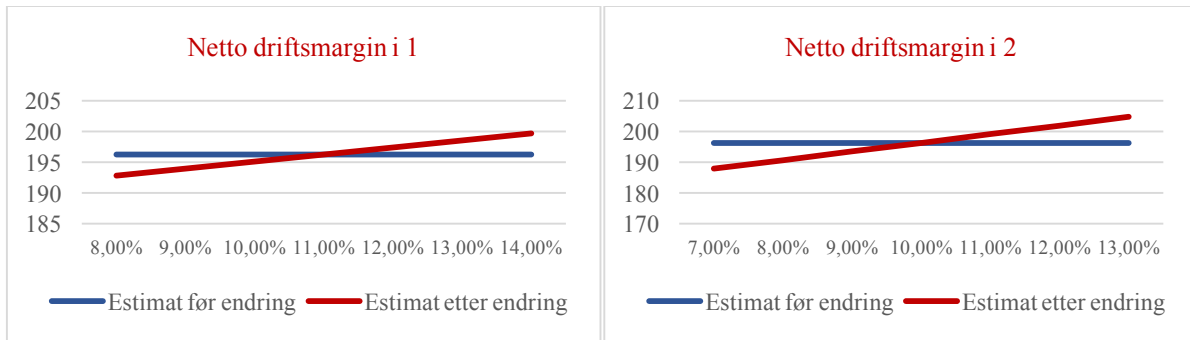
Figur 11-9 Estimatets endring ved 1% endring i driftsinntektsveksten i budsjettpunkt M og T sammenlignet med vår estimerte verdi på 196,27.

Resultatene tilsier at det er større sensitivitet knyttet til driftsinntektsveksten i T enn i M. Det tilsier at standardavviket som ble brukt i sensitivitetsanalysen i Crystal Ball kan ha påvirket resultatet slik at vi forventet større sensitivitet på mellomlang sikt enn på lang sikt.

11.5.3.2 Netto driftsmargin

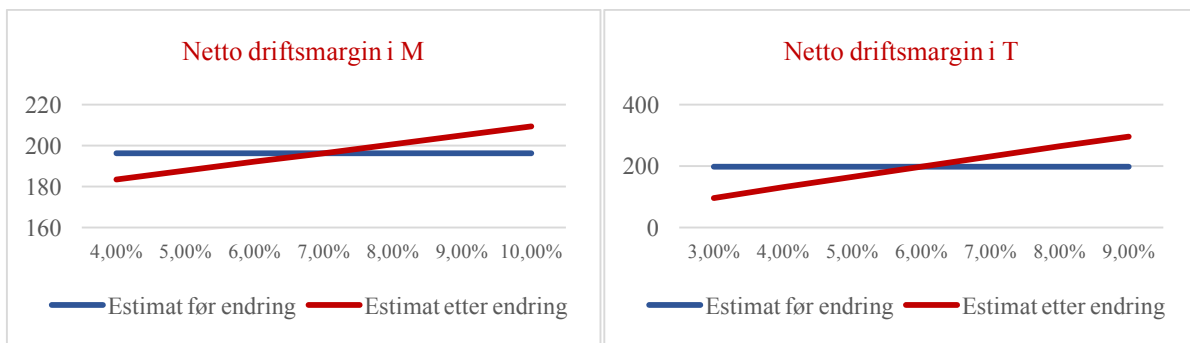
Ut i fra den tidligere utførte sensitivitetsanalysen er det grunn til å tro at netto driftsmargin på mellom lang og lang sikt vil ha stor påvirkning på verdiestimatet. På kort sikt viste analysen at budsjettpunkt 1 og 2 hadde en påvirkning på variansen til estimatet på henholdsvis 0,45% og 1,97%. Disse driverne er dermed lite sensitive og som vi ser i figur 11-10 gir det lite utslag

på verdiestimatet ved å endre netto driftsmargin på kort sikt. Dette underbygger resultatene fra den tidligere analysen.



Figur 11-10 Estimatets endring ved 1% endring i netto driftsmargin i budsjettpunkt 1 og 2 sammenlignet med vår estimerte verdi på 196,27.

I sensitivitetsanalysen i Crystal Ball kom vi frem til at netto driftsmargin i ”Steady State” er den budsjettdriveren som har størst påvirkning på variansen til verdiestimatet med 45,40% sensitivitet. På mellomlang sikt har budsjettdriveren en sensitivitet på 10,46% og er dermed fjerde største påvirkning. Vi forventer dermed store endringer i verdiestimatet som følge av endringer i netto driftsmargin.

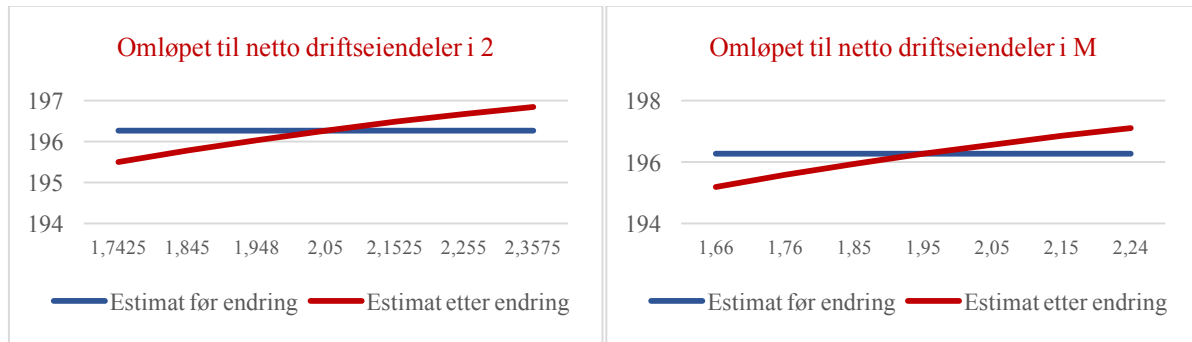


Figur 11-11 Estimatets endring ved 1% endring i netto driftsmargin i budsjettpunkt M og T sammenlignet med vår estimerte verdi på 196,27.

Figur 11-11 viser endringen i verdiestimatet dersom vi endrer budsjettdriveren på mellomlang og lang sikt med 1 %. En økning på 1% i budsjettpunkt M gir en økning i verdiestimatet på 2,2%. I budsjettpunkt T gir en økning på 1% en estimatendring på hele 16,9%. Dette er betydelig lavere enn hva resultatene i den tidligere sensitivitetsanalysen ga oss, men underbygger at netto driftsmargin i ”Steady State” har stor påvirkning på variansen til verdiestimatet.

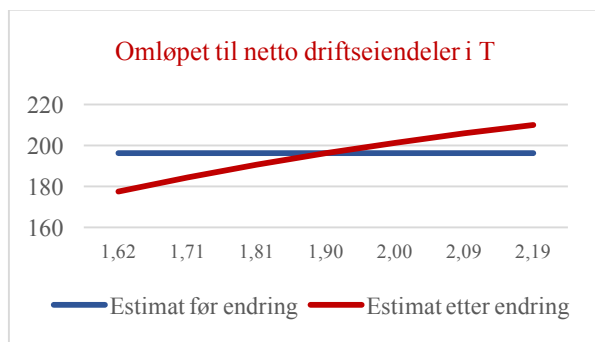
11.5.3.3 Omløpet til netto driftseiendeler

Omløpet til netto driftseiendeler på kort og mellomlang sikt hadde ut i fra Monte Carlo simuleringen i Crystal Ball liten påvirkning på variansen i verdiestimatet på henholdsvis 0,50% og 2,77%. I modellene nedenfor har vi valgt å vise endringen i verdiestimatet ved å foreta en endring i omløpet til netto driftseiendeler på 5%. Øker vi begge estimatene med 5% resulterer det i en økning i verdiestimatet i 2019 og 2028 på henholdsvis 0,11% og 0,15%.



Figur 11-12 Estimatets endring ved 1% endring i omløpet til netto driftseiendeler i budsjettpunkt 2 og M sammenlignet med vår estimerte verdi på 196,27

Ut i fra sensitivitetsanalysen er det rimelig å forvente at endringer i omløpet av netto driftseiendeler i budsjettpunkt T vil gi størst endring i verdiestimatet. I figur 11-13 har vi økt omløpet til netto driftseiendeler i Steady State med 5%. Dette gir en endring i verdiestimatet til NRS med 2,6% noe som tilsier at denne har litt lavere påvirkning enn hva som var forventet etter Crystal Ball analysen. Grunnen til dette er at vi har valgt en standardavvik som kan gi oss ekstreme verdier, slik at disse vil tas hensyn til i den tidligere sensitivitetsanalysen.

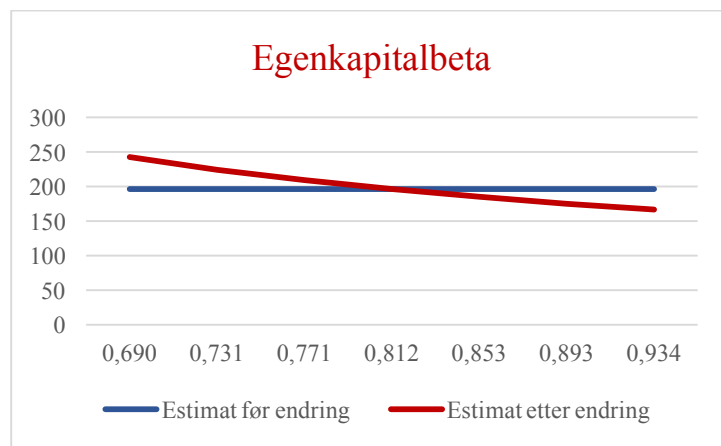


Figur 11-13 Estimatets endring ved 1% endring i omløpet til netto driftseiendeler i budsjettpunkt T sammenlignet med vår estimerte verdi på 196,27

Resultatene av den utvidede sensitivitetsanalysen viser at omløpet til netto driftseiendeler ikke har like stor påvirkning på estimatet vårt som vi først antok. Dette kan komme av driftsstrukturen til NRS og at omløpet til nettodriftseiendeler derfor har en tendens til å bli svært høyt i forhold til bransjen, slik som vi har diskutert tidligere i oppgaven.

11.5.3.4 Egenkapitalbeta

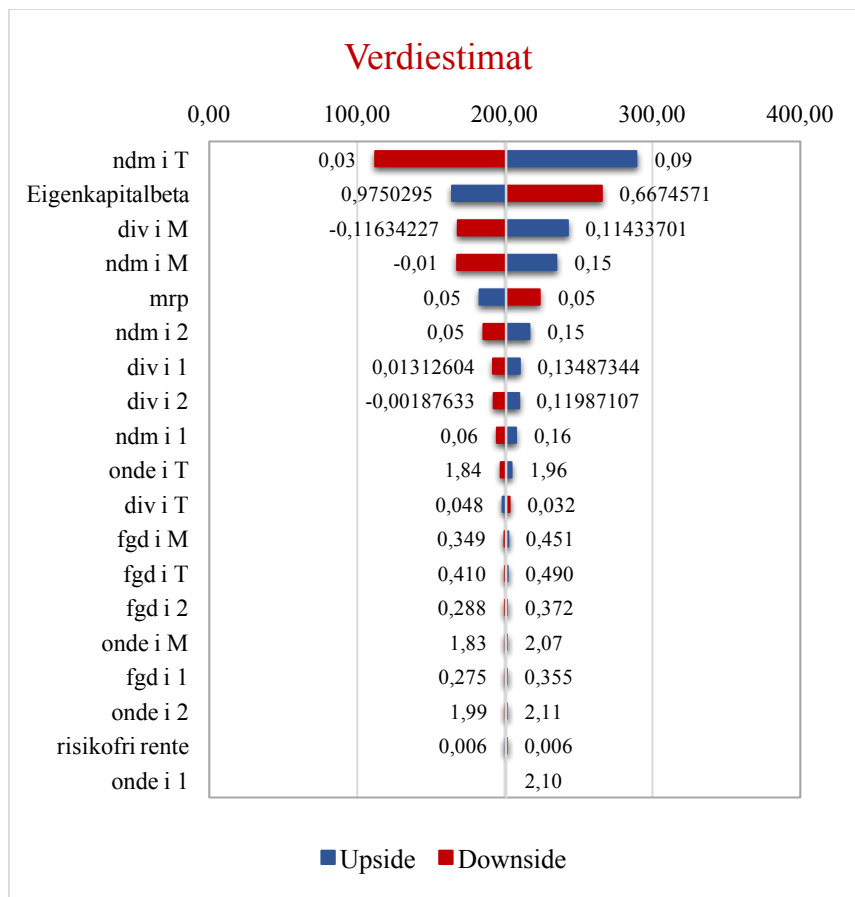
Egenkapitalbetaen er også en driver som har stor påvirkning på det endelige verdiestimatet til NRS. I sensitivitetsanalysen i Crystal Ball fant vi at egenkapitalbetaen har en påvirkning på variansen til verdiestimatet på 10,17%, slik at det forventer en rimelig endring i estimatet ved endring i egenkapitalbetaen. Figur 11-14 viser effekten egenkapitalbetaen har på verdiestimatet. Ved å foreta en økning i egenkapitalbetaen på 5% får vi en nedgang i verdiestimatet på 5,7%. Dette er fordi en økning i betaen innebærer høyere risiko knyttet til selskapet slik at investorer vil kreve høyere avkastning. Den utvidede sensitivitetsanalysen viser at egenkapitalbetaen er mindre sensitiv enn først antatt i Monte Carlo-simuleringen.



Figur 11-14 Estimatets endring ved 1% endring i egenkapitalbetaen sammenlignet med vår estimerte verdi på 196,27

11.5.3.5 Tornadoanalyse

I figur 11-15 har vi utført en tornadoanalyse, som er en oppsummering av den utvidede sensitivitetsanalysen. Analysen forklarer i hvilken grad den estimerte verdien til NRS blir påvirket av de ulike budsjettdriverne i Crystal Ball-analysen



Figur 11-15 Tornadoanalyse av hvordan budsjettdriverne påvirker verdiestimatet til NRS

11.6 Oppsummering og verdiestimat

Vi har gjennom sensitivitetsanalysen i Crystal Ball og i den utvidede sensitivitetsanalysen vist at det er knyttet stor usikkerhet til verdiestimatet på 196,78 kroner per aksje. Vi fant ut at den fundamentale P/B er høyere enn normalt grunnet våre antagelser om superrentabilitet ved en ilagt ressursfordel i estimatet. Videre beregnet vi en P/E lavere enn konsensus, som er på bakgrunn av at vårt estimat innehar en negativ superprofittvekst.

Ved å beregne oppside- og nedside risikoen kom vi også frem til at det er 65,73% sannsynlighet for at verdien til NRS vil ligge innenfor pluss/minus 20% av vårt verdiestimat, noe vi anser som relativt høy sikkerhet.



I sensitivitetsanalysen gjennomført i Crystal Ball fant vi at den mest sensitive budsjettdriveren er netto driftsmargin i Steady State, etterfulgt av egenkapitalbeta, driftsinntektsvekst og netto driftsmargin på mellom lang sikt. Ved videre analyse av sensitivitet ble det tydelig noen avvik fra første analyse, spesielt i forhold til driftsinntekstveksten. Det kommer av standardavviket som ble benyttet for å gjennomføre analysen i Crystal Ball. Ettersom oppdrettsbransjen er svært preget av den volatile lakseprisen kan det bli store standardavvik i de forskjellige budsjettdriverne. Det vil igjen påvirke analysene ved at ekstreme verdier blir inkludert og følgelig påvirker resultatene.

I Monte Carlo analysen kom vi frem til et verdiestimat på 209,10 kroner per aksje, som er 12,83 kr høyere enn estimatet på 196,27 som vi beregnet ved den fundamentale metoden. Ettersom det er knyttet såpass stor usikkerhet rundt det nye estimatet velger vi å ikke oppjustere verdiestimatet som følge av Monte Carlo analysen. Vi vil i det følgende kapitlet gjennomføre en supplerende analyse for å redusere usikkerheten til estimatet.



12 Komparativ verdivurdering

Vi vil dette kapitlet gjennomføre en supplerende verdivurdering for å underbygge vårt verdiesestimater beregnet i kapittel 11. Den supplerende metoden vi har valgt å bruke er komparativ verdivurdering. I en slik verdsettelse fastsettes verdien av en eiendel basert på prisingen av sammenlignbare eiendeler, standardisert med en variabel. En slik verdivurdering legger dermed større vekt på markedets prising enn det en fundamental verdsettelse gjør. (Damodaran, 2012) Den er også en enklere og mindre kostbar modell enn en fundamental verdivurdering, som igjen gjør at verdsettelsen kan bli mindre presis.

Under komparativ verdsettelse er det to ulike hovedmodeller; multiplikatormodellen og substansverdimodellen. I denne oppgaven ønsker vi å bruke multiplikatormodellen for utregning da denne er mest optimal for NRS og deres livssyklus. Dette er også den mest anvendte modellen i verdsettelse. (Knivsflå, F23, 2018) Ved bruk av modellen vil vi ta i bruk tall fra balansen og resultatoppstillingen, og multiplisere disse med en multipliser. Resultatet vil vi sammenligne med funn fra komparative selskaper multiplisert med samme multipler, for så å finne et verdiesestimater for NRS. Før vi kan gjennomføre denne metoden skal vi i det følgende kapitlet fastsette ønskede multipler samt komparative selskaper for sammenligning.

12.1 Komparative selskaper

I en multiplikatormodell stilles det strenge krav til hvilke selskaper som kan brukes som komparative selskaper, noe som ofte gjør det utfordrende å finne optimale sammenligningsselskaper. (Kaldestad & Møller, 2016) I vår oppgave har vi gjennomgående brukt fire komparative selskaper; Marine Harvest, SalMar, Lerøy Seafood Group og Grieg Seafood. Av disse selskapene skiller Marine Harvest seg i størst grad fra sine konkurrenter. Både i henhold til størrelse, det internasjonale omfanget samt deres grad av integrasjon i verdikjeden vedrørende fôrproduksjon. Ved beregning av multiplene til Marine Harvest vil vi også få verdier som skiller seg markant fra de andre selskapene. Det gir Marine Harvest andre multipler enn hva som er vanlig i bransjen, slik at vi følgelig velger å utelukke selskapet fra våre komparative selskaper i multiplikatormodellen for å få mer representative multipler.

12.2 Multipler

Verdien av egenkapitalen kan, som vi så i kapittel 11, beregnes både direkte og indirekte. Dette fører til at multiplikatormodellen deles inn i to ulike metoder; egenkapitalmetoden og



selskapskapitalmetoden. Ved beregning etter egenkapitalmetoden beregnes egenkapitalverdien direkte ved å multiplisere en multiplikator basert på egenkapitalverdier med en basis. Etter selskapskapitalmetoden vil verdien beregnes indirekte ved å multiplisere en basis med en multiplere for å finne selskapsverdi, fratrukket netto gjeld. Generelt vil selskapsmetoden i de fleste tilfeller egne seg best ved beregning da denne er uavhengig av kapitalstrukturen, men ved enkelte tilfeller vil egenkapitalmetoden egne seg bedre. Vi velger å strukturere kapitlet slik at vi først beregner multipler ved selskapskapitalmetoden for så å regne ut et gjennomsnittlig estimat av disse, dermed vil vi gjøre det samme med multiplene under egenkapitalmetoden og til slutt samleposten ”andre multipler”.

Under ser vi formelen for de ulike metodene.

*Egenkapitalmetoden: $VEK = m_k * \text{basis}$*

$VEK = \text{verdien av egenkapitalen}$, $m_k = \text{multiplikatoren}$

*Selskapskapitalmetoden: $VEK = m_k * \text{basis} - \text{netto gjeld}$*

I gjennomføringen av multiplikatormodellen vil vi anvende de normaliserte og omgrupperte tallene fra kapittel 5 for både NRS og de komparative selskapene. Vi vil videre beregne både gjennomsnitt av multiplene samt sammenligne med resultatet fra den fundamentale verdsettelsen for å redusere sannsynligheten for ekstreme verdier. Det vil så gjøres et gjennomsnitt av verdiestimatene fra hver metode der et endelig verdiestimat blir satt ved vektning av metodene. Multiplikatorene vi har valgt å anvende for selskapskapitalmetoden er EV/EBITDA og EV/EBIT, for egenkapitalmetoden benytter vi oss av P/B og P/E, og til slutt skal vi beregne P/S i sekkeposten ”andre multipler”.

12.2.1 Multipler via selskapskapitalmetoden

I dette kapitlet vil vi presentere selskapskapitalmultiplene til NRS. Det er disse som vil bli tillagt mest vekt i vårt endelige estimat i den komparative verdivurderingen.

12.2.1.1 EV/EBITDA multiplere

EV/EBITDA (enterprise value/ EBITDA) multiplere er en multiplere som måler den totale markedsverdien av selskapet fratrukket kontanter, mot driftsinntekt før renter, skatt, avskrivninger og amortisering. (Damodaran, 2012) Multiplere er en av de mest brukte



multiplene ved kjøp og salg av selskaper og regnes som en god multiplere da den gjør det mulig å sammenligne selskapene sin underliggende drift. (Kaldestad & Møller, 2016) En ulempe er at den ikke reflekterer fremtidig investeringsbehov eller forskjeller i risiko. Multipleren bør dermed kombineres med flere ulike multipler ved en verdsettelse. Under ser vi formelen for utregning, som er beregnet med bruk av selskapskapitalmetoden.

$$\frac{\text{Enterprise value}}{\text{EBITDA}} = \frac{\text{Markedsverdi av EK} + \text{netto finansiell gjeld}}{\text{Driftsresultat før avskrivninger}}$$

EV/EBITDA	Norway Royal Salmon	Lerøy Seafood group	SalMar	Grieg Seafood	Gjennomsnitt	Multiplere fra f.v
Markedsverdi av EK	8 409 433	34 037 400	41 146 480	9 440 230		
Bokført verdi av NFG	619 072	2 154 067	1 152 500	1 774 138		
EV	9 028 505	36 191 467	42 298 980	11 214 368		
EBITDA	709 923	4 300 013	3 580 839	1 105 533		
EV/EBITDA	12,72	8,42	11,81	10,14	10,77	12,95

Tabell 12-3 EV/EBITDA multiplere

I tabell 12-3 over ser vi at NRS har en høyere multiplere enn de komparative selskapene. Videre har Lerøy en relativt lav multiplere som er med på å trekke ned gjennomsnittet. Resultatet er en noe undervurdert multiplere som følgelig trekker aksjekursen til NRS ned, og som vi ser av tabell 12-4 under resulterer dette i en noe undervurdert aksjekurs på 161,31. Som nevnt tidligere er det viktig å kombinere resultatene her med andre multipler.

EV/EBITDA	Gjennomsnitt	Verdiestimat
Multiplikator	10,77	12,95
EBITDA	709 923	709 923
EV	7 647 756	9 193 195
Bokført NFG	619 072	619 072
Markedsverdi EK	7 028 684	8574123
Aksjer	43 572 191	43 572 191
Aksjekurs	161,31	196,78

Tabell 12-4 Aksjekurs ved multiplere EV/EBITDA

12.2.1.2 EV/EBIT

EV/EBIT sammenligner i likhet med EV/EBITDA selskapene sin underliggende drift. I motsetning til EV/EBITDA inkluderer multipleren avskrivninger i sin beregning. Dette gjør at multipleren til en viss grad tar hensyn til fremtidig investeringsbehov, men at forskjeller i avskrivninger og nedskrivninger kan forstyrre resultatet. (Kaldestad & Møller, 2016)



Multippelen er i likhet med EV/EBITDA også en selskapsverdimultiplikator, og formelen for utregning ser vi under.

$$\frac{\text{Enterprice value}}{\text{EBIT}} = \frac{\text{Markedsverdi EK} + \text{Netto finansiell gjeld}}{\text{Driftsresultat}}$$

EV/EBIT	Norway Royal Salmon	Lerøy Seafood group	SalMar	Grieg Seafood	Gjennomsnitt	Multippel fra f.v
Markedsverdi av EK	8 409 433	34 037 400	41 146 480	9 440 230		
Bokført verdi av NFG	619 072	2 154 067	1 152 500	1 774 138		
EV	9 028 505	36 191 467	42 298 980	11 214 368		
EBIT	674 361	3 720 675	3 162 200	903 705		
EV/EBIT	13,39	9,73	13,38	12,41	12,23	13,63

Tabell 12-5 EV/EBIT multiippel

Som vi ser av tabell 12-5 har NRS, SalMar og Grieg Seafood tilnærmet lik multiippel, mens Lerøy sin er klart lavere. Dette fører til at gjennomsnittet trekkes ned slik at aksjekursen til NRS blir noe undervurdert. Det ser vi tydelig ved å sammenligne med estimatet som ble beregnet ved den fundamentale metoden.

EV/EBIT	Gjennomsnitt	Verdiestimat
Multiplikator	12,23	13,63
EBIT	674 361	674 361
EV	8 244 253	9 193 195
Bokført NFG	619 072	619 072
Markedsverdi EK	7 625 181	8 574 123
Aksjer	43 572 191	43 572 191
Aksjekurs	175,00	196,78

Tabell 12-6 Aksjekurs ved multiippel EV/EBIT

12.2.2 Multipler via egenkapitalmetoden

I dette kapitlet vil vi presentere egenkapitalmultiplene til NRS.

12.2.2.1 Pris/bok multiippel

Pris/bok multiippelen er svært populær, og blir regnet som en svært enkel metode å bruke. Multiippelen gir en indikasjon selskapets evne til verdiskapning. (Kaldestad & Møller, 2016) Dersom et selskap har en høy P/B-ratio vil det indikere at selskapet evner å skape merverdier på eiendelene sine. En P/B-ratio under 1 vil derimot si at den bokførte verdien av



egenkapitalen er høyere enn markedsverdien, som for eksempel kan indikere en svak lønnsomhet eller et nedskrivningsbehov. Formelen til multippelen ser vi under.

$$\frac{\text{Price}}{\text{Book}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Bokført verdi av egenkapital}}$$

For å beregne markedsverdien av egenkapitalen har vi her multiplisert antall aksjer med prisen pr. Aksje på 193,00 hentet 22.april 2018. (YahooFinance, 2018) Resultatet av våre beregninger ser vi i tabell 12-1.

Price/Book	Norway Royal Salmon	Lerøy Seafood Group	SalMar	Grieg Seafood	Gjennomsnitt	Multippel fra f.v
Markedsverdi av EK	8 409 433	34 037 400	41 146 480	9 440 230		
Bokført verdi av EK	1 930 084	13 974 715	5 216 150	2 448 060		
P/B	4,36	2,44	7,89	3,86	4,634	4,44

Tabell 12-1 Pris/Bok multipl

For å beregne P/B verdien vi ser i tabell 12-1 fra det fundamentale rammeverket har vi benyttet oss av egenkapitalverdien vi estimerte i kapittel 11. Denne er på 4,44 og er dermed relativt lik som den beregnet for NRS ved den fundamentale metoden. P/B forholdet for både NRS og de komparative selskapene ligger alle over 1. Dette indikerer en evne til å skape merverdier og samsvarer således med resultatene vi fikk i kapittel 8 relatert til bransjefordel.

I tabellen under ser vi utregningen av den estimerte aksjeverdien. Gjennomsnittlig aksjeverdi er beregnet til 205,28 kr per aksje. Som et resultat av at aksjonærene mener at det ligger store merverdier i SalMar er multiplikatoren deres svært høy. Dette påvirker gjennomsnittet av multiplikatorene, som igjen påvirker den beregnede aksjekursen til å bli noe overvurdert for NRS. Dette underbygges av at verdien fra den fundamentale analysen som vi ser i tabell 12-2, er klart lavere.

Price/book	Gjennomsnitt	Verdiestimat
Multiplikator	4,634	4,44
Bokført EK	1 930 084	1 930 084
Markedsverdi EK	8 944 572	8 569 573
Aksjer	43 572 191	43 572 191
Aksjekurs	205,28	196,68

Tabell 12-2 Aksjekurs ved multipl Pris/Bok



12.2.2.2 Price/Earnings multipl

Price/Earnings er en av de mest brukte multiplene på grunn av dens enkelhet i praksis. (Damodaran, 2012) Multiplen passer best til selskaper som har nådd en stabil vekstfase, men kan bli påvirket av mange forskjellige faktorer som for eksempel forskjeller i risiko og kapitalbehov. (Kaldestad & Møller, 2016) Det gjør at multiplene i utgangspunktet bør brukes som en sekundær multipl. Formelen for beregning er presentert under.

$$\frac{\text{Price}}{\text{Earnings}} = \frac{\text{Markedsverdi av EK}}{\text{Resultat etter skatt}}$$

P/E	Norway Royal Salmon	Lerøy Seafood group	SalMar	Grieg Seafood	Gjennomsnitt	Multipl fra f.v
Markedsverdi av EK	8 409 433	34 037 400	41 146 480	9 440 230		
Resultat etter skatt	341 368	3 000 154	1 207 000	644 683		
P/E	24,63	11,35	34,09	14,64	21,18	25,12

Tabell 12-7 P/E multipl

Her ser vi at multiplene mellom selskapene er svært ulike. Lerøy har den laveste multiplene på 11,35, mens SalMar trekker snittet opp med en multipl på 34,09. Videre er gjennomsnittlig multipl lavere enn NRS sin, og resultatet av dette blir en noe lavere aksjekurs som vi kan se i tabell 12-8.

P/E	Gjennomsnitt	Verdiestimat
Multiplikator	21,18	25,12
Resultat etter skatt	341 368	341 368
Markedsverdi EK	7 229 561	8 574 123
Aksjer	43 572 191	43 572 191
Aksjekurs	165,92	196,78

Tabell 12-8 Aksjekurs ved multipl P/E

12.2.3 Andre multipler

12.2.3.1 P/S multipl

P/S multiplene er en relativt enkel egenkapitalmultiplikator der komponentene er lett tilgjengelige. Multiplene tar ikke hensyn til finansieringsstrukturen, noe som øker risikoen for feil i estimatet. Formelen for utregning ser vi under.

$$\frac{\text{Price}}{\text{Sales}} = \frac{\text{Markedsverdi av EK}}{\text{Driftsinntekter}}$$



P/S	Norway Royal Salmon	Lerøy Seafood group	SalMar	Grieg Seafood	Gjennomsnitt	Multipel fra f.v
Markedsverdi av EK	8 409 433	34 037 400	41 146 480	9 440 230		
Driftsinntekter	4 937 798	18 623 515	10 817 200	7 037 713		
P/S	1,703	1,828	3,804	1,341	2,169	1,736

Tabell 12-9: P/S multipel

Som vi kan se trekker SalMar sin multipel i stor grad opp gjennomsnittet til multiplene. Dette fører til en relativt høy gjennomsnittlig multipel, som igjen fører til en høy aksjekurs for NRS.

P/S	Gjennomsnitt	Verdiestimat
Multiplikator	2,169	1,736
Driftsinntekter	4 937 798	4 937 798
Markedsverdi EK	10 709 972	8 574 123
Aksjer	43 572 191	43 572 191
Aksjekurs	245,80	196,78

Tabell 12-10 Aksjekurs ved multipel P/S

12.3 Samlet resultat fra komparativ verdsettelse

I en komparativ verdsettelse er det viktig å se de ulike multiplene i sammenheng med hverandre. Isolert sett vil ikke resultatet av en multipel kunne gi oss et godt estimat på egenkapitalen, men samlet sett vil en analyse av resultatene og gjennomsnittet av resultatet kunne gi oss en god indikator på verdien. Ettersom selskapskapitalmultiplene tar hensyn til finansieringsstrukturen legger vi størst vekt på disse i utregningen av estimatet. Videre vil egenkapitalmultiplene og P/S multiplene bli tillagt samme vekt. Vi velger dermed å vekte selskapskapitalmultiplene med 50% og de øvrige multiplene med 25% hver.

Resultatet av beregningene er presentert i tabell 12-11.

Modell	Selskapskapitalmetoden	Egenkapitalmetoden	P/S	Verdiestimat
Vekting	50%	25%	25%	100%
Gjennomsnittlige multipler	168,16	183,86	245,80	
Sum	84,08	45,97	61,45	191,49

Tabell 12-11 Gjennomsnittlig aksjekurs ved komparativ verddivurdering

I en komparativ verddivurdering prises NRS som om de ikke har noen ressursfordel, men kun en bransjefordel. Ettersom vi har lagt til grunn en marginal ressursfordel hos NRS er det forventet at vårt fundamentale estimat vil være høyere enn estimatet etter



multiplikatormodellen, noe som er tilfelle her. Vi har fått store svingninger i verdiesimatet isolert sett for de ulike multiplikatorene. Likevel ligger gjennomsnittet på 191,49 svært nærme aksjekursen til NRS som i dag er på 192,00 (Oslo Børs 4.5.18). Sammenlignet med estimatet fra den fundamentale verdsettelsen ligger resultatet her ikke langt fra vårt estimat på 196,27, noe som styrker påliteligheten til vårt estimat.



13 Konklusjon og handlingsstrategi

Vi har i vår masterutredning gjennomført en fundamental verdivurdering av egenkapitalen til NRS, med komparativ verdsettelsesteknikk som supplerende teknikk. I det følgende kapitlet presenteres vår endelige konklusjon på verdivurderingen til NRS, samt en anbefaling til handlingsstrategi.

13.1 Oppsummering og konklusjon

I denne masterutredningen har vi gjennomført en fundamental verdsettelse av egenkapitalen til Norway Royal Salmon ASA, supplert med komparativ analyse for å styrke vårt estimat. Formålet med gjennomføringen av disse metodene har vært å komme fram til et samlet verdiesestimert av egenkapitalen til NRS pr. 3.5.2018 samt synliggjøre usikkerheten i dette estimatet.

Oppgaven startet i kapittel 2 med en gjennomgang av sentral informasjon om oppdrettsbransjen og Norway Royal Salmon ASA. Denne informasjonen ble så anvendt i kapittel 4 der vi gjennomførte en kvalitativ strategisk analyse for å avdekke de underliggende økonomiske forholdene i selskapet. Her avdekket vi at NRS besitter ressurser som gir dem en marginal ressursfordel, samt at det foreligger mulighet for konkurransefordeler i bransjen grunnet blant annet høy etterspørsel, begrenset tilbud, konsesjonssystemet og gunstige konkurransevilkår. Analysen avdekket også at det er muligheter for vekst både i NRS og bransjen, men at dette er svært avhengig av konsesjonspolitikken og teknologiutviklingen.

I kapittel 5 reorganiserte vi regnskapet til NRS og de komparative selskapene for analyseformål. Disse regnskapene anvendte vi så i kapittel 6 der vi analyserte kredittrisikoen til NRS ved hjelp av likviditets- og soliditetsanalyser. Her konkluderte vi med at NRS har en syntetisk rating på BBB, mens bransjen har en samlet rating på A. En slik rating tilsier at NRS er mindre solid og således har større konkurssansynlighet enn bransjen.

I kapittel 7 analyserte vi videre de historiske avkastningskravene til NRS og bransjen. Disse kravene ble så brukt for å beregne superrentabiliteten og avdekke kildene til denne i kapittel 8. Her avdekket vi at NRS har en strategisk fordel på 22,1% grunnet en marginal ressursfordel samt en høy bransjefordel.



De gjennomførte analysene la så grunnlaget for utarbeidelsen av fremtidsregnskap og fremtidskrav i kapittel 9 og 10, som videre ble brukt til å beregne det første verdiestimatet ved fundamental metode i kapittel 11. I dette fremtidsregnskapet la vi inn en forutsetning om lavere bransjefordel og en ressursfordel mot 0 på bakgrunn av våre kvantitative og kvalitative analyser av lønnsomhet. Verdiestimatet gjennomgikk deretter en konvergeringsprosess før det endelige konkursjusterte estimatet ble satt til 196,27 kr pr. aksje. Basert på en usikkerhetsanalyse konkluderte vi til slutt i kapittel 11 at det foreligger relativt stor usikkerhet knyttet til estimatet.

Til slutt gjennomførte vi i kapittel 12 en komparativ verdsettelse for å styrke påliteligheten til estimatet vårt ytterligere. Her kom vi fram til en verdi per aksje på NOK 191,49.

13.2 Handlingsstrategi

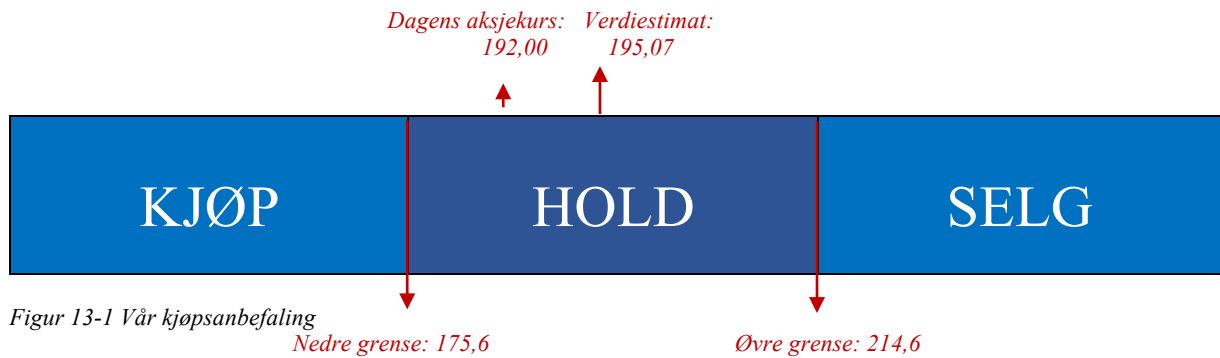
Vi har i vår masterutredning valgt fundamental verdivurdering som hovedteknikk og komparativ verdivurdering som supplerende teknikk. Resultatet vi fikk ved hjelp av disse to teknikkene var to forskjellige verdiestimater på NOK 196,27 fra den fundamentale teknikken og NOK 191,49 fra den komparative teknikken. For å komme fram til et samlet gjennomsnittlig estimat har vi valgt å vekte disse to resultatene. På bakgrunn av at den fundamentale verdivurderingen har vært vår hovedteknikk har vi valgt å vekte estimatet fra denne med 75%, og det komparative estimatet med 25%. Endelig verdiestimat blir med disse forutsetningene på 195,07 kr per aksje. Utregningen er vist under.

$$196,27kr * 75\% + 191,49kr * 25\% = 195,07$$

Ilagt i denne verdien ligger våre beregninger om fremtidig bransje- og ressursfordel. Grunnlaget for fremtidsregnskapet bygger på dagens beregnede superrentabilitet samt en antagelse om redusert ressurs- og bransjefordel frem mot Steady State. Mulig årsak til at vårt estimat avviker fra aksjekursen vil være at våre beregninger legger høyere superrentabilitet til grunn enn det markedet gjør. Dette ser vi igjen ved de fundamentale P/B og P/E multiplene regnet ut i kapittel 11.4.1.



Ved hjelp av vårt endelige verdiestimat skal vi nå komme med et forslag til handlingsstrategi for aksjen til NRS. På grunn av estimatets iboende usikkerhet setter vi en handlingsstrategigrense på pluss/minus 10% av estimert aksjeverdi. Dette tilsvarer en hold-anbefaling dersom børskursen ligger innenfor handlingsintervallet på [175.6,214.6]. Aksjekursen til NRS er i dag, per 3.5.2018, på 192,00. Vår handlingsstrategi innebærer dermed en hold-anbefaling slikt som vist i figur 13-1.



Figur 13-1 Vår kjøpsanbefaling



14 Referanseliste

14.1 Faglitteratur

- Asche, F., & Bjørndal, T. (2011). *The Economics of Salmon Aquaculture*. Wiley-Backwell.
- Barney, J. (2013). *Gaining and Sustaining Competitive Advantage: Pearson New International Edition*. Pearson Education Limited.
- Barney, J. (2014). *Gaining and sustaining Competitive Strategy*. Pearson.
- Berk, J., & DeMarzo, P. (2014). *Corporate Finance- The Core*. Pearson.
- Berk, J., DeMarzo, P., & Harford, J. (2012). *Fundamentals of Corporate Finance*. Pearson.
- Dahl, G. A., Hansen, T., Kinserdal, A., & Hoff, R. (2004). *Verdsettelse i teori og praksis*. Cappelen Akademiske Forlag.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons.
- Johnson, G., Richard, W., & Kevan Scholes. (2012). *Fundamentals of Strategy*. Essex, England: Pearson Education Limited.
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2016). *Verdivurdering*. Bergen: John Grieg.
- Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D., & Cichello, M. (2015). *Valuation*. McKinsey & Company.
- Lynch, R. (2006). *Corporate Strategy*. Essex, England: Pearson Education Limited.
- Palepu, K., Healy, P., & Peek, E. (2010). *Business Analysis and Valuation: IFRS edition*. England: South- Western, Cengage Learning Inc.
- Penman, S. H. (2010). *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. McGraw-Hill/Irwin.
- Petersen, C., Plenborg, T., & Kinserdal, F. (2017). *Financial Statement Analysis*. Fagbokforlaget.
- Pratt, S. P. (2008). *Valuing a business*. New York, USA: The McGraw- Hill Companies.
- Roos, G., von Krogh, G., Roos, J., & Boldt-Christmas, L. (2010). *Strategi - en innføring*. Bergen: Vigmostad & Bjørke AS.
- Stickney, C., Weil, R., Schipper, K., & Francis, J. (2010). *Financial Accounting- An introduction to concepts, methods and uses*. South- Western Cengage Learning.
- Wenstøp, B. R., & Løwendahl, F. E. (2010). *Grunnbok i Strategi*. Norge: Cappelen Damm.

14.2 Forelesningsnotater

MRR413A: Regnskapsanalyse og verdivurdering v/Kjell Henry Knivsflå, våren 2018

Knivsflå, K.H. (2018) BUS440/MRR413A Regnskapsanalyse og verdivurdering. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar.htm>

- Knivsflå. (2018). *F1*. Hentet fra Forelesning 1
- Knivsflå. (2018). *F2*. Hentet fra Forelesning 2
- Knivsflå. (2018). *F3*. Hentet fra Forelesning 3
- Knivsflå. (2018). *F4*. Hentet fra Forelesning 4
- Knivsflå. (2018). *F5*. Hentet fra Forelesning 5
- Knivsflå. (2018). *F6*. Hentet fra Forelesning 6
- Knivsflå. (2018). *F7*. Hentet fra Forelesning 7
- Knivsflå. (2018). *F9*. Hentet fra Forelesning 9
- Knivsflå. (2018). *F10*. Hentet fra Forelesning 10



Knivsflå. (2018). *F11*. Hentet fra Forelesning 11
Knivsflå. (2018). *F12*. Hentet fra Forelesning 12
Knivsflå. (2018). *F14*. Hentet fra Forelesning 14
Knivsflå. (2018). *F15*. Hentet fra Forelesning 15
Knivsflå. (2018). *F16*. Hentet fra Forelesning 16
Knivsflå. (2018). *F17*. Hentet fra Forelesning 17
Knivsflå. (2018). *F18*. Hentet fra Forelesning 18
Knivsflå. (2018). *F19*. Hentet fra Forelesning 19
Knivsflå. (2018). *F23*. Hentet fra Forelesning 23

14.3 Offentlige kilder

Akvakulturdriftsforskriften: Lovdata. (2008, 06 17). Hentet fra Lovdata.no:
<https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2008-06-17-822>

European Central Bank. (2017, 12). Hentet fra
https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.projections201712_eurosystemstaff.en.pdf?bf597ce202630bb04fc089592d02b6f9

Fiskeridirektoratet. (2017, 04). Hentet fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Tildelingsprosessen>

Fiskeridirektoratet. (2017). Hentet fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Kommersielle-tillatelser/Laks-oerret-og-regnbueoerret/Groenne-tillatelser>

Fiskeridirektoratet. (2017). Hentet fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Saertillatelser/Utviklingstillatelser>

Fiskeridirektoratet. (2017, 08 25). Hentet fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Kommersielle-tillatelser/Laks-oerret-og-regnbueoerret/Groenne-tillatelser>

Konkurransetilsynets høringsuttalelse: Konkurransetilsynet.no. (2011). Hentet fra Konkurransetilsynet.no:
https://www.regjeringen.no/contentassets/440c95467b8d4508b82a74a84f7b2781/051_konkurransetilsynet.pdf

Meld. St. 16: Regjering. (2014-2015). Hentet fra Regjeringen.no:
<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld.-st.-16-2014-2015/id2401865/>

Meld. St. 22: Regjeringen. (2012-2013). Hentet fra Regjeringen.no:
<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld-st-22-20122013/id718631/sec9>

Meld.st.16: Nærings- og fiskeridepartementet. (u.d.). Hentet fra Regjeringen.no:
<https://www.regjeringen.no/contentassets/6d27616f18af458aa930f4db9492fbe5/no/pdfs/stm201420150016000dddpdfs.pdf>

Meld.st.16: Nærings- og fiskeridepartementet. (2014-2015). Hentet fra Regjeringen.no:
<https://www.regjeringen.no/contentassets/6d27616f18af458aa930f4db9492fbe5/no/pdfs/stm201420150016000dddpdfs.pdf>

Norges bank. (2017, 12). Hentet fra https://www.norges-bank.no/contentassets/9fb2b296c7dc4b01bc66e7bdd47fab32/2017_des_hovedstyrets_begrunnelse.pdf

Norges Bank. (2018). Hentet fra Norges Bank- Statsobligasjoner: <https://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>

Regjeringen. (2017, 12). Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/forskrift-om-kapasitetsokning-for-tillatelser-til-akvakultur-med-matfisk-i-sjo-av-laks-orret-og-regnbueoerret-i-20172018/id2583047/>



Regjeringen.no. (2017, 10 30). Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/regjeringen-skrur-pa-trafikklyset/id2577032/>

14.4 Selskapsinformasjon og årsrapporter

Annual Report Marine Harvest. (2016). Hentet fra MarineHarvest.no:
<http://hugin.info/209/R/2094101/791700.pdf>

Årsrapport Grieg Seafood. (2016). Hentet fra Grieg Seafood:
https://www.griegseafood.no/wp-content/uploads/2017/04/GSF_2016_aarsrapport_NO.pdf

Årsrapport Lerøy. (2016). Hentet fra Lerøy Seagroup AS:
<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport2016.pdf>

Årsrapport NRS. (2013). Hentet fra NorwayRoyalSalmon.com:
http://norwayroyalsalmon.com/files/9/Årsberetning_2013-NRS_NO.pdf

Årsrapport NRS. (2015). Hentet fra NorwayRoyalSalmon.com:
https://norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS_Aarsrapport2015.pdf

Årsrapport NRS. (2016). Hentet fra NorwayRoyalSalmon.com:
https://norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS_Aarsrapport2016.pdf

Årsrapport SalMar. (2016). Hentet fra SalMar:
<http://hugin.info/138695/R/2099114/799620.pdf>

1.Kvartalsrapport NRS. (2017)
https://norwayroyalsalmon.com/files/10/Kvartalsrapport%20NRS%20-%202017-Q1_med%20link.pdf

2. Kvartalsrapport NRS (2017)
https://norwayroyalsalmon.com/files/10/Kvartalsrapport%20NRS%20-%202017-Q2_med%20link.pdf

3.Kvartalsrapport NRS (2017)
<https://norwayroyalsalmon.com/files/10/Kvartalsrapport%20NRS%20-%202017-Q3.pdf>

4.Kvartaltrapport NRS (2017)
https://norwayroyalsalmon.com/files/10/Kvartalsrapport%20NRS%20-%202017-Q4%20_med%20link_%20til%20børsmelding.pdf

Fiskehelse: Norway Royal Salmon. (2018). Hentet fra Norway Royal Salmon:
<https://norwayroyalsalmon.com/no/Fiskehelse>

Historie: SalMar. (2017). Hentet fra SalMar: <https://www.salmar.no/historie/>

Investor Handbook: Marine Harvest. (2017). Hentet fra Marine Harvest:
<http://marineharvest.no/globalassets/investors/handbook/salmon-industry-handbook-2017.pdf>

Matsikkerhet: Grieg Seafood. (2017). Hentet fra Grieg Seafood:
<https://www.griegseafood.no/baerekraft-parent/matsikkerhet/>

Om Lerøy: Lerøy Seafood. (2017). Hentet fra LerøySeafood.no:
<https://www.leroyseafood.com/no/om-leroy/om-oss/>

Om NRS. (2017). Hentet fra NorwayRoyalSalmon.com:
<https://norwayroyalsalmon.com/no/Om-NRS/Strategi>

Om oss: Marine Harvest. (2017). Hentet fra Marine Harvest ASA:
<http://marineharvest.no/about/norges-storste/>



14.5 Andre kilder

- Dagens Næringsliv. (2018, 04 13). *Børs og marked*. Hentet fra DN: <https://www.dn.no/finans/#/detaljer/NRS.OSE>
- Dahl, *Belåningsreserve i%*. (u.d.). Hentet fra Lederkilden: https://www.lederkilden.no/tema/okonomi_og_rapportering/regnskap-analyse/belåningsreserve-i-
- E24.no. (2017, 12). Hentet fra E24.no: <https://e24.no/makro-og-politikk/usas-sentralbank-hever-renten/24210190>
- Europharma. (2013). Hentet fra <http://www.europharma.no/downloads/lofotseminar/presentasjoner/Guttormsen.pdf>
- FishPool. (2018, 04). *Forward price history*. Hentet fra FishPool.eu: <http://fishpool.eu/price-information/forward-prices-3/forward-closing-prices-history/#>
- Fiskeribladet. (2016, 05 25). Hentet fra fiskeribladet.no: <https://fiskeribladet.no/nyheter/?artikkel=47111>
- Forskning.no: *Studie Uis*. (2013). Hentet fra Forskning.no: <https://forskning.no/fisk-oppdrett-mat-forbruk/2013/06/laksen-puster-kyllingen-i-nakken>
- Fremtiden i våre hender. (2015, September). Hentet fra <https://www.framtiden.no/merkeguiden/mat/asc.html>
- Godfisk.no: *Fakta om laks*. (u.d.). Hentet fra Godfisk.no: <https://godfisk.no/sjomatskolen/fakta-om-fisk-og-skalldyr/laks/>
- Godfisk: *Fakta om torsk*. (u.d.). Hentet fra Godfisk.no: <https://godfisk.no/sjomatskolen/fakta-om-fisk-og-skalldyr/torsk/>
- Hegnar. (2017). Hentet fra <http://www.hegnar.no/Nyheter/Naeringsliv/2017/09/Lakseselskapene-har-oekt-kostnadene-med-50-prosent-Vi-kan-tape-alt>
- Importstopp: *iLaks*. (2014). Hentet fra iLaks.no: <https://ilaks.no/russisk-importstopp-gjelder-alle-produkter-deriblant-laks/>
- Kvalvik, E. o. (2016, 07). *Nofima*. Hentet fra <https://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/handle/11250/2398116/Rapport%2B24-2016.pdf?sequence=3>
- Kyst.no. (2017, 10 12). *Slik blir lakseprisen*. Hentet fra Kyst.no: <https://www.kyst.no/article/slik-blir-lakseprisen-i-aarene-fremover/>
- Laks: *Godfisk.no*. (2017). Hentet fra Godfisk.no: <https://godfisk.no/sjomatskolen/fakta-om-fisk-og-skalldyr/laks/#nutritions>
- Lakseeventyret: *laks.no*. (2017). Hentet fra Laks.no: <http://laks.no/lakseeventyret/>
- Lus: *Laksefakta*. (2016). Hentet fra Laksefakta.no: <https://laksefakta.no/laks-og-miljo/lus/>
- Lusedata. (2016). Hentet fra <http://lusedata.no/om-lakselus/>
- Mattilsynet. (2012). Hentet fra https://www.mattilsynet.no/fisk_og_akvakultur/fiskevelferd/
- Nøkkeltall: *Seafood*. (2018). Hentet fra Seafood.no: <https://seafood.no/markedsinnsikt/nokkeltall/>
- Nesfossen Smolt. (2012). Hentet fra <http://www.nesfossen.no/?PageID=143&ItemID=87>
- Nofima. (2017, 10 13). Hentet fra Nofima: <https://nofima.no/nyhet/2017/10/gjennombrudd-for-steril-oppdrettslaks/>
- Nofima rapport. (2015). Hentet fra https://nofima-326d.kxcdn.com/wp-content/uploads/2015/08/Rapport_nr_41-2015_-_Kostnadsdrivere_i_lakseoppdrett.pdf
- Nofima Valutarapport. (2016). Hentet fra <https://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/handle/11250/2394842/Rapport%2b23-2016.pdf?sequence=3&isAllowed=y>



- Norges fiskeri- og kysthistorie.* (2014). Hentet fra <https://norges-fiskeri-og-kysthistorie.w.uib.no/bokverket/bind-5-havbrukshistorie/>
- Norges sjømatråd artikkel.* (2017, 12). Hentet fra <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/kina-senker-tollsatsler-for-sjomat/>
- Norges sjømatråd.* (2018, 01 08). Hentet fra <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/en-million-tonn-laks-for-647-milliarder-i-2017/>
- Norges sjømatråd sushi.* (2017). Hentet fra <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/nordmenn-omfavner-sushi/>
- Norges sjømatråd: Eksport hvitfisk.* (2018). Hentet fra Mynewsdesk.com: <http://www.mynewsdesk.com/no/seafood/pressreleases/nok-et-rekordaar-for-hvitfisk-2361511>
- NorgesBank.* (2018, 04). *Nibor.* Hentet fra OsloBors.no: <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/list/nibor/quotelist>
- Norske regler for miljø og oppdrett: Laksefakta.* (2016). Hentet fra Laksefakta.no: <https://laksefakta.no/laks-og-miljo/norske-regler-for-miljo-og-oppdrett/>
- NRK Finnmark.* (2016, 05 25). Hentet fra nrk.no: <https://www.nrk.no/finnmark/gav-nrs-medhold-etter-avslag-fra-mattilsynet-1.12963027>
- NRS og Aker: Kyst.no.* (2016, 03 18). Hentet fra Kyst.no: <https://kyst.no/nyheter/norway-royal-salmon-og-aker-med-fremtidens-offshoreoppdrett/>
- NRS: e24.* (2018, 02 09). Hentet fra Børs e24: <https://bors.e24.no/#!/instrument/NRS.OSE>
- Nye forressurser: SINTEF.* (2017). Hentet fra SINTEF.no: <https://www.sintef.no/tittelnye-forressurser-lavtrofisk-hosting-og-dyrking/>
- Om kystverket: Kystverket.* (2017). Hentet fra Kystverket.no: <http://www.kystverket.no/Om-Kystverket/Kva-er-Kystverket/>
- Oracle.com* (2018) Hentet fra Oracle.com: <http://www.oracle.com/technetwork/middleware/crystalball/overview/index.html>
- PwC.* (2016). Hentet fra Risikopremien i det norske markedet: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/verdivurdering/risikopremien-2016.pdf>
- Rømming: Laksefakta.* (2016). Hentet fra Laksefakta.no: <https://laksefakta.no/laks-og-miljo/romming/>
- Slakting av oppdrettslaks: Laksefakta.* (2016, 05 09). Hentet fra Laksefakta.no: <https://laksefakta.no/lakseoppdrett-i-norge/slakting-av-oppdrettslaks/>
- Status på utviklingskonsesjoner: Kyst.no.* (2016, 05 09). Hentet fra Kyst.no: <https://kyst.no/nyheter/status-pa-utviklingskonsesjoner-innovasjonsbolgen-slar-inn-over-oppdretterne/>
- Store norske leksikon.* (2015). Hentet fra <https://snl.no/lakselus>
- Store norske leksikon.* (2015). Hentet fra <https://snl.no/fiskeoppdrett>
- Strategic Management Insight.* (2013, 10 21). Hentet fra <https://www.strategicmanagementinsight.com/tools/vrio.html>
- Teknologirådet.* (2012). Hentet fra <https://teknologiradet.no/wp-content/uploads/sites/19/2013/08/Rapport-Fremtidens-lakseoppdrett.pdf>
- Tilsagn om utviklingskonsesjoner: iLaks.* (2017, 06 01). Hentet fra iLaks.no: <https://ilaks.no/endelig-tilsagn-om-utviklingskonsesjoner-til-egget-og-akvadesign/>
- Tolldirektoratet.* (2018, 01 03). Hentet fra <https://www.toll.no/no/varer/fisk/eksport-av-fisk/eksportor/eu/>
- Våre virksomhetsområder: SalMar.* (2017). Hentet fra SalMar: <https://www.salmar.no/vare-virksomhetsomrader/>
- Verdens befolkning: SNL.* (2018). Hentet fra SNL.no: https://snl.no/verdens_befolkning
- Wikipedia.* (2017, 12 29). Hentet fra Wikipedia: https://no.wikipedia.org/wiki/Marine_Harvest



YahooFinance. (2018, 04 22). *FinanceYahoo*. Hentet fra Finance.Yahoo.com:
<https://finance.yahoo.com/quote/NRS.OL?p=NRS.OL>

15 Forkortelser

AFR Annet fullstendig resultat	fer Finansielt eiendelskrav
AM Anleggsmidler	fer Finansiell eiendelsrentabilitet eller rente
ARPU Average revenue per unit	FFFE Finansieringsfordel finansielle eiendeler
BFD Bransjefordel drift	FFFG Finansieringsfordel finansiell gjeld
CAPM Kapitalverdimodellen	FFMI Finansieringsfordel minoritetsinteresser
DAFR Driftsrelatert annet fullstendig resultat	FFNFG Finansieringsfordel netto finansiell gjeld
DAK Driftsrelatert arbeidskapital	FFR Fullstendig finansresultat før skatt
DAM Driftsrelaterte anleggsmidler	FG Finansiell gjeld
DE Driftsrelaterte eiendeler	fgd Finansiell gjeldsdel
DF Driftsfordel	fgg Finansiell gjeldsgrad
DG Driftsrelatert gjeld	fgk Finansielt gjeldskrav
DI Driftsinntekter	fgr Finansiell gjeldsrente
div driftsinntektsvekst	FI Finansinntekt
DK Driftskostnader	fiss Finansinntektsskattesats
DOM Driftsrelaterte omløpsmidler	FK Finanskostnad
DR Driftsresultat	FKD Fri kontantstrøm fra drift
DSP Dirty surplus	FKD Fri kontantstrøm til egenkapital
dss Driftskattesats	FKS Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital
EBIT Earnings before interest and taxes (Driftsresultat fra egen virksomhet)	fkss Finanskostnadsskattesats
EBITDA Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (Driftsresultat før avskrivninger og IAS nedskrivninger)	FNR Fullstendig nettoresultat
EK Egenkapital	FOM Finansielle omløpsmidler
EK* Justert egenkapital	FOR Fordringer
ekk Egenkapitalkrav	GFD Gearingfordel drift
EK-metoden Egenkapitalmetoden KON Kontanter Kravfordel	IAS International Accounting Standards
EK-metoden	IFRS International Financial Reporting Standards
ekp Egenkapitalprosent	ilp Illikviditetspremie
ekr Egenkapitalrentabilitet	INV Investeringer
eku Egenkapitalutdelingsgrad	KDG Kortsiktig driftsrelatert gjeld
ekv Egenkapitalvekst	KFG Kortsiktig finansiellgjeld
EV Enterprise value	KG Kortsiktig gjeld
FAFR Finansielt annet fullstendig resultat	KON Kontanter
FAM Finansielle anleggsmidler	KR Kravfordel
FDR Fullstendig driftsresultat	krp Kredittrisikopremie
FDSP Finansielt Dirty surplus	LDG Langsiktig driftsrelatert gjeld
FE Finansielle eiendeler	LSG Lerøy Seafood Group ASA
fed Finansiell eiendelsdel	LFG Langsiktig finansiell gjeld
feg Finansiell eiendelsgrad	LG Langsiktig gjeld
	LVEK Likvidasjonsverdi av egenkapital
mik Minoritetskrav	MF Marginfordel
mir Minoritetsrentabilitet	MI Minoritetsinteresser
MR Minoritetsresultat	mid Minoritetsdel
mrd Markedets risikodel	mig Minoritetsgrad
Mrp Markedets risikopremie	p Konkurssannsynlighet
MMI Miller-Modigliani teorem 1	RDF Ren driftsfordel
NAM Netto driftsrelaterte anleggsmidler	rdg Rentedekningsgrad
NBU Netto betalt utbytte	rf Risikofri rente
	RF Rentabilitetsfordel drift
	RFD Ressursfordel drift
	S Skattesats
	SF Strategisk fordel



NDE Netto driftseiendeler	SK Skattekostnad
NDK Netto driftskapital	SK-metoden
ndk Netto driftskrav	SPE Superprofitt til egenkapitalen
ndm Netto driftsmargin	SSE Sysselsatte eiendeler
NDR Netto driftsresultat	SSK Sysselsatt kapital
ndr Netto driftsrentabilitet	sss Selskapsskattesats
ndss Normalisert driftskattesats	T Budsjettthorisont (2025)
NFG Netto finansiell gjeld	TE Totale eiendeler
nfgg Netto finansiell gjeldsgrad	TK Totalkapital
nfgk Netto finansielt gjeldskrav	UNDR Unormalt netto driftsresultat
NFI Netto finansinntekt	UNFR Unormalt netto finansresultat
NFK Netto finanskostnad	UNMR Unormalt netto minoritetsresultat
NMR Netto minoritetsresultat	VEK Verdien til egenkapitalen
NRE Nettoresultat til egenkapitalen	VMI Verdien til minoritetsinteresser
NRS Norway Royal Salmon	VNDK Verdien til netto driftskapital
OF Omløpsfordel	VSSK Verdien til sysselsatt kapital
OM Omløpsmidler	ÅRE Rapportert årsresultat
onde Omløpet til netto driftseiendeler	π Superrentabilitet
OSEBX Oslo Børs Hovedindeks	