



# Yara International ASA

*En fundamental verdsettelse & strategisk regnskapsanalyse av  
Yara International ASA*

**Håvard William Phu Duong & Caroline Herland Nøkken**

**Veileder: Kjell Henry Knivsflå**

Masteroppgave

NORGES HANDELSHØYSKOLE

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

---

## Sammendrag

Avhandlingen omhandler fundamental verdsettelse og regnskapsanalyse av Yara International ASA. Verdsettelsesteknikkene som anvendes i oppgaven er hovedsakelig en DCF-modell, hvor det suppleres med APV- og multiplikatorverdsettelse. Disse alternative metodene vil i mindre grad ta i bruk noen litt ulike forutsetninger. På denne måten vil man kunne påse at verdivurderingen tar hensyn til flere perspektiver basert på observerte forhold i våre analyser av strategi, regnskap og lønnsomhet.

Funnene fra den strategiske analysen og lønnsomhetsanalysen er at Yara historisk har hatt en bransjefordel i perioden 2019-2022, og sammen med en svak ressursulempe i tilsvarende periode har dette ført til en strategisk fordel for selskapet i perioden. Videre funn fra analysen tyder på at geopolitisk uro, høye renter, lave gjødselpriser og kostbare investeringer i ulønnsomme prosjekter har ført til et fall i selskapets egenkapitalrentabilitet. Yara har derfor en strategisk ulempe i 2023 og 2024. Det forventes at befolkningsvekst, økonomisk vekst og behov for å effektivisere landbruksarealet vil bidra til å øke etterspørselen etter gjødsel, som vil kunne bidra til å øke lønnsomheten i bransjen.

Basert på CAPM og regresjonsanalyser har vi kommet frem til en «levered» betaverdi på 0,633. Den systematiske risikoen er dermed under markedsrisikoen, og aksjen vil kunne anses som defensiv, med mindre svingninger enn Oslo Børs Indeks. Videre er «cost of equity» og «cost of debt» på respektive 8,17% og 6,52%

I selve beregningen av WACC, brukes markedsverdiene av EK og gjeld. Forholdet blir da 67,7% mot EK og 32,3% mot gjeld. Med hensyn til dette ligger WACC på 7,18%.

Avhandlingen konkluderes med et kursmål på 441,2 NOK. Med kurs pr. 08.11.2024 tilsvarer dette en potensiell oppgang på 37%. Kursmålet understøttes også i en statistisk Monte Carlo analyse, hvor det indikeres at sannsynligheten for positiv utvikling er høyere.

## Forord

Denne masterutredningen er skrevet som en avsluttende del for våre masterstudier ved Norges Handelshøyskole.

Motivasjonen bak valget av å skrive en oppgave om fundamental verdsettelse & strategisk regnskapsanalyse av Yara International ASA, var søkelyset selskapet har hatt i media den siste tiden. Dette er i tillegg til personlig interesse for fagfeltet. Aksjeutviklingen til selskapet har de siste årene variert i stor grad, og vi synes dermed det kunne være interessant å se nærmere på hva som har vært årsakene bak dette og forsøke å lage en prognose for fremtidig utvikling.

Arbeidet med masteroppgaven har vært en lærerik prosess som har vært både spennende og utfordrende. Vi vil ta med oss nyttig kunnskap og erfaringer vi har tilegnet oss gjennom arbeidet med denne oppgaven inn i arbeidslivet.

Vi ønsker å rette en stor takke til vår veileder, Kjell Henry Knivsflå, som har bistått med verdifulle tilbakemeldinger og rådgivning gjennom hele masterutredningen.

Bergen, 20.12.2024

Caroline Herland Nokken

Håvard William Phu Duong

---

## Innholdsfortegnelse

<b>SAMMENDRAG .....</b>	<b>1</b>
<b>FORORD .....</b>	<b>2</b>
<b>1. INNLEDNING .....</b>	<b>8</b>
1.1 MÅLSETTING.....	8
1.2 AVGRENSING .....	8
1.3 STRUKTUR .....	8
<b>2. PRESENTASJON AV VIRKSOMHET OG BRANSJE.....</b>	<b>10</b>
2.1 YARA INTERNATIONAL ASA.....	10
2.1.1 <i>Historikk</i> .....	10
2.1.2 <i>Formål og strategi</i> .....	10
2.1.3 <i>Aksjonærer</i> .....	11
2.1.4 <i>Aksjens utvikling</i> .....	11
2.1.5 <i>Organisasjonens struktur</i> .....	12
2.2 GJØDSELBRANSJEN .....	14
2.2.1 <i>Sammenlignbare selskaper</i> .....	15
2.2.2 <i>Avvik fra sammenlignbare selskaper</i> .....	18
2.3 MAKROFORHOLD .....	19
2.3.1 <i>Politiske forhold</i> .....	19
2.3.2 <i>Økonomiske forhold</i> .....	19
2.3.3 <i>Sosiale forhold</i> .....	22
2.3.4 <i>Teknologiske forhold</i> .....	23
2.3.5 <i>Miljømessige forhold</i> .....	24
2.3.6 <i>Juridiske forhold</i> .....	26
<b>3. VERDSETTELSESTEKNIKKER.....</b>	<b>30</b>

---

3.1	FUNDAMENTAL VERDSETTELSE OG DCF .....	30
3.1.2	<i>Komparativ verdsettelse</i> .....	31
3.1.3	<i>Opsjonsbasert verdsettelse</i> .....	33
3.1.4	<i>Hovedteknikk &amp; supplerende verdsettelsesmetoder</i> .....	33
<b>4.</b>	<b>STRATEGISK ANALYSE .....</b>	<b>34</b>
4.1	RAMMEVERK FOR STRATEGISK ANALYSE .....	34
4.2	EKSTERN BRANSJEORIENTERT ANALYSE .....	35
4.2.1	<i>Pestel</i> .....	35
4.2.2	<i>Porters fem konkurransekrefter</i> .....	41
4.3	INTERN ANALYSE .....	50
4.3.1	<i>VRIO-analyse</i> .....	50
4.4	OPPSUMMERING AV DEN STRATEGISKE ANALYSEN .....	53
<b>5.</b>	<b>REGNSKAPSANALYSE .....</b>	<b>56</b>
5.1	RAMMEVERK OG PRAKTISKE VALG .....	56
5.1.1	<i>Rammeverk for regnskapsanalyse</i> .....	56
5.1.2	<i>Praktiske valg</i> .....	57
5.2	PRESENTASJON AV RAPPORTERTE TALL OG “TRAILING” .....	58
5.2.1	<i>Trailing</i> .....	61
5.3	OMGRUPPERING FOR ANALYSE .....	65
5.3.1	<i>Omgruppert resultatregnskap</i> .....	65
5.3.2	<i>Omgruppering av balansen</i> .....	72
5.3.3	<i>Omgruppering av kontantstrømmen</i> .....	76
5.4	ANALYSE AV MÅLEFEIL OG JUSTERING .....	76
5.4.1	<i>Justering av målefeil</i> .....	77

---

5.5	RAMMEVERK FOR FORHOLDSTALLSANALYSE .....	78
<b>6.</b>	<b>ANALYSE AV RISIKO.....</b>	<b>79</b>
6.1	LIKVIDITET .....	79
6.1.1	<i>Likviditetsgradene.....</i>	<i>79</i>
6.1.2	<i>Finansiell gjeldsdekningsgrad.....</i>	<i>81</i>
6.1.3	<i>Rentedekningsgrad.....</i>	<i>83</i>
6.2	SOLIDITET .....	84
6.2.1	<i>Egenkapitalandel.....</i>	<i>84</i>
6.2.2	<i>Netto driftsrentabilitet.....</i>	<i>85</i>
6.2.3	<i>Gjeldsgrad .....</i>	<i>85</i>
6.3	SYNTETISK RATING .....	86
<b>7.</b>	<b>AVKASTNINGSKRAV.....</b>	<b>89</b>
7.1	TEORI.....	89
7.2	BETA.....	89
7.2.1	<i>Beta gjennom regresjon.....</i>	<i>90</i>
7.2.2	<i>Unlevered beta.....</i>	<i>91</i>
7.3	CAPITAL ASSET PRICING METHOD (CAPM).....	92
7.4	RISIKOFRI RENTE (RF).....	92
7.5	MARKEDSVÆRDI GJELD & COST OF DEBT.....	93
7.5.1	<i>Lånekostnad.....</i>	<i>93</i>
7.6	ÅRLIG EK-BETA & EK-AVKASTNINGSKRAV.....	94
7.7	MARKEDSVÆRDI AV EK .....	95
7.8	WEIGHTED COST OF CAPITAL (WACC).....	95
7.9	ESTIMATER .....	96

---

<b>8.</b>	<b>LØNNSOMHETSANALYSE</b> .....	<b>97</b>
8.1	STRATEGISK EIERFORDEL .....	97
8.2	DRIFTSFORDEL .....	100
<b>9.</b>	<b>FREMTIDSREGNSKAP</b> .....	<b>103</b>
9.1	BUDSJETTERING OG BEHOV FOR JUSTERING AV UNORMALE RESULTATPOSTER .....	103
9.2	ESTIMATER FOR VEKST.....	103
9.3	BUDSJETTDRIVERE .....	106
9.3.1	<i>Net Working Capital (NWC)</i> .....	107
9.3.2	<i>Terminalvekst</i> .....	107
9.4	PROGNOSTISERT REGNSKAP .....	108
9.4.1	<i>Prognose av egenkapital og rentabilitet</i> .....	110
<b>10.</b>	<b>FUNDAMENTAL VERDSETTING</b> .....	<b>111</b>
10.1	DCF-MODELL .....	111
10.1.1	<i>Free Cash Flow to Firm (FCFF)</i> .....	111
10.1.2	<i>DCF – Yara International ASA</i> .....	112
10.1.3	<i>EV to Equity Bridge</i> .....	112
10.1.4	<i>Prognostiserte multipler fra DCF</i> .....	113
<b>11.</b>	<b>SUPPLERENDE VERDSETTELSESMETODER</b> .....	<b>114</b>
11.1	APV.....	114
11.1.1	<i>APV – Verdsettelse</i> .....	116
11.1.2	<i>Multiplikatorer</i> .....	116
11.1.3	<i>Oppsummering av verdsettelse</i> .....	118
<b>12.</b>	<b>SENSITIVITETS- OG SCENARIOANALYSE</b> .....	<b>119</b>
12.1	SENSITIVITET .....	119
12.2	MONTE CARLO SIMULERING .....	120

---

12.2.1	<i>Sannsynlighetsfordeling og analyse</i> .....	120
<b>13.</b>	<b>OPPSUMMERING</b> .....	<b>122</b>
<b>14.</b>	<b>VEDLEGG</b> .....	<b>125</b>
	<b>LITTERATURLISTE</b> .....	<b>127</b>



# 1. Innledning

I dette kapittelet vil det bli gitt en overordnet oversikt over avhandlingens målsetting, avgrensning og struktur.

## 1.1 Målsetting

Avhandlingens målsetting omhandler verdivurdering av Yara International ASA, ved bruk av fundamentale verdsettelsesmetoder og strategisk regnskapsanalyse, samt rimelighetsvurdering mot markedets prising. Avslutningsvis vil det konkluderes med et vektet kursmål, samt en endelig handelsstrategi.

Den konkrete målsettingen og problemstillingen i oppgaven er følgende:

«Hva er den virkelige verdien av egenkapitalen til Yara International ASA?».

## 1.2 Avgrensning

Verdivurderingen er utført med et eksternt perspektiv. Dette betyr at vi benytter oss av offentlig tilgjengelig informasjon. Regnskapsinformasjon er hentet direkte fra Yara International sin side for «Investor Relations». Hovedsakelig er det årsrapporter og kvartalsrapporter som er hentet ut.

Videre er Yahoo Finance benyttet for å hente ut historiske data for både Yara, Oslo Børs indeks, samt estimater i markedet.

Sammenligningsgrunnlaget er internasjonalt, da Yara International operer i en internasjonal bransje.

## 1.3 Struktur

Avhandlingen benytter en tredelt struktur;

Del 1 består av kapittel 2-4. Kapittel 2 består av en introduksjon av Yara og gjødselbransjen. Kapittel 3 består av informasjon om ulike verdsettelsesteknikker, og en vurdering og konklusjon av hvilke verdsettelsesteknikker som vil bli benyttet i utredningen. Informasjonen

som presenteres i kapittel 2 vil bli benyttet i den strategiske analysen i kapittel 4. Del 1 vil gi en overordnet forståelse av Yara og bransjen. Denne delen vil legge opp fakta og danne et fundament for videre verdivurdering.

Del 2 består av kapittel 5-8. Kapittel 5 består av en regnskapsanalyse, hvor regnskapstallene til Yara blir omgruppert til å bli mer investororientert. Tallene fra regnskapsanalysen benyttes videre i kapittel 6 og 8 hvor det blir presentert en analyse av risiko og lønnsomhet. Kapittel 7 består av utregning av avkastningskravet, som videre blir benyttet i lønnsomhetsanalysen i kapittel 8.

Del 3 består av kapittel 9-12. I kapittel 9 presenteres fremtidsregnskapet til Yara. Kapittel 10 består av den fundamentale verdsettelsen av selskapet. I kapittel 11 introduserer vi supplerende verdsettelsesmetoder, og i kapittel 12 har vi gjennomført en sensitivitets- og scenarioanalyse.

Den endelige verdivurderingen av egenkapitalen og aksjekursen til Yara International ASA presenteres i kapittel 13 hvor vi oppsummerer funnene i utredningen, og kommer frem til en handelsanbefaling.

## 2. Presentasjon av virksomhet og bransje

### 2.1 Yara International ASA

Yara International ASA (heretter «Yara») er verdensledende innen produksjon av gjødsel og ammoniakk. Selskapets formål er å bidra til en mer ansvarlig og bærekraftig matproduksjon, ved å redusere klimagassutslippene knyttet til produksjon av gjødsel. Yara har hovedkontor i Oslo, og 18 000 ansatte i mer enn 60 land (Yara, u.å., a).

#### 2.1.1 Historikk

Selskapet ble grunnlagt i 1905 av nordmennene Sam Eyde og Kristian Birkeland som Norsk Hydro (Yara, u.å., b). Motivasjonen for grunnleggelsen var å samarbeide om å komme frem til en løsning for å forbedre jordbruket og matforsyningen, da økende hungersnød i Europa tydet på at naturlig gjødsel ikke var nok. Sammen med flere ingeniører fant de en løsning for å binde nitrogen i luften, og startet verdens største produksjon av nitrogengjødsel i 1907.

I de forekommende årene startet selskapet med produksjon av blant annet aluminium, ammoniakk og mineralgjødsel. I 2004 ble gjødselproduksjonen skilt ut fra Hydro og børsnotert som Yara International ASA (Norsk Hydro ASA, u.å.). Selskapet har siden da utvidet produksjonen internasjonalt, og har i dag 26 produksjonsanlegg spredt over landegrensene (Yara, u.å., c). I 2023 leverte selskapet 22,3 millioner tonn plantenæring og omsatte for 15,5 milliarder USD (Yara, 2024a, s.9).

#### 2.1.2 Formål og strategi

Yara har som mål å skape en naturvennlig matfremtid. For å oppnå dette målet har selskapet tre grunnpilarer som de skal ha fokus på over tid:

1. Klimanøytralitet
2. Regenerativt landbruk
3. Utvikling og velstand

I tråd med resten av bransjen har selskapet gått fra å ha en strategi med søkelys på lønnsomhet, eiendeler og produkter, til å gå over til å fokusere på bærekraft, forbrukerne og komplette løsninger. Selskapets to strategiske prioriteringer er å ha større fokus på god drift og større rekkevidde og tilbud. Dette skal selskapet oppnå gjennom blant annet kompetanseheving og

utvikling av medarbeidere, og forbedring og videreutvikling av produktporteføljen (Yara, 2024, s.21 og 22).

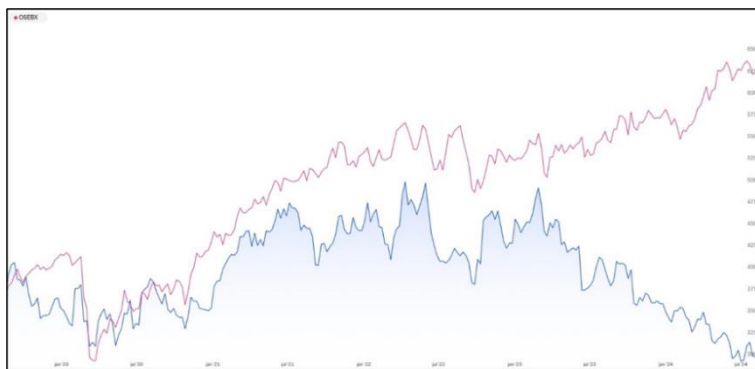
### 2.1.3 Aksjonærer

Yara er notert på Oslo Børs og har en rekke norske og utenlandske aksjonærer. Per årsslutt 2023 hadde selskapet totalt 57 904 aksjonærer, hvorav 61,3 % var norske investorer (Yara, 2024a, s. 44). Selskapets største aksjonærer er Nærings- og Fiskeridepartementet med 36,2 % eierandel, State Street Bank And Trust Comp med 10,8% eierandel og Folketrygdfondet som eier 6,6 %, de øvrige aksjonærene eier mindre eierandeler (proff, u.å.).

### 2.1.4 Aksjens utvikling

Yaras aksje ble første gang børsnotert 25.mars 2004, og har de siste 20 årene vokst til å bli et viktig selskap i norsk næringsliv. Veksten har skjedd gjennom oppkjøp av andre selskaper, i tillegg til en organisk vekst. Selskapet har tredoblet antallet ansatte og nesten firedoblet omsetningen over tidsperioden (Yara, 2024b).

Selskapets aksjekursutvikling har i de påfølgende årene etter Yaras børsnotering i stor grad fulgt utviklingen til Oslo Børs hovedaksjeindeks, OSBEX. Fra figur 2.1 hentet fra Nordnet kan man se utviklingen i aksjekursen for Yara de siste fem årene sammenlignet med utviklingen i OSEBX som fremgår av den røde linjen. Aksjen har hatt en kursnedgang i 2023, som har holdt seg gående frem til august 2024. Fra januar 2023 til januar 2024 falt aksjekursen fra 455 NOK til 353 NOK, det vil si en reduksjon på omtrent 100 NOK. Videre har kursen falt ytterligere 50 NOK frem til august 2024 (Nordnet, 2024). En stor del av denne reduksjonen kommer av fallende råvarepriser som for Yara resulterte i lavere salgspriser og tilsvarende inntekter (Yara, 2024a, s. 5).



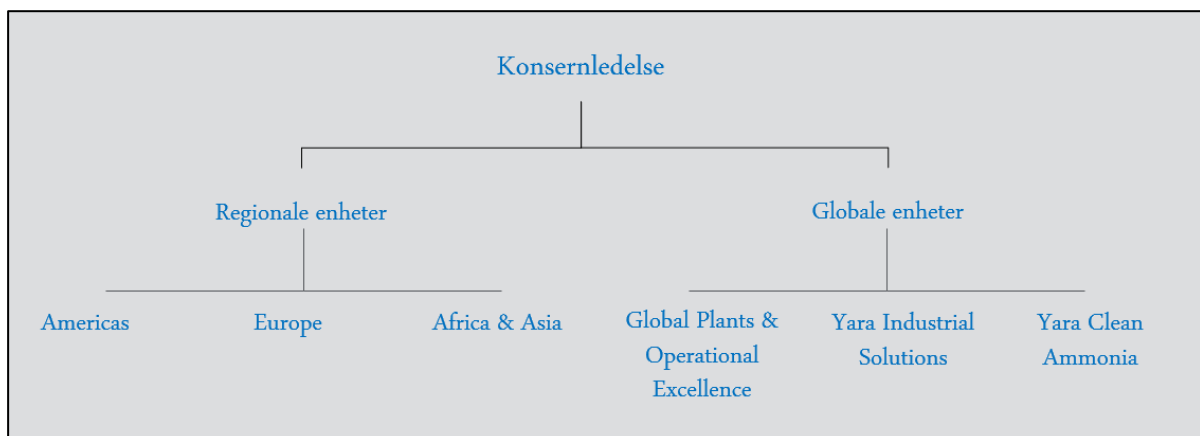
Figur 2.1: Aksjeutvikling for Yara og OSEBX siste 5 år. Hentet fra Nordnet 13.12.24.

## 2.1.5 Organisasjonens struktur

Som mange andre større konsern driver ikke Yara bare med én ting, men selskapet er bestående av flere virksomheter. Organisasjonen er derfor delt opp i flere driftssegmenter. Formålet bak strukturen er å bidra til nærere relasjon til kunder og leverandører, mer ansvarlighet og bedre strategigjennomføring (Yara, 2024a, s.14). Av figur 2.2 hentet fra selskapets årsrapport 2023 kan man se Yaras organisasjonsstruktur. Selskapet har en konsernledelse på toppen, og er videre delt opp i seks driftssegmenter.

Driftssegmentene består av tre regionale enheter: Africa & Asia, Americas og Europe

I tillegg til tre globale enheter som driver med produksjon og leveranse av ulike løsninger og produkter: Global Plants & Operational Excellence, Yara Industrial Solutions og Yara Clean Ammonia.



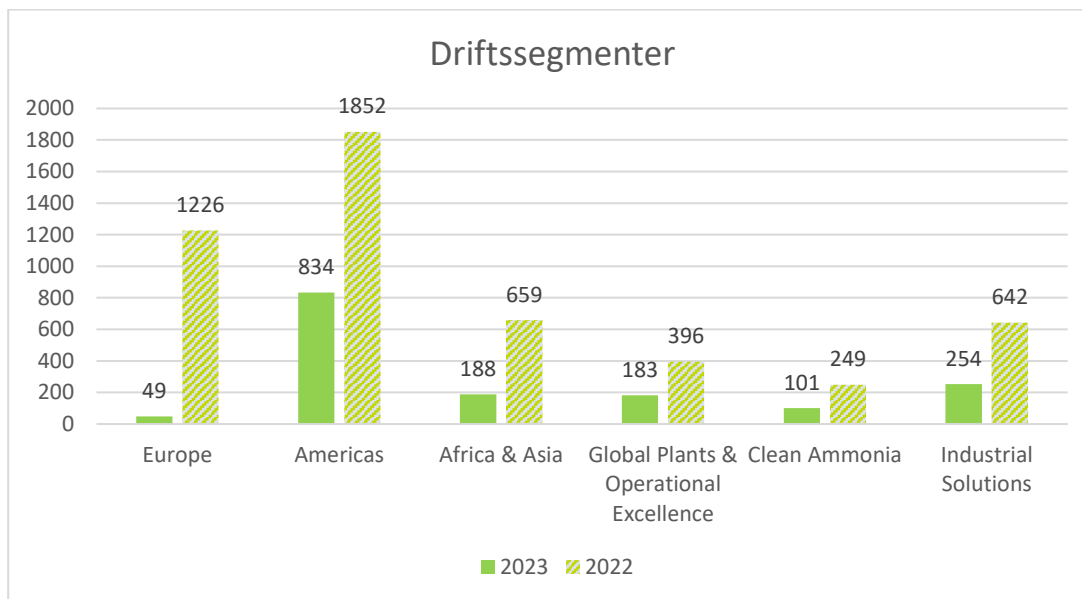
Figur 2.2: Yaras organisasjonsstruktur (Yara, 2024a, s. 14).

### *De regionale enhetene:*

Alle de regionale enhetene har en fullstendig integrert virksomhet med produksjon, salg, markedsføring og distribusjon på hver sine geografiske områder. De ulike enhetene skiller seg fra hverandre når det gjelder produktporteføljer, sammensetningen av kunder og omfang av leveranser (Yara, 2024a, s.232).

Figur 2.3 viser stolpediagram av størrelsen på de ulike driftssegmentene i 2022 og 2023 målt i EBITDA. Her består EBITDA av driftsresultat, renteinntekter, andre finansinntekter og andel av årsresultat i investeringer regnskapsført etter egenkapitalmetoden, eksklusiv av- og

nedskrivninger og avskrivninger av merverdier i investeringer regnskapsført etter egenkapitalmetoden (Yara, 2024a, s.9).



Figur 2.3: Driftssegmenter målt i EBITDA. Tall hentet fra Yaras årsrapport 2023 (Yara International ASA, 2024a, s. 236).

Som man kan se av stolpediagrammet var Europe det minste driftssegmentet i 2023 målt i EBITDA. Segmentets EBITDA falt med 96% fra 2022 til 2023 til tross for økte leveranser. Dette fremgår av de graderte stolpene i figur 2.3 som viser EBITDA 2022. Fallet henger hovedsakelig sammen med lavere salgspriser (Yara, 2024a, s.32).

Americas var det klart største driftssegmentet i 2023 målt i EBITDA. Americas er også det driftssegmentet som har leverer flest tonn leveranser, i tillegg til at det har flest ansatte (Yara, 2024a, s.15). Americas omfatter Nord Amerika, Latin-Amerika og Brasil (Yara, 2024a, s.233). Sammenlignet med fjoråret er EBITDA gått ned med over 1.000 millioner USD. Reduksjonen knytter seg hovedsakelig til lavere produksjonsmarginer i Nord-Amerika, lavere handelsmarginer i Latin-Amerika og lavere leveranser (Yara, 2024a, s. 32).

Africa & Asia omfatter salg, markedsføring og produksjon i Asia-Stillehavsregionen, Afrika og Oseania (Yara, 2024a, s.233). Segmentet har i 2023 økt leveranser, men som følge av reduserte ammoniakkproduksjonsmarginer og lavere salgspriser er EBITDA falt vesentlig sammenlignet med det foregående året, i likhet med de andre regionale enhetene (Yara, 2024a, s.32).

### *De globale enhetene:*

De globale enhetene driver med mer differensierte virksomheter sammenlignet med de regionale enhetene.

Under Global Plants & Operational Excellence ligger selskapets globale planleggings- og optimaliseringsfunksjon, produktledelsesfunksjon, direkteinnkjøpsfunksjon og konsernets helse-, sikkerhet-, miljø- og kvalitetsavdeling. Arbeidet segmentet gjør med å fremme driftsforbedringer, kompetanseutvikling og teknisk prosjektgjennomføring bidrar til bedre og mer effektiv produksjon i hele organisasjonen. Her ligger også selskapets drift av produksjonslokalene i Porsgrunn og Slusikil (Yara, 2024a, s. 233). Segmentet hadde i 2023 en EBITDA på 183 millioner USD, som er en nedgang på omtrent 200 millioner USD fra 2022. Nedgangen knytter er hovedsakelig en følge av reduserte gjødselpriser som har gått utover produksjonsmarginene (Yara, 2024a, s.32).

Clean Ammonia var den minste globale enheten i 2023 målt i EBITDA. Enheten består av selskapets ammoniakkhandels- og logistikkvirksomhet (Yara, 2024a, s.234). Segmentet hadde lavere leveranser i 2023 sammenlignet med 2022, og som følge av dette og lavere ammoniakkpriser falt EBITDA med omtrent 60% i samme tidsperiode (Yara, 2024a, s.33).

Yara Industrial Solutions var den største globale enheten i 2023 målt i EBITDA. Segmentet tilbyr i all hovedsak nitrogenbaserte løsninger og tjenester, som eksempelvis AdBlue. Driftssegmentet var i 2023 preget av lavere markedspriser og lavere leveranser, som medførte en redusert EBITDA sammenlignet med det foregående året (Yara, 2024a, s.33).

## 2.2 Gjødselbransjen

Gjødsel er en essensiell brikke i dagens matproduksjon. Halvparten av matproduksjonen i verden skjer ved bruk av gjødsel. Riktig gjødsel gir planter næringsstoffer slik at de kan vokse og trives (IFA, u.å., a). Dette er viktig ettersom verdens befolkning øker, og for å kunne dekke et økende behov for mat må matproduksjonen økes med 60% innen 2050 (Yara, u.å., d).

Avlinger trenger energi, CO<sub>2</sub>, vann og mineraler for å vokse. For å oppnå optimale vekstvilkår trenger avlingene tre plantenæringer; nitrogen, fosfor og kalium (Yara, 2022, s.5). Selv om alle disse næringsstoffene finnes i naturen, er de ikke direkte tilgjengelig for planter, men må gjennom en prosess for at jord og planter kan ta stoffene opp best mulig (Yara, 2022, s.6).

---

Gjødselbransjen har en nøkkelrolle når det kommer til å skape nye og bedre gjødselprodukter og -løsninger, for å igjen få til en mer effektiv og bærekraftig matproduksjon. Bransjen bidrar også positivt til økonomien, gjennom salg, sysselsetting og investeringer. I 2022 hadde gjødselindustrien en estimert verdi på 290 billioner USD. Verdien er her den estimerte verdien av gjødsel solgt på grossistnivå globalt. Industrien stod også for en sysselsetting av omtrent 1.9 millioner mennesker innen produksjon og distribusjon av gjødsel i 2022, og investeringer på rundt 90 milliarder (IFA, u.å., b).

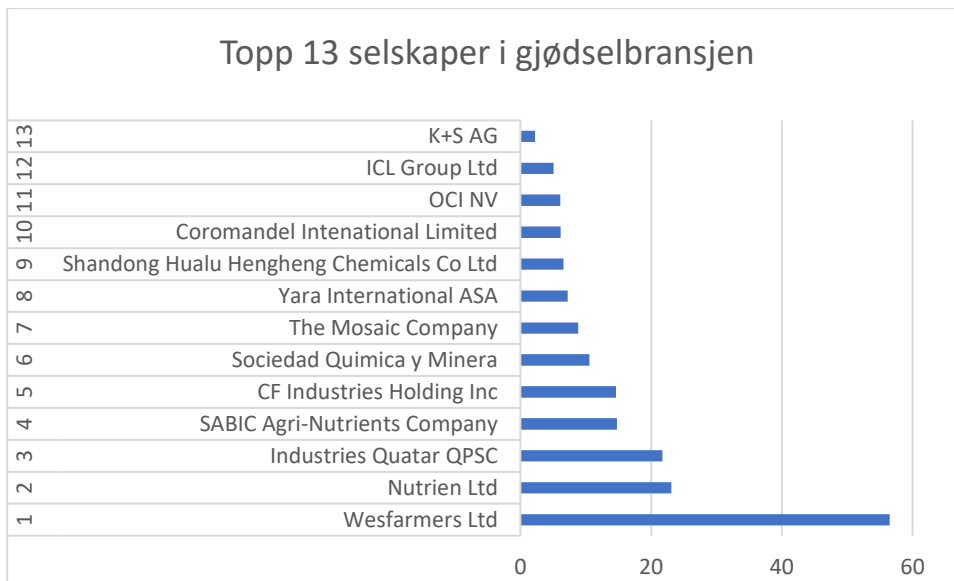
Generelt i bransjen er det fokus på å bidra til mer bærekraftig jordbruk gjennom egen produksjon, og produktene og løsningene som leveres. I 2022 stod jordbrukssektoren for 9,4% av Norge sine totale klimagassutslipp, og av disse stod mineralgjødsel for 14 % av utslippene (Storbråten, 2024). Mesteparten av disse utslippene knytter seg til bruken av gjødsel. Dette betyr at ved å sørge for riktig type gjødsel, vannhåndtering og bruk kan dette redusere klimagassutslipp (Yara, 2022, s.18).

## **2.2.1 Sammenlignbare selskaper**

I det følgende delkapittelet vil vi ta for oss Yara sine sammenlignbare selskaper. Ettersom det ikke finnes andre børsnoterte selskaper i gjødselbransjen i Norge på størrelse med Yara, vil vi sammenligne selskapet med andre internasjonale selskaper i gjødselbransjen.

For å komme frem til komparative selskaper har vi tatt utgangspunkt i de største aktørene i gjødselbransjen i 2022 (Akbar, 2022). I figur 2.4 kan man se en oversikt over 13 av de største selskapene i bransjen målt basert på markedsverdiene til de aktuelle selskapene per 16.august 2024 hentet fra Yahoo Finance.





Figur 2.4: Topp 13 selskaper basert på markedsverdi pr. 16.08.24.

Wesfarmers Ltd er det største selskapet i bransjen basert på markedsverdier. Det australske selskapet har i motsetning til de andre selskapene i bransjen hatt en stor økning i markedsverdi de siste årene. Selskapet er et konglomerat, og driver med virksomhet innen flere sektorer (Wesfarmers Ltd, u.å.). Det samme er selskapet Industries Quatar som driver innen petrokjemi-, gjødsel- og stålindustri (Industries Quatar, u.å.). De øvrige selskapene driver hovedsakelig bare innenfor gjødselbransjen.

For å komme frem til selskapene som er mest mulig sammenlignbare burde det tas hensyn til faktorer som størrelse, vekstmuligheter, avkastningskrav, driftsrentabilitet, skattenivå, fremtidig investeringsbehov og strategi (Kaldestad og Møller, 2016, s.239). Vi har derfor plukket ut de selskapene som er mest lik Yara når det gjelder størrelse, virksomhet og geografisk tilhørighet. Basert på våre kriterier er Nutrien Ltd, CF industries holding og The Mosaic Company mest sammenlignbare med Yara.

### *Nutrien Ltd*

Nutrien Ltd ble stiftet 1.januar 2018 som følge av en fusjon mellom selskapene PotashCorp og Agrium (Nutrien, u.å., a). Selskapet driver hovedsakelig med produksjon og distribusjon av kalium, nitrogen, fosfat, i tillegg til utvikling og salg av diverse teknologiske løsninger for landbruksnæringen. Formålet til Nutrien er, i likhet med Yara, å bidra til å brødfø fremtidige generasjoner (Nutrien, u.å., b). Selskapet har hovedkontor i Canada, og over 26 000 ansatte

---

som er lokalisert på de ulike salgslokalene og produksjonslokalene selskapet har rundt om i verden (Nurtien, u.å., a). Selskapet har størst tilstedeværelse i Sør-Amerika og Nord-Amerika.

Nutrien har som mål å bli den ledende globale leverandøren av integrerte landbruksløsninger, i tillegg til å skape merverdier til aksjonærene gjennom bærekraftig drift. For å oppnå dette har selskapet en tredelt strategi. De skal forbedre kjernevirksomheten sin, prioritere kapital til strategiske investeringer som vil gi høy langsiktig avkastning, og fokusere på bærekraftige initiativer som vil ruste virksomheten for fremtiden (Nutrien, 2024, s.30).

### *CF Industries Holdings*

CF Industries Holdings (heretter CF Industries) ble grunnlagt i 1946 av en gruppe regionale landbrukssamvirker fra Midtvesten i USA. Fra 1950-tallet har selskapet drevet med produksjon av gjødsel, og har i dag bygget seg opp til å bli et av verdens største produsenter av ammoniakk (CF Industries, u.å., a). Selskapet opererer fremdeles mesteparten av sin drift fra Midtvesten, men har også produksjonslokaler og salg fra andre deler av USA, Canada og Storbritannia (CF Industries, u.å., b).

Selskapet produserer hovedsakelig ammoniakk, som de enten selger videre som den er eller videreutvikler for å selge som urea, urea ammoniumnitrat, ammoniumnitrat og dieseleksosvæske (CF Industries, u.å., c). Som et resultat av selskapets oppkjøp av Terra Industries i 2010 ble selskapet en konkurrent for Yara også når det kom til salg av eksosvæske for diesel (DEF). Selskapet er Nord-Amerikas største leverandør av DEF, som vi i Norge kaller AdBlue (CF Industries, u.å., d).

Selskapet har de siste årene fått et bærekraftig fokus, noe som har satt preg på deres mål og strategi. Selskapet har som mål å redusere selskapets scope 1 utslipp med 25% per tonn produserte produkter og å redusere scope 3 utslipp med 10 % innen 2030, samt å oppnå nullutslipp av scope 1 og 2 karbonutslipp innen 2025. Fremgangsmåten for å oppnå disse målene mener selskapet er avkarbonisering, og å utnytte sin kunnskap til å fremskynde overgangen til ren energi (CF Industries, 2024, s. 3 og 4).

### *The Mosaic Company*

The Mosaic Company (heretter Mosaic) ble stiftet i 2004 etter en fusjon mellom IMC Global Inc og Cargill sin gjødsels-divisjon. Med hovedkontor i Florida og en global tilstedeværelse når det kommer til produksjon og salg, er Mosaic et ledende selskap i bransjen når det kommer

til produksjon og distribusjon av konsentrerte fosfat- og kalium-næringsstoffer. Selskapet har en bred kundemasse spredt over 40 land, og over 13.000 ansatte som arbeider i Nord- og Sør-Amerika (Mosaic, u.å., a).

Mosaic har som formål å hjelpe verden å gro maten den trenger. Selskapet skal oppnå dette gjennom sine seks strategiske prioriteringer (Mosaic, 2024, s.1-3):

1. Forbedre drift gjennom å øke motstandsdyktigheten
2. Bidra til økt verdivekst i Sør-Amerika
3. Utvide og styrke produktporteføljen
4. Fremme effektivitet og muligheter for å utvide drift
5. Optimalisere kapitalutnyttelsen
6. Operere på en ansvarlig og bærekraftig måte

### **2.2.2 Avvik fra sammenlignbare selskaper**

Virksomheter er sjelden identiske, og det vil alltid være noe forskjeller mellom sammenlignbare selskaper. Konkurrenter kan være ulike når det kommer til strategi, opprinnelse og bedriftskultur. I tillegg kan virksomheter ha ulike ressurser som er med å gi virksomheten en fordel som skiller de fra konkurrentene i bransjen, dette kommer vi nærmere inn på i VRIO-analysen i delkapittel 4.3.1.

Med unntak av de to amerikanske selskapene, har alle selskapene hovedkontor og ledelse i ulike land. Dette vil bidra til en ulikhet når det kommer til faktorer som ledelseskultur, bedriftskultur og arbeidsbetingelser, som er med på å forme hele selskapet (Porter, 1987, s.48).

Selskapene har noe ulik strategi når det kommer til satsingsområder. Yara og CF Industries satser begge hovedsakelig på produksjon av ammoniakk, Nutrien og Mosaic har større satsing på kalium og fosfat. Dette bidrar til noe differensierte produkter mellom de ulike selskapene.

Yara kan ha en fordel ovenfor konkurrentene gjennom sin lange fartstid i bransjen. Selskapet har i lang tid opparbeidet seg erfaringer og kunnskap som kan bidra til effektivisering av produksjon, distribusjon og bedre arbeidskultur. Det har også gitt selskapet tid til å skape en anerkjent merkevare som bidrar til tillit hos forbrukerne.

---

## 2.3 Makroforhold

Vi vil i følgende delkapittel gå gjennom de makroforholdene som påvirker gjødselbransjen. Informasjonen fra denne delen vil senere benyttes i den eksterne analysen i kapittel 4.

### 2.3.1 Politiske forhold

I denne delen vil vi gjennomgå de politiske forholdene som påvirker gjødselbransjen. Politiske forhold er knyttet til måten politiske institusjoner påvirker markedet, og selskaper som opererer i disse markedene må ta hensyn til dette (Olseng & Hadler-Olsen, 2024).

#### *Handelssanksjoner*

Land og internasjonale forbund kan treffe tiltak om å sette restriksjoner på eksport og import til og fra enkelte stater, som en reaksjon på handlinger, politikk eller lignende. Selskap har selv ansvar å holde seg oppdatert på hvilke sanksjoner som er gjeldende i de landene de opererer i. Konsekvensene for et selskap av å ikke følge de bestemmelser som er satt, er straff i form av bøter og fengsel, samt tap av omdømme (Regjeringen, 2024a).

Som en respons på Russlands invasjon av Ukraina februar 2022, innførte EU omfattende sanksjoner mot Russland som Norge har sluttet seg til (Regjeringen, 2024a). På tilsvarende måte har USA, Storbritannia og andre land også innført tilsvarende sanksjoner knyttet til handel med Russland (Yara, 2024a, s.37).

### 2.3.2 Økonomiske forhold

Økonomiske forhold knytter seg til økonomiske faktorer på makronivå som kan påvirke selskapet (Olseng & Hadler-Olsen, 2024).

#### *Økonomisk vekst*

Et lands økonomiske vekst blir typisk målt ved å se på utviklingen av bruttonasjonalprodukt (BNP) per innbygger fra år til år. BNP er summen av verdien av alle varer og tjenester som produseres i et land i løpet av ett år (FN, u.å.). Den globale BNP veksten var i 2023 på 3.1 prosent og har vært relativt stabil de siste ti årene, med unntak av årene med pandemi. Fra 2013 til 2019 har den økonomiske veksten i gjennomsnitt vært på 3,4 prosent, mens i 2020 så man

en negativ utvikling i den globale økonomien. Dette skyldes at korona-krisen førte til et kraftig tap i verdiskaping over hele verden. Økonomisk vekst varierer mellom land og regioner. I 2023 var den økonomiske veksten i Europa lavere enn i USA og de fremvoksende økonomiene. Det forventes at den globale veksten vil holde seg stabil i 2024-2025 (Vassnes, 2024).

## Prisendringer

Gjødsel er i stor grad en vare hvor kunden ikke er opptatt av hvilket merke den kjøper, men kjøper heller fra den billigste distributøren. Det vil imidlertid være enkelte kunder som er mer opptatt av andre ting enn pris, for eksempel vil kunder som ønsker å kjøpe bærekraftige produkter fremfor ikke-bærekraftige produkter ha en høyere betalingsvilje. For virksomheter som opererer i slike bransjer vil det være nødvendig å ligge på samme prisnivå som konkurrentene, for å ikke prise seg ut av markedet. Dette vil igjen medføre at virksomhetene blir mer sensitive til nye markedsaktører eller til at prisen på innsatsfaktorene øker.

Prisen på ammoniakk- og nitrogengjødsel og prisene på naturgass er positivt korrelerte på lang sikt (Yara, 2024c, s.8). Grunnen til dette er at naturgass er den største kostnadskomponenten for i produksjonen av disse produktene (Yara, 2024a, s.267). I perioder med høye priser på naturgass vil produksjonen av gjødsel bli dyrere, og tilbudet går ned. Dette bidrar igjen til å presse prisene på gjødsel opp, som følge av at etterspørselen etter gjødsel er relativt stabil.

Det kan dermed være nyttig å se til utviklingen av naturgasspriser, for å si noe om volatiliteten til gjødselprisen. Grafen i figur 2.5 viser utviklingen i naturgassprisen i Europa i perioden 2019 til andre kvartal 2024.



---

*Figur 2.5: Historisk utvikling i naturgasspris i Europa 2019-2Q2024 (Trading Economics, u.å., a)*

Som man kan se av grafen var prisene på naturgass stabilt lave i 2019 til starten av 2021. Årene med koronapandemi var preget av lav investeringsvilje og generelt lav aktivitet i økonomien, som igjen bidro til en lav etterspørsel etter naturgass. Sammen med høyt tilbud av naturgass i denne perioden presset dette prisene ned. I 2021 var det innført forbud mot import av kull fra Australia i Kina, samtidig som etterspørselen etter kraft økte. Totalt sett førte dette til en økt etterspørsel etter naturgass. I tillegg hadde man et fall i tilbud av flytende naturgass (LNG) som følge av flere nedstenginger i LNG-produksjon dette året. Økt etterspørsel og redusert tilbud førte til en økning i priser i 2021, som man kan se av grafen (Rystad Energi, 2022, s.9-13).

Som nevnt over, har krigen i Ukraina medført handelssanksjoner mot Russland. Ettersom Russland er en av verdens største energileverandører i Europa, har dette også ført til høyere priser på olje og gass. Før krigen stod Russland for over 40 prosent av den importerte gassen i Europa, og omtrent 27 prosent av importert olje i Europa (Isbrekken, 2024). Resultatet av redusert tilbud av naturgass, kan man se av den vesentlige økningen i naturgasspriser i 2022.

Tilbudet av naturgass har stabilisert seg i 2023 og 2024 sammenlignet med 2022, men som følge av makroøkonomiske hendelser har man likevel hatt noen svingninger i pris. Blant annet har krigen i Israel og Palestina, som brøt ut i oktober 2023, ført til en stansing i LNG-eksport fra Israel, noe som igjen økte prisen på naturgass. Prisøkningen ble forsterket av ytterligere reduksjon i tilbudet av gass som følge av en lekkasje på gassrørledningen Balticconnector mellom Finland og Estland i samme periode (Myrseth, 2023a). Krigen i Israel har i stor grad preget prisene på naturgass i 2023 og 2024. Prisene økte spesielt i oktober 2024 som en følge av blant annet Irans angrep på Israel. Dette førte til stor usikkerhet i markedet knyttet til forventninger om motangrep fra Israel (Hovland, 2024).

Totalt sett ser man at geopolitisk uro påvirker prisene på gjødsel indirekte gjennom sin innvirkning på naturgassprisene. De siste årene har vært preget av mye uro, noe som har medført en ekstraordinær volatilitet i prisene.

## *Renteendringer*

Endring av styringsrenten i et land er et av virkemidlene myndighetene har for å påvirke den økonomiske aktiviteten og prisnivået. I perioder preget av høy inflasjon, vil myndighetene ofte sette opp styringsrenten for å stabilisere prisveksten. Dette er tilfellet av det som har skjedd i USA.

USA hadde i 2022 den høyeste inflasjonen på 40 år, med en prisvekst på 7,5 prosent mellom januar 2021 til januar 2022. Dette medførte at USA sin sentralbank varslet at det ville komme flere rentehevinger (nrk, 2022). Fra 2022 til 2024 har styringsrenten i USA blitt satt opp 11 ganger fra 0,25 prosent til 5,5 prosent (trading economics, u.å., b).

### **2.3.3 Sosiale forhold**

Sosiale forhold omfatter blant annet menneskers livsstil, verdier, holdninger og forbruk (Olseng & Hadler-Olsen, 2024).

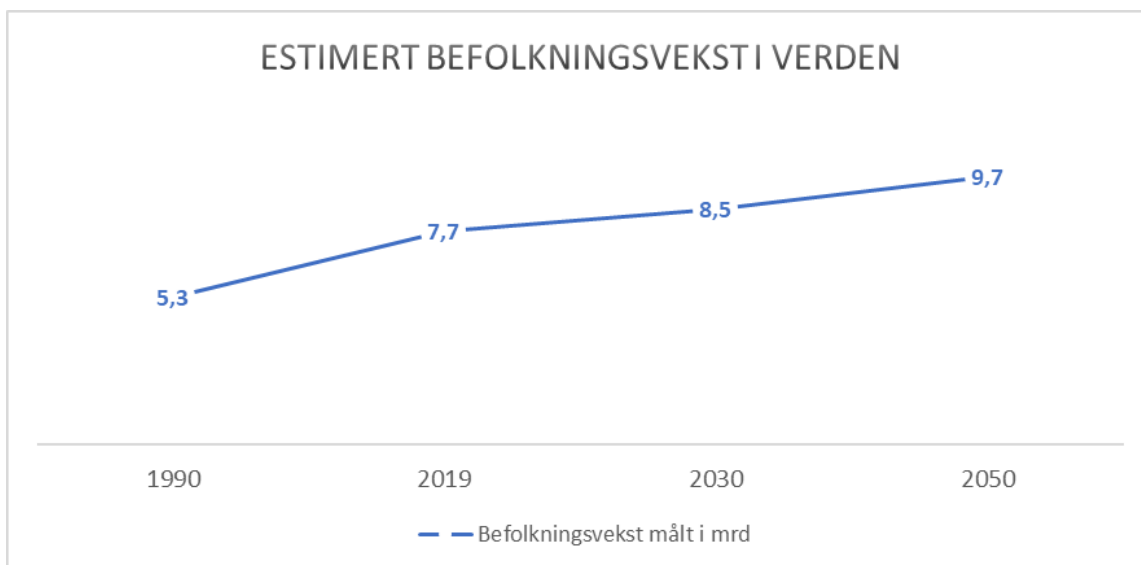
#### *Endrede kostholdsvaner*

I den vestlige delen av verden er det et stadig større fokus og en større bevissthet rundt kosthold og helse enn tidligere. Det norske helsedirektoratet kom i august 2024 med de nye nasjonale kostholdsrådene, hvor de blant annet anbefaler å spise mer frukt og grønnsaker, mer korn og mindre kjøtt (helsedirektoratet, 2024).

Som vi vil komme nærmere inn på under «miljømessige forhold», er bærekraft og miljø et område stadig flere er opptatt av. Statistikk viser at flere velger å bli vegetarianere, og antallet vegetarianere i Norge har doblet seg fra 2017 til 2020. Å skifte over til et mer plantebasert kosthold er også i tråd med FN sine anbefalte tiltak for å redusere globale klimagassutslipp (Noah, 2024).

#### *Befolkningsvekst*

Verdens befolkning har vokst kraftig de siste hundre årene. I 2022 estimerte FN at befolkningen vil fortsette å vokse fra 7,7 milliarder mennesker i 2019 til 9,7 milliarder mennesker i 2050. Dette illustreres i figur 2.5. Denne veksten henger både sammen med at det blir født nye mennesker til verden, men også at befolkningen blir eldre og eldre. FN har estimert at andelen mennesker over 65 år vil øke fra 9 til 16 prosent fra 2019 til 2050 (FN, 2023).



Figur 2.6: Befolkningsvekst i verden fra 1990 til 2050 (FN, 2023)

### 2.3.4 Teknologiske forhold

Teknologiske forhold handler om hvordan gjeldende teknologi, bruk av data og lignende påvirker virksomheten (Olseng & Hadler-Olsen, 2024).

#### *Ny teknologi*

Ny revolusjonerende teknologi er en utfordring som selskaper kontinuerlig må forholde seg til. Store selskaper har ofte egne avdelinger og personell med oppgave om å utvikle og følge med på innovasjoner i bransjen. Dette er viktig for at virksomheten skal beholde konkurransefortrinn og sin posisjon i markedet. Enkelte innovasjoner kan medføre at et marked blir utdatert og forsvinner, og et klassisk eksempel er fotoselskapet Kodak. Kodak var det største konsernet innen foto på 1900-tallet, men på grunn av at selskapet ikke klarte å holde følge med utviklingen av det digitale kameraet endte de opp med å miste både konkurransefortrinnet sitt og markedsposisjon sin (Pihl, 2021).

Nye innovasjoner skjer også i gjødselbransjen, blant annet en ny teknologi oppfunnet av det norske selskapet N2 Applied som omdanner kumøkk til gjødsel. Teknologien går ut på at en plasmagenerator løser opp partiklene i møkka, samtidig som den fjerner smittestoffer, legemiddelrester og miljøgifter (Haanæs, 2022). En annen innovasjon som har som formål at



bønder skal kunne produsere sitt eget gjødsel blir utviklet gjennom Aelectra prosjektet. Det er en gruppe forskere i Aarhus Universitet i Danmark som står bak prosjektet. Målet er at teknologien skal gjøre selskaper, industrier og bønder i stand til å produsere likvid ammoniakk på en mer økonomisk og bærekraftig måte (Aarhus University, u.å.).

### *Digitale jordbrukstjenester*

For å optimalisere måten man driver med jordbruk er det mange bønder som investerer i digitale jordbrukstjenester. Det finnes en rekke ulike tjenester og leverandører, og det er under stadig utvikling. Digitale jordbrukstjenester kan blant annet samle inn data og gi brukerne informasjon om hva som er riktig mengde og type gjødsel, det kan effektivisere vannbruk, og generelt gjøre det lettere for brukerne å ta gode informerte valg. Formålet med slike tjenester er å bedre jordhelsen, effektivisere jordbruket og bidra til en lettere hverdag for bøndene (Yara, u.å., e).

## **2.3.5 Miljømessige forhold**

Miljømessige forhold knytter seg til hvordan miljø og bærekraft påvirker virksomheten (Olseng & Hadler-Olsen, 2024).

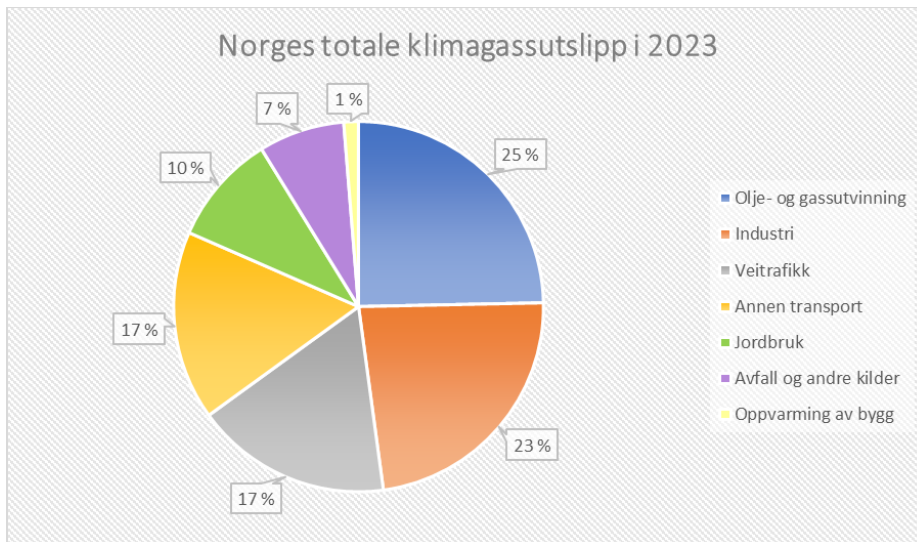
### *Økt bærekraftsengasjement*

Et selskap må alltid kunne forholde seg til endringer som skjer i samfunnet og tilpasse sin drift som følge av dette, for å kunne overleve i det lange løp. I dagens samfunn har man en mye større bevissthet og et større fokus knyttet til bærekraft, enn det folk hadde for bare noen få år tilbake. Samfunnet har også blitt mer transparent, noe som gjør det lettere å få en oversikt over hvilke aktører i næringslivet som forurenser mer enn andre. Dette har skapt et større press på selskaper til å legge om drift og produksjonsportefølje for at den skal bli mer bærekraftig, ettersom konsekvensen kan bli at de mister kunder til fordel for konkurrenter som gjør det bedre på dette området (Yara, 2024a, s.18).

### *Forurensing:*

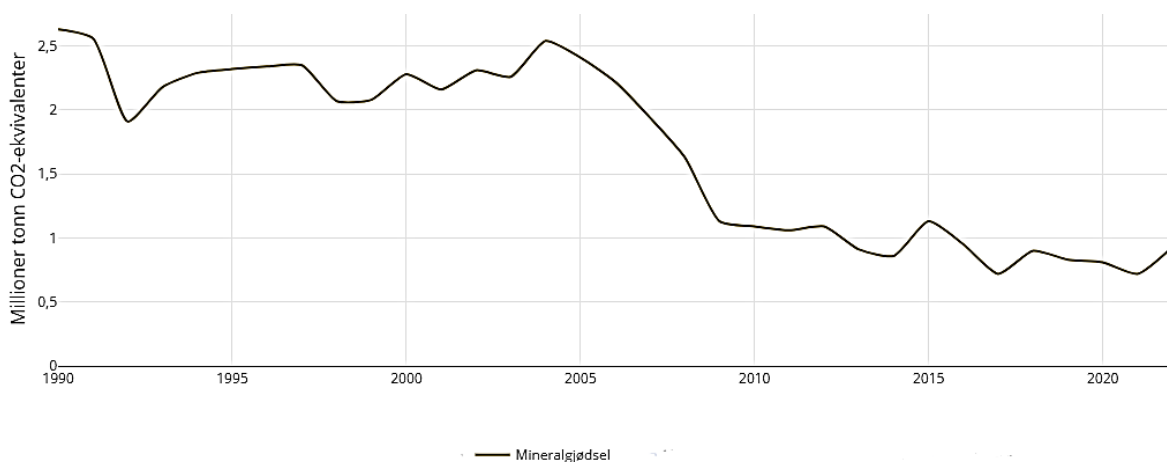
Både produksjon og bruk av gjødsel bidrar til forurensing på ulike måter. Klimagassutslipp fra industri var en av de største utslippskildene i Norge i 2023 med klimagassutslipp på nesten 11 millioner tonn Co<sub>2</sub>-ekvivalenter. Produksjon av mineralgjødsel stod i 2022 for omtrent 8%

av utslippene i industrien (miljødirektoratet, 2024a). Jordbrukssektoren stod for omtrent 10% av de totale klimagassutslippene i Norge i 2023, hvorav mesteparten av utslippene av lystgass kommer fra spredning av gjødsel (miljødirektoratet, 2024b). I figur 2.7 kan man se oversikt over de ulike utslippskildene i Norge i 2023.



Figur 2.7: Norges totale klimagassutslipp i 2023 (miljødirektoratet, 2024c)

Som man kan se av figur 2.8, har utslipp fra mineralgjødsel i industrien blitt vesentlig redusert de siste 30 årene. Dette skyldes et økt fokus på miljø og bærekraft i samfunnet, som igjen setter press på bransjene og virksomhetene til å finne nye miljømessige løsninger. Utslipp knyttet til industrien har siden 1990 frem til i dag blitt mer enn halvert som følge av prosessforbedringer (miljødirektoratet, 2024a).



Figur 2.8: Utslipp av klimagasser fra mineralgjødsel (miljødirektoratet, 2024a).

## *Global matsikkerhet*

Økt befolkningsvekst, klimaendringer og politisk uro er faktorer som også påvirker FN's andre bærekraftsmål om å utrydde sult, oppnå matsikkerhet og bedre ernæring. Målet er å utrydde sult innen 2030, men som følge av koronapandemien og krigen i Ukraina som i stor grad har rammet matsikkerheten, går utviklingen i feil retning. I 2022 var det 150 millioner flere mennesker som led av underernæring enn før pandemien startet. Hardest rammet er de som bor i Afrika sør for Sahara, Latin-Amerika og Karibien (FN, 2023b).

Matsikkerhet handler om å ha tilgang til nok, trygg og næringsrik mat til å kunne leve et aktivt og sunt liv. Koronapandemien påvirket produksjon, transport og priser på matvarer, samtidig som mange mistet jobbene og inntektene sine. Når pandemien var over i 2022, kom det en annen trussel mot den globale matsikkerheten – Russlands invasjon av Ukraina (FN, 2023b). Ukraina er en av verdens største produsenter og eksportører av korn. Kornproduksjonen falt fra 86 millioner tonn korn i 2021 til 53 millioner tonn i 2022 (forskning.no, 2023). Lavere tilbud av korn fører til økte priser, og landene som blir hardest rammet er de fattigste.

En annen trussel mot matsikkerhet er klimaendringer. Observasjoner som er gjort av forskere på konsekvensene av menneskers økte klimagassutslipp de siste årene, er at temperaturen på kloden stiger, havnivået stiger, isen smelter og det forekommer mer ekstremvær (FN, 2024). Disse klimaendringene vil redusere tilgangen på mat og vann i mange land, og er ventet å ramme de fattigste landene hardest. I noen deler av verden forventes det at klimaendringene har en positiv effekt på avlinger, mens for andre deler forventer man at det vil føre til dårligere vekstvilkår. De fattigste landene er de som har dårligst forutsetninger for å forebygge og reparere virkningene av klimaendringer, i tillegg er mange av disse områdene mest utsatt. I Afrika venter man en nedgang i kvalitet på avlingene som følge av tørke, i tillegg til redusert tilgang på fisk på grunn av varmere vann i innsjøene (miljødirektoratet, 2023).

### **2.3.6 Juridiske forhold**

Juridiske forhold knytter seg til de lover og regler som gjelder for selskapet og bransjen (Olseng & Hadler-Olsen, 2024).

---

## *Lover og reguleringer som rammer gjødselbransjen*

Virksomheter som opererer i et land, har et ansvar om å til enhver tid holde seg oppdatert på de lover og regler som er gjeldende i det aktuelle landet. Konsekvenser av å ikke opprettholde lover kan være alt fra bøter til fengselsstraff, sammen med medieoppslag og tap av omdømme. I tillegg til at lovendringer kan ramme virksomheter direkte ved at de må endre drift, produkter eller tjenester, kan det også påvirke virksomheter i form av at det rammer kunder og leverandører.

For de fleste selskapene som opererer i Europa vil endringer i EU-lovgivningen kunne påvirke virksomheten. Dersom EU vedtar en ny forordning, vil denne bli direkte rettskraftig i medlemslandene også. Forordningen kan også bli gjeldende for EØS-landene dersom EØS-komiteen velger å innlemme den i EØS-avtalen (Regjeringen, 2024b). I 2022 ble en ny forordning om gjødselvarer gjeldende for EUs medlemsland. Forordningen omfatter produksjon, omsetning og markedsføring av organiske og uorganiske gjødselvarer som EU-gjødselvarer. Dette er en utviding av virkeområdet til den tidligere forordningen som bare omfattet mineralgjødsel og kalk (regjeringen, 2023a). Formålet bak den nye forordningen er å gjøre det lettere å handle organisk gjødsel. De nye reglene gjør det mulig å oppnå CE-merking av organisk gjødsel ved oppfyllelse av fastsatte krav til sikkerhet, kvalitet og merking. Tidligere har det vært restriksjoner på salg av organisk gjødsel mellom stater, som følge av ulike regler og krav. CE-merket gjødsel kan fritt omsettes over hele EU, noe som åpner opp for mer salg av organisk gjødsel (European commission, 2022).

Nye EU-direktiver kan også bli rettskraftige i medlemsland og EØS-land. Når EU kommer med et nytt direktiv, vil det være opp til medlemslandene å velge form og innhold i rettsakten, for at den deretter vedtas nasjonalt. Tilsvarende som for en forordning, blir ofte EU-direktiv gjeldende i norsk rett også (Europalov, u.å.). Et EU-direktiv som kan påvirke gjødselbransjen er den nye jordhelseloven som EU-kommisjonen fremmet forslag om i 2023. Formålet bak loven er at alle EUs medlemsland skal få et felles rammeverk knyttet til jordforvaltning og jordhelse. Dette vil igjen kunne bidra til likere markedsbetingelser, i tillegg til å bedre jordøkosystemet i EU (regjeringen, 2023b).

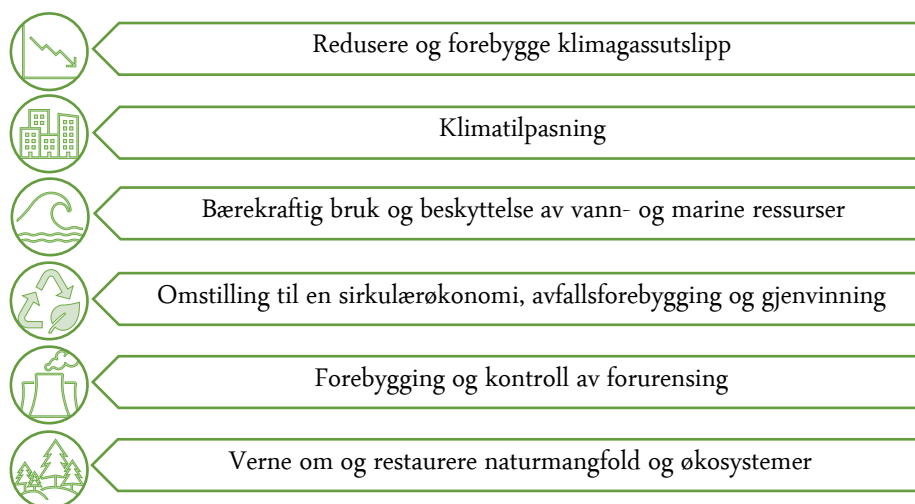
## *Lover og regler knyttet til bærekraft*

Europakommisjonen publiserte The European Green Deal 11. desember 2019. Dette er EU sin strategi for å nå målet om klimanøytralitet i EU innen 2050. Formålet er å oppnå en mer bærekraftig og sirkulær økonomisk utvikling (regjeringen, 2020). EU har kommet med tre verktøy for å nå målet:

1. Taksonomien
2. Fit for 55
3. Corporate Sustainability Reporting Directive (heretter CSRD)

EU taksonomien er et klassifiseringssystem som skal hjelpe selskaper å etablere hva som er en bærekraftig aktivitet. Formålet er at det skal foreligge et forhåndsdefinert krav til hva som skal til for at en aktivitet kan kalles bærekraftig. Dette er for å redusere selskapenes mulighet til grønnvasking. Det foreligger tre krav (Regjeringen, 2024c).;

- Aktiviteten må bidra vesentlig til minst ett av de seks miljømessige målene som er definert i EU taksonomien. I figur 2.9 fremkommer de seks bærekraftsmålene.
- Aktiviteten kan ikke gjøre vesentlig skade på noen av de seks målene.
- Aktiviteten må oppfylle sosiale minimumskrav.



*Figur 2.9: De seks bærekraftsmålene (Regjeringen, 2024c).*

Fit for 55 går ut på å utføre regelendringer i eksisterende lover og regler for å oppnå målet om å redusere klimagassutslipp med 55% innen 2030 (regjeringen, 2021).

CSRD er et rapporteringskrav knyttet til bærekraft for alle store og børsnoterte selskaper. Rapporteringskravet trådte i kraft i EU i januar 2023. Formålet med CSRD er at alle selskaper som omfattes av kravet er pålagt å rapportere på bærekraft med samme kvalitet som finansiell rapportering. Bærekraftsdirektivet angir hva selskapet må rapportere på. EU har i tillegg kommet med en standard som angir hvordan selskapene skal rapportere på bærekraft, kalt European Sustainability Reporting Standards (heretter ESRS) (PWC, u.å.).

### 3. Verdssettelsesteknikker

Ved verdivurderinger foreligger det tre tilnærminger som kan være aktuelle når man verdsetter et selskap som Yara (Damodaran, 2012, s.11). Vi har fundamentale verdivurderinger, komparative og opsjonsbaserte (Damodaran, 2012, s.11). Disse vil bli presentert kort i denne delen av avhandlingen.

I praksis kan de ulike modellene gi veldig ulike resultater og antagelser, til tross for at metodene kan være like og deler de samme karakteristikene og prinsippene (Damodaran, 2012, s.11).

#### 3.1 Fundamental verdsettelse og DCF

Når det kommer til fundamental verdsettelse, vil neddiskontering av den frie kontantstrømmen være sentral (Damodaran, 2012, s.11). Dette prinsippet danner et fundament som også brukes i andre fundamentale verdsettelsesmetoder (Damodaran, 2012, s.11). Med DCF-modellen får man tatt hensyn til den fremtidige kontantstrømmen til et selskap, og modellen gir et verdiesimat med hensyn til dagens nåverdi (Damodaran, 2012, s. 11).

$$Value = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Variabel	Beskrivelse
n	Levetid
CF <sub>t</sub>	Forventet kontantstrøm i periode «t»
r	Sats for diskontering.

Tabell 3.1: Variabler i formel til Discounted Cash Flow (Damodaran, 2012, s. 12)

---

## Adjusted Present Value (APV)

APV-modellen starter med å verdsette et selskap uten gjeld, og legger deretter til fordelene med å gire opp selskapet (Damodaran, 2012, s. 415). Det skal også tas hensyn til forventet kostnad for konkurs (Damodaran, 2012, s. 415).

Yara har som nevnt i delkapittel 2.1.4, en strategi for ekspansjon gjennom oppkjøp. I regnskapet fremkommer det også gjeld i balansen knyttet til investeringer og oppkjøp. Det kan dermed være aktuelt å vurdere denne verdsettelsesmetoden ved verdivurderingen av Yara.

### *Current firm value*

$$\begin{aligned} &= \text{Value of unlevered firm} + \text{PV of tax benefits} \\ &\quad - \text{Expected bankruptcy cost} \end{aligned}$$

(Damodaran, 2012, s. 415).

## 3.1.2 Komparativ verdsettelse

### Multiplikatorer

Denne verdsettelsesmetoden kan man kategorisere som en relativ verdsettelsesmodell (Damodaran, 2012, s.453). Dette er fordi man verdsetter et selskap basert på andre sammenlignbare selskaper. Det vil dermed være sentral å analysere multiplikatorene som er knyttet til salg, inntekter og bokført verdi på eiendeler (Damodaran, 2012, s. 453).

Yara er et modent internasjonalt selskap som driver med salg av gjødsel og gass. Videre er selskapet som tidligere nevnt på børs, og det naturlige er dermed å sammenligne dette selskapet med andre modne internasjonale gjødselselskaper på børs.

For å kunne verdsette eiendelene med denne type verdsettelse, så må prisene først bli standardisert (Damodaran, 2012, s. 453). Dette med hensyn til inntekter, salg og bokført verdi som nevnt over. Det neste steget blir deretter å finne selskaper med fundamentale likheter, og da spiller potensialet for vekst, størrelse på selskap, risiko, inntjening og historisk kontantstrøm en rolle (Damodaran, 2012, s. 453).

Tabell 3.2 inneholder en beskrivelse av de aktuelle multiplikatorene som kan benyttes i den relative verdsettelsen av Yara.



<b>Multiplikator</b>	<b>Beskrivelse</b>
$P/B = \frac{\text{Pris pr. aksje}}{\text{Bokført verdi av EK pr. aksje}}$ <p>(Damodaran, 2012, s. 512)</p>	<p>Følgende multiplikator kan gi indikasjoner på om et selskap er over- eller undervurdert. Verdien knyttet til P/B gir en intuitiv måleenhet, som sammenligner prisen i markedet med bokførte verdier i selskapet (Damodaran, 2012, s. 512).</p>
$P/E = \frac{\text{Pris pr. aksje}}{\text{Inntjening pr. aksje}}$ <p>(Damodaran, 2012, s. 468)</p>	<p>P/E-verdien sammenligner pris med inntjening i selskapet. Måleenheten indikerer dermed hvor mye en investor betaler for en aksje sammenlignet med det selskapet tjener. I praksis vil en høy P/E verdi indikere at investorer forventer en høy vekst (Damodaran, 2012, s. 468).</p>
$P/S = \frac{\text{Pris pr. aksje}}{\text{Salg pr. aksje}}$ <p>(Damodaran, 2012, s. 543)</p>	<p>Denne multiplikatoren er gjerne mer stabil, i forhold til andre multiplikatorer. Man kan dermed forvente litt mindre svingninger i multiplikatoren fra år til år (Damodaran, 2012, s. 542).</p> <p>Regnskapsmessige beslutninger vil ikke ha like stor betydning for denne multiplikatoren, som det for eksempel har med P/B (Damodaran, 2012, s. 542).</p> <p>Følgende inntjeningsmultiplikator er dermed svært nyttig for «startups» og selskaper som sliter med driften (Damodaran, 2012, s. 468).</p>

Tabell 3.2: Multiplikatorer som kan benyttes i den relative verdsettelsen av Yara

---

### 3.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Denne verdsettelsesmetoden tar til betraktning at et selskap kan være verdt mer enn det som kan være indikert av de fremtidige kontantstrømmene. Dette kan være betingelser knyttet til hendelser som vil påvirke overnevnte (Damodaran, 2012, s.23). Selskaper under vekst eller selskaper med dårlig drift vil dermed kunne benytte seg av fundamentale verdsettelsesmetoder. Dette er fordi opsjonsbasert verdsettelse kan bidra til å identifisere undervurderte selskaper, gitt at andre fundamentale verdsettelsesmodeller ikke tar hensyn til at verdien til et selskap kan endre seg, dersom noen spesielle hendelser oppstår (Kaldestad & Møller, 2016, s. 32). Man ender opp med at verdien på et selskap vil bestå av en statisk verdi, samt en verdi knyttet til fleksibilitet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 32).

### 3.1.4 Hovedteknikk & supplerende verdsettelsesmetoder

Yara er som tidligere nevnt, et modent selskap i markedet med lang historie. Selskapet er børsnotert, og har historisk hatt en profitabel drift. Dette åpner opp for mange muligheter når det kommer til en fundamental verdsettelse fra et eksternt perspektiv.

Markedet er stort for den internasjonale gjødselbransjen, og det finnes dermed mange komparative selskaper man kan sammenligne Yara med. Da selskapet også er børsnotert, vil kvartalsrapporter, fakta, konsensusestimater og «guiding» fra selskapet være lett tilgjengelige.

Basert på overnevnte faktorer vil det mest gunstige etter vår vurdering, være å benytte en fundamental verdsettelse som hovedteknikk, men samtidig supplere med en komparativ verdsettelse. Dette legger til rette for en rimelighetsvurdering mot det faktiske markedet. Opsjonsbasert verdsettelse blir ikke prioritert, da vi anser selskapet som et stabilt selskap med god historisk drift, hvor det over tid har generert overskudd. Dette er til tross for at det kan være noe syklisk med tanke på gjødselpriser.

## Konklusjon

Basert på drøftelsen over, finner vi det mest hensiktsmessig å verdsette Yara gjennom DCF. Deretter blir verdivurderingen supplert med APV og rimelighetsvurdert mot multiplikatorer i markedet. Dette er for å få et helhetlig bilde av hvordan markedet priser og vurderer selskaper i tilsvarende bransje, samt for å hensynta konkurrisiko og skattefordeler ved å ha gjeld i selskapet.

## 4. Strategisk analyse

### 4.1 Rammeverk for strategisk analyse

«Strategi er en organisasjons langsiktige retningsvalg og nedslagsfelt som skaper en fordelaktig posisjon i omskiftelige omgivelser gjennom sammensetningen av ressurser og kompetanser som oppfyller behov i markedene og interessenes forventninger» (Johnson mfl., 2008, s.9). Dette betyr at en virksomhet må sette seg et langsiktig mål de jobber mot ved å gjennomføre bevisste handlinger. Som følge av at markedet og bransjen selskapet opererer i ikke er statiske, må det hele tiden følge med på utviklingen og vurdere om planer må justeres underveis. Selskapet må også vurdere behovet for å gjøre endringer innad i organisasjonen for å kunne beholde eller oppnå konkurransefortrinn ovenfor sine konkurrenter (Roos mfl., 2021, s. 13).

En måte man kan gjøre dette er ved å gjennomføre en strategisk analyse. En strategisk analyse bidrar til å gi et innblikk inn i hvordan utsiktene og nåværende status er i bransjen, markedet og virksomheten. Formålet er å avdekke om den historiske trenden og den nåværende situasjonen vil fortsette eller om det vil oppstå endringer (Petersen mfl., 2017, s.268). Sagt på en annen måte er formålet med en strategisk analyse å si om virksomheten har en strategisk fordel, og å danne en prognose om selskapet kommer til å opprettholde den strategiske fordelene fremover.

En strategisk fordel består av bransjefordel og ressursfordel. En virksomhet har en bransjefordel dersom rentabiliteten til virksomheten er høyere enn kravet. En bransjefordel kan avdekkes ved å gjennomføre en ekstern analyse, også kallet bransjeanalyse. Først kan det være nyttig å se på makrofaktorene som påvirker bransjen, og deretter se på konkurransekraftene som påvirker lønnsomhetene i bransjen. Gjennom den eksterne analysen vil man få bedre forutsetninger til å se hvilke muligheter og trusler som foreligger knyttet til å oppnå en bransjefordel, og gjennom dette kunne lage en prognose for fremtiden (Knivsflå, 2024a).

En virksomhet har en ressursfordel dersom rentabiliteten er større enn for bransjen. For å avdekke om selskapet innehar en ressursfordel er det vanlig å undersøke de interne faktorene som påvirker selskapet gjennom en intern analyse, også kallet en ressursanalyse. I den interne analysen kartlegger man hvilke ressurser virksomheten har som kan bidra til å oppnå en

---

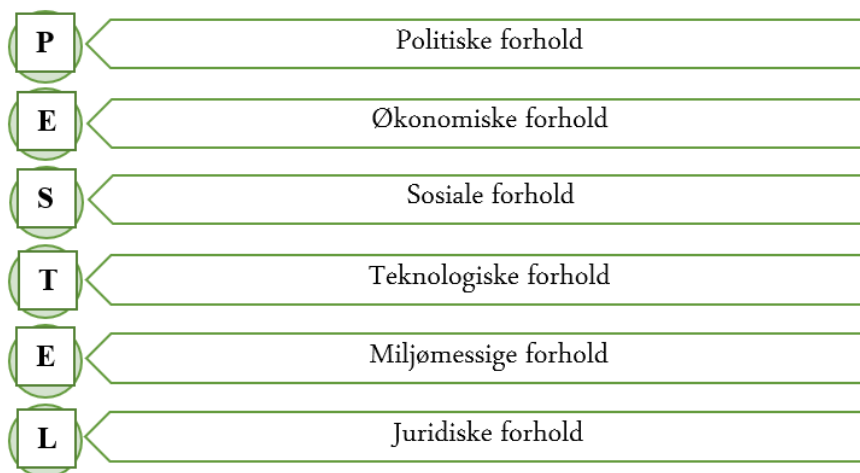
ressursfordel for selskapet, og benytter denne informasjonen til å utarbeide en prognose for fremtiden ut fra virksomhetens sterke og svake sider (Knivsflå, 2024a).

## 4.2 Ekstern bransjeorientert analyse

I den eksterne analysen ser man på hva som bestemmer bransjens lønnsomhet, og hvilke muligheter og trusler som foreligger for virksomhetene som opererer i bransjen. Det er mange faktorer som påvirker et selskaps potensiale til å være lønnsomt i en bransje. I det følgende vil vi gjennomgå to eksterne analyser: Pestel- og Porter-analyse.

### 4.2.1 Pestel

Pestel-analyse er en ekstern analyse som går ut på at man ser på hvordan eksterne drivkrefter påvirker virksomheten. De seks eksterne drivkreftene man undersøker er:



Figur 4.1: De seks eksterne drivkreftene i Pestel (Olseng & Handler-Olsen, 2024)

Analysen foregår i makroperspektiv, og vi vil se nærmere på hvordan makrofaktorene gjennomgått i delkapittel 2.3 kan være en trussel eller mulighet for bransjen og Yara (Olseng & Hadler-Olsen, 2024).

## *Politiske forhold*

### **Handelssanksjoner**

Som nevnt i delkapittel 2.3.1 er det innført omfattende handelssanksjoner mot Russland. Russland er en stormakt med mye import og eksport i ulike bransjer, og slike handelsrestriksjoner vil dermed i stor grad påvirke tilbud og etterspørsel i samtlige bransjer (Yara, 2024a, s.37).

Sanksjoner mot Russland påvirker også gjødselbransjen og Yara. Yara har tidligere kjøpt fosfat, ammoniakk, kalium og naturgass fra Russland. I kjølvann av invasjonen av Russland og innføring av sanksjoner i 2022, stoppet Yara alle sine innkjøp fra leverandører som var ilagt restriksjoner (Yara, 2024a, s.37). Selskapet har tilpasset seg ved å kjøpe ammoniakk, fosfat, kalium og naturgass fra andre leverandører, i tillegg til å redusere produksjon (Yara, 2024a, s.227). Som en konsekvens av dette falt leveransene til Yara med 5% i 2023 mot tall fra 2022 (Yara, 2024a, s.31).

Handelssanksjonene mot Russland har også påvirket prisene på innsatsfaktorer. Dette blir utledet i større detalj under «**prisendringer**». En annen måte sanksjonene har påvirket gjødselbransjen er ved at Russland har økt sin egen produksjon av gjødsel, som følge av reduserte eksportmuligheter. Dette har økt tilbudet av gjødsel på markedet (Kværnes, 2024).

## *Økonomiske forhold*

### **Økonomisk vekst:**

Total etterspørsel etter mat og gjødsel styres hovedsakelig av tre faktorer; verdens befolkningsvekst, den økonomiske veksten og endringer i kostholdet. Økt økonomisk vekst vil alt annet likt føre til at innbyggerne i et land vil få bedre personlig økonomi. I de fattigste landene vil dette medføre et generelt økt matkonsum, mens i høyinntektsland forventer man at kostholdet blir mer plantebasert. Dette betyr med andre ord at økonomisk vekst forventes å medføre større etterspørsel etter gjødsel i både de fattigste og de rikeste landene (Yara, 2024a, s.89).

---

**Prisendringer:**

Prisendringer knyttet til innsatsfaktorer selskapene benytter i produksjonen, vil påvirke gjødselbransjen. Når det kommer til produksjon av nitrogenbaserte kjemikalier og gjødselprodukter er naturgass en essensiell råvare. Det er dermed viktig for gjødselselskaper å ha stabil og sikker tilgang til naturgass til en gunstig pris. Endringer i tilgangen til naturgasspriser kan skyldes endringer i det geopolitiske landskapet, polarisering og proteksjonisme (Yara, 2024a, s.89). Isolert sett fører høyere kostnader på naturgass til en høyere kostnad for virksomhetene i gjødselbransjen, men effekten blir totalt sett motvirket av at prisene på naturgass og ammoniakk- og nitrogengjødsel er positivt korrelerte på lang sikt (Yara, 2024c, s.8).

Som vi utledet i delkapittel 2.3.2, har prisen på naturgass vært svært volatil de siste årene. Dette kan man blant annet se av de høye prisene i 2022 som bidro til rekordresultat for Yara (Yara, 2024a, s.5). I 2023 stabiliserte naturgassprisene seg, noe som medførte en reduksjon i prisene på gjødsel og følgelig reduserte inntekter for Yara. Dette følger av at etterspørselen etter gjødsel er relativt stabil. I perioder hvor man har et høyere tilbud enn etterspørsel vil prisene falle. I 2023 var tilgangen til nitrogen høyere enn normalt, noe som bidro til å redusere prisen (Yara, 2024a, s.41).

**Renteendringer:**

Rentevarslinger fra USA påvirker hele verden, og ofte de globale rentenivåene. Grunnen til dette er at den økonomiske utviklingen og inflasjonen i USA skaper ringvirkninger for resten av verden. USA står for nesten en fjerdedel av det globale BNP, i tillegg er det en av verdens største eksportdestinasjoner (Myrseth, 2023b). Høye renter kan gjøre forbrukere mer forsiktige og risikoavers, som følge av høyere rentekostnader og usikkerhet om fremtidig utvikling. På denne måten kan Yara også bli påvirket gjennom at kundene kan bli mindre villig til å gjøre investeringer i deres produkter og tjenester (Yara, 2024a, s. 41). I tillegg vil virksomheter med høy rentebærende flytende gjeld få høyere kostnader når rentenivået er øker.

## *Sosiale forhold*

### **Endrede kostholdsvaner:**

Et større fokus på sunne og bærekraftige valg når det kommer til kosthold, er noe som trolig vil påvirke landbrukssektoren fremover. En høyere etterspørsel etter plantebasert mat, vil igjen påvirke etterspørsel etter gjødsel. Denne trenden gjelder imidlertid hovedsakelig for høyinntektsland, mens globalt ser trenden til å fortsette mot høyere inntak av kalorier og animalske proteiner (Yara, 2024a, s.18). Som nevnt over betyr altså dette at økt økonomisk vekst også vil påvirke etterspørselen etter gjødsel indirekte (Yara, 2022, s.67).

### **Befolkningsvekst:**

Forbruket av gjødsel er hovedsakelig drevet av etterspørselen etter mat i verden. I tillegg til at økonomisk vekst kan medføre en økt etterspørsel etter mat, vil en økende befolkning også føre til et større behov for mat (Yara, 2022, s.67). For å møte fremtidens behov for mat er landbruksnæringen forventet å måtte øke matproduksjon med 60% innen de neste 26 årene på de eksisterende jordbruksarealene. For å løse dette trenger bøndene å øke produktiviteten og utnytte arealene på best mulig måte. Det vil dermed bli et større behov for gjødsel og gjødselløsninger for å kunne maksimere avlinger (Yara, u.å., d).

## *Teknologiske forhold*

### **Ny teknologi**

Nye innovasjoner som muliggjør at bønder og andre aktører kan produsere sitt eget gjødsel slik som N2 Applied og Aelectra prosjektet utvikler, vil kunne medføre en redusert etterspørsel etter kunstgjødsel. Dette er som følge av at aktører med slike løsninger vil bli mer selvforsynt, og behovet for å kjøpe gjødsel fra selskaper som Yara blir mindre. Hvor stor effekten vil bli på etterspørsel etter gjødsel vil være avhengig av hva kostnaden for å investere i en slik løsning er, samt brukervennligheten av å ta i bruk løsningen.

## *Miljømessige forhold*

### **Økt bærekrafts-engasjement:**

Samfunnets økte fokus på miljø og bærekraft påvirker selskaper i form av at de kan bli presset til å endre på egen drift og produksjon for å ikke miste kunder til fordel for mer bærekraftige

---

konkurrenter. Det kan i tillegg føre til en endring av forbrukernes etterspørsel etter enkelte varer. For klesbransjen skjer dette ved at kunder er blitt mer opptatt av å kjøpe brukte klær og klær av god kvalitet, fremfor «fast fashion». For gjødselbransjen kan dette føre til en økt etterspørsel etter organisk gjødsel (Yara, 2024a, s.18).

### **Forurensning**

Høye utslipp av forurensning fra gjødselbransjen har ført til at de fleste store selskapene i bransjen har avkarbonisering som et langsiktig mål. Dette handler om å benytte mer bærekraftige løsninger som fører til mindre CO2 utslipp. Slike løsninger kan være å benytte fornybar energi eller lavkarbonløsninger, som hydrogen og karbonfangst eller karbonlagring (equinor, u.å.). Formålet med avkarbonisering er å redusere selskapene og bransjen sitt klimaavtrykk, og dermed bidra i kampen mot global oppvarming.

### **Global matsikkerhet**

For å oppnå global matsikkerhet vil det være nødvendig å utnytte de eksisterende landbruksarealene på en optimal måte. Dette vil kunne øke etterspørselen etter gjødsel og gjødselløsninger.

## *Juridiske forhold*

### **Lover og regler:**

Virkingen av endringer av lover og regler er blant annet at virksomheter kan bli pålagt å endre drift, produkter eller tjenester, det kan pålegge et selskap å rapportere på noe nytt, eller det kan endre etterspørselen etter enkelte varer og tjenester. I forbindelse med den nye gjødselordningen vedtatt av EU forventes det at mindre produsentene ikke vil påvirkes i stor grad, da de fremdeles har adgang til å benytte nasjonale regelverk om mineralgjødsel, men virksomheter som satser på eksport forventes å bli berørt (regjeringen, 2023a). For Yara førte den nye forordningen til store endringer i produksjon, markedsføring og merking av gjødselproduktene (Yara, 2023, s. 145). Den nye forordningen er også forventet å påvirke konkurransesituasjonen i markedet gjennom økt tilbud av organisk gjødsel (regjeringen, 2023a).



Den nye jordovervåkingsloven påvirker ikke Yara direkte, men kan påvirke virksomheten indirekte gjennom at økt søkelys på jordhelse kan føre til høyere etterspørsel etter Yaras produkter og tjenester.

### **Lover og regler knyttet til bærekraft**

Som nevnt over i delkapittel 2.3.6 må alle store og børsnoterte selskaper rapportere etter CSRD. Det foreligger i denne sammenhengen tre kriterier for å anses som et stort selskap;

1. Selskaper som har over 500 ansatte
2. Selskaper som har minst 580 millioner kroner i salgsinntekter, eller
3. Selskaper som har minst 290 millioner kroner i eiendeler i balansen (PWC, u.å.)

Yara oppfyller kriteriene, og må derfor rapportere etter CSRD. De nye kravene fra EU vil medføre at selskapet må bruke vesentlige ressurser til å samle inn informasjon, dokumentere og rapportere på riktig måte i forhold til kravene.

### ***Oppsummering av Pestel-analysen***

Virksomheter i en bransje blir påvirket av en rekke faktorer utenfor deres kontroll. Makroforholdene som vurderes å påvirke gjødselbransjen i størst grad er rente- og prisendringer, som i stor grad påvirker lønnsomheten til selskapene i bransjen. I tiden fremover forventes det at økonomisk vekst, befolkningsvekst og behov for å effektivisere landbruksareal vil medføre en økt etterspørsel etter gjødsel.

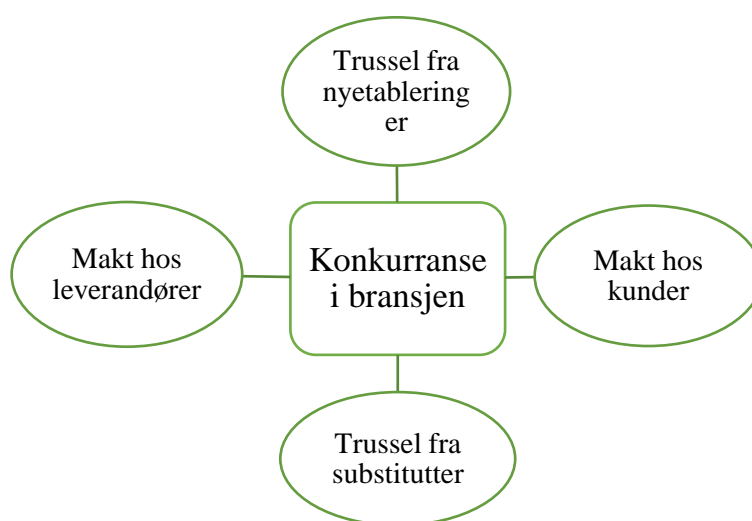
I tillegg vil bransjen fortsette å preges av ustabilitet i verden som påvirker tilgang til råvarer og priser på innsatsfaktorer, basert på hvordan nyhetsbildet ser ut i 2024. Dette vil kunne anses som en trussel i bransjen.

Totalt sett vurderes det å være en bransjeulempe som hovedsakelig er en konsekvens av høye renter, lavere priser på gjødsel og mye politisk uro siste året.

## 4.2.2 Porters fem konkurransekrefter

Porters fem konkurransekrefter er en analysemodell som går ut på å avdekke konkurransetilstanden i en bransje basert på fem konkurransekrefter. Hvor sterke de fem konkurransekreftene er til sammen forteller noe om hvor hard konkurranse det er i bransjen, men også lønnsomhetspotensialet som foreligger i den aktuelle bransjen. Ifølge Porter kan konkurransekreftene sin samlede styrke variere fra intens til liten. De fem konkurransekreftene er; *trusler fra nyetableringer, konkurranse i bransjen, kundens maktposisjon, trusler fra substitutter og leverandørens maktposisjon.*

Formålet med analysen er å finne ut hva som er forklaringen på konkurransetilstanden i bransjen, og benytte informasjonen til å se hvilke muligheter og trusler som foreligger i bransjen. For eksempel kan forklaringen på at en bransje har lite lønnsomhetspotensiale være at det finnes gode og billige substitutter av produktet eller tjenesten som selges, selv om bransjen ikke er truet av nyetableringer (Porter, 1987, s.29-32). Vi vil i det følgende gå gjennom de fem konkurransekreftene i figur 4.2 for Yara.



Figur 4.2: Porters fem konkurransekrefter (Olseng, 2024)

### *Trussel fra nyetableringer*

Nyetableringer i en bransje kan redusere lønnsomheten som følge av prispress og økte kostnader for at de eksisterende virksomhetene skal beholde sin markedsposisjon. Hvor stor trusselen er for at det skal komme nye aktører inn i bransjen avhenger av to faktorer; hvilke

etableringshindringer som foreligger og reaksjonene i forbindelse med nyetableringen fra de eksisterende virksomhetene i bransjen (Porter, 1987, s. 33).

### **Etableringshindringer**

Hvor vanskelig det er for en ny virksomhet å etablere seg i en bransje kommer hovedsakelig an på stordriftsfordeler, produktdifferensiering, kapitalbehov, byttekostnader, adgang til distribusjonskanaler, kostnadsulemper og myndighetenes politikk (Porter, 1987, s. 33-41).

I gjødselbransjen foreligger det stordriftsfordeler i innkjøp av råvarer og produksjon av mineralgjødsel, noe som vil bidra til høyere etableringskostnader for nye virksomheter. Grunnen til dette er at nyetableringer vil måtte satse stort fra starten av, noe som er kostbart og trolig vil medføre sterkere reaksjoner fra de virksomhetene som allerede er etablert i bransjen (Porter, 1987, s. 34).

Produktdifferensiering handler i denne sammenhengen om virksomhetens kundegruppe er trofaste og om hvor mye det har å si for kundene hvilket merke de kjøper. Som nevnt i delkapittel 2.3.2 har det trolig lite å si for kundene om de kjøper gjødsel fra Yara eller en av konkurrentene, så lenge de får et produkt som gir samme nytte. I bransjer som motebransjen vil kundene ha større merkebevissthet, og betalingsviljen vil være større for å kjøpe enkelte merker fremfor andre, selv om produktet i all hovedsak gir samme nytte. Liten grad av produktdifferensiering gjør etableringshinderet mindre, ettersom det blir et mindre behov for et nyetablert selskap til å gjøre store investeringer i merkevarebygging (Porter, 1987, s. 36).

I hvilken grad det er behov for å investere for å bli en konkurransedyktig aktør i markedet bestemmer kapitalbehovet. Det krever store kostbare investeringer for å få et produksjonsanlegg til mineralgjødsel operativt. Dette vil dermed øke inngangsbarrieren (Porter, 1987, s.36).

Byttekostnader handler om hvor stor kostnaden vil være for kunden å gå fra en leverandør til en annen. Dette vil blant annet avhenge av hvor omfattende og kostbart det er å lære opp de som skal benytte produktet å bruke det, om det er kostbare tilleggsutstyr knyttet til det aktuelle produktet og som ikke er mulig å benytte på tilvarende produkter fra en annen leverandør, og lignende. For landbruksnæringen er det lave byttekostnader knyttet til å bytte leverandør av gjødsel, men det kan foreligge høyere byttekostnader knyttet til å bytte leverandør av

---

gjødselløsninger. Lave byttekostnader gjør det lettere for en ny virksomhet å etablere seg i bransjen (Porter, 1987, s. 37).

En annen etableringshindring er dersom det er vanskelig for nyetableringer å få adgang til distribusjonskanaler for produktene sine. Salg av gjødsel skjer typisk gjennom en virksomhet som driver med detaljhandel av jordbruksvarer. Forhandlerne som selger Yara sine gjødselprodukter i Norge er Felleskjøpet, Norgesfôr og Fiskå mølle (Yara, u.å., f). Når det kommer til salg av gjødsel, selger alle de tre forhandlerne hovedsakelig bare Yara sine produkter. Virkemidler en ny aktør kan benytte for å få tilgang til tilsvarende distribusjonskanaler kan være å gi prisnedsettelse, annonsestøtte og lignende, noe som vil være en kostnad for den nyetablerte virksomheten (Porter, 1987, s.38).

Dersom de etablerte virksomhetene i bransjen har kostnadsfordeler som er av en slik type at det kan være vanskelig for nye aktører å innhente, uavhengig av om aktører klarer å oppnå stordriftsfordeler, så vil dette kunne øke inngangsbarrieren på markedet. Dette kan være tilfellet dersom en virksomhet klarer å holde produksjonsteknologien hemmelig eller har patent på den (Porter, 1987, s.38). Da Yara sine grunnleggere i starten av 1900-tallet, som nevnt i delkapittel 2.1.1, kom frem til en metode for å trekke ut nitrogen fra luften ved bruk av vannkraft for å produsere mineralgjødsel, ble dette tatt patent på. Selskapet har i dag over 2.000 patenter og patentsøknader (Yara, u.å., g). En patent varer i 20 år og kan bidra til at et selskap klarer å oppnå en konkurransefordel dersom metoden er mer effektiv enn den som andre aktører benytter. Yara har imidlertid over tid gått over til å bruke den mer kjente Haber-Bosch metoden for å produsere ammoniakk, ettersom denne krever mindre energi (Yara, u.å., h).

Eksisterende virksomheter kan også ha en kostnadsfordel når det gjelder tilgang til råvarer. Dersom det er vanskelig for nye virksomheter å få tilgang til de mest gunstige råstoffkildene og/eller at prisene de må betale er mye høyere enn det eksisterende markedsaktører har sikret seg gjennom bindende avtaler, så vil dette øke inngangsbarrieren (Porter, 1987, s.38). Yara har inngått flere langsiktige avtaler for å sikre transportkapasitet, råvarer og tilgang på energi, som er viktig i gjødselbransjen ettersom tilgangen til flere viktige råvarer er begrenset (Yara, 2024a, s.207).

Myndighetenes politikk kan også skape hindringer for nyetableringer i en bransje. Det kan mellom annet være begrensninger gjennom krav om tillatelse, kvoter, tilgang til råvarer, og

lignende (Porter, 1987, s.41). Som nevnt over i delkapittel 2.3.5 medfører produksjon av mineralgjødning mye forurensning. Som følge av dette er det i mange land krav om tillatelse for å forurense. I Norge er det i henhold til forurensningsloven §7 fastsatt en plikt om å unngå forurensning. Nyetableringer innen forurensende industri som ikke er unntatt i henhold til loven, må derfor søke om tillatelse fra myndighetene for å starte virksomhet som kan medføre forurensning, jmfør forurensningsloven §11 (forurensningsloven, 1983).

### **Reaksjoner fra eksisterende virksomheter**

Trusselen for at det skal komme inn nyetableringer på gjødselmarkedet blir også påvirket av hvilke motreaksjoner en ny aktør forventer fra de eksisterende virksomhetene i bransjen. Hvor stor denne trusselen virker vil komme an på faktorer som om det tidligere er kjent at eksisterende virksomheter har satt i gang mottiltak, eller om de etablerte bedriftene har tilgang til mye ressurser som kan benyttes til å presse nye bedrifter ut av markedet (Porter, 1987, s. 41-42). Det er ikke kjent at det i gjødselbransjen er blitt satt i gang mottiltak mot nyetableringer, men mange av de største aktørene i bransjen har store ressurser.

Enkelte mottiltak er imidlertid ikke tillatt i henhold til norsk lov. Dersom et selskap misbruker sin dominante stilling, vil dette kunne være et brudd på konkurranseloven §11 (konkurranseloven, 2004). Tilsvarende lover finnes i andre land også, og Yara må dermed forholde seg til dette når det kommer til prissetting, rabatter, avtale-inngåelser og lignende. Historisk sett har det vært perioder hvor tilbud av gjødsel har oversteget etterspørselen, noe som gir mindre rom for å presse prisene (Yara, 2024a, s.265).

### ***Konkurranse i bransjen***

Hvor sterk konkurranseintensiteten er blant de eksisterende bedriftene i bransjen vil påvirke lønnsomhetspotensialet. Faktorer som påvirker hvor sterk konkurransen er i gjødselbransjen er blant annet antall konkurrenter i bransjen, kostnaden for faste utgifter og avviklingshindringer (Porter, 1987, s.46-51).

Gjødselbransjen er i stor grad styrt av noen få store virksomheter globalt. I bransjer hvor det få selskaper som er like med hensyn til størrelse og ressurser, vil det være ekstra synlig for de andre i bransjen dersom en av konkurrentene gjør taktiske handlinger for å vinne

---

markedsandeler. Typiske måter å forsøke å oppnå dette er priskonkurranse, annonsekrieg, produktlansering, bedre kundeservice og garantibetingelser. Dersom alle selskapene i bransjen svarer med tilsvarende mottiltak, kan det resultere i at hele markedet blir skadelidende. Virksomheter må derfor være forsiktige før de benytter slike taktikker (Porter, 1987, s.46)

I tilfeller hvor et selskap dominerer bransjen, kan dette selskapet bli prisleder. I USA ble det gjennomført en studie av effekten på pris av fusjonen mellom PotashCorp og Argium i 2018. Etter fusjonen ble selskapet (Nutrien Ltd) den største produsenten av kalium i verden, og kontrollerte 60 % av Nord Amerika sin kalium-kapasitet. Studien gjennomført av den føderale handelskommisjonen i USA viste at det ikke var indikasjoner på priseffekter etter fusjonen (Kreisle, 2020). Dette tyder på at det ikke foreligger sterk priskonkurranse i gjødselbransjen.

Produksjon av mineralgjødsel krever en del faste kostnader. Høye faste kostnader presser virksomhetene til å utnytte sin produktkapasitet, noe som kan føre til overforsyning av gjødsel i markedet dersom etterspørselen ikke tilsvarer tilbudet. Virksomhetene har muligheter til å lagre gjødsel og kjemikalier over en viss tid, men dette er underlagt strenge krav fra myndighetene med hensyn til miljø- og sikkerhet. Overforsyning og manglende muligheter for å lagre produkter over tid vil bidra til å presse ned prisene (Porter, 1987, s. 47-48).

Høye avviklingskostnader spiller inn på konkurranseintensiteten gjennom at det vil gjøre det vanskeligere for et selskap å tre ut av bransjen, selv om den ikke er lønnsom. For å produsere mineralgjødsel kreves spesialtilpassede maskiner og utstyr. Denne typen utstyr vil være vanskeligere å selge videre ved eventuell nedleggelse av virksomheten, noe som gjør avviklingskostnaden høyere. Selskaper som har drevet virksomhet over flere år har i tillegg ofte opparbeidet seg kostbare fjernings- og opprydningsforpliktelser, knyttet til å sette områder med produksjon og gruvedrift tilbake til sin originale stand (Porter, 1987, s. 49-50).

### *Trussel fra substitutter*

I bransjer hvor det finnes billigere og/eller bedre alternative produkter som utfyller samme funksjon som produktet man selger, vil dette utgjøre en trussel for lønnsomheten i bransjen (Porter, 1987, s.52). Substituttet til mineralgjødsel er organisk gjødsel. Noe organisk gjødsel blir solgt innen gjødselbransjen, også husdyrgjødsel benyttes som organisk gjødsel. For bønder som har tilgang til husdyrgjødsel gjennom drift vil dette være et billigere alternativ til

mineralgjødning. Ofte benyttes både husdyrgjødning og mineralgjødning i kombinasjon, da husdyrgjødning ofte ikke er tilstrekkelig.

Mulighetene for bønder til å omgjøre husdyrmøkk til gjødning med samme nytte som mineralgjødning med hjelp av nye innovasjoner som nevnt i delkapittel 2.3.4, vil kunne redusere etterspørselen etter mineralgjødning. Trolig vil det ta flere år før slike innovasjoner blir vanlig del av bønders utstyr, som følge av høye investeringskostnader.

Som nevnt over i delkapittel 2.3.6 og 4.2.1 er det forventet at tilbudet av organisk gjødning vil øke som følge av den nye gjødselordningen til EU som åpner for CE-merking av organisk gjødning. EU-kommisjonen har kommet frem til at opp mot 30 % av mineralgjødning kan erstattes med organisk gjødning, og den nye ordningen vil kunne bidra til denne endringen (Eu commission, 2022). Yara har i løpet av de siste tre årene gjennomført tre strategiske oppkjøp av selskaper som driver med produksjon av organiske og resirkulerte gjødselprodukter, for å tilpasse seg denne endringen (Yara, 2024d). En slik taktikk kan redusere trusselen knyttet til substitutter for selskapet.

### *Makt hos kunder*

I enkelte bransjer kan kunden inneha stor makt ovenfor leverandøren. Dette kan føre til at kunden er i stand til å presse prisene ned eller få bedre service, noe som vil medføre en lavere lønnsomhet i bransjen. Kundegruppen i gjødselbransjen består av forhandlere og distributører av landbruksprodukter. Sluttbruker er hovedsakelig bønder, og det er de som vil styre etterspørselen etter produktet. Den totale kundegruppen er dermed stor, noe som reduserer sjansen for at kunden får stor makt. I tilfeller hvor den totale kundegruppen er konsentrert, vil konsekvensen av å miste en kunde være større. Selv om den totale kundegruppen er stor, vil enkelte kunder være større enn andre og dermed mer verdifulle å beholde (Porter, 1987, s. 54). Det vil for eksempel være viktig for Yara sin avdeling i Norge å beholde Felleskjøpet som kunde ettersom dette er en av landets største leverandører av landbruksprodukter. En av Yara sine mest vanlige salgsfremmende tiltak er derfor å gi volumrabatter til de største kundene (Yara, 2024a, s.228).

En annen faktor som påvirker maktforholdet mellom kunden og leverandøren, er hvor stor del av kunden sin totale driftskostnad produktet eller tjenesten utgjør. Yara har globalt mange som videreselger sine produkter, og det vil dermed variere hvor stor andel av kunden sin totale

---

driftskostnad produktene utgjør. I Norge har Yara hovedsakelig tre store forhandlere som selger Yaras produkter; Felleskjøpet, Norgeskjøp og Fiskå Mølle. En stor del av forhandlerne sine inntekter stammer fra salg av andre produkter enn gjødsel, og de vil justere innkjøp av gjødsel basert på etterspørsel fra sine kunder. Det er dermed mer naturlig å se på hvor stor del av bøndernes totale driftskostnad innkjøp av gjødsel utgjør.

For en bonde som driver med husdyr i Norge vil den største kostnaden være kjøp av kraftfôr som i gjennomsnitt utgjorde 37% av bondens totale kostnader i perioden 2019-2021. Kjøp av kunstgjødsel og kalk stod for 8% av bondens totalkostnader i samme periode. Dersom prisen på gjødsel øker relativt til de andre innsatsfaktorene, vil andelen av totalkostnaden øke. For eksempel økte gjødselprisene kraftig i 2022, og i denne perioden utgjorde kunstgjødsel og kalk 12% av bondens totale kostnader (Finci & Smedshaug, 2022, s.18-23). Dette vil øke kundens insentiver til å forhandle med leverandører for å forsøke å oppnå en gunstigere pris. Lønnsomheten i landbruksnæringen er et tema som ofte er diskutert i media og politikken, som følge av at det har oppstått et betydelig lønnsgap mellom bønder og norsk gjennomsnittslønn over flere år (Finci & Smedshaug, 2022, s.25). For kunder som opererer i bransjer med lav lønnsomhet, vil insentivet for å redusere kostnadene være større (Porter, 1987, s. 54-55).

Som nevnt over om etableringshindringer, har man lite produktdifferensiering i gjødselbransjen og byttekostnadene er lave. Dette gjør det lettere for kundene å skifte leverandør, og gir kunden større makt. En annen faktor som påvirker kundens makt, er hvor avhengig kunden er av produktet. Gjødsel spiller en viktig rolle for jordhelsen og kvaliteten på avlinger, og dermed vil bønder som driver med produksjon av mat være avhengig av gjødsel (Porter, 1987, s.55).

### *Makt hos leverandører*

Leverandørene i bransjen kan også inneha en maktposisjon ovenfor virksomheten. En leverandør med stor makt har mulighet til å sette opp priser eller redusere kvaliteten på varer og tjenester, noe som kan resultere i redusert lønnsomhet for bransjen. Faktorer som påvirker leverandørens makt er mellom annet hvor mange leverandører og kunder det er i bransjen, om det finnes substitutter, byttekostnaden og om produktene er differensierte (Porter, 1987, s. 57).



Yara vil i størst grad påvirkes av sine leverandører av innsatsfaktorene naturgass, fosfat og kalium (Yara, 2024a, s.105).

Kundegruppen til en leverandør som selger naturgass er stor, og det er få store leverandører globalt. Dette taler for at leverandører av gass har stor makt ovenfor gjødselbransjen, men ettersom de største gjødselselskapene kjøper mye gass vil dette jevne ut maktbalansen. Yara er en av selskapene i Europa som kjøper mest gass, og de vil dermed ha en god forhandlingsposisjon ved avtaleinngåelse med leverandører av gass (Ask, 2022). Naturgass blir benyttet til å produsere nitrogengjødsel og industriprodukter. Yara åpnet i 2024 et fornybart hydroanlegg på Herøya i Porsgrunn. Her skal selskapet erstatte naturgass i produksjonen ved å produsere hydrogen gjennom elektrolyse av vann med fornybar energi. Dette vil over tid kunne bli en substitutt for naturgass, gitt at man får et større marked for lavutslippsammoniakk (Yara, u.å., i). Byttekostnaden for å skifte fra en leverandør til en annen er lav, og produktet er lite differensierte. Samlet sett anses leverandørmakten for naturgass relativt lav.

Fosfat er en ikke fornybar ressurs som forekommer i naturlige geologiske avleiringer som fosforitt, som utvinnes fra jordskorpen (Yara, 2024a, s.105). Mineralet blir hovedsakelig benyttet i kunstgjødsel, men forekommer også i mange andre produkter som batterier, farmasøytiske preparater og tannkrem (Pedersen & Egeland, 2023). Kundegruppen er stor, men det er få leverandører globalt. Tidligere har Yara kjøpt fosfat fra Russland, men selskapet har stoppet alle innkjøp som følge av handelssanksjoner (Yara, 2024a, s.227). Dette reduserer antallet tilgjengelige leverandører ytterligere, og øker leverandørmakten. Noe som bidrar til redusert leverandørmakt er at Yara eier en gruve for utvinning av fosfat i Finland, og er dermed delvis selvforsynt (Yara, 2024a, s.105). Produktene er lite differensierte, og byttekostnadene er lave. Det finnes imidlertid ikke substitutter for produktet, da mineralet er essensielt i produksjon av mineralgjødsel. Samlet sett anses leverandørmakten for fosfat som middels høy.

Kalium er i likhet med fosfat en råvare som kommer fra ikke-fornybare kilder. 90-95% av kalium blir benyttet til produksjon av gjødsel, og kundegruppen består dermed hovedsakelig av gjødselvirksomheter (canpotex, u.å). Russland og Hviterussland har tidligere vært store eksportører av kalium, men etter invasjonen av Ukraina er mye av eksporten til andre land stoppet som følge av handelssanksjoner (Yara, 2024a, s.37). Dette reduserer antallet aktuelle leverandører, men som følge av at kundegruppen også er liten vil dette motvirke effekten. Produktene er lite differensierte, og byttekostnadene er lave. Kalium er en nødvendig råvare i

gjødselproduksjon, og det finnes ikke substitutter for produktet. Samlet sett anses leverandørmakten for kalium som middels høy.

### *Oppsummering Porters fem konkurransekrefter*

Trusselen fra nyetableringer anses som lav, og konkurransen i gjødselbransjen, trussel fra substitutter, og makt hos kunder og leverandører anses som moderat. Totalt sett anses konkurransen i gjødselbransjen å være moderat. Se oppsummering i tabell 4.1.

<i>Konkurransekrefter</i>	<i>Lav</i>	<i>Moderat</i>	<i>Høy</i>
<i>Trussel fra nyetableringer</i>	x		
<i>Konkurranse i bransjen</i>		x	
<i>Trussel fra substitutter</i>		x	
<i>Makt hos kunder</i>		x	
<i>Makt hos leverandører</i>		x	

Tabell 4.1: Oppsummering av Porters fem konkurransekrefter

Basert på porter-analysen vurderes det å foreligge en svak bransjefordel som følge av høye etableringshindringer i markedet som medfører lavere risiko for nyetableringer. Denne fordelen motvirkes imidlertid av lave byttekostnader og lite produktdifferensiering. I tillegg kan det foreligge en trussel i bransjen som følge av økt konkurranse fra produsenter av organisk gjødsel i årene fremover. Dette vil kunne påvirke etterspørselen etter mineralgjødsel, men for Yara kan dette vurderes som en vekstmulighet da selskapet har tilpasset seg ved å gjennomføre strategiske oppkjøp innen organisk gjødsel.

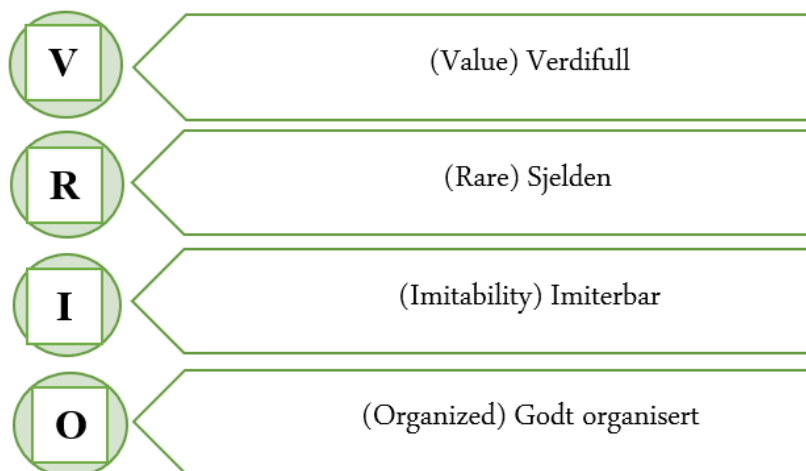
## 4.3 Intern analyse

Mens man i den eksterne analysen ser på behovet for å tilpasse strategien basert på faktorer som påvirker selskapet utenfra, ser man i den interne analysen på virksomhetens kapasitet til å gjennomføre den valgte strategien. Den strategiske kapasiteten blir påvirket av virksomhetens ressurser og aktiviteter. I den interne analysen har man ofte fokus på balansen mellom selskapets ulike ressurser og aktiviteter (Roos mfl., 2021, s.162). Vi har valgt å gjennomføre en VRIO-analyse.

### 4.3.1 VRIO-analyse

VRIO analysen er et verktøy man kan benytte for å vurdere selskapets tilgjengelige ressurser. En virksomhet kan inneha fysiske ressurser som for eksempel et bygg med en strategisk beliggenhet. Ressursene kan også omfatte menneskene som er ansatt i bedriften og den kompetansen de besitter. Noen ressurser er immaterielle som for eksempel merkevaren til Apple eller Coca Cola. Et selskap kan også ha finansielle ressurser. Enkelte ressurser bidrar til at selskapet kan oppnå en konkurransefordel ovenfor konkurrentene sine, og det er disse ressursene som er mest interessant å se nærmere på.

Med utgangspunkt i en aktuell ressurs virksomheten besitter undersøker man med VRIO-analysen om den er verdifull, unik, imiterbar og om organisasjonen er godt nok organisert til å utnytte ressursen (Petersen mfl., 2019, s.275).



Figur 4.3: De fire elementene i VRIO-analysen (Petersen mfl., 2019, s.275).

---

## *Erfaring og kunnskap*

Yara har over 100 års erfaring når det kommer til gjødselproduksjon. Et selskaps erfaringer og bransjekunnskap er en verdifull ressurs som kan være vanskelig å kopiere. Over tid har virksomheten opparbeidet seg individuell og kollektiv erfaring som sammen har bidratt til mer effektiv produksjon og bedre produkter. En slik lærecurveeffekt kan være en konkurransefordel, da arbeidsrutiner og arbeidskultur er bygd opp over lang tid og er vanskelig å observere (Kaldestad & Møller, 2016, s.104).

## *Merkevare*

En merkevare er en organisasjonsressurs som er unik for virksomheten. Hvor verdifull merkevaren er kommer an på hvor stor effekt den har på forbrukeren. Enkelte merkevarer er mer verdifulle enn andre, for eksempel er merkevaren til Lego mer verdt enn merkevaren til Q-Bricks som er et slovensk selskap som produserer samme type produkter som Lego. Dette handler kundenes tillit og lojalitet ovenfor enkelte merkevarer, som følge av erfaring og kjennskap. Som nevnt i Porteranalysen i delkapittel 4.2.2 tilbyr selskapet et produkt med lave byttekostnader og lav produktifferensiering. Dette taler for at verdien av merkevare ikke er større enn konkurrentenes merkevare.

## *Ledelsens tilpasningsdyktighet*

Villigheten og muligheten til å tilpasse seg etter samfunnets behov og forventninger er en viktig immateriell ressurs et selskap kan inneha. Mangel på tilpasningsdyktighet kan medføre at selskapets produkter og tjenester blir utdaterte, slik som skjedde med Kodak da det digitale kameraet kom. Yara tilpasser seg trender i markedet og samfunnet gjennom å utvikle teknologiske løsninger etter bøndenes behov, samt sin satsing på lavutslippsammoniakk og organiske gjødsel.

Et selskaps tilpasningsdyktighet stammer fra selskapets ledelse og organisering. Ledelsen må være villig til å ta risikoen som kommer av å satse på et nytt produkt eller en ny tjeneste, og risikoen knyttet til å gjøre forandringer i selskapet. Selskapet må også ha tilstrekkelig finansielle ressurser til å muliggjøre slike endringer. Utvikling av ny teknologi og nye produkter krever enorme mengder kapital, da dette ofte krever personell med spesialkompetanse, tid og utstyr.

Yara sin tilpasningsdyktighet er en verdifull ressurs, da den bidrar til at selskapet holder seg oppdatert på ny teknologi og trender. Dette vil hjelpe selskapet å kunne gi kundene de

produktene som etterspørres. Ressursen er derimot ikke sjelden, da de fleste andre aktørene i bransjen også vet at de må tilpasse seg behovene i markedet. Ikke alle vil ha samme muligheter til å gjøre endringer, da dette kan være kostbart. Konklusjonen er at ressursen er verdifull, men den er ikke unik for Yara.

### *Råvaretilgang*

Som nevnt over i Porter-analysen i delkapittel 4.2.2 har Yara inngått flere langsiktige avtaler med leverandører som kan gi selskapet en fordel ovenfor andre aktører. Råvaretilgangen er varierende som følge av politisk uro, handelsrestriksjoner og prisendringer, dermed kan slike avtaler være verdifulle. Langsiktige leverandøravtaler er ikke sjeldne, og vil også være mulig for andre aktører å oppnå. Yara har noe egen utvinning av råvarer gjennom sin fosfat-gruve i Finland, men er ikke selvforsynt på samme nivå som konkurrenten Nutrien som eier åtte gruver for utvinning av kalium. Å være selvforsynt med råvarer vil være en verdifull ressurs som også er sjelden ettersom utvinning av mineraler fra gruver ofte er underlagt strenge restriksjoner fra myndighetene.

### *Lavkarbonløsninger*

Etterspørselen etter lavkarbonløsninger er forventet å øke i årene fremover som følge av samfunnets økende søkelys på bærekraft og miljø, større insentiver fra bedrifters side som følge av økt rapporteringskrav og krav fra myndigheter. Yara jobber mot å bli en av de første i rekken til å tilby lavkarbonløsninger innen gjødselbransjen, og å innta en ledende posisjon innen lavutslippsammoniakk. Lavutslippsammoniakk er ammoniakk som enten er produsert ved bruk av fornybar energi eller karbonfangs og -lagring (Yara, 2024a, s.6).

Slik det er i dag er det ikke et stort marked for lavutslippsammoniakk. Yara jobber derfor strategisk mot å øke etterspørselen gjennom samarbeidsavtaler og partnerskap, samt å øke tilbudet gjennom investeringer i ny teknologi og kapasitet (Yara, 2024a, s.29). Dersom det skapes et marked for lavutslippsammoniakk og etterspørselen øker, vil Yaras lavutslippsløsninger være en stor ressurs for selskapet. Den vil også være vanskelig for andre å kopiere da selskapet kan dra nytte i sitt opparbeidede nettverk, erfaring og sin infrastruktur for ammoniakkeksport- og handel (Yara, 2024a, s.6). Det knytter seg imidlertid stor risiko knyttet til å benytte store ressurser på et produkt som det ikke foreligger et veletablert marked for.

## Oppsummering av VRIO-analysen

Flere av Yaras ressurser bygger opp under hvordan selskapet har klart å bygge seg opp til å bli et av de største gjødselselskapene i verden. Oppsummeringen av analysen over følger av tabell 4.2.

<i>Ressurs</i>	<i>Verdifull</i>	<i>Sjelden</i>	<i>Ikke- imiterbar</i>	<i>Godt organisert</i>	<i>Påvirkning på konkurranseskraft</i>
<i>Erfaring</i>	<i>Ja</i>	<i>Nei</i>	<i>Ja</i>	<i>Ja</i>	<i>Ressursfordel</i>
<i>Merkevare</i>	<i>Nei</i>	<i>Nei</i>	<i>Ja</i>	<i>Ja</i>	<i>Paritet</i>
<i>Tilpasningsdyktighet</i>	<i>Ja</i>	<i>Nei</i>	<i>Nei</i>	<i>Ja</i>	<i>Paritet</i>
<i>Leverandøravtaler</i>	<i>Ja</i>	<i>Nei</i>	<i>Nei</i>	<i>Ja</i>	<i>Paritet</i>
<i>Manglende selvforsyning</i>	<i>Ja</i>	<i>Ja</i>	<i>Ja</i>	<i>-</i>	<i>Ressursulempe</i>
<i>Lavkarbonløsninger</i>	<i>-</i>	<i>Ja</i>	<i>Ja</i>	<i>Ja</i>	<i>Potensiell ressursfordel</i>

Tabell 4.2: Oppsummering av VRIO-analysen

Totalt sett vurderes Yara å hverken inneha en ressursfordel eller ressursulempe. Yara har imidlertid en mulighet til å oppnå en ressursfordel med sine lavkarbonløsninger, men dette vil avhenge av om etterspørselen etter slike løsninger øker.

## 4.4 Oppsummering av den strategiske analysen

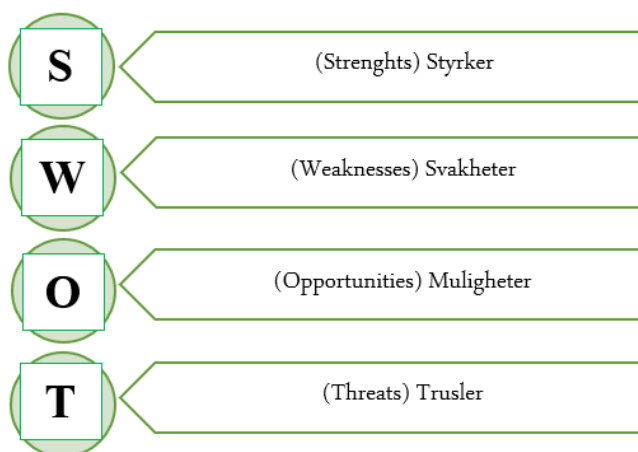
Som nevnt over i delkapittel 4.1 er noe av formålet med den strategiske analysen å fortelle om den nåværende konkurransesituasjonen i bransjen og om de ressursene virksomheten innehar. Basert på dette kan man vurdere om det foreligger en bransjefordel og/eller en ressursfordel.

Basert på den eksterne analysen anses det å være en historisk bransjefordel i markedet, men at høye renter, lav gjødselpris og politisk uro har ført til at man har en bransjeulempe siste tiden. Selskapet har vokst seg stor over tid i en lønnsom bransje med få konkurrenter og liten trussel

for nyetableringer. Totalt sett er konkurransen i gjødselbransjen moderat, og det forventes at etterspørselen etter gjødselprodukter vil øke i fremtiden som følge av befolkningsvekst, økonomisk vekst og behov for å effektivisere landbruksarealet.

Basert på den interne analyses vurderes det at selskapet hverken innehar en ressursfordel eller en ressursulempe.

Innsikten fra den eksterne og interne analysen kan bidra til å se virksomhetens sterke og svake sider, samt de mulighetene og truslene som virksomheten møter. Denne informasjonen kan man vise gjennom en SWOT-analyse. Formålet med analysen er å få en oversikt over informasjonen innhentet gjennom den interne- og eksterne analysen, og bruke denne til å lage en prognose for om virksomheten vil beholde den strategiske fordelene i fremtiden (Roos mfl., 2021, s.205).



Figur 4.4: De fire elementene i SWOT-analysen (Roos mfl., 2021, s.205)

Yara har mulighet til å få en ledende posisjon når det kommer til å tilby lavkarbonløsninger i markedet, som det er potensiale for å komme et voksende marked for. I tillegg er det forventet en økende etterspørsel etter organisk gjødsel, og Yara har mulighet til å innta en strategisk posisjon ved sin investering i organiske gjødselselskaper. Trusselen mot bransjen er politisk ustabilitet som kan redusere tilgangen til og øke prisene på viktige innsatsfaktorer. En annen trussel er den økte konkurransen som ventes å komme fra økt tilbudet av organisk gjødsel.

Selskapets styrker er som nevnt tidligere Yaras erfaring og kunnskap. Svakheten til selskapet knytter seg til manglende selvforsyning av råvarer.

---

*Eksterne faktorer*

<b>Muligheter</b>	<b>Trusler</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Økt behov for mat</li> <li>• Satsing på lavkarbonløsninger</li> <li>• Satsing på organisk gjødsel</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Politisk ustabilitet</li> <li>• Økt konkurranse fra leverandører av organisk gjødsel</li> </ul>

*Interne faktorer*

<b>Styrker</b>	<b>Svakheter</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Erfaring og kunnskap</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Manglende selvforsyning av råvarer</li> </ul>

*Tabell 4.3: Oppsummering av SWOT-analysen*

For å oppnå en strategisk fordel burde selskapet opprettholde forholdet sitt til eksisterende leverandører som opererer i land med stabile politiske forhold, og erstatte leverandørforhold i land som er preget av mye usikkerhet. Dette vil redusere trusselen knyttet til politisk ustabilitet noe, og svakheten med manglende selvforsyning. I tillegg burde selskapet gjennomføre sin satsing innen bærekraft, som også vil redusere trusselen fra økt konkurranse fra leverandører av organisk gjødsel.



## 5. Regnskapsanalyse

I denne delen av masterutredningen vil vi gjennomføre en regnskapsanalyse. Dette er en analyse av rapporterte regnskapstall for Yara og komparative selskaper i bransjen. Formålet med en slik analyse er å få innsikt i underliggende økonomiske forhold, risiko og superrentabilitet (Knivsflå, 2024b).

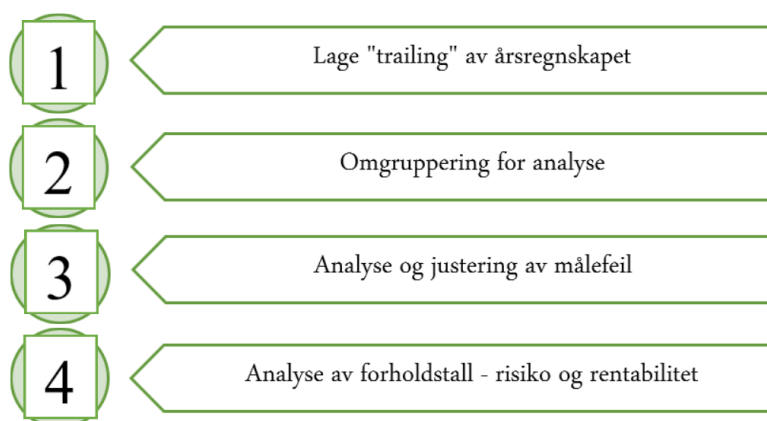
### 5.1 Rammeverk og praktiske valg

#### 5.1.1 Rammeverk for regnskapsanalyse

Hvordan en regnskapsanalyse er opparbeidet kommer an på hvilken bruker av regnskapet analysen skal gi informasjon til. Det finnes mange brukere av et selskaps regnskap, blant annet eierne, kreditorer, myndigheter, media og så videre. Vi vil gjennomføre en investororientert analyse, hvor fokuset er på nettoverdien av virksomheten og inntjeningen til kapital i forhold til avkastningskravet.

Regnskapsanalysen består av fire steg som er oppsummert i figur 5.1. Det første man gjør er å utarbeide en «trailing» av årsregnskapet. Dette gjør man dersom man skal gjennomføre en regnskapsanalyse med utgangspunkt i kvartalsregnskap, for å estimere seg frem til hva de gjenværende kvartalsregnskapene blir. Dette betyr at dersom selskapet har lagt frem den tredje kvartalsrapporten, kan man beregne seg frem til hva man forventer fjerde kvartalsregnskapet blir. Dette gjør man ved å ta utgangspunkt i regnskapstall fra det fjerde kvartalet året før, og justerer for unormale poster og vekst.

Når man har laget «trailing», er neste steg å omgruppere regnskapsoppstillingen for analyse. Formålet med dette er å gjøre oppstillingen mer investororientert, ettersom oppstillingsplanene etter IFRS er mest kreditororientert. Disse endringene vil gjøre at investor får et bedre utgangspunkt til å lage prognoser for fremtidig inntjening og estimerer på egenkapitalverdien. Omgrupperingen omfatter resultatregnskapet, egenkapitaloppstillingen, balansen og kontantstrømmen. Videre gjennomfører man analysen og justerer for målefeil. Og til slutt gjør man en forholdstallsanalyse (Knivsflå, 2024b). Forholdstallsanalysen blir gjennomført i kapittel 6 og 8.



Figur 5.1: De fire stegene i regnskapsanalysen (Knivsflå, 2024b)

### 5.1.2 Praktiske valg

Før man starter med regnskapsanalysen, er det enkelte praktiske valg man burde beslutte; hvilket nivå man skal analysere på, hvor lang analyseperiode man skal undersøke og hvilke selskaper man skal sammenligne regnskapstallene med (Knivsflå, 2024b).

#### *Valg av analysenivå*

Et selskap kan analyseres samlet enten på selskaps eller konsernnivå, eller man kan analysere de ulike forretningsområdene i selskapet hver for seg. Dersom de ulike forretningsområdene skiller seg vesentlig fra hverandre, kan dette tale for at man burde analysere selskapet delt. Yaras ulike driftssegmenter ble gjennomgått i delkapittel 2.1.5 om organisasjonens struktur. De regionale enhetene driver i stor grad med samme virksomhet i ulike regioner, og skiller seg dermed ikke fra hverandre i vesentlig grad. De globale enhetene holder på med ulike aktiviteter, men er også integrerte deler i selskapet som en helhet. Basert på dette, og problemet med at regnskapsinformasjon fordelt på forretningsområdene er noe manglende, velger vi å analysere Yara samlet på konsernnivå.

#### *Valg av analyseperiode*

Det neste valget er hvor lang periode man skal analysere. Faktorer som påvirker dette valget, er om det har skjedd store endringer i selskapet de siste årene eller ikke. Yara har i stor grad holdt på med samme kjernevirksomhet siden selskapet ble skilt fra Hydro og børsnotert i 2004. Det har derimot skjedd endringer i gjødselbransjen knyttet til hvilke varer og tjenester som blir etterspurt i markedet. Det er i større grad kommet et fokus på bærekraft og tilbud av

digitale løsninger, noe som har ført til at selskapet har startet et eget driftssegment for «ren ammoniakk» og har utviklet avanserte teknologiske løsninger for landbruksnæringen. Dette taler for å velge en kort periode. Gjødselbransjen er imidlertid en syklisk bransje, noe som betyr at regnskapsanalysen burde inkludere en oppgangsperiode og nedgangsperiode for å være mest mulig representativ. Basert på dette har vi valgt en analyseperiode på 5 år, det vil si perioden 2019-2024.

### *Valg av komparative selskaper*

Til slutt må man velge hvilke selskaper man skal sammenligne virksomhetens regnskapstall med. Yara sine sammenlignbare selskaper ble gjennomgått i delkapittel 2.2.1. Selskapene som blir inkludert i bransjegjennomsnittet er Nutrien Ltd, CF industries holding og The Mosaic Company, i tillegg blir Yara også inkludert i sammenligningsgrunnlaget.

## 5.2 Presentasjon av rapporterte tall og “trailing”

Yara rapporterer etter den internasjonale finansielle rapporteringsstandarden IFRS. Selskapet utarbeider kvartalsrapporter, og vi vil benytte første og andre kvartalsrapport for 2024 som utgangspunkt for utarbeidelse av trailingen. I det følgende vil vi presentere resultatregnskapet, balansen, samt endringer i egenkapitalen til Yara for perioden 2019-2024. Informasjonen er hentet fra selskapets publiserte års- og kvartalsrapporter. Alle rapporterte tall er oppgitt i millioner USD.

RESULTATREGNSKAP Alle tall er i USD millioner	2019	2020	2021	2022	2023	2024T
Driftsinntekter fra kontrakter med kunder	12 858	11 591	16 617	23 902	15 431	13 039
Andre inntekter og gevinst/(tap) fra råvarederivater	78	137	-9	150	117	53
<b>Driftsinntekter og annen inntekt</b>	<b>12 936</b>	<b>11 728</b>	<b>16 607</b>	<b>24 051</b>	<b>15 547</b>	<b>13 092</b>
Råvarer, energi- og fraktkostnader	-9 317	-7 819	-12 803	-18 078	-11 445	-9 425
Beholdningsendring egen produksjon	-17	-201	668	725	-650	-173
Lønn og lønnsavhengige kostnader	-1 180	-1 136	-1 270	-1 284	-1 399	-1 451
Avskrivning og amortisering	-922	-919	-984	-964	-1 018	-1 019
Nedskrivning	-43	-46	-666	-35	-220	-40
Forventet og realisert tap på kundefordringer	-7	-17	-6	-14	-9	-18
Andre driftskostnader	-460	-414	-479	-575	-495	-436
<b>Driftskostnader</b>	<b>-11 946</b>	<b>-10 551</b>	<b>-15 540</b>	<b>-20 224</b>	<b>-15 236</b>	<b>-12 562</b>
<b>Driftsresultat</b>	<b>989</b>	<b>1 176</b>	<b>1 068</b>	<b>3 827</b>	<b>312</b>	<b>529</b>
Andel resultat fra tilknyttede selskaper og felleskontrollert virksomhet	65	20	23	25	1	4
Renteinntekter og andre finansinntekter	76	62	64	108	159	84
Gevinst/(tap) fra valutaomregning	-145	-243	-251	-61	-32	-174
Rentekostnader og andre finansielle poster	-182	-165	-164	-260	-249	-270
<b>Resultat før skatt</b>	<b>803</b>	<b>850</b>	<b>739</b>	<b>3 639</b>	<b>191</b>	<b>173</b>
Skattekostnad	-214	-160	-355	-857	-136	-98
<b>Årets resultat</b>	<b>589</b>	<b>690</b>	<b>384</b>	<b>2 782</b>	<b>54</b>	<b>76</b>
Øvrige resultatelementer, netto etter skatt	-14	-66	-25	-242	213	-196
<b>Totalresultat</b>	<b>576</b>	<b>624</b>	<b>359</b>	<b>2 540</b>	<b>268</b>	<b>-120</b>

Tabell 5.1: Yaras resultatregnskap i perioden 2019-2024T

BALANSE Alle tall er i USD millioner	2019	2020	2021	2022	2023	2024T
<b>Anleggsmidler</b>						
Utsatt skattefordel	484	485	504	449	522	557
Goodwill	844	831	789	754	760	743
Immaterielle eiendeler ekskl. goodwill	187	157	132	112	135	137
Varige driftsmidler	8 614	8 579	7 133	6 970	7 232	6 968
Bruksretteeiendeler	428	430	421	403	418	474
Tilknyttede selskaper og felleskontrollert virksomhet	970	108	120	147	152	142
Andre anleggsmidler	414	378	475	527	594	604
<b>Sum anleggsmidler</b>	<b>11 940</b>	<b>10 969</b>	<b>9 574</b>	<b>9 363</b>	<b>9 814</b>	<b>9 623</b>
<b>Omløpsmidler</b>						
Varebeholdning	2 360	2 161	4 003	4 365	3 058	2 802
Kundefordringer	1 564	1 478	2 138	2 305	1 634	1 720
Forskuddsbetalte kostnader og andre kortsiktige eiendeler	553	631	708	931	917	905
Kontanter og bankinnskudd	300	1 363	394	1 010	539	872
Anleggsmidler og avhendingsgrupper klassifisert som holdt for salg	9	5	454	9	64	27
<b>Sum omløpsmidler</b>	<b>4 785</b>	<b>5 637</b>	<b>7 698</b>	<b>8 620</b>	<b>6 213</b>	<b>6 325</b>
<b>Sum eiendeler</b>	<b>16 725</b>	<b>16 605</b>	<b>17 272</b>	<b>17 982</b>	<b>16 027</b>	<b>15 948</b>

Tabell 5.2: Yaras eiendeler i perioden 2019-2024T

BALANSE	2019	2020	2021	2022	2023	2024T
Alle tall er i USD millioner						
<b>Egenkapital</b>						
Aksjekapital redusert for egne aksjer	66	64	63	63	63	63
Overkursfond	-49	-49	-49	-49	-49	-49
<b>Sum innskutt egenkapital</b>	<b>17</b>	<b>15</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>14</b>
Andre reserver	-1 582	-1 599	-1 793	-2 172	-1 958	-2 201
Opptjent egenkapital	10 395	9 724	8 883	10 745	9 497	9 446
<b>Sum egenkapital henførbart til morselskapet</b>	<b>8 830</b>	<b>8 141</b>	<b>7 104</b>	<b>8 587</b>	<b>7 552</b>	<b>7 258</b>
Ikke-kontrollerende eierinteresser	79	79	13	13	18	15
<b>Sum egenkapital</b>	<b>8 909</b>	<b>8 220</b>	<b>7 116</b>	<b>8 600</b>	<b>7 570</b>	<b>7 273</b>
<b>Langsiktig forpliktelse</b>						
Pensjonsforpliktelser	498	627	399	293	286	272
Utsatt skatteforpliktelse	416	388	443	473	456	457
Rentebærende gjeld	2 698	3 371	3 089	3 597	3 284	3 486
Andre langsiktige forpliktelser	247	139	78	158	113	141
Langsiktige avsetninger	303	361	283	231	298	276
Langsiktige leieforpliktelser	337	335	321	292	306	343
<b>Sum langsiktige forpliktelser</b>	<b>4 499</b>	<b>5 220</b>	<b>4 612</b>	<b>5 043</b>	<b>4 743</b>	<b>4 976</b>
<b>Kortsiktige forpliktelser</b>						
Leverandørgjeld og annen gjeld	1 614	1 544	3 188	2 549	2 049	2 001
Forskuddsbetalinger fra kunder	399	372	634	620	368	539
Betalbar skatteforpliktelse	140	156	166	288	156	110
kortsiktige avsetninger	72	75	74	92	50	40
Andre kortsiktige forpliktelser	101	432	549	459	411	374
Rentebærende gjeld	892	477	813	210	517	494
Kortsiktige leieforpliktelser	98	111	104	118	123	136
Forpliktelser knyttet til anleggsmidler og avhendingsgrupper klassifisert som gjeld	0	-	17	1	39	6
<b>Sum kortsiktige forpliktelser</b>	<b>3 317</b>	<b>3 165</b>	<b>5 544</b>	<b>4 338</b>	<b>3 714</b>	<b>3 699</b>
<b>Sum egenkapital og forpliktelser</b>	<b>16 725</b>	<b>16 605</b>	<b>17 272</b>	<b>17 982</b>	<b>16 027</b>	<b>15 948</b>

Tabell 5.3: Yaras egenkapital og forpliktelser i perioden 2019-2024T

Endring i egenkapital	2019	2020	2021	2022	2023	2024T
Alle tall er i USD millioner						
<b>Egenkapital inngående balanse 01.01</b>	<b>8 910</b>	<b>8 909</b>	<b>8 220</b>	<b>7 116</b>	<b>8 600</b>	<b>7 570</b>
Årets resultat	589	690	384	2 782	54	76
Øvrige resultatelementer	-14	-66	-25	-242	213	-196
Transaksjoner med minoritetsinteresser	-288	1			2	
Egne aksjer	-83	-388	-248			
Betalt utbytte	-205	-926	-1 215	-1 056	-1 300	-119
"Dirty surplus"						-58
<b>Balanse 31.12.</b>	<b>8 909</b>	<b>8 220</b>	<b>7 116</b>	<b>8 600</b>	<b>7 570</b>	<b>7 273</b>

Tabell 5.4: Yaras endring i egenkapital i perioden 2019-2024T

## 5.2.1 Trailing

Trailing handler, som nevnt over, om å komme på sporet av årsregnskapet i de tilfellene selskapet ikke har publisert alle kvartalsrapporter for året man analyserer. Vi har benyttet regnskapstall fra første og andre kvartalsrapport for 2024, og tredje og fjerde kvartalsrapport for 2023 for å utarbeide trailing av resultatregnskapet, balansen og endring i egenkapitalen. All teori i dette delkapittelet er basert på Kjell Henry Knivsflå sin teori i forelesning 3 og 4 i faget ACC421A *Verdsettelse* på Norges Handelshøyskole (2024b-c).

### *Trailing av resultatregnskapet*

Det er enkelte forutsetninger man må ta og justeringer man må gjøre med regnskapstallene fra fjorårets kvartalstall, for at de skal være mest mulig representative for årets tall. Det første man må gjøre er å skille mellom normale og unormale poster i regnskapet, da det bare er normale poster som skal projiseres. Dette følger av at enkelte poster bare forventes å gjelde i den enkelte regnskapsperioden, og er dermed ikke relevant for fremtidige perioder. Vi vil forklare fordeling av normale og unormale poster i nærmere detalj under delkapittel 5.3.1 ved «*identifisering av normale og unormale poster*». Videre kan det være aktuelt å vekstjustere de normale postene for å ta hensyn til faktorer som inflasjon. Veksten,  $g$ , kan beregnes ved formelen:  $g = \frac{1Q_{2024} + 2Q_{2024}}{1Q_{2023} + 2Q_{2023}} - 1$ . Den beregnede veksten må vurderes ved bruk av skjønn.

Regnskapstallene fra kvartalsrapportene fra 2023 er først justert for unormale poster basert på oppstillingen av resultatregnskapet og informasjon i noter. Yara kan ha incentiver til å oppgi kostnader som unormale og inntekter som normale i kvartalsrapportene, og vi tar dermed forbehold om at dette kan medføre feil i trailingen. Deretter har vi beregnet vekstfaktorene til de normale driftspostene, og vekstjustert postene gitt at veksten ikke virker urimelig.

### **Driftsrelaterte poster**

De driftsrelaterte postene kommer frem av tabell 5.5. De driftsrelaterte postene er justert for unormale poster, og de unormale postene er oppstilt separat i tabellen. Unormale driftsrelaterte poster består av offentlig støtte, salg av driftsrelaterte eiendeler, restruktureringskostnader og nedskrivning.

Resterende driftsrelaterte poster i tabellen er normale poster som man forventer vil være på omtrentlig samme nivå i 2024, justert for vekst. Formelen for beregning av vekstjusterte normale poster er;

$$2024T = 1Q_{2024} + 2Q_{2024} + (1 + g) \cdot (3Q_{2023} + 4Q_{2023}).$$

Inntekter forventes å være noe lavere enn i 2023, hovedsakelig som følge av lavere salgspriser på gjødsel. Driftsresultatet forventes å bli noe høyere enn 2023, mye knyttet til lavere kostnader på energi. Lønnskostnader forventes å øke noe, mens avskrivninger og andre driftskostnader forventes å ligge på nivå med fjoråret.

Enkelte av postene er det knyttet stor usikkerhet til, som for eksempel beholdningsendring egen produksjon og forventet tap på kundefordringer. Disse postene er følgelig ikke vekstjustert og kan medføre feil i trailingen for 2024. Det er også knyttet usikkerhet til størrelsen på posten for nedskrivninger, som i perioden 2019-2023 har variert vesentlig i størrelse og dermed ikke er mulig å predikere nøyaktig. Posten er derfor ofte ansett å være en unormal post, men vi velger likevel å justere den, da selskapet historisk sett har utført nedskrivninger i tredje og fjerde kvartal også. Basert på at selskapet ikke har varslet om store nedskrivninger i de resterende kvartalene, forventer vi at nedskrivningene vil være på nivå med 3. og 4.kvartal 2023. Posten for nedskrivning øker dermed fra 9 millioner USD til 40 millioner USD, som er på omtrentlig samme størrelse som i 2022, 2020 og 2019.

### **Finansrelaterte poster**

I likhet med oppstillingen av de driftsrelaterte postene fremkommer de unormale postene separat i tabellen under «unormalt netto finansresultat». Kvartalsrapportene er noe manglende når det kommer til informasjon om finanspostene. Vi har derfor, i tillegg til informasjonen fra kvartalsrapportene for 2024, sett til årsrapporten for 2023. Fordelingen av normale og unormale finansrelaterte poster er lik om man baserer informasjon fra kvartalsrapportene eller årsrapporten. Unormale finansposter består av gevinst og tap fra valutaomregning, og skal følgelig ikke inkluderes i prognosen (Penman, 2013, s.396).

Trailing for finansielle inntekter (FI) blir beregnet basert på rentabilitet før skatt og finansielle eiendeler (FE) 2023;  $FI_{2024} = \text{rentabilitet før skatt} \cdot FE_{2023}$ . Trailing for finansielle kostnader (FK) blir beregnet basert på rente før skatt og finansiell gjeld (FG) i 2023;  $FK_{2024} = \text{rente før skatt} \cdot FG_{2023}$ . Man kan se av tabell 5.5 at estimatet for trailing med vekstjustering for finansielle inntekter er på nivå med beregnet finansiell inntekt ut fra formelen over. Det er noe større forskjell på estimatet for finansielle kostnader, hvor trailing med vekstjustering estimerer finansiell kostnad til å bli 226 millioner USD, mens estimatet man får fra formelen over blir 270 millioner USD. Størrelsen på finansiell gjeld har holdt seg

relativt stabil over de siste fire årene, og vi forventer dermed at endringen på rentekostnader hovedsakelig skyldes endringer på rentenivået. Som nevnt i delkapittel 2.3.2 har rentenivået i løpet av 2023 gradvis økt i løpet av året, noe som forklarer de økte rentekostnadene fra 2022 til 2023. I 2024 har rentenivået holdt seg stabilt høyt. Vi forventer derfor høyere rentekostnader i 2024 enn i 2023. Finansielle kostnader på 270 millioner USD vurderes dermed som det beste estimatet.

## Skattekostnad

Trailingen for skattekostnad beregnes ved formelen;

$$SK = dss \cdot DR + f_{iss} \cdot (FI + UFR) - f_{kss} \cdot FK$$

$SK = \text{skattekostnad}$                        $dss = \text{driftsskattesats}$   
 $DR = \text{Driftsresultat}$                        $UFR = \text{unormalt finansresultat}$   
 $FI = \text{Finansinntekter}$                        $f_{iss} = \text{effektiv skattesats finansinntekter}$   
 $FK = \text{Finanskostnader}$                        $f_{kss} = \text{effektiv skattesats finanskostnader}$

Vi starter med å beregne driftsskattesatsen ved formelen;

$$dss = \frac{NSK - f_{iss} \cdot (FI + UFR) + f_{kss} \cdot FK}{DR + UDR}$$

$NSK = \text{Normal skattekostnad}$                        $UDR = \text{Unormalt driftsresultat}$

Vi tar utgangspunkt i en selskapsskattesats på 22% som er den norske nominelle skattesatsen i analyseperioden, basert på informasjon skattenote i årsrapportene til Yara. Den effektive skattesatsen på finansinntekter er ofte lavere enn selskapsskattesatsen, som følge av fritaksmetoden for skattlegging av aksjeutbytte og aksjegevinst. Vi har beregnet den effektive skattesatsen for finansinntekter ( $f_{iss}$ ) ved formelen;

$$f_{iss} = \frac{\text{selskapsskattesats} * \text{renteinntekter og lignende} + 0 * \text{utbytte og lignende}}{\text{finansinntekter}}$$

Vi har beregnet driftsskattesatsen for hele analyseperioden, og funnet gjennomsnittet og medianen av disse. Med utgangspunkt i dette har vi kommet frem til den normaliserte driftsskattesatsen som vi har benyttet i videre beregning av trailing for skattekostnaden. Den



estimerte driftsskattesatsen er 21,8% og den estimerte normale skattekostnaden er 45. Se delkapittel 5.3.1 «*Fordeling av skattekostnaden*» for nærmere detaljer.

### Øvrige resultatelementer

Posten øvrige resultatelementer presenteres separat i en egen oppstilling utenfor resultatregnskapet i henhold til IFRS. Posten består hovedsakelig av omregningsdifferanser, og er å anse som en unormal post da den ikke er mulig å estimere. Vi estimerer dermed ikke basert på regnskapstall fra forrige periode, men baserer oss på publiserte tall. Trailingen for øvrige resultatelementer er negativ med 196 millioner USD, og gjør at totalresultatet også blir negativt. Verdien av denne regnskapsposten har historisk sett variert vesentlig mellom de ulike kvartalene, og det er dermed knyttet stor usikkerhet til denne posten.

TRAILING RESULTATREGNSKAP 2024		2023		2024	Vekstfaktor i %	Trailing	Overstyring	Trailing 2024
Alle tall er i USD millioner		1Q-2Q	3Q-4Q	1Q-2Q				
Driftsinntekter fra kontrakter med kunder		8 076	7 355	6 824	-16 %	13 039		13 039
Andre inntekter og gevinst/(tap) fra råvarederivater - normale		28	46	20	-29 %	53		53
<b>Driftsinntekter og annen inntekt</b>		<b>8 104</b>	<b>7 401</b>	<b>6 844</b>				<b>13 092</b>
Råvarer, energi- og fraktkostnader		-5 914	-5 531	-4 870	-18 %	-9 425		-9 425
Beholdningsendring egen produksjon		-654	4	-177	-73 %	-176	-173	-173
Lønn og lønnsavhengige kostnader		-661	-696	-707	7 %	-1 451		-1 451
Avskrivning og amortisering		-508	-509	-509	0 %	-1 019		-1 019
Forventet og realisert tap på kundefordringer		2	-11	-7	-450 %	32	-18	-18
Andre driftskostnader		-231	-263	-204	-12 %	-436		-436
<b>Driftskostnader</b>		<b>-7 966</b>	<b>-7 007</b>	<b>-6 473</b>				<b>-12 522</b>
<b>Driftsresultat før unormale inntekter og kostnader</b>		<b>138</b>	<b>394</b>	<b>371</b>				<b>569</b>
Offentlig støtte		0	37	0				0
Gevinst salg av driftsrelaterte eiendeler		0	6	0				0
Restruktureringskostnader		0	-42	0				0
Nedskrivning		-188	-31	-9		-9	-40	-40
<b>Driftsresultat</b>		<b>-50</b>	<b>363</b>	<b>362</b>				<b>529</b>
Andel resultat fra tilknyttede selskaper og felleskontrollert virksomhet - normale		1	0	4	300 %	4	4	4
Renteinntekter og andre finansinntekter - normale		81	79	42	-48 %	83	84	84
Rentekostnader og andre finansielle poster - normale		-149	-100	-135	-9 %	-226	-270	-270
Unormalt netto finansresultat		-11	-21	-174		-174		-174
<b>Resultat før skatt</b>		<b>-128</b>	<b>321</b>	<b>98</b>				<b>173</b>
Skattekostnad - normal		-13	-27	-26			-45	-45
Skattekostnad - unormal		-50	-46	-53		-53		-53
<b>Årets resultat</b>		<b>-191</b>	<b>248</b>	<b>19</b>				<b>76</b>
Øvrige resultatelementer, netto etter skatt		85	128	-196		-196		-196
<b>Totalresultat</b>		<b>-106</b>	<b>376</b>	<b>-177</b>				<b>-120</b>

Tabell 5.5: Trailing av resultatregnskapet 2024

### Trailing av balansen og endring i egenkapital

Trailing av balansen og endring i egenkapital kommer frem i tabell 5.2, 5.3 og 5.4 under delkapittel 5.2 «*Presentasjon av rapporterte tall og trailing*» over. I trailing av balansen benytter man regnskapstallene fra den nyeste kvartalsrapporten, som i vårt tilfelle er andre kvartalsrapport 2024.

---

Vi har benyttet informasjon fra første og andre kvartalsrapport, samt tall fra trailing av resultatregnskapet for utarbeidelse av trailing av egenkapitalen. Selskapet har i andre kvartal betalt ut utbytte til eierne på 113 millioner USD, og opplyser om at resterende utbetaling på 6 millioner USD vil skje i tredje kvartal 2024. Vi har trukket ut det estimerte resultatet i tredje og fjerde kvartal i 2024 for å komme frem til «dirty surplus».

Dirty surplus er føringer som gjøres direkte mot egenkapitalen som bryter med kongurensprinsippet i regnskapsloven §4-3 om at alle inntekter og kostnader skal resultatføres. Yara har ikke hatt føringer som bryter med dette prinsippet i perioden 2019-2024. Vi fører likevel differansen mellom resultatet i første og andre kvartal og det estimerte resultatet 2024 som kunstig dirty surplus. Dette er fordi vi tar utgangspunkt i balansen for andre kvartal, og vi må dermed trekke ut resultatet i de resterende kvartalene for at egenkapitaloppstillingen skal sammenfalle med balansen.

## 5.3 Omgruppering for analyse

Omgruppering for analyse handler om å endre på oppstillingen av resultat, egenkapital, balanse og kontantstrøm for å gjøre det enklere for investorene å finne frem til relevant informasjon for dem. Vi benytter beregningene fra trailingen over, samt informasjon fra selskapets års- og kvartalsrapporter til å gjennomføre omgrupperingen. Teori i dette delkapittelet er hentet fra Kjell Henry Knivsflås forelesning 4 i faget *ACC421A Verdsettelse* på Norges Handelshøyskole (2024c).

### 5.3.1 Omgruppert resultatregnskap

Omgruppering av resultatregnskapet gjøres i fire steg;

1. Identifisere det fullstendige nettoresultatet
2. Fordeling av det fullstendige nettoresultatet
3. Identifisere normale og unormale poster
4. Fordele skattekostnaden på alle resultatene

Vi vil i det følgende gjennomgå ett og ett steg for Yaras resultatregnskap.

### *Identifisere det fullstendige nettoresultatet*

Et selskaps fullstendige nettoresultat (FNR) består av årsresultatet, øvrige resultatelementer og dirty surplus. Vi benytter resultatet henførbart til investorene, og trekker derfor ut minoritetsresultatet. Som nevnt over har Yara en egen oppstilling i regnskapsrapportene sine for øvrige resultatelementer, og regnskapstallene er hentet fra oppstillingene. Selskapet har ikke hatt dirty surplus i perioden 2019-2024, men har en driftsrelatert dirty surplus i trailingen som reflekterer differansen mellom resultatet i første halvdel av 2024 og det estimerte resultatet.

FULLSTENDIG NETTORESULTAT	2019	2020	2021	2022	2023	2024T
Alle tall er i USD millioner						
Årsresultat	599	690	449	2 777	48	76
Øvrige resultatelementer	-14	-66	-24	-239	214	-192
<b>Totalresultat</b>	<b>585</b>	<b>624</b>	<b>425</b>	<b>2 538</b>	<b>263</b>	<b>-116</b>
Driftsrelatert dirty surplus						-58
Finansiell dirty surplus						
<b>Fullstendig nettoresultat</b>	<b>585</b>	<b>624</b>	<b>425</b>	<b>2 538</b>	<b>263</b>	<b>-174</b>

Tabell 5.6: Yaras fullstendige nettoresultat i perioden 2019-2024T

### *Fordeling av det fullstendige resultatet*

Neste steg er å fordele det fullstendige nettoresultatet på de ulike kapitalene i balansen. Formålet med dette er å identifisere kildene til det fullstendige nettoresultatet og hvordan resultatet blir fordelt. For å gjøre dette er det essensielt at man klarer å skille mellom hva som er driftsrelaterte- og finansielle poster i regnskapet. Dette kan være spesielt vanskelig når det gjelder resultat fra tilknyttet selskap, resultat fra diskontinuerlig selskap, valutagevinst/-tap og annet fullstendig resultat.

#### **Resultat fra tilknyttet- og diskontinuerlig selskap**

Yara har i flere år gjennomført strategiske investeringer i andre selskaper. Andel av resultater, eiendeler og forpliktelser i tilknytte og felleskontrollerte virksomheter innregnes etter egenkapitalmetoden. I 2023 hadde selskapet 147 tilknytte og felleskontrollerte virksomheter, og ifølge informasjon fra note knytter investeringene seg hovedsakelig til salgs- og markedsføringsenheter (Yara, 2024a, s.257). Dette vurderes som investeringer som er del av selskapets kjernevirksomhet, og tilhørende inntekter og kostnader skal dermed også klassifiseres som driftsrelaterte poster (Petersen mfl., 2019, s.118). Vi tar utgangspunkt i at

---

alle investeringer er driftsrelaterte, og regnskapsposten «resultat fra tilknytte og felleskontrollerte virksomheter» anses som driftsrelatert.

Investeringer i virksomheter som skal selges eller avvikles skal anses som en finansiell post, da investeringen ikke lenger kan vurderes å ha med fremtidig drift å gjøre. Yara har noe manglende informasjon i sine regnskapsrapporter angående diskontinuerlig virksomhet, og vi har dermed valgt å beregne et estimat av andel av resultatet som knytter seg til diskontinuerlig virksomhet ut fra tilgjengelig informasjon.

### **Valutagevinst/-tap**

I henhold til IFRS kan selskap selv bestemme hvor de skal føre valutagevinst/-tap i resultatregnskapet. Dette betyr at det er opp til selskapet selv å vurdere om valutaeffekten skal føres som en driftsrelatert post som påvirker driftsresultat eller som en finansiell post som kun påvirker resultat etter skatt (Petersen, et.al., s.539). Som følge av at hovedparten av Yaras kostnader og inntekter skjer i amerikanske dollar, har selskapet valgt å sikre seg for eksponering av svingninger i dollarkursen ved å ha mesteparten av gjelden sin i amerikanske dollar. Det kan dermed argumenteres at valutaposten både er en driftsrelatert post og en finansiell post. Yara har i sin oppstilling valgt å føre valutagevinst/-tap som en finansiell post, og vi velger derfor å gjøre det samme.

Valutagevinst/-tap kan også i henhold til IFRS føres som en del av annet fullstendig resultat som kun påvirker totalresultatet (Kaldestad & Møller, 2016, s.66). Yara har valgt å føre den delen av omregningsdifferanser som knytter seg til lån i fremmed valuta som sikrer nettoinvesteringer i utenlandske selskaper, samt likvide poster som anses som en del av nettoinvesteringene, direkte mot totalresultatet (Yara, 2024a, s.145).

### **Annet fullstendig resultat**

Annet fullstendig resultat, eller øvrige resultatelementer, kan bestå av både driftsrelaterte- og finansielle poster. Ifølge Yara sin oppstilling av totalresultatet består regnskapsposten av omregningsdifferanser, sikring av nettoinvesteringer, netto gevinst/-tap på egenkapitalinstrumenter og aktuarmessig gevinst/-tap på ytelsesbaserte pensjonsordninger. I tråd med vurderingene over anses omregningsdifferanser som en finansiell post, og det samme gjelder de resterende postene.

Fordeling av fullstendig nettoresultat Alle tall er i USD millioner	2019	2020	2021	2022	2023	2024T
Driftsinntekter	12 936	11 728	16 607	24 051	15 547	13 092
Driftskostnader	-11 946	-10 551	-15 540	-20 224	-15 236	-12 562
<b>Driftsresultat</b>	<b>989</b>	<b>1 176</b>	<b>1 067</b>	<b>3 827</b>	<b>312</b>	<b>529</b>
Resultat fra tilknyttet selsp	10	12	23	22	-1	4
Driftsrelaterte øvrige resultatelementer	0	0	0	0	0	0
Driftsrelatert dirty surplus	0	0	0	0	0	-58
<b>Fullstendig driftsresultat før skatt</b>	<b>999</b>	<b>1 188</b>	<b>1 090</b>	<b>3 849</b>	<b>311</b>	<b>475</b>
Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	55	8	0	3	2	0
Finansinntekter	76	62	64	108	159	84
Finanskostnader	-182	-165	-164	-260	-249	-270
Gevinst/(tap) fra valutaomregning	-145	-243	-251	-61	-32	-174
Finansielle øvrige resultatelementer	-14	-66	-25	-242	211	-196
Finansielt dirty surplus	0	0	0	0	0	0
<b>Fullstendig finansresultat før skatt</b>	<b>-210</b>	<b>-404</b>	<b>-376</b>	<b>-452</b>	<b>91</b>	<b>-556</b>
Fullstendig resultat før skatt	789	784	714	3 397	402	-81
Skattekostnad	-214	-160	-355	-857	-136	-98
<b>Fullstendig resultat til EK i konsernet</b>	<b>576</b>	<b>624</b>	<b>359</b>	<b>2 540</b>	<b>268</b>	<b>-178</b>
Fullstendig resultat til minoritet	-10	0	-66	2	5	-4
<b>Fullstendig nettoresultat</b>	<b>585</b>	<b>624</b>	<b>425</b>	<b>2 538</b>	<b>263</b>	<b>-174</b>

Tabell 5.7: Fordeling av Yaras fullstendige nettoresultat i perioden 2019-2024T

### Identifisering av normale og unormale poster

Det tredje steget er å identifisere de normale og unormale postene i regnskapet. De unormale postene er typiske engangs- eller fågangsposter som man ikke forventer vil komme igjen år etter år. Formålet med å justere for slike poster er å få et bedre prognosegrunnlag for å kunne si noe om underliggende trender og fremtidige størrelser på de normale postene.

Vi har sett gjennom informasjon fra regnskapsrapporter og undersøkt om det har oppstått spesielle driftsrelaterte og finansielle hendelser i løpet av rapporteringsperioden, for å få en indikasjon på om det er enkelte inntekter eller kostnader som kan anses som unormale. De unormale postene vil gjennomgå i nærmere detalj under, og resterende regnskapsposter er vurdert som normale.

### Unormale driftsrelaterte poster

Vi har identifisert seks unormale driftsrelaterte poster i analyseperioden; offentlig støtte, gevinst salg av driftsrelaterte eiendeler, gevinst salg av aksjer i tilknyttet selskap, restruktureringskostnader, nedskrivning og driftsrelatert dirty surplus.

Yara mottar diverse offentlig støtte, og vi har skilt ut støtte som er av en særskilt art og som ikke forventes å være gjentakende. I 2023 mottok selskapet totalt 40 millioner USD i offentlig støtte fra ulike land i Europa, som en kompensasjon for å dekke de høye energikostnadene i 2022 som har oppstått som følge av situasjonen i Ukraina (Yara, 2024a, s.270). Hovedparten av denne kompensasjonen vurderes å være en engangspost, og er dermed ikke relevant for prognose.

Gevinst ved salg av driftsrelaterte eiendeler er en unormal post, da dette ikke er en normal inntektskilde i selskapets drift. Det samme gjelder gevinst ved salg av aksjer i tilknyttede selskaper. I 2020 solgte Yara sin 25% eierandel i Qatar Fertilizer Company med en gevinst på 97 millioner USD (Yara, 2024a, s.200). Som følge av at Yara ikke aktivt driver med kjøp og salg av verdipapir med formål om å oppnå høyest mulig avkastning ved salg, anses dette som en unormal post.

Restruktureringskostnader er typisk gjentakende kostnader i de fleste virksomheters regnskaper. Vi forventer derfor mindre, stabile restruktureringskostnader årlig, men enkelte år kan denne posten være mer vesentlige enn normalt som følge av større ledelsesbeslutninger. De unormale restruktureringskostnadene i perioden knytter seg til Yaras planer om å legge om et anlegg i Frankrike. Det er forventet å påløpe kostnader til dette i 2023 og 2024, og vi anser dermed restruktureringskostnadene til å være en fågangspost (Yara, 2024a, s.282).

I likhet med restruktureringskostnader er nedskrivning også en post man ofte finner i et selskaps regnskap årlig. Det som gjør at vi likevel betegner posten som unormal er at den kan variere vesentlig i størrelse, har ikke en klar trend og oppstår som følge av uforutsette hendelser.

Unormalt driftsresultat Alle tall er i USD millioner	2019	2020	2021	2022	2023	2024T
Offentlig støtte					37	
Gevinst salg av driftsrelaterte eiendeler				4	10	
Gevinst salg av aksjer i tilknyttet selskap		97				
Restruktureringskostnader					-41	
Nedskrivning	-43	-46	-666	-35	-220	-40
Driftsrelatert dirty surplus						-58
<b>Unormalt driftsresultat før skatt</b>	<b>-43</b>	<b>51</b>	<b>-666</b>	<b>-31</b>	<b>-214</b>	<b>-98</b>

Tabell 5.8: Yaras unormale driftsresultat i perioden 2019-2024T

## Unormale finansrelaterte poster

Vi har identifisert to unormale finansrelaterte poster i analyseperioden; gevinst/-tap fra valutaomregning og andel av resultat fra diskontinuerlig virksomhet.

Gevinst/tap fra valutaomregning er en regnskapspost som er gjentakende i Yaras regnskap, men som følge av at det ikke er mulig å predikere den fremtidige verdien, anses dette som en unormal post. Andel av resultat fra diskontinuerlig virksomhet er en unormal post, da det ikke forventes at selskapet vil motta resultat fra disse virksomhetene i fremtiden.

Unormalt finansresultat Alle tall er i USD millioner	2019	2020	2021	2022	2023	2024T
Gevinst/(tap) fra valutaomregning	-145	-243	-251	-61	-32	-174
Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	55	8		3	2	
<b>Unormalt finansresultat før skatt</b>	<b>-90</b>	<b>-235</b>	<b>-251</b>	<b>-58</b>	<b>-30</b>	<b>-174</b>

Tabell 5.9: Yaras unormale finansresultat i perioden 2019-2024T

## Unormal skattekostnad

Skattekostnaden kan også inneholde unormale poster, og vi har derfor skilt ut unormal skattekostnad ut fra informasjon i regnskapsrapportene. Unormal skattekostnad består av nedskrivning av skattefordel, justering som følge av tidligere års estimatavvik og endringer i skattelov.

Skattekostnad Alle tall er i USD millioner	2019	2020	2021	2022	2023	1Q-2Q 2024
Normal skattekostnad	-157	-151	-155	-846	-40	-26
Unormal skattekostnad	-57	-9	-200	-11	-96	-53
<b>Rapportert skattekostnad</b>	<b>-214</b>	<b>-160</b>	<b>-355</b>	<b>-857</b>	<b>-136</b>	<b>-79</b>

Tabell 5.10: Yaras skattekostnad i perioden 2019-2Q2024

## Fordeling av skattekostnaden

Det siste steget er å fordele skattekostnaden til de ulike resultatene. Benyttet selskapsskattesats, samt formler og fremgangsmåte for å komme frem til effektiv skattesats av finansinntekter og driftsskattesats er gjennomgått i delkapittel 5.2.1 «skattekostnad».

Skattesatser Alle tall er i USD millioner	2019	2020	2021	2022	2023	1Q-2Q 2024
Selskapsskattesats (sss)	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %
Finansinntektsskattesats (fiss)	21 %	22 %	22 %	22 %	22 %	22 %
Driftsskattesats (dss)	21 %	19 %	22 %	23 %	21 %	23 %
<b>Median driftsskattesats</b>						<b>21,6 %</b>
<b>Gjennomsnittlig driftsskattesats</b>						<b>21,8 %</b>

Tabell 5.11: Yaras skattesatser i perioden 2019-2Q2024

Den nominelle selskapsskattesatsen i Norge er 22% i hele analyseperioden. Med unntak av 2019 og 2020, har ikke Yara mottatt utbytte og gevinst fra aksjer i analyseperioden, og dermed er finansinntektsskattesatsen i all hovedsak lik selskapsskattesatsen i perioden. Vi benytter gjennomsnittlig driftsskattesats som normalisert driftsskattesats i videre analyse, ettersom denne er nærmest selskapsskattesatsen.

Vi har benyttet den normaliserte driftsskattesatsen i beregning av normal driftsskattekostnad og skatt på det unormale driftsresultatet. For å komme frem til unormal skatt på normal drift tar man differansen mellom beregnet driftsskattesats og normal driftsskattesats og multipliserer med det normale driftsresultatet.

Fordeling av skattekostnaden Alle tall er i USD millioner	2019	2020	2021	2022	2023	2024T
Normal driftsskattekostnad	225	245	377	840	115	124
Skatt på finansinntekt	16	13	14	24	35	18
Skatt på finanskostnad	-40	-36	-36	-57	-55	-59
Skatt på unormal driftsresultat	-9	11	-145	-7	-47	-9
Unormal skatt på normal drift	-4	-28	0	61	-2	9
Skatt på unormal finansresultat	-31	-53	-55	-13	-7	-38
Unormal skattekostnad	57	9	200	11	96	53
<b>Skattekostnad</b>	<b>214</b>	<b>160</b>	<b>355</b>	<b>857</b>	<b>136</b>	<b>98</b>

Tabell 5.12: Yaras fordeling av skattekostnaden i perioden 2019-2024T

### Presentasjon av omgruppert resultatregnskap

I det omgrupperte resultatregnskapet har man fordelt de normale og unormale postene for seg selv, skatten er fordelt på postene de tilhører og man har en oversikt over utdeling av resultatet. Oppstillingen er dermed mer investororientert enn oppstillingsplanen etter NGRS og IFRS.



Omgruppert resultatregnskap	2019	2020	2021	2022	2023	2024T
Alle tall er i USD millioner						
Driftsinntekter	12 936	11 631	16 608	24 048	15 501	13 092
Driftskostnader	-11 903	-10 506	-14 874	-20 190	-14 975	-12 522
<b>Driftsresultat i egen virksomhet</b>	<b>1 033</b>	<b>1 125</b>	<b>1 734</b>	<b>3 858</b>	<b>526</b>	<b>569</b>
Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	-225	-245	-377	-840	-114	-124
<b>Netto driftresultat i egen virksomhet</b>	<b>808</b>	<b>880</b>	<b>1 357</b>	<b>3 018</b>	<b>412</b>	<b>445</b>
Netto driftsresultat fra tilknytte selskaper og felleskontrollert virksomhet	10	12	23	22	-1	4
<b>Netto driftsresultat</b>	<b>818</b>	<b>892</b>	<b>1 380</b>	<b>3 040</b>	<b>411</b>	<b>449</b>
Netto finansinntekt	115	57	50	88	126	66
<b>Nettoresultat til sysselsatt kapital</b>	<b>933</b>	<b>949</b>	<b>1 430</b>	<b>3 128</b>	<b>536</b>	<b>515</b>
Netto finanskostnad	-142	-129	-128	-203	-194	-211
Netto minoritetsresultat	-10	0	-66	2	5	-4
<b>Nettoresultat til egenkapital</b>	<b>801</b>	<b>820</b>	<b>1 368</b>	<b>2 923</b>	<b>337</b>	<b>308</b>
Unormal netto driftsresultat	-87	59	-721	-96	-262	-151
Unormal netto finansresultat	-128	-256	-221	-290	186	-332
<b>Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen</b>	<b>585</b>	<b>624</b>	<b>425</b>	<b>2 538</b>	<b>263</b>	<b>-174</b>
Netto utbetalt utbytte	-203	-926	-1 215	-1 056	-1 300	-119
Transaksjoner med minoritetsinteresser	-151	1			2	
Egne aksjer	-83	-388	-248			
<b>Endring i egenkapital</b>	<b>148</b>	<b>-689</b>	<b>-1 037</b>	<b>1 483</b>	<b>-1 036</b>	<b>-293</b>

Tabell 5.13: Yaras omgrupperte resultatregnskap i perioden 2019-2024T

### 5.3.2 Omgruppering av balansen

Omgruppering av balansen gjøres i fire steg. Det første steget består av å flytte eventuelt avsatt utbytte til egenkapital. Yara fører regnskap etter IFRS, og foreslått utbytte blir derfor ikke avsatt for som kortsiktig gjeld. Vi ser dermed bort fra dette steget i vår analyse. Neste steg er å fordele mellom drift og finansposter i totalbalansen. Det tredje steget er å omgruppere fra total kapital til sysselsatt kapital, og det siste steget består av å omgruppere fra sysselsatt kapital til netto driftskapital.

#### *Fordeling mellom drift og finansiering i totalbalansen*

Ved omgruppering av balansen fordeler man regnskapspostene inn i langsiktige- og kortsiktige poster, og driftsrelaterte- og finansielle poster. Formålet med dette er å gjøre oppstillingen mer investororientert, ved at det blant annet blir lettere for investor å se hvilke eiendeler som bidrar til verdiskaping på kort og lang sikt, samt at man får en oversikt over kapital som finansierer driftseiendelene. For enkelte poster kan det være mer uklart om hvorvidt man skal klassifisere de som driftsrelaterte eller finansielle, og disse vil gjennomgå i nærmere detalj under.

## **Skatt**

Yara har både en utsatt skattefordel og en utsatt skatteforpliktelse i balansen. Vi velger å gruppere disse som driftsrelaterte, da postene hovedsakelig har oppstått som følge av differanser ved beregning av skattepliktig- og bokført resultat av driftsresultatet (Penman, 2013, s. 297). Andre argumenter for å se på denne posten som en driftsrelatert post er at utsatt skatt ikke er rentebærende, og innehar dermed ikke samme typiske kjennetegn som en finansiell post (Petersen, mfl., 2019, s.117-118).

## **Tilknyttede selskaper og felleskontrollert virksomhet**

I tråd med vurderingene over ved omgruppering av resultatregnskapet, anses tilknyttet og felleskontrollert virksomhet som en driftsrelatert post, og diskontinuerlig virksomhet som en finansiell post.

## **Bruksretteiendeler og leieforpliktelser**

Regnskapsposten bruksretteiendeler består av Yara sin rett til bruk av en eiendel i en periode. Denne retten er kontraktsfestet i leieavtaler som selskapet har med eierne av eiendelene. Leieavtalene knytter seg til blant annet landområder, skip og lokaler, som er del av selskapets operasjonelle drift. Bruksretteiendeler vurderes derfor som en driftsrelatert eiendel. Yara har tilsvarende leieforpliktelser knyttet til leieavtalene. Disse er rentebærende, og klassifiseres derfor som finansiell gjeld i balanseoppstillingen (Penman, 2013, s. 297).

## **Pensjonsforpliktelser**

Vi har valgt å gruppere pensjonsforpliktelser som en driftsrelatert post, da pensjonskostnader inngår som en del av selskapets driftskostnader.

BALANSE	2019	2020	2021	2022	2023	2024T
Alle tall er i USD millioner						
Utsatt skattefordel	484	485	504	449	522	557
Goodwill	844	831	789	754	760	743
Immaterielle eiendeler ekskl. goodwill	187	157	132	112	135	137
Varige driftsmidler	8 614	8 579	7 133	6 970	7 232	6 968
Bruksretteeiendeler	428	430	421	403	418	474
Tilknyttede selskaper og felleskontrollert virksomhet	970	108	120	147	152	142
Andre ikke-finansielle anleggsmidler	391	328	405	434	460	428
<b>Driftsrelaterte anleggsmidler</b>	<b>11 917</b>	<b>10 917</b>	<b>9 504</b>	<b>9 269</b>	<b>9 680</b>	<b>9 447</b>
Varebeholdning	2 360	2 161	4 003	4 365	3 058	2 802
Kundefordringer	1 564	1 478	2 138	2 305	1 634	1 720
Forskuddsbetalte ikke-finansiell kostnader og andre kortsiktige eiendeler	377	495	483	657	622	614
<b>Driftsrelaterte omløpsmidler</b>	<b>4 300</b>	<b>4 134</b>	<b>6 625</b>	<b>7 327</b>	<b>5 315</b>	<b>5 135</b>
<b>Driftseiendeler</b>	<b>16 217</b>	<b>15 051</b>	<b>16 129</b>	<b>16 596</b>	<b>14 995</b>	<b>14 582</b>
Andre finansielle eiendeler	23	50	70	93	134	176
<b>Finansielle anleggsmidler</b>	<b>23</b>	<b>50</b>	<b>70</b>	<b>93</b>	<b>134</b>	<b>176</b>
Andre kortsiktige finansielle eiendeler	176	136	225	274	295	291
Kontanter og bankinnskudd	300	1 363	394	1 010	539	872
Anleggsmidler og avhendingsgrupper klassifisert som holdt for salg	9	5	454	9	64	27
<b>Finansielle omløpsmidler</b>	<b>485</b>	<b>1 504</b>	<b>1 073</b>	<b>1 293</b>	<b>898</b>	<b>1 190</b>
<b>Sum eiendeler</b>	<b>16 725</b>	<b>16 605</b>	<b>17 272</b>	<b>17 982</b>	<b>16 027</b>	<b>15 948</b>
Egenkapital henførbart til morselskapet - majoritet	8 830	8 141	7 104	8 587	7 552	7 258
Ikke-kontrollerende eierinteresser - minoritet	79	79	13	13	18	15
<b>Sum egenkapital</b>	<b>8 909</b>	<b>8 220</b>	<b>7 116</b>	<b>8 600</b>	<b>7 570</b>	<b>7 273</b>
Pensjonsforpliktelser	498	627	399	293	286	272
Utsatt skatteforpliktelse	416	388	443	473	456	457
Langsiktige avsetninger	303	361	283	231	298	276
Andre langsiktige ikke-finansielle forpliktelser	28	16	6	7	5	6
<b>Sum langsiktig driftsrelatert gjeld</b>	<b>1 245</b>	<b>1 391</b>	<b>1 130</b>	<b>1 004</b>	<b>1 045</b>	<b>1 011</b>
Andre kortsiktige ikke-finansielle forpliktelser	10	41	28	52	30	27
Forskuddsbetalinger fra kunder	399	372	634	620	368	539
Betalbar skatteforpliktelse	140	156	166	288	156	110
Kortsiktige avsetninger	72	75	74	92	50	40
Leverandørgjeld og annen gjeld	1 614	1 544	3 188	2 549	2 049	2 001
<b>Sum kortsiktig driftsrelatert gjeld</b>	<b>2 236</b>	<b>2 187</b>	<b>4 089</b>	<b>3 601</b>	<b>2 654</b>	<b>2 717</b>
Rentebærende gjeld	2 698	3 371	3 089	3 597	3 284	3 486
Langsiktige leieforpliktelser	337	335	321	292	306	343
Andre langsiktige finansielle forpliktelser	219	123	72	151	108	135
<b>Sum langsiktig finansiell gjeld</b>	<b>3 254</b>	<b>3 828</b>	<b>3 482</b>	<b>4 040</b>	<b>3 698</b>	<b>3 964</b>
Andre kortsiktige finansielle forpliktelser	91	391	521	407	381	347
Rentebærende gjeld	892	477	813	210	517	494
Kortsiktige leieforpliktelser	98	111	104	118	123	136
Forpliktelser knyttet til anleggsmidler og avhendingsgrupper klassifisert som holdt for salg	0	-	17	1	39	6
<b>Sum kortsiktige finansiell gjeld</b>	<b>1 081</b>	<b>979</b>	<b>1 455</b>	<b>736</b>	<b>1 060</b>	<b>983</b>
<b>Totalkapital</b>	<b>16 725</b>	<b>16 605</b>	<b>17 272</b>	<b>17 982</b>	<b>16 027</b>	<b>15 948</b>

Tabell 5.14: Yaras omgrupperte balanse i perioden 2019-2024T

OMGRUPPERT TOTALBALANSE	2019	2020	2021	2022	2023	2024T
Alle tall er i USD millioner						
Driftsrelaterte anleggsmidler	11 917	10 917	9 504	9 269	9 680	9 447
Driftsrelaterte omløpsmidler	4 300	4 134	6 625	7 327	5 315	5 135
<b>Driftseiendeler</b>	<b>16 217</b>	<b>15 051</b>	<b>16 129</b>	<b>16 596</b>	<b>14 995</b>	<b>14 582</b>
Finansielle anleggsmidler	23	50	70	93	134	176
Finansielle omløpsmidler	485	1 504	1 073	1 293	898	1 190
<b>Finansielle eiendeler</b>	<b>508</b>	<b>1 554</b>	<b>1 143</b>	<b>1 386</b>	<b>1 032</b>	<b>1 366</b>
<b>Sum eiendeler</b>	<b>16 725</b>	<b>16 605</b>	<b>17 272</b>	<b>17 982</b>	<b>16 027</b>	<b>15 948</b>
Egenkapital - majoritet	8 830	8 141	7 104	8 587	7 552	7 258
Egenkapital - minoritet	79	79	13	13	18	15
<b>Egenkapital i konsernet</b>	<b>8 909</b>	<b>8 220</b>	<b>7 116</b>	<b>8 600</b>	<b>7 570</b>	<b>7 273</b>
Langsiktig driftsrelatert gjeld	1 245	1 391	1 130	1 004	1 045	1 011
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	2 236	2 187	4 089	3 601	2 654	2 717
<b>Driftsrelatert gjeld</b>	<b>3 481</b>	<b>3 578</b>	<b>5 219</b>	<b>4 605</b>	<b>3 699</b>	<b>3 729</b>
Langsiktig finansiell gjeld	3 254	3 828	3 482	4 040	3 698	3 964
Kortsiktige finansiell gjeld	1 081	979	1 455	736	1 060	983
<b>Finansiell gjeld</b>	<b>4 335</b>	<b>4 807</b>	<b>4 937</b>	<b>4 776</b>	<b>4 758</b>	<b>4 946</b>
<b>Totalkapital</b>	<b>16 725</b>	<b>16 605</b>	<b>17 272</b>	<b>17 982</b>	<b>16 027</b>	<b>15 948</b>

Tabell 5.15: Yaras omgrupperte totalbalanse i perioden 2019-2024T

### *Omgruppering fra total kapital til sysselsatt kapital*

Sysselsatt kapital er kapital som eiere og finansielle långivere har skutt inn i selskapet. Formålet med å omgruppere til sysselsatt kapital er å fremheve den kapitalen som er hentet inn i kapitalmarkedet i balansen, og den som ikke er det. Sysselsatt kapital omfatter selskapets egenkapital, minoritetsinteresser og finansiell gjeld. Vi må dermed flytte den driftsrelaterte gjelden over til eiersiden av balansen. Dette gir oss følgende oppstilling:

Sysselsatt kapital	2019	2020	2021	2022	2023	2024T
Alle tall er i USD millioner						
Driftsrelaterte anleggsmidler	11 917	10 917	9 504	9 269	9 680	9 447
Langsiktig driftsrelatert gjeld	1 245	1 391	1 130	1 004	1 045	1 011
<b>Netto driftsrelaterte anleggsmidler</b>	<b>10 672</b>	<b>9 526</b>	<b>8 374</b>	<b>8 265</b>	<b>8 635</b>	<b>8 436</b>
Driftsrelaterte omløpsmidler	4 300	4 134	6 625	7 327	5 315	5 135
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	2 236	2 187	4 089	3 601	2 654	2 717
<b>Driftsrelatert arbeidskapital</b>	<b>2 064</b>	<b>1 947</b>	<b>2 536</b>	<b>3 726</b>	<b>2 661</b>	<b>2 418</b>
<b>Netto driftseiendeler</b>	<b>12 736</b>	<b>11 473</b>	<b>10 910</b>	<b>11 991</b>	<b>11 296</b>	<b>10 853</b>
Finansielle anleggsmidler	23	50	70	93	134	176
Finansielle omløpsmidler	485	1 504	1 073	1 293	898	1 190
<b>Finansielle eiendeler</b>	<b>508</b>	<b>1 554</b>	<b>1 143</b>	<b>1 386</b>	<b>1 032</b>	<b>1 366</b>
<b>Syssele eiendeler</b>	<b>13 244</b>	<b>13 027</b>	<b>12 053</b>	<b>13 377</b>	<b>12 328</b>	<b>12 219</b>
<b>Egenkapital - majoritet</b>	<b>8 830</b>	<b>8 141</b>	<b>7 104</b>	<b>8 587</b>	<b>7 552</b>	<b>7 258</b>
<b>Egenkapital - minoritet</b>	<b>79</b>	<b>79</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>18</b>	<b>15</b>
Langsiktig finansiell gjeld	3 254	3 828	3 482	4 040	3 698	3 964
Kortsiktige finansiell gjeld	1 081	979	1 455	736	1 060	983
<b>Finansiell gjeld</b>	<b>4 335</b>	<b>4 807</b>	<b>4 937</b>	<b>4 776</b>	<b>4 758</b>	<b>4 946</b>
<b>Sysselsatt kapital</b>	<b>13 244</b>	<b>13 027</b>	<b>12 053</b>	<b>13 377</b>	<b>12 328</b>	<b>12 219</b>

Tabell 5.16: Yaras sysselsatte kapital i perioden 2019-2024T

### *Omgruppering fra sysselsatt kapital til netto driftskapital*

Netto driftskapital består av kapitalen som er investert i driften. Det vil si at grupperingen består av egenkapital, minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld. For å komme frem til dette må vi flytte de finansielle eiendelene over til gjeldssiden av balansen. Dette gir oss følgende oppstilling:

Netto finansiell gjeld	2019	2020	2021	2022	2023	2024T
Alle tall er i USD millioner						
Finansiell gjeld	4 335	4 807	4 937	4 776	4 758	4 946
Finansielle eiendeler	508	1 554	1 143	1 386	1 032	1 366
<b>Netto finansiell gjeld</b>	<b>3 827</b>	<b>3 253</b>	<b>3 794</b>	<b>3 390</b>	<b>3 726</b>	<b>3 580</b>

Tabell 5.17: Yaras netto finansielle gjeld i perioden 2019-2024T

Netto driftskapital	2019	2020	2021	2022	2023	2024T
Alle tall er i USD millioner						
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	10 672	9 526	8 374	8 265	8 635	8 436
Driftsrelatert arbeidskapital	2 064	1 947	2 536	3 726	2 661	2 418
<b>Netto driftseiendeler</b>	<b>12 736</b>	<b>11 473</b>	<b>10 910</b>	<b>11 991</b>	<b>11 296</b>	<b>10 853</b>
Egenkapital - majoritet	8 830	8 141	7 104	8 587	7 552	7 258
Egenkapital - minoritet	79	79	13	13	18	15
Netto finansiell gjeld	3 827	3 253	3 794	3 390	3 726	3 580
<b>Netto driftskapital</b>	<b>12 736</b>	<b>11 473</b>	<b>10 910</b>	<b>11 991</b>	<b>11 296</b>	<b>10 853</b>

Tabell 5.18: Yaras netto driftskapital i perioden 2019-2024T

### 5.3.3 Omgruppering av kontantstrømmen

Kontantstrømoppstillingen blir også omgruppert med formål at den skal bli mer investororientert. I den omgrupperte kontantstrømmen kommer det blant annet tydeligere frem den frie kontantstrømmen som blir skapt gjennom drift. For å sette opp den omgrupperte kontantstrømmen har vi brukt de omgrupperte regnskapstallene fra resultatregnskapet og balansen.

Omgruppert kontantstrøm	2020	2021	2022	2023	2024T
Alle tall er i USD millioner					
Netto driftsresultat	892	1 380	3 040	411	449
Unormal netto driftsresultat	59	-721	-96	-262	-151
Endring i netto driftseiendeler	-1 263	-563	1 081	-695	-443
<b>Fri kontantstrøm fra drift</b>	<b>2 214</b>	<b>1 222</b>	<b>1 864</b>	<b>844</b>	<b>741</b>
Netto finansinntekt	57	50	88	126	66
Unormale netto finansinntekter	30	173	164	246	51
Endring i finansielle eiendeler	1 046	-411	243	-354	334
<b>Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital</b>	<b>1 255</b>	<b>1 856</b>	<b>1 872</b>	<b>1 569</b>	<b>524</b>
Netto finanskostnad	-129	-128	-203	-194	-211
Unormale netto finanskostnader	-287	-394	-454	-60	-383
Endring i finansiell gjeld	472	130	-161	-18	188
Netto minoritetsresultat	0	-66	2	5	-4
Unormalt minoritetsresultat	0	0	0	0	0
Endring i minoritetsinteresser	0	-66	0	5	-3
<b>Fri kontantstrøm til egenkapital</b>	<b>1 313</b>	<b>1 462</b>	<b>1 055</b>	<b>1 298</b>	<b>119</b>

Tabell 5.19: Yaras omgrupperte kontantstrøm i perioden 2019-2024T

## 5.4 Analyse av målefeil og justering

Målefeil oppstår dersom man har differanser mellom rapporterte tall i regnskapsrapportene og de faktiske økonomiske forholdene i selskapet. Konsekvenser av målefeil er at de rapporterte

---

tallene ikke gir ett rettviseende bilde på selskapet økonomiske stilling. Som følge av dette kan det være behov for å justere for slike målefeil i analysen. Teori i dette delkapittelet er hentet fra Kjell Henry Knivsflås forelesning 7 i faget *ACC421A Verdsettelse* på Norges Handelshøyskole (2024d).

Det foreligger tre typer målefeil; målefeil type 1, 2 og 3. Målefeil type 1 kalles gjerne den «gode» målefeilen, da det er et uttrykk for strategisk fordel. Denne typen feil kommer av avvik mellom egenkapitalrentabilitet ved god måling og egenkapitalkravet. Målefeil av type 2 kalles ofte den dårlige målefeilen, ettersom den oppstår som følge av manglende balanseføring, bruk av feil målemodell etter innregning eller feilmåling etter innregning. Denne type feil kommer altså av avvik mellom egenkapitalrentabilitet etter god regnskapsskikk og egenkapitalrentabilitet med god måling. Den tredje typen målefeil er den mest kritiske, da den oppstår ved at selskapet har rapportert noe annet enn det den skulle gjort etter god regnskapsskikk.

#### **5.4.1 Justering av målefeil**

Regnskapstallene vi har benyttet i analysen for perioden 2019-2023 er revidert av ekstern revisor, og vi tar derfor utgangspunkt i at det ikke foreligger målefeil av type 3 i regnskapet. Regnskapstallene fra første og andre kvartal 2024 som vi benytter som utgangspunkt for utarbeidelsen av trailing 2024 er ikke revidert, og det vil dermed være en større risiko for målefeil av type 3 i trailingen men vi anser denne risikoen som lav. Vi ser derfor etter målefeil av type 1 og 2 i vår analyse. Vi vil gå i nærmere detalj på de områdene i Yaras regnskap som kan være utsatt for slike målefeil, og foreta eventuelle justeringer.

##### *Forskning og utvikling*

Den vanligste kilden til målefeil av type 2 er manglende balanseføring. Etter god regnskapsskikk og IFRS skal alle kostnader knyttet til egen forskning kostnadsføres. Yara kostnadsfører dermed forskningsutgifter, samt kostnader til utvikling av immaterielle eiendeler med mindre de oppfyller kriterier for innregning. Forskning og utvikling kan imidlertid anses som en investering for selskapet som har en verdi som de senere kan få nytte av, og justering av regnskapet for å reflektere denne verdien kan dermed gi et mer rettviseende bilde av selskapets økonomiske situasjon. Yara holder på med forskning og utvikling på flere områder, og kostnadsførte i 2023 utgifter på 113 millioner USD til forskning og utvikling. En stor del av forskningen er knyttet til Yara sitt formål om å bidra til en mer bærekraftig utvikling

og naturvennlig matfremtid (Yara, 2024a, s.37). Det er vanskelig å fastslå hvor stor andel av kostandene som forventes å skape regnskapsmessige verdier for selskapet i fremtiden, og som følge av manglende grunnlag for å gjøre justeringer har vi valgt å ikke gjøre justeringer for potensielle målefeil knyttet til denne posten.

### *Nedskrivning*

En annen målefeil er at rapporterte verdier på eiendeler i selskapet avviker fra faktiske rapporterte verdier. Dette kan oppstå som følge av feil eller manglende nedskrivninger. Nedskrivning skal skje når virkelig verdi er lavere enn det bokførte beløpet. Man har historisk sett at nedskrivninger kommer for sent, noe som medfører at selskapet i perioder før nedskrivningen har overvurdert balanseverdiene sine. Dette skjer ofte som en konsekvens av at nedskrivninger krever en viss grad av skjønn og individuelle vurderinger. Skjønnsvurderinger blir gjort både ved vurdering av indikasjoner på verdifall og ved gjennomføring av nedskrivningstester. Nedskrivning skal skje dersom bokført verdi er lavere enn gjenvinnbart beløp, hvor gjenvinnbart beløp er det høyeste av netto salgsverdi og eiendelens bruksverdi. Selskapet vurderer ofte bruksverdien som høyest, noe som kan medføre at nedskrivning ikke skjer. Dersom denne vurderingen er feil, vil dette være en målefeil i regnskapet (Palepu, mfl., 2019, s. 120-121).

Nedskrivning er en vanskelig regnskapspost for oss å vurdere, da vi har manglende grunnlag for å ta en god vurdering. Faren er dermed stor for at vi skaper mer støy i regnskapet ved å gjøre justeringer. Nedskrivninger er i tillegg et område revisor typisk har ekstra stort fokus på, ettersom det er risiko for målefeil av type 2 og 3 knyttet til regnskapsposten. Dermed vurderer vi at det er mest hensiktsmessig å ikke gjennomføre justeringer.

## 5.5 Rammeverk for forholdstallsanalyse

Vi vil gjennomføre ulike forholdstallsanalyser i kapittel 6 og 8. En forholdstallsanalyse er en analyse av det relative forholdet mellom to regnskapstall. Formålet er å få en bedre innsikt i de underliggende risikoene og rentabiliteten i selskapet (Knivsflå, 2024e). I kapittel 6 vil vi gjennomføre analyse av kredittrisiko, hvor vi analyserer risiko både på kort og lang sikt. Deretter vil vi beregne avkastningskrav i kapittel 7. Til slutt vil vi gjennomføre en lønnsomhetsanalyse i kapittel 8, hvor vi undersøker den historiske strategiske fordelene til selskapet og sammenligner mot bransjen.

---

## 6. Analyse av risiko

En analyse av regnskapet til et selskap vil kunne gi indikasjoner på selskapets økonomiske tilstand, finansiell situasjon og risikomomenter knyttet til bransjen (Kristoffersen, 2016, s. 448). I en slik analyse, foreligger det 4 sentrale forhold, som bør tas hensyn til. Dette er likviditet, soliditet, finansiering og rentabilitet (Kristoffersen, 2016, s.437). Analysen baserer seg på regnskapstallene vi har omgruppert i regnskapsanalysen i kapittel 5. Likviditetsanalysen vil gi en indikasjon på selskapets kortsiktige kredittrisiko, mens soliditetsanalysen vil si noe om selskapets langsiktige risiko. Til slutt vil vi benytte informasjonen fra analysen, samt innsikten vi har i markedet og selskapet fra den strategiske analysen til å finne selskapets syntetiske rating.

### 6.1 Likviditet

Likviditeten til et selskap tilsvarende selskapets evne til å gjøre opp for sine økonomiske forpliktelser. Begrepet omfatter også selskapets evne til å konvertere sine eiendeler til likvide midler (Kristoffersen, 2016, s. 437). Betalingsevnen til selskapet er dermed sentral i en slik analyse.

Manglende likviditet vil i stor grad begrense selskapet muligheter til å foreta strategiske investeringer, og til å gjennomføre strategiske satsinger, noe som kan påvirke selskapets konkurransevne sammenlignet med komparative selskaper. Det vil dermed være relevant å se på selskapets stilling sammenlignet med bransjen. Mangel på likviditet henger også tett sammen med selskapets konkurrisiko, og vil påvirke selskapets verdi negativt. Det er dermed et svært relevant forholdstall for investorer, da det kan gi dem en indikasjon på om selskapet har finansielle problemer eller ikke (Petersen mfl, 2019, s.212).

#### 6.1.1 Likviditetsgradene

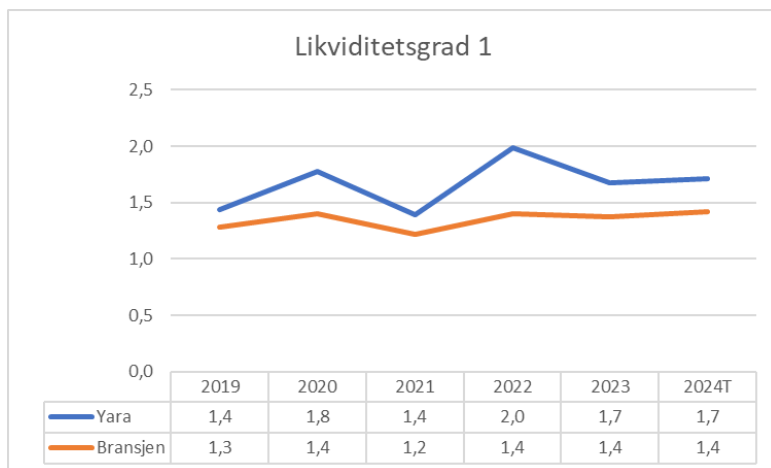
Likviditetsgradene kan benyttes for å analysere forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld (Tofteland, 2011, s. 215). Likviditetsgrad 2 skiller seg litt ut fra likviditetsgrad 1, da den bare tar de mest likvide omløpsmidlene til betraktning. Dette kan dermed bidra til å gi et mer realistisk bilde over et selskaps reelle likviditet, siden det for eksempel ikke alltid vil være så enkelt å konvertere et varelager til kontanter.



Hva som er å regne som sterke likviditetsgrader kan være noe skjønnsmessig (Kristoffersen, 2016, s. 470). Man kan dog sette en norm for at likviditetsgrad 1 bør ha et 2:1 forhold, mens likviditetsgrad 2, bør ha et 1:1 forhold (Kristoffersen, 2016, s. 470).

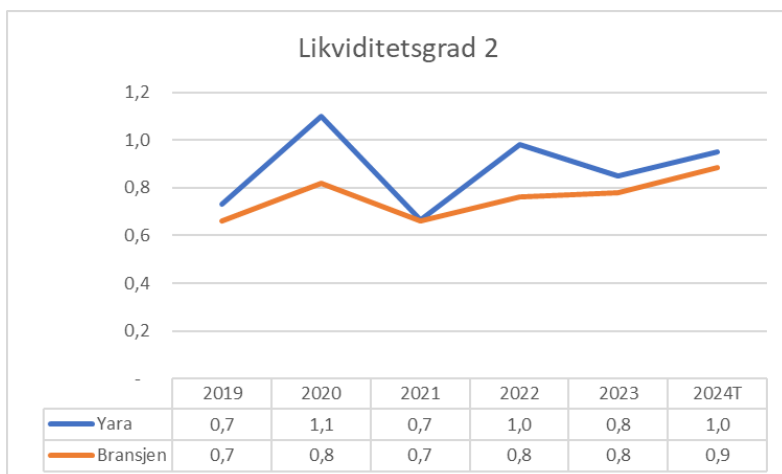
Likviditetsgrad 1	Likviditetsgrad 2
$\frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$	$\frac{\text{Mest likvide omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$

(Kristoffersen, 2016, s. 470).



Figur 6.1: Likviditetsgrad 1 i analyseperioden 2019-2024T

Yara har i analyseperioden hatt en gjennomsnittlig likviditetsgrad 1 på 1,7 som er høyere enn gjennomsnittet i bransjen på 1,3. Selskapet har en likviditetsgrad som er noe lavere enn tommelfingerregelen på 2, men har likevel hatt en stabilt høyere likviditet enn bransjen, noe som taler for lavere likviditetsrisiko.



Figur 6.2: Likviditetsgrad 2 i analyseperioden 2019-2024T

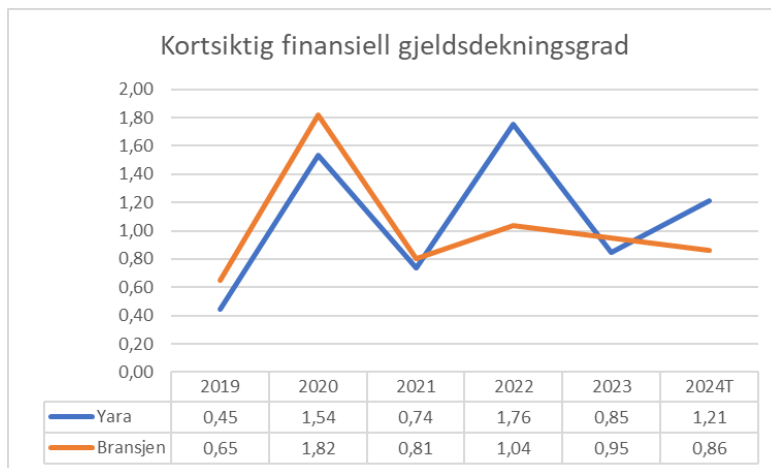
Fra figuren over kan man se en oversikt over Yara og bransjens likviditetsgrad 2 i analyseperioden. Yara har i snitt en likviditetsgrad 2 på 0,9 som er noe lavere enn tommelfingerregelen på 1, men i likhet med figur 6.1 har selskapet en likviditetsgrad som er noe høyere enn bransjen over hele analyseperioden. Dette tyder på at Yara totalt sett har en god likviditetsgrad.

### 6.1.2 Finansiell gjeldsdekningsgrad

Finansiell gjeldsdekningsgrad er et annet mål på selskapets likviditetsrisiko. Man deler gjerne inn i kortsiktig- og langsiktig finansiell gjeldsdekningsgrad.

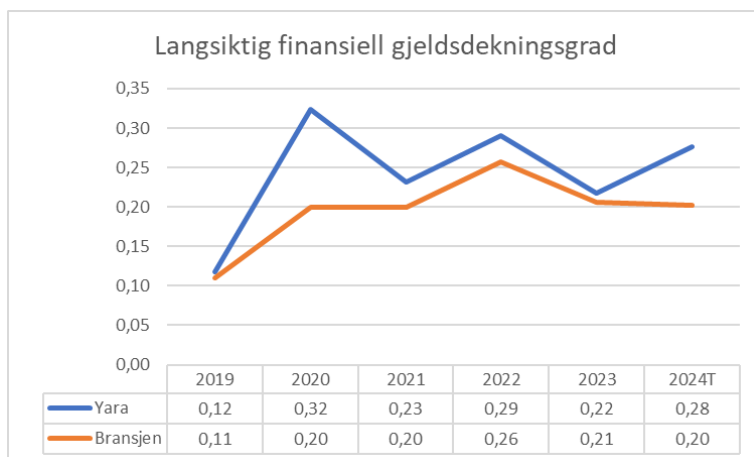
Kortsiktig finansiell gjeldsdekningsgrad	Langsiktig finansiell gjeldsdekningsgrad
$\frac{\textit{Finansielle omløpsmidler}}{\textit{Kortsiktig finansiell gjeld}}$	$\frac{\textit{Finansielle eiendeler}}{\textit{Finansiell gjeld}}$

I likhet med forholdstallene for likviditetsgrad er det fordelaktig med en høy finansiell gjeldsdekningsgrad, da dette betyr at selskapet har tilstrekkelige eiendeler til å dekke finansiell gjeld (Knivsflå, 2024e).



*Figur 6.3: Kortsiktig finansiell gjeldsgrad i analyseperioden 2019-2024T*

Figur 6.3 viser forholdet mellom finansielle omløpsmidler og kortsiktig finansiell gjeld for Yara og bransjen. Som man kan se av figuren har det vært svingninger i den kortsiktige finansielle gjeldsdekningsgraden. I deler av analyseperioden har Yara hatt en høyere gjeldsdekningsgrad enn bransjen, og i andre perioder har selskapet hatt noe lavere gjeldsdekningsgrad. I gjennomsnitt har Yara og bransjen en kortsiktig gjeldsdekningsgrad på omtrent 1, som betyr at det er tilstrekkelig med finansielle omløpsmidler til å dekke kortsiktig finansiell gjeld.



*Figur 6.4: Langsiktig finansiell gjeldsgrad i analyseperioden 2019-2024T*

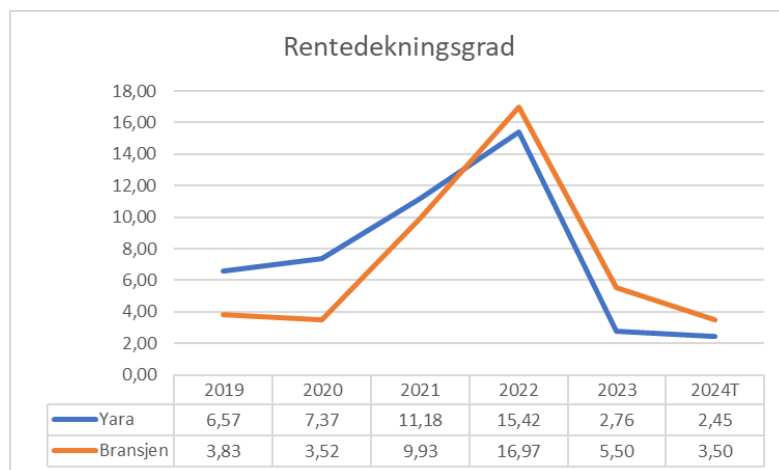
Langsiktig finansiell gjeldsdekningsgrad gir forholdet mellom finansielle eiendeler og finansiell gjeld. Som man kan se av figur 6.4 har selskapet og bransjen hatt et relativt stabilt nivå over analyseperioden. Nivået har imidlertid vært noe lavt med et gjennomsnitt på 0,24 for Yara. Dette betyr at selskapets finansielle gjeld er mye høyere enn de finansielle eiendelene i selskapet, noe som øker likviditetsrisikoen i selskapet. Hvor høy grad av finansielle eiendeler som er vanlig for et selskap å ha relativ til finansiell gjeld vil til en viss grad være

bransjeavhengig. Dermed reduseres risikoen noe med hensyn til at bransjen har en lavere langsiktig gjeldsdekningsgrad enn Yara.

### 6.1.3 Rentedekningsgrad

Man kan også analysere selskapets gjeldsdekning fra drift. Rentedekningsgraden gir indikasjoner på om et selskap er i stand til å nedbetale sine rentekostnader ved å se på forholdet mellom selskapets nettoresultat fra sysselsatt kapital og netto finanskostnad (Kristoffersen, 2016, s. 467; Knivsflå, 2024e).

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



Figur 6.5: Rentedekningsgrad i analyseperioden 2019-2024T

Som man kan se av figur 6.5 svinger rentedekningsgraden mye i analyseperioden. Spesielt gjelder dette fra 2022 til 2023 hvor rentedekningsgraden reduserte seg vesentlig. Dette henger sammen med fall i netto driftsinntekter i 2023 sammenlignet med foregående år. Selskapets rentedekningsgrad følger bransjen relativt tett over hele analyseperioden. I gjennomsnitt har Yara en gjennomsnittlig rentedekningsgrad på 7,63 som er noe høyere enn bransjesnittet på 7,21. Yara hadde i 2023 og 2024T en rentedekningsgrad under den generelle tommelfingerregelen på 3, men likevel ikke så lav at det indikerer en vesentlig øke i likviditetsrisiko for selskapet. Dette støttes også opp mot at nivået i bransjen reduserte seg i samme periode.

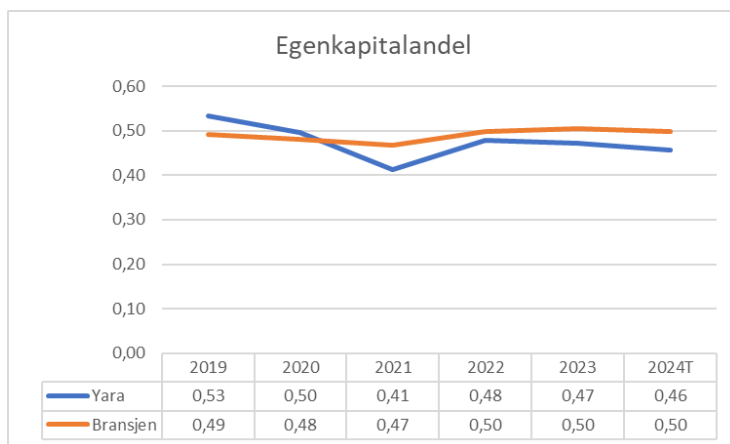
## 6.2 Soliditet

En analyse av et selskaps soliditet vil gi en oversikt over selskapets evne til å stå imot nedgangstider (Tofteland, 2012, s. 212). Vi vil analysere tre mål på selskapets soliditet; egenkapitalandel, driftsrentabilitet og gjeldsgrad.

### 6.2.1 Egenkapitalandel

Egenkapitalandel er forholdet mellom konsernets egenkapital og total kapital. Forholdstallet illustrer hvor mye selskapet kan tape, før tap påføres fremmedkapitalen. En større egenkapitalandel vil indikere en sterkere soliditet (Kristoffersen, 2016, s. 465).

<b>Egenkapitalandel</b>
$\frac{\text{Egenkapital} + \text{Minoritetsinteresse}}{\text{Total kapital}}$



Figur 6.6: Egenkapitalandel i analyseperioden 2019-2024T

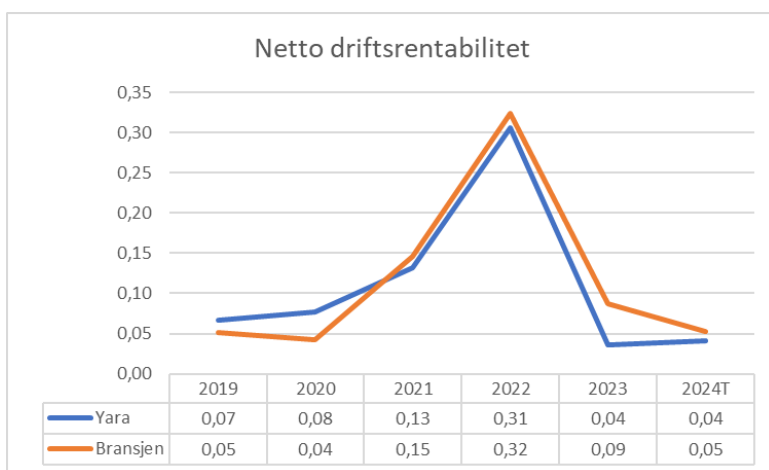
Som man kan se av figur 6.6 har Yara selskapets andel av egenkapital i analyseperioden vært stabil på omtrent halvparten av selskapets total kapital. En generell tommelfingerregel er at selskap burde ha en egenkapitalandel over 0,3. Yara har i perioden en gjennomsnittlig andel på 0,47, som er på nivå med bransjesnittet på 0,49. Man kan derfor konkludere med at selskapet har en tilstrekkelig andel egenkapital relativ til total kapitalen.

## 6.2.2 Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet er et mål på lønnsomheten til driftsaktivitetene til selskapet (Penman, 2013, s.318). Dette beregnes ved formelen under. Det vil være fordelaktig med en høy netto driftsrentabilitet, da en negativ verdi vil redusere egenkapitalen over tid (Knivsflå, 2024g).

### Netto driftsrentabilitet

$$\frac{\text{Netto driftsresultat}_t}{\text{Netto driftskapital}_{t-1} + (\Delta\text{Netto driftskapital}_t - \text{Netto driftsresultat}_t)/2}$$



Figur 6.7: Netto driftsrentabilitet i analyseperioden 2019-2024T

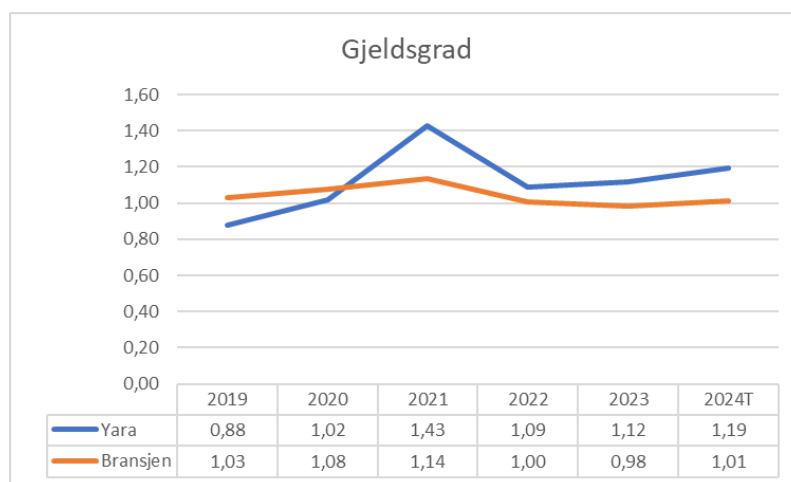
Som man kan se av grafen i figur 6.7 har Yaras netto driftsrentabilitet fulgt bransjen tett i hele analyseperioden. Netto driftsrentabilitet hadde en topp i 2022 hvor selskapet var spesielt lønnsomt. Dette følger av høye priser på gjødsel i 2022 som medførte høyere inntekter sammenlignet med de andre årene i analyseperioden. Som nevnt i delkapittel 4.2.1 i den strategiske analysen gikk gjødselprisen ned i 2023 som følge av tilbudsoverskudd av gjødsel på markedet. Dette medførte en redusert lønnsomhet i 2023 som man kan se igjen av nedgangen i netto driftsrentabilitet i 2023. Netto driftsrentabilitet er likevel positiv og på nivå med bransjen, noe som indikerer at det ikke medfører vesentlig økt kredittrisiko.

## 6.2.3 Gjeldsgrad

Gjeldsgraden måler andelen av gjeld i selskapet mot selskapets egenkapital. Selskapets gjeld vil gjerne være rentebærende, slik at det vil påvirke selskapets lønnsomhet og likviditet. I

nedgangstider vil et selskap dermed kunne håndtere tap på en bedre måte dersom det har en høyere andel av egenkapital (Kristoffersen, 2016, s. 467). Et lavere tall vil tilsa at selskapet er mer solid (Kristoffersen, 2012. s. 466). Gjeldsgraden vil illustrere hvor stor grad av kapitalen som er finansiert med gjeld (Kristoffersen, 2016, s. 465).

<b>Gjeldsgrad</b>
<i>Gjeld</i>
<hr/> <i>Egenkapital + minoritetsinteresse</i>



Figur 6.8: Gjeldsgrad i analyseperioden 2019-2024T

Som en generell tommelfingerregel kan man si at en gjeldsgrad på rundt 1 er god. Dette betyr at selskapet har omtrent like stor andel av egenkapital som gjeld, noe som tilsier at selskapet er solid. Som man kan se av figur 6.8 har Yara en gjeldsgrad på omtrent 1 hele analyseperioden, og gjeldsgraden ligger på nivå med bransjen. Dette indikerer at selskapet har en tilfredsstillende andel av gjeld mot egenkapitalen.

### 6.3 Syntetisk rating

Med bakgrunn i resultatene fra forholdstallanalysen og innsikt fra den strategiske analysen vil vi komme frem til selskapets syntetiske rating. Dette er et mål som sier noe om selskapets konkursrisiko og risiko for å misligholde lån (Penman, 2013, s.688). Vi benytte beregningen av likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalandel og netto driftsrentabilitet til å

komme frem til hvilken risikoklasse selskapet tilhører. Risikoklassen gis ved en bokstav hvor AAA tilsier lavest risiko og D tilsier høyeste risiko for konkurs. Vi benytter tabellen under for å komme frem til selskapets rating (Knivsflå, 2024e);

Rating	Likviditetsgrad 1	Rentedekningsgrad	Egenkapitalandel	Netto driftsrentabilitet
AAA	11,400	16,900	0,934	0,330
	<b>8,700</b>	<b>11,600</b>	<b>0,886</b>	<b>0,288</b>
AA	6,000	6,300	0,837	0,246
	<b>4,400</b>	<b>4,825</b>	<b>0,738</b>	<b>0,196</b>
A	2,800	3,350	0,638	0,146
	<b>2,150</b>	<b>2,755</b>	<b>0,527</b>	<b>0,111</b>
BBB	1,500	2,160	0,417	0,076
	<b>1,250</b>	<b>1,690</b>	<b>0,358</b>	<b>0,062</b>
BB	1,000	1,220	0,300	0,048
	<b>0,850</b>	<b>1,060</b>	<b>0,252</b>	<b>0,034</b>
B	0,700	0,900	0,204	0,020
	<b>0,550</b>	<b>0,485</b>	<b>0,162</b>	<b>0,006</b>
CCC	0,400	0,070	0,120	-0,008
	<b>0,350</b>	<b>-0,345</b>	<b>0,096</b>	<b>-0,022</b>
CC	0,300	-0,760	0,073	-0,036
	<b>0,250</b>	<b>-1,170</b>	<b>0,028</b>	<b>-0,050</b>
C	0,200	-1,580	-0,018	-0,064
	<b>0,150</b>	<b>-1,995</b>	<b>-0,090</b>	<b>-0,078</b>
D	0,100	-2,410	-0,161	-0,092

Tabell 6.1: Rating basert på forholdstall (Knivsflå, 2024e)

YARA	2019	2020	2021	2022	2023	2024T
Likviditetsgrad 1	1,443	1,781	1,389	1,988	1,673	1,709
Rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Rentedekningsgrad	6,573	7,373	11,176	15,424	2,761	2,445
Rating	AA	AA	AA	AAA	A	BBB
Egenkapitalandel	0,533	0,495	0,412	0,478	0,472	0,456
Rating	A	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet	0,067	0,077	0,131	0,306	0,036	0,041
Rating	BBB	BBB	A	AAA	BB	BB
<b>OPPSUMMERT RATING</b>	<b>A</b>	<b>BBB</b>	<b>A</b>	<b>A</b>	<b>BBB</b>	<b>BBB</b>

Tabell 6.2: Yaras syntetiske rating i perioden 2019-2024T

Bransjen	2019	2020	2021	2022	2023	2024T
Likviditetsgrad 1	1,283	1,401	1,217	1,400	1,374	1,421
Rating	BBB	BBB	BB	BBB	BBB	BBB
Rentedekningsgrad	3,828	3,516	9,934	16,974	5,502	3,495
Rating	A	A	AA	AAA	AA	A
Egenkapitalandel	0,492	0,481	0,468	0,499	0,505	0,497
Rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet	0,051	0,042	0,146	0,324	0,088	0,052
Rating	BB	BB	A	AAA	BBB	BB
<b>OPPSUMMERT RATING</b>	<b>BBB</b>	<b>BBB</b>	<b>BBB</b>	<b>A</b>	<b>BBB</b>	<b>BBB</b>

Tabell 6.3: Bransjens syntetiske rating i perioden 2019-2024T

Basert på de fire forholdstallene i analysen over har selskapet og bransjen en gjennomsnittlig rating på BBB. Dette stemmer med ratingen Yara har fått både Moody's og S&P Global (Yara, u.å, j). Dette betyr at selskapet har en lav konkurrisisiko på omtrent 0,3% (Knivsflå, 2024e).

Ratingen på BBB anses også rimelig med hensyn til SWOT-analysen gjennomført i delkapittel 4.4. Faktorer som vurderes å øke risikoen knyttet til Yaras lønnsomhet og evne til å betjene fremtidige lån er politisk ustabilitet, økt konkurranse fra leverandører av organisk gjødsel og manglende selvforsyning av råvarer. Politisk uro har de siste påvirket tilgang og pris på viktige



innsatsfaktorer for selskapet, og har skapt høy volatilitet i gjødselprisene. Uroen som er knyttet til krigen i Europa og i Midtøsten, kombinert med Yaras manglende selvforsyning av råvarer kan øke risikoen for at selskapet får problemer med å opprettholde etterspørsel etter varer. Det kan også påvirke selskapets marginer ved økte kostnader.

Økt konkurranse fra leverandører av substitutter kan også være en risiko for selskapet ved at etterspørselen etter mineralgjødsel reduseres. Selskapet har imidlertid vist seg å være tilpasningsdyktig i situasjoner hvor priser, tilgang til råvarer og konkurranse har endret seg. Dermed anses ikke dette som risiko som i stor grad truer selskapets fremtidige lønnsomhet, og vi velger derfor å ikke justere estimert rating.

---

## 7. Avkastningskrav

### 7.1 Teori

Avkastningskravet i en investering representerer den avkastningen investorene og långiverne forventer på en investering. I avkastningskravet tas det hensyn til en vekting av risiko, hovedsakelig systematisk risiko, men kan også tilpasses for den selskapsspesifikke risikoen. Videre vektes andelen av egenkapital mot rentebærende gjeld.

I Yara sitt scenario, anser vi den selskapsspesifikke risikoen som veldig begrenset og uvesentlig, da selskapet er modent i markedet. En standard CAPM-modell vil dermed være tilstrekkelig for å gi et godt bilde av «cost of equity» i verdivurderingen.

### 7.2 Beta

Betaverdien anses som den systematiske risikoen knyttet til en aksje. I tillegg til den systematiske risikoen, vil det også foreligge en usystematisk risiko. Den usystematiske risikoen vil være selskapsspesifikk. Denne kan dog reduseres ved diversifisering av aksjer i en portefølje (Boye, 2002, s. 238).

I henhold til CAPM vil beta-verdien knyttet til en investering, tilsvare risikoen selve investeringen tilfører en portefølje i markedet. APM og «multifactor»-modellen legger videre opp til at beta-verdien knyttet til en investering må måles mot relevante faktorer (Damodaran, 2012, s. 183).

Det er normalt tre måter å estimere en beta-verdi på. Dette er gjennom regresjon av investeringen mot markedet, benytte en fundamental beta knyttet til en spesifikk bransje, eller gjennom regnskapstallene i regnskapet til et selskap (Damodaran, 2012, s. 183).

Med tanke på at Yara er et børsnotert selskap med lang historikk på Oslo Børs, vil regresjon være den foretrukne metoden (Damodaran, 2012, s. 183).

## 7.2.1 Beta gjennom regresjon

### A INTERCEPT FROM THE REGRESSION

<b>B</b>	$\frac{\text{Covariance}(R_j, R_m)}{\sigma_m}$
----------	--

(Damodaran, 2012, s. 183)

Vi benytter 5 års historiske månedlige data, for Oslo børs indeks og Yara International ASA. Dette mener vi vil gi et mer realistisk estimat, da man unngår støy fra overreaksjoner i markedet som kan forekomme dersom man bruker daglige tall. Tabell 7.1 under viser statistisk «output» fra regresjonsmodellen.

SUMMARY OUTPUT								
<i>Regression Statistics</i>								
Multiple R	0,407072737							
R Square	0,165708213							
Adjusted R Square	0,151071515							
Standard Error	0,066971904							
Observations	59							
<b>ANOVA</b>								
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>			
Regression	1	0,050779	0,050779	11,32142	0,001376			
Residual	57	0,255658	0,004485					
Total	58	0,306438						
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
Intercept	0,004267789	0,008877	0,480785	0,63251	-0,01351	0,022043	-0,01351	0,022043
Oslo Børs Indeks	0,632964033	0,188117	3,364732	0,001376	0,256266	1,009662	0,256266	1,009662

Tabell 7.1: Regresjon - Betaverdi

Resultatet fra regresjonsanalysen illustrerer en følgende beta:

alpha	0,0043
beta	0,6330

Den systematiske risikoen for Yara ligger dermed på 0,633. Dette vil i praksis bety at Yara har en lavere risiko enn markedet. Vi anser estimatet som rimelig, da bransjens natur tilsvarer at risikoen skal være lavere enn markedet, som samsvarer med risiko- og strategisk analyse.

## 7.2.2 Unlevered beta

Det må merkes at gjeld i et selskap vil kunne øke betaverdien. Ved opptak av gjeld vil det komme med faste rentekostnader, samtidig som man forventer en økning i inntekter i gode tider. I dårlige tider vil gjelden kunne påvirke selskapets resultater negativt. Investeringen vil dermed bli ansett som mer risikabel, som vil reflekteres i betaverdien (Damodaran, 2012, s. 195).

I vår APV-verdsettelse benyttes det en «unlevered Free Cash Flow to Firm» (unlevered FCFF) for å verdsette selskapet. Det vil si at man verdsetter med hensyn til at selskapet ikke har gjeld. Vi må dermed ta hensyn til en unlevered cost of equity i verdsettelsesprosessen, samt i vår beregning av avkastningskrav.

I henhold til Damodaran (2012), må «levered beta» justeres for skatt og gjeldsgrad med følgende formell (Damodaran, 2012, s. 398):

$$\beta_u = \frac{\beta_L}{1+(1-t)\times\frac{D}{E}}$$

$\beta_u$	<i>Unlevered beta</i>
$\beta_L$	<i>Levered beta</i>
$t$	<i>Skatt</i>
$\frac{D}{E}$	Gjeld til EK-ratio

(Damodaran, 2012, s. 398)

## 7.3 Capital Asset Pricing Method (CAPM)

Gjennom CAPM vil man kunne beregne cost of equity. Denne reflekterer avkastningen som investorene vil kreve på egenkapitalen. Metoden vil ta hensyn til den risikofrie renten, markedspremien og risikoen i markedet (Damodaran, 2012, 183). Markedets risikopremie vil tilsvare differansen mellom forventet avkastning i markedet og den risikofrie renten, (Boye, 2002, s. 238). Dette vises i formelen under.

$$\text{Expected return} = \text{Risk free rate} + \text{Beta}(\text{Risk premium})$$

(Damodaran, 2012, 183).

### Unlevered Cost of Equity

Verdsettelse med APV-metoden vil kreve at man benytter seg av en «unlevered cost of equity». Dette er fordi man først må verdsette selskapet uten gjeld. Man må dermed benytte seg av «unlevered beta» ved beregning av «cost of equity» til dette formålet.

## 7.4 Risikofri rente (Rf)

Den risikofrie renten tilsvarer den avkastningen et selskap kan oppnå risikofritt. Det er to grunnleggende betingelser for at en investering skal kunne bli ansett som risikofri. Investeringen må kunne gi en avkastning eller et utbytte som tilsvarer det som er forventet, uten noen form for standardavvik. Det kan heller ikke være en risiko knyttet til reinvestering. Kravene for å kunne bli ansett som risikofri er dermed strenge, og det er kun verdipapirer utstedt fra en stat som oppfyller disse kravene (Damodaran, 2012, s. 154).

Yara handles på norsk børs i NOK, og vi benytter oss dermed av en norsk statsobligasjonsrente. Denne lå på 3,953% i henhold til Norges Bank ved tidspunkt for verddivurderingen (Norges Bank, 2024).

Generiske renter

Dato	3 mnd	6 mnd	12 mnd	3 år	5 år	7 år	10 år
07.11.2024	4,48	4,4	4,297	3,888	3,891	3,902	3,953

Tabell 7.2: Statsobligasjonsrenter

## 7.5 Markedsverdi gjeld & cost of debt

Det er få grunner til at man ikke skal benytte seg av markedsverdien til den rentebærende gjelden et selskap har. Dette er fordi markedsverdien er mer reell, da den reflekterer hvordan markedet verdsetter gjelden (Damodaran, 2012, s. 218). I denne oppgaven vil vektingen av WACC, dermed hensynta markedsverdien av gjelden, og ikke den bokførte.

$$\text{Markedsverdi av gjeld} = \text{Rentekostnad} \times \left( \frac{1 - \frac{1}{(1+\text{rentesats})^n}}{\text{Rentesats}} \right) + \frac{\text{Gjeld}}{(1+\text{rentesats})^n}$$

(Damodaran, 2012, s. 219).

I årsrapporten til Yara er det opplyst om selskapets rentebærende gjeld. Ved å anvende formelen over, får vi satt opp et anslag på markedsverdien til den rentebærende gjelden.

Bond	Currency	Denominated/Carrying amount	Weighted Interest Rate	Maturity	Gjenstående løpetid	Estimert rentekostnad	Markedsverdi gjeld
1150 mill	NOK	113	5,40 %	2026	3	6,10	109,65
600 mill	NOK	59	3,02 %	2024	1	1,78	57,06
1000 mill	NOK	98	2,48 %	2024	1	2,43	94,28
500 mill	USD	500	3,93 %	2026	3	19,65	465,74
1000 mill	NOK	98	2,45 %	2026	3	2,40	87,44
1000 mill	NOK	98	2,93 %	2027	4	2,87	85,96
1000 mill	USD	1000	4,84 %	2028	5	48,40	930,29
750 mill	USD	750	3,21 %	2030	7	24,08	614,00
600 mill	USD	600	7,47 %	2032	9	44,82	637,98
<b>Gjeld til kreditt institusjoner</b>							-
Lån		254	6,83 %	2026	3	17,35	256,10
Annen langsiktig gjeld		65	7,23 %	2029	6	4,70	67,24
<b>Kortsiktig gjeld</b>							-
Credit facilities		99	7,33 %	2024	1	7,26	99,75
Overdraft facilities		2	12,69 %	2024	1	0,25	2,12
Other current debt		74	5,24 %	2024	1	3,88	73,11
<b>Sum markedsverdi</b>							<b>3 580,72</b>

Tabell 7.3: Markedsverdi gjeld

Vårt anslag på markedsverdien av den rentebærende gjelden til Yara ligger på 3.582,72 MUSD. Dette er 220 MUSD under den bokførte verdien av gjelden (pr. 31.12.2023), som er på 3.810 MUSD. Dette vil føre til at vektingen av WACC blir høyere mot EK, det vil si at WACC/avkastningskrav øker ved benyttelse av markedsverdien.

### 7.5.1 Lånekostnad

Det er to metoder som vurderes ved fastsetting av lånekostnaden (cost of debt). Til tross for at markedsverdien av gjelden benyttes i vektingen av WACC, vil bokført verdi av gjelden benyttes i beregningen av rentekostnad. Dette er fordi den gjenspeiler den reelle renten selskapet betaler. Videre vil det være bevegelser i den bokførte gjelden gjennom året, og vi

anser det mer rimelig å ta et snitt mellom gjelden i 2022 og 2023 ved beregningen. Denne metoden vil gi en estimert rente på 6,52%.

Damodaran foreslår et påslag til den risikofrie renten. Da selskapet har en BBB-rating, vil det være et påslag på 1,6%. Dette er basert på forskning fra 2011 (Damodaran, 2012, s. 213). Denne rentesatsen anses å være noe lav i dagens marked, hvor det er mye uro og uforutsigbare forhold rundt renten. Vår vurdering er at påslaget burde vært høyere, med tanke på at investorene forventer høyere avkastning i forhold til risiko. Vi benytter oss dermed av den estimerte renten på 6,52 %. Se vedlagt tabell under.

Snittlån		Cost of Debt (Damodaran)	
Rentebærende gjeld 2023	3801	Rf	3,95 %
Rentebærende gjeld 2022	3839	Påslag	1,60 %
<b>Snitt gjeld</b>	<b>3 820</b>	<b>Cost of debt</b>	<b>5,55 %</b>
Rentekostnad 2023	249		
<b>Estimert rente</b>	<b>6,52 %</b>		

Tabell 7.4: Cost of debt

## 7.6 Årlig EK-beta & EK-avkastningskrav

Vår driftsbeta ligger på 0,633. Denne betaen anses å være konstant, hvor selskapets verdi er uavhengig av finansieringen. For årlig estimering og analyse av EK-avkastningskrav, så må det tilpasses for gjeldsgraden. Videre benytter man den estimerte EK-betaen med CAPM for å estimere den årlige cost of equity.

Årlig EK-beta er beregnet etter følgende formel (Modigliani & Miller, 1958):

$$\beta_{EK} = \beta_{NDK} + (\beta_{NDK} - \beta_{NFG}) * nfgg$$

Debt beta er satt til 0, da den anses å være helt uvesentlig i forhold til EK-beta.

Årlig EK Beta	2019	2020	2021	2022	2023	2024T
Driftsbeta	0,63	0,63	0,63	0,63	0,63	0,63
Egenkapital	8 909	8 220	7 116	8 600	7 570	7 273
Finansiell gjeld	3 827	3 253	3 794	3 390	3 726	3 580
<b>EK Beta</b>	<b>0,82</b>	<b>0,81</b>	<b>0,85</b>	<b>0,81</b>	<b>0,84</b>	<b>0,84</b>
Rf	1,48 %	0,82 %	1,40 %	2,84 %	3,48 %	3,95 %
MP	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %
<b>Årlig cost of equity</b>	<b>5,60 %</b>	<b>4,88 %</b>	<b>5,66 %</b>	<b>6,89 %</b>	<b>7,69 %</b>	<b>8,15 %</b>

Tabell 7.5: Årlig egenkapitalavkastningskrav og EK-beta

## 7.7 Markedsverdi av EK

Egenkapital	Beløp
Aksjekurs	322,00
Antall aksjer	254,73
<b>Markedsverdi av EK</b>	<b>82 023,06</b>
Valutakurs	10,93
<b>Markedsverdi av EK (USD)</b>	<b>7 504,60</b>

Tabell 7.6: Markedsverdi EK

Beregningen av markedsverdien av EK hensyntar aksjekurs og valutakurs, pr. 08.11.2024. Disse er hentet fra Nordnet og Norges Bank pr. 08.11.2024. Markedsverdien av EK ligger på 7.504,6 MUSD. Bokført verdi av EK er på 7.570 MUSD pr. utgangen av 2023, som tilsvarer en 65 MUSD differanse.

## 7.8 Weighted Cost of Capital (WACC)

Weighted cost of capital vil være vårt avkastningskrav i selve verdivurderingen. Dette blir vår nediskonteringsrente og er sentral i selve verdsettelsen av Yara. Ved fastsettelse av WACC er det viktig å hensynta markedsverdien av kapitalen og gjelden (Boquist, Milbour & Thakor, 2010, s. 135). Formelen under er tilpasset cost of debt etter skatt.

$$WACC = \text{Cost of equity} \times \frac{E}{E+D} + \text{Cost of debt} \times \frac{D}{E+D} \times (1 - t)$$

(Damodaran, 2012, s. 2015 & Boquist et al., 2010, s. 135).

I oppgaven benytter vi oss av normalvektene av markedsverdien til EK og rentebærende gjeld ved beregning av WACC, slik at avkastningskravet reflekterer markedets forventninger.



## 7.9 Estimater

Tabellen under illustrerer endelige estimater som brukes i verdivurderingen, i henhold til teoriene i delkapittelet. Cost of debt ligger på 6,52%, effektiv skatt er på 37%. Cost of Equity fra CAPM ligger på 8,17%. Dette fører til at vi får en WACC på 7,18%, som er vektet 67,7% mot markedsverdien til EK og 32,3% av markedsverdien til gjeld.

Antakelser	%	Kommentar
Risikofri rente	3,95 %	10 års statsobligasjoner, jf. Norges Bank
Lånerente	6,52 %	
Skattestats	22 %	Selskapsskatt
Effektiv skatt	37,65 %	
EK	7 505	67,70 %
Markedsverdi gjeld	3 581	32,30 %
<b>Sum</b>	<b>11 085</b>	<b>100 %</b>
Estimater	Verdi	Kommentar
Alpha	0,43 %	
Beta	0,633	
Unlevered beta	0,488	
Avkastning marked	10,63 %	Forventet avkastning indeks
Cost of equity	8,17 %	CAPM
Unlevered cost of equity	7,20 %	
WACC	7,18 %	
Antall aksjer	254,73	

Tabell 7.7: Endelige estimater

## 8. Lønnsomhetsanalyse

I dette kapitlet vil vi vurdere Yaras lønnsomhet gjennom en strategisk rentabilitetsanalyse. Lønnsomhetsnivået vil påvirke selskapets konkurranseevne, og er også et resultat av selskapets strategiske valg. Den strategiske rentabilitetsanalysen av egenkapital vil bli målt mot avkastningskravet til egenkapitalen, og vil gi et mål på selskapets superrentabilitet og strategiske fordel. En strategisk rentabilitetsanalyse skiller seg fra en tradisjonell rentabilitetsanalyse ved at man sammenligner rentabiliteten mot bransjen og nivå over tid, i stedet for bare å sammenligne nivå over tid. Dette vil være nyttig for å kunne si noe om selskapet har en bransje- eller ressursfordel. Vi har benyttet normaliserte tall beregnet i forbindelse med regnskapsanalysen i kapittel 5, da resultatet vil bli bedre egnet for prognoseformål. Lønnsomhetsanalysen vil vurderes opp mot den strategiske analysen gjennomført i kapittel 4. Teori i dette kapitlet er basert på Kjell Henry Knivsflå sin teori i forelesning 11 og 12 i faget *ACC421A Verdsettelse* på Norges Handelshøyskole (2024f-g).

Egenkapitalrentabiliteten er beregnet ved formelen under;

$$EK \text{ Rentabilitet} = \frac{\text{Nettoresultat til } EK_t}{\text{Egenkapital}_{t-1} + (\Delta \text{Egenkapital}_t - \text{Nettoresultat til } EK_t) / 2}$$

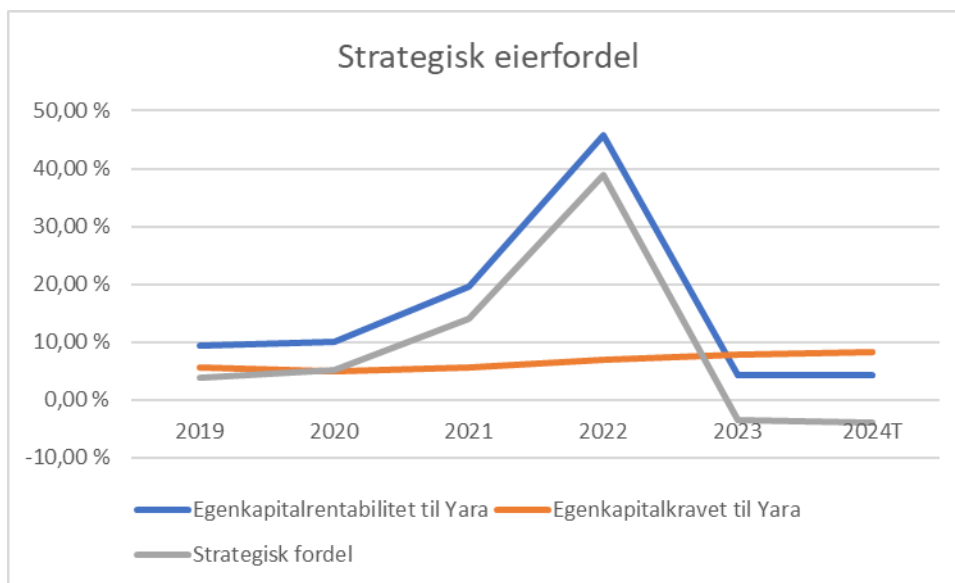
### 8.1 Strategisk eierfordel

Den strategiske eierfordelen tilsvare differansen mellom egenkapitalrentabiliteten og avkastningskravet til egenkapitalen. Dette blir definert som superrentabiliteten. På denne måten kan man undersøke om selskapet besitter en strategisk fordel. Tabell 8.1 viser den historiske superrentabiliteten til Yara i analyseperioden.

Alle tall er i USD millioner	2019	2020	2021	2022	2023	2024T	Snitt
Egenkapitalrentabilitet til Yara	9,41 %	10,06 %	19,58 %	45,70 %	4,26 %	4,24 %	13,02 %
Egenkapitalkravet til Yara	5,60 %	4,88 %	5,66 %	6,89 %	7,69 %	8,15 %	5,38 %
<b>Strategisk fordel</b>	<b>3,82 %</b>	<b>5,18 %</b>	<b>13,92 %</b>	<b>38,81 %</b>	<b>-3,43 %</b>	<b>-3,91 %</b>	<b>7,64 %</b>

Tabell 8.1: Strategisk eierfordel i analyseperioden 2019-2024T

Grafen under viser en fremstilling av historisk superrentabilitet.

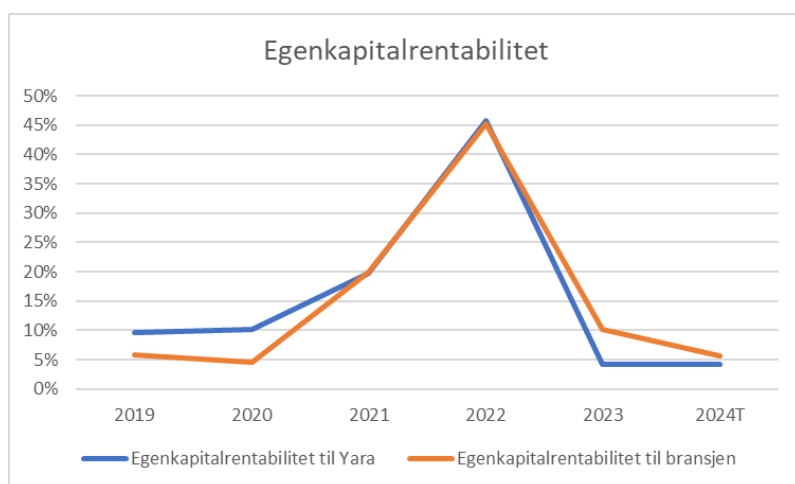


Figur 8.1: Strategisk eierfordel i analyseperioden 2019-2024T

Som man kan se av tabellen og grafen har selskapet hatt en strategisk fordel i perioden 2019-2022, med en topp i 2022. I 2021 og 2022 var det pandemi i verden med Covid-19, og flere land satt ned renten for å stimulere økonomien. Som nevnt i Pestel-analysen i delkapittel 4.2.1 kan lave renter bidra til økt etterspørsel etter gjødselvarer, og dette kan dermed være del av forklaringen til lønnsomheten i denne perioden. En annen forklaring for høy egenkapitalrentabilitet i 2022 er høye gjødselpriser. Som nevnt i Pestel-analysen var gjødselprisene svært høye i 2022, mye som en følge av sterk korrelasjon mellom priser på gjødsel og priser på naturgass. Dette førte til høy lønnsomhet med rekordresultater for Yara i 2022.

I 2023 og 2024 kan man se at rentabiliteten har falt kraftig sammenlignet med 2022, og selskapet har en strategisk ulempe. Noe av forklaringen kan henge sammen med uro i verden som fremstår som en trussel for bransjen, som det kommer frem av SWOT analysen i delkapittel 4.4. I tillegg har styringsrenten i USA blitt satt opp gradvis i perioden 2022 til 2024 fra 0,25 prosent til 5,5 prosent (trading economics, u.å.). Som vi har utledet i Pestel-analysen, kan dette medføre redusert etterspørsel etter gjødselvarer.

Figur 8.2 og tabell 8.2 viser oversikt over selskapet og bransjen sin egenkapitalrentabilitet i analyseperioden.



Figur 8.2: Egenkapitalrentabilitet i analyseperioden 2019-2024T

Egenkapitalrentabilitet	2019	2020	2021	2022	2023	2024T	Snitt
Alle tall er i USD millioner							
Egenkapitalrentabilitet til Yara	9,59 %	10,16 %	19,71 %	45,79 %	4,27 %	4,25 %	15,63 %
Egenkapitalrentabilitet til bransjen	5,77 %	4,64 %	19,86 %	45,29 %	10,11 %	5,57 %	15,21 %
<b>Differanse</b>	<b>3,82 %</b>	<b>5,52 %</b>	<b>-0,15 %</b>	<b>0,50 %</b>	<b>-5,84 %</b>	<b>-1,32 %</b>	<b>0,42 %</b>

Tabell 8.2: Egenkapitalrentabilitet i analyseperioden 2019-2024T

Som man kan se av tabell 8.2 har det historiske snittet til Yara vært på nivå med bransjens tall i analyseperioden. I 2023 og 2024 kan man se at egenkapitalrentabiliteten til bransjen overstiger Yara sin rentabilitet. Yara har som nevnt i Porter- og VRIO-analysen gjennomført store investeringer innen organisk gjødsel og lavutslipp-ammoniakk de siste årene for å nå ut til et nytt marked. Ettersom det per tidspunkt ikke foreligger et veletablert marked for salg av lavutslipp-ammoniakk, vil dette være et satsingsområde som vil være kostbart for selskapet i startfasen, og det knytter seg en risiko knyttet til manglende fremtidig avkastning dersom etterspørselen etter produktet ikke øker. Dette kan dermed være med på å forklare forskjellen.

Ledelsen påpeker i siste kvartalsrapport at det iverksettes kostnadskutt for å øke lønnsomheten, blant annet gjennom å prioritere kjernevirksomhet med høy avkastning og nedskalering av prosjekter som ikke er lønnsomme (Yara, 2024e). Dette innebærer blant annet at prosjekter knyttet til lavutslipp-ammoniakk er satt på vent inntil lønnsomheten i bransjen forbedrer seg (Bolme & Bjerkholdt, 2024).

## 8.2 Driftsfordel

For et selskap som Yara vil den strategiske fordelen i all hovedsak bestå av selskapets driftsfordel, ettersom man forventer lave finansielle fordeler. Driftsfordelen består av selskapets strategiske fordel fra drift og en eventuell gearingfordel som kan skalere opp den strategiske fordelen fra drift. Videre kan man, som nevnt i kapittel 4, dekomponere den strategiske fordelen fra drift i en bransjefordel og en ressursfordel.

Formelen for driftsfordelen fremgår under;

$$\text{Driftsfordel} = (ndr_B - ndk) + (ndr - ndr_B) + (ndr + ndk) \cdot (nfgg + MI)$$

$ndr_B =$  netto driftsrentabilitet i bransjen       $ndk =$  netto driftskrav

$ndr =$  netto driftsrentabilitet       $ndgg =$  netto finansiell gjeldsgrad

$MI =$  minoritetsgrad

### **Bransjefordel drift**

Dersom gjødselbransjen har en lønnsomhet som er høyere enn avkastningskravet i bransjen vil dette utgjøre en bransjefordel fra drift. Dette fremgår av formelen under;

$$\text{Bransjefordel drift} = ndr_B - ndk$$

$ndr_B =$  netto driftsrentabilitet i bransjen       $ndk =$  netto driftskrav

Vi legger til grunn at netto driftskrav i bransjen er tilnærmet lik som selskapets netto driftskrav, ettersom driftsrisikoen antas å variere lite innenfor bransjen.

I den strategiske analysen i kapittel 4 kom vi frem til at det var en historisk bransjefordel i gjødselbransjen, men at politisk uro, høye renter og lav gjødselpris har ført til en bransjeulempe siste tiden. Som man kan se av tabell 8.3 har man i perioden 2019-2023 hatt en positiv bransjefordel, men en bransjeulempe i 2024T. Dette understøtter konklusjonen i den strategiske analysen.

Bransjefordel drift Alle tall er i USD millioner	2019	2020	2021	2022	2023	2024T	Snitt
Netto driftsrentabilitet i bransjen	5,13 %	4,22 %	14,57 %	32,35 %	8,77 %	5,24 %	11,71 %
Netto driftskrav	4,60 %	4,05 %	4,23 %	5,90 %	5,64 %	6,26 %	5,11 %
<b>Bransjefordel drift</b>	<b>0,54 %</b>	<b>0,17 %</b>	<b>10,33 %</b>	<b>26,45 %</b>	<b>3,14 %</b>	<b>-1,01 %</b>	<b>6,60 %</b>

Tabell 8.3: Bransjefordel drift i analyseperioden 2019-2024T

### Ressursfordel drift

Dersom Yara har en lønnsomhet som overstiger lønnsomheten i bransjen, utgjør dette en ressursfordel for selskapet. Dette fremgår av formelen under;

$$\text{Ressursfordel drift} = ndr - ndr_B$$

$ndr = \text{netto driftsrentabilitet} \qquad ndr_B = \text{netto driftsrentabilitet i bransjen}$

I den interne analysen i delkapittel 4.3 kom vi frem til at Yara ikke innehar en ressursfordel, men at de i fremtiden kan å oppnå en ressursfordel gjennom sin satsing innen lavutslipp-ammoniakk. Denne satsingen er imidlertid kostbar for selskapet, og vil dermed kunne medføre lavere lønnsomhet inntil etterspørselen etter dette produktet øker. Som man kan se av tabellen under har selskapet i gjennomsnitt en svak ressursulempe på 0,75%, noe som i stor grad understøtter konklusjonen i kapittelet.

Selskapet hadde en ressursfordel i 2019 og 2020, men i resterende del av analyseperioden har selskapet hatt en ressursulempe. Ressursulempen kan som utledet i delkapittel 4.3 delvis forklares ved at manglende selvforsyning av råvarer har medført høyere kostnader for Yara enn konkurrenter som er selvforsynt med råvarer. Dette gjelder spesielt i perioden etter selskaper ble pålagt handelsrestriksjoner på varer fra Russland. I tillegg kan Yaras satsing innen lavkarbonløsninger, som nevnt over, ha medført lavere lønnsomhet for Yara sammenlignet med konkurrentene i bransjen.

Ressursfordel drift Alle tall er i USD millioner	2019	2020	2021	2022	2023	2024T	Snitt
Netto driftsrentabilitet	6,67 %	7,65 %	13,14 %	30,62 %	3,59 %	4,14 %	10,97 %
Netto driftsrentabilitet i bransjen	5,13 %	4,22 %	14,57 %	32,35 %	8,77 %	5,24 %	11,71 %
<b>Ressursfordel drift</b>	<b>1,54 %</b>	<b>3,43 %</b>	<b>-1,43 %</b>	<b>-1,73 %</b>	<b>-5,18 %</b>	<b>-1,10 %</b>	<b>-0,75 %</b>

Tabell 8.4: Ressursfordel drift i analyseperioden 2019-2024T

## Gearingfordel drift

Selskapets netto finansielle gjeldsgrad og minoritetsgrad kan i perioder med strategisk fordel fra drift “gire opp” den strategiske fordel, og motsatt i perioder med strategisk ulempe. Formelen for gearingfordelen fremgår under;

$$\text{Gearingfordel} = (\text{ndr} + \text{ndk}) \cdot (\text{ndgg} + \text{MI})$$

$\text{ndr} = \text{netto driftsrentabilitet}$                        $\text{ndk} = \text{netto driftskrav}$   
 $\text{ndgg} = \text{netto finansiell gjeldsgrad}$                        $\text{MI} = \text{minoritetsgrad}$

Som man kan se av tabellen har selskapet hatt en positiv gearingfordel i perioden 2019-2022 som har bidratt til en høyere strategisk fordel fra drift. I 2023 og 2024T har selskapet hatt en strategisk ulempe, som blir forsterket noe med en svak gearingulempe.

Gearingfordel Alle tall er i USD millioner	2019	2020	2021	2022	2023	2024T	Snitt
Netto driftsrentabilitet	6,67 %	7,65 %	13,14 %	30,62 %	3,59 %	4,14 %	10,97 %
Netto driftskrav	4,60 %	4,05 %	4,23 %	5,90 %	5,64 %	6,26 %	5,11 %
Netto finansiell gjeldsgrad	43,34 %	39,96 %	53,41 %	39,48 %	49,34 %	49,33 %	45,81 %
Minoritetsgrad	0,89 %	0,97 %	0,18 %	0,15 %	0,24 %	0,21 %	0,44 %
<b>Gearingfordel</b>	<b>0,92 %</b>	<b>1,47 %</b>	<b>4,77 %</b>	<b>9,79 %</b>	<b>-1,01 %</b>	<b>-1,05 %</b>	<b>2,48 %</b>

Tabell 8.5: Gearingfordel i analyseperioden 2019-2024T

## Oppsummert driftsfordel

Vi ser at utviklingen på driftsfordelen i stor grad samsvarer med analysen av egenkapitalrentabiliteten, med tanke på en negativ trend. Yara har imidlertid historisk hatt positiv driftsfordel, med et gjennomsnitt på omtrent 8%. Dette indikerer at selskapet har et sterkt fundament internt.

Den negative utviklingen i 2023 og 2024 kan i stor grad forklares av at driften er negativt påvirket av lave gjødselpriser, høyere renter og politisk uro, i tillegg til kostbare investeringer og prosjekter knyttet til bærekraft som ikke er lønnsomme.

Driftsfordel Alle tall er i USD millioner	2019	2020	2021	2022	2023	2024T	Snitt
Bransjefordel drift	0,54 %	0,17 %	10,33 %	26,45 %	3,14 %	-1,01 %	6,60 %
Ressursfordel drift	1,54 %	3,43 %	-1,43 %	-1,73 %	-5,18 %	-1,10 %	-0,75 %
<b>Strategisk fordel drift</b>	<b>2,07 %</b>	<b>3,60 %</b>	<b>8,90 %</b>	<b>24,71 %</b>	<b>-2,05 %</b>	<b>-2,11 %</b>	<b>5,85 %</b>
Gearingfordel	0,92 %	1,47 %	4,77 %	9,79 %	-1,01 %	-1,05 %	2,48 %
<b>Driftsfordel</b>	<b>2,99 %</b>	<b>5,07 %</b>	<b>13,67 %</b>	<b>34,51 %</b>	<b>-3,06 %</b>	<b>-3,16 %</b>	<b>8,34 %</b>

Tabell 8.6: Driftsfordel i analyseperioden 2019-2024T

---

## 9. Fremtidsregnskap

I verdsettelsen av Yara vil historiske data bli hensyntatt i prognosene, samt fastsettelsen av fremtidsregnskapet. Gjennom strategisk analyse og analyse av regnskapsdata, vil man kunne sette opp forutsetninger og antakelser som danner grunnlag for selve verdsettelsen.

Fremtidsregnskapet tar utgangspunkt i budsjetterte tall, og man vil videre kunne sette opp projisert resultatregnskap, balanseregnskap og kontantstrømoppstilling. Dette brukes videre til å analysere den frie kontantstrømmen, som brukes direkte i verdsettelsen.

### 9.1 Budsjettering og behov for justering av unormale resultatposter

Budsjetteringshorisonten settes til 5 år frem i tid. Dette er fordi strategiske forhold tilsier at selskapet er i en moden fase. Videre er det knyttet så stor usikkerhet rundt fremtidige estimater, som skyldes ustabilitet i markedet, samt geopolitisk uro. Historiske data er også vanskelig å forholde seg til, da markedet nå er helt annerledes enn det var for noen år siden. Dette kan man se av den strategiske analysen i kapittel 4, samt utviklingen i rentabilitet som er utledet i lønnsomhetsanalysen i kapittel 8. Som vi konkluderte med i delkapittel 4.4 og i 8.2 har man gått fra å ha en historisk bransjefordel til å ha en bransjeulempe. Overnevnte faktorer tyder på at markedet har forandret seg, samt at fremtidige forhold kan være vanskelig å spå. En budsjetthorisont på 5 år anses dermed å være rimelig.

I regnskapsanalysen i kapittel 5 fremkommer det at store deler av de unaturlige resultatpostene kommer av finansposter. Disse postene trenger ikke å bli hensyntatt i verdivurderingen, da de ikke vil påvirke verdsettelsen med de metodene som anvendes. Unaturlige poster som ikke kommer av dette anses å være uvesentlige. Videre vil dessuten frekvensen og trenden av de unaturlige resultatpostene bli omfattet av våre vekstestimer, da regresjonsmodeller brukes i forbindelse med estimater for vekst av salgsinntekter og varekostnad.

### 9.2 Estimer for vekst

Vekstestimer knyttet til salgsinntekter og varekost, vil være sentrale i vår fundamentale verdsettelse. Dette er siden verdsettelsesmetode vil benytte seg av den frie kontantstrømmen, og en endring i vekstestimer vil kunne gi vesentlige utslag i verdivurderingen.



Det er flere måter å beregne vekst på. For Yara vil et naturlig startpunkt være å vurdere et aritmetisk gjennomsnitt. Dette underbygges videre ved at aritmetiske gjennomsnitt kan være et gunstig valg når det kommer til volatil vekst, med tanke på at råvareprisene historisk har beveget seg mye (Damodaran, 2012, s. 273).

$$\text{Aritmetisk gjennomsnitt} = \frac{\sum_{t=-n}^{t=-1} g_t}{n}$$

(Damodaran, 2012, s. 272).

Inntektsvekst	10,48%
Kostnadsvekst	12,48%

Overnevnte tabell illustrerer veksten i inntekter og kostnader, dersom vi skulle brukt et aritmetisk gjennomsnitt i verdsettelsen. Basert på vår strategiske analyse av Yara, samt en rimelighetsvurdering av estimatene, bør andre metoder vurderes ved fastsettelse av veksten. Dette skyldes at prisene på gjødsel har vært ekstraordinært volatile den siste perioden. Som nevnt i delkapittel 2.3.2. er dette hovedsakelig en følge av koronapandemien og geopolitisk uro som i stor grad har påvirket prisene på naturgass. Som følge av at det fremdeles er mye usikkerhet knyttet til virkninger og utvikling av krigen i Europa og Midtøsten, vil dette være faktorer som gjør det vanskelig å budsjettere for fremtidsregnskapet.

En kostnadsvekst som overgår inntektsveksten, vil dessuten være problematisk når det kommer til budsjettering. Dette anses som urealistisk, gitt at Yara historisk har klart å oppnå en premie over gjennomsnittspriser i gjødselmarkedet. I tillegg har Yara hatt en sterk posisjon i markedet, hvor fokuset på kvalitet har vært prioritert, jf. tidligere kvartalsrapporter. Dette underbygges i kapittel 8, om historisk strategisk- og bransjefordel. Vår vurdering er dermed at vi ikke kan ta utgangspunkt i et aritmetisk gjennomsnitt.

Et geometrisk gjennomsnitt vil være uaktuelt, da det egner seg mer for selskaper i vekst (Damodaran, 2012, s. 273).

$$\text{Geometrisk gjennomsnitt} = \left( \frac{\text{Earnings}_0}{\text{Earnings}_{-n}} \right)^{\frac{1}{n}} - 1$$

(Damodaran, 2012, s. 272).

Vår oppfatning er at å estimere vekst i inntekter og varekostnad gjennom OLS-regresjon er den mest aktuelle metoden i vårt tilfelle. Dette er fordi regresjonsmodellen vil fange opp historiske trender i markedet (Damodaran, 2012, s. 273). Videre vil den også fange opp Yaras strategiske fordeler i estimatene. De prognostiserte tallene vil dermed være mer tilpasset for Yara sin posisjon i markedet. Dette er også sett opp mot ustabile geopolitiske forhold i markedet, som gjør det vanskelig å sette opp estimater for prognoser.

OLS-regresjon gir oss følgende funksjoner:

Regnskapslinje	Funksjon
Salgsinntekter	$-3.512.384 + 1.745,9x$
Varekostnad	$-2.990.408 + 1.485,5x$

Tabell 9.1: OLS funksjoner

Figuren under viser estimerte salgsinntekter, varekost og bruttofortjeneste, basert på våre regresjonsmodeller.

ÅR	Salgsinntekter	Salgskostnader	Brutto driftsresultat
2019	12 857	9 334	3 523
2020	11 591	8 020	3 571
2021	16 617	12 135	4 482
2022	23 902	17 353	6 549
2023	15 431	12 095	3 336
2024	21 317	16 244	5 073
2025	23 063	17 729	5 334
2026	24 809	19 215	5 594
2027	26 555	20 700	5 855
2028	28 301	22 186	6 115
2029	30 047	23 671	6 375
2030	31 793	25 157	6 636
2031	33 539	26 642	6 896
2032	35 285	28 128	7 157
2033	37 030	29 613	7 417

Tabell 9.2: Prognostiserte resultatposter

### Rimelighetsvurdering av OLS

Regnskapslinje	R <sup>2</sup>	Multiple R	Vurdering
Salgsinntekter	0,33	0,57	Regresjonen indikerer at det er en tilfredsstillende lineær sammenheng. Modellen viser at 33% av endringen i inntekten har en sammenheng med tidsserien. Videre illustrerer regresjonen en sterk korrelasjon.
Varekostnad	0,43	0,66	Regresjonen indikerer at det er en tilfredsstillende lineær sammenheng. Modellen viser at 43% av endringen i inntekten har en sammenheng med tidsserien. Videre illustrerer regresjonen en sterk korrelasjon.

Tabell 9.3: Rimelighetsvurdering OLS

På grunn av ekstraordinære hendelser historisk, samt meget usikre fremtidsutsikter, vil det dermed bli benyttet en OLS-regresjon ved beregning av inntekter og kostnader. Dette vil gi oss en mer realistisk prognose med hensyn til Yara sin historikk og posisjon i markedet. Videre viser de statistiske tallene en lineær sammenheng i tidsserien, som gjør at vi anser prognosene som rimelige.

## 9.3 Budsjett drivere

I budsjetteringen av fremtidsregnskapet, har vi identifisert salgsinntekter som «driveren» av de andre regnskapslinjene. Dette er fordi omsetningen vil til en stor grad reflektere selskapets aktivitet. Salgsinntekter vil dermed være sentralt, og andre resultatposter utenom varekost, vil basere seg på inntektene. Prognoser av varekostnad vil basere seg på OLS-regresjon, da svingninger i råvaremarkedet ikke vil gjøre det hensiktsmessig å basere disse prognosene på bruttofortjeneste.

---

### 9.3.1 Net Working Capital (NWC)

NWC beregnes ut ifra historikk, og kan måles mot salgsinntekter (Damodaran, 2012, s. 265). Vi definerer NWC som differansen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld, justert for enkelte poster. Det er dermed gjort klassifiseringer av omløpsmidlene og den kortsiktige gjelden, slik at den reflekterer den faktiske NWC. Bankinnskudd (ikke skattetrekkkonto), lån/renteberegnet gjeld som ikke har motpost mot resultatet og som videre ikke påvirker verdsettelsen, blir regnet som ND (Net Debt), fremfor NWC. Leverandørgjeld har motpost mot kostnader på resultatsiden og skal klassifiseres som NWC.

### 9.3.2 Terminalvekst

Terminalveksten settes til 2% som er inflasjonsmålet i Norge (Norges Bank, 2024). Basert på strategisk analyse av selskapet, mener vi at selskapet må kunne anses som modent. Dette er en viktig faktor, da et selskap ikke vil kunne vokse med en høy vekst i evig tid. Teoretisk vil man kunne forvente at et selskap vil konvergere mot inflasjonsmålet, når det når en moden fase. Damodaran (2012) argumenter videre at «g» aldri kan settes høyere enn veksten i økonomien. Ustabilitet i markedet kan tale for en redusert vekst i økonomien i årene fremover. En terminalvekst på 2% anses dermed å være et konservativt og forsvarlig estimat for verdivurderingen.

## 9.4 Prognostisert regnskap

Basert på våre antakelser og forutsetninger i oppgaven, har vi satt opp et fremtidsregnskap som reflekterer vår forståelse av selskapet og bransjen. Som utledet i delkapittel 4.4 er vår forventning basert på den strategiske analysen at etterspørselen etter gjødsel vil øke på sikt, noe som igjen vil kunne bidra til å øke salgsinntektene igjen, etter et svakt år i 2023. Det ble observert i delkapittel 8.2 i lønnsomhetsanalysen, at det er tegn til tøffere konkurranse, som vil ha en negativ effekt på marginer fremover.

Inntekt	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	
Inntekter	12 857	11 591	16 617	23 902	15 431	21 317	23 063	24 809	26 555	28 301	
% vekst		-9,85 %	43,36 %	43,84 %	-35,44 %	38,15 %	8,19 %	7,57 %	7,04 %	6,57 %	
<b>Varekostnad</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>	
Varekostnad	9 334	8 020	12 135	17 353	12 095	16 244	17 729	19 215	20 700	22 186	
% vekst		-14,08 %	51,31 %	43,00 %	-30,30 %	34,30 %	9,14 %	8,38 %	7,73 %	7,18 %	
<b>Driftskostnader</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>	
Driftskostnader	2 569	2 485	2 738	2 837	2 921	3 782	4 091	4 401	4 711	5 020	
% av inntekter	19,98 %	21,44 %	16,48 %	11,87 %	18,93 %	17,74 %	17,74 %	17,74 %	17,74 %	17,74 %	
<b>EBIT</b>	<b>954</b>	<b>1 086</b>	<b>1 744</b>	<b>3 712</b>	<b>415</b>	<b>1 292</b>	<b>1 243</b>	<b>1 193</b>	<b>1 144</b>	<b>1 095</b>	
<b>Finansresultat</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>	
Finansresultat	-	151	- 236	- 1 005	- 73	- 224	- 470	- 508	- 547	- 585	- 624
% av inntekter		-1,17 %	-2,04 %	-6,05 %	-0,31 %	-1,45 %	-2,20 %	-2,20 %	-2,20 %	-2,20 %	
<b>Resultat før skatt</b>	<b>803</b>	<b>850</b>	<b>739</b>	<b>3 639</b>	<b>191</b>	<b>822</b>	<b>734</b>	<b>647</b>	<b>559</b>	<b>471</b>	
<b>Skattekostnad</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>	
Skattekostnad	214	160	355	857	136	309,60	276,55	243,50	210,45	177,40	
% Effektiv skatt	26,65 %	18,82 %	48,04 %	23,55 %	71,20 %	37,65 %	37,65 %	37,65 %	37,65 %	37,65 %	
<b>Resultat etter skatt</b>	<b>589</b>	<b>690</b>	<b>384</b>	<b>2 782</b>	<b>55</b>	<b>513</b>	<b>458</b>	<b>403</b>	<b>348</b>	<b>294</b>	
<b>Avskrivning</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>	
Avskrivning	922	919	984	964	1 018	1 349	1 460	1 570	1 681	1 792	
% av inntekter	7,17 %	7,93 %	5,92 %	4,03 %	6,60 %	6,33 %	6,33 %	6,33 %	6,33 %	6,33 %	
<b>CapEx</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>	
CapEx	-1 066	-739	-809	-926	-1 139	- 1 313	- 1 420	- 1 528	- 1 635	- 1 743	
% av inntekter	-8,29 %	-6,38 %	-4,87 %	-3,87 %	-7,38 %	-6,16 %	-6,16 %	-6,16 %	-6,16 %	-6,16 %	
<b>NWC</b>	<b>2060</b>	<b>1618</b>	<b>2617</b>	<b>3585</b>	<b>2569</b>						
Endring i NWC		442	-999	-968	1 016	18	19	21	22	24	
% av inntekter		3,81 %	-6,01 %	-4,05 %	6,58 %	0,08 %	0,08 %	0,08 %	0,08 %	0,08 %	

Tabell 9.4: Fremtidsregnskap

Inntekter og varekostnad er som nevnt i samme kapittel, basert på regresjonsanalyser. Øvrige regnskapslinjer er budsjettert i henhold til aktiviteten i selskapet (salgsinntekter). Den historiske trenden i avskrivninger og anleggsinvesteringer (CapEx) viser at disse er økende. Dette henger også sammen med Yara sin strategi om oppkjøp av selskaper i bransjen. Det vil dermed anses som rimelig å knytte disse postene til inntektene. Historisk har avskrivninger og anleggsinvesteringer også vært på et stabilt nivå, slik at et aritmetisk gjennomsnitt på disse anses å være rimelig.

Det observeres at arbeidskapitalen er noe ustabil i analyseperioden, jf. tabell 9.4. Vi anser at det fortsatt vil være rimelig å sette et aritmetisk snitt av dette som budsjettert forventning, da tallene vil jevne seg ut over budsjettperioden.

Vi observerer videre i fremtidsregnskapet at inntektsveksten og kostnadsveksten er i en nedgående trend. I tillegg til tøffere konkurranse i markedet, samsvarer dette også med vår forventning om at Yara er et modent selskap, slik at veksten teoretisk skal gå mot veksten i økonomien. I vår verdivurdering er «g» satt lik inflasjonsmålet, og det forventes at veksten konvergerer mot inflasjonsmålet, som ligger på 2 %.

Analyse av forholdstall	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Bruttofortjeneste	27,40 %	30,81 %	26,97 %	27,40 %	21,62 %	23,80 %	23,13 %	22,55 %	22,05 %	21,61 %
Historisk snitt	26,84 %									
Snitt prognostisert	22,63 %									

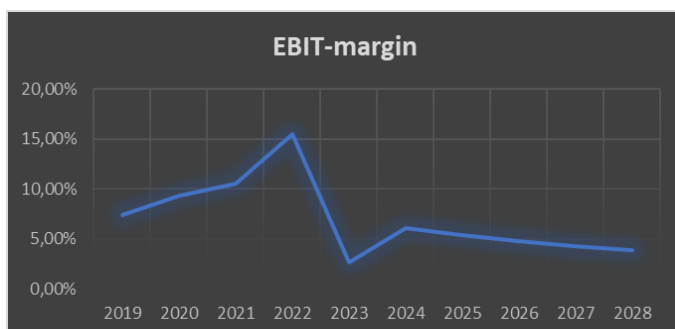
Tabell 9.5: Bruttofortjeneste

Prognosene av bruttofortjenesteanalysen over, indikerer at det er en nedgående trend. Dette samsvarer med lønnsomhetsanalysen i kapittel 8 hvor man ser det er en nedgående trend fra 2023. Tilsvarende kommer frem i EBIT-marginene.

Analyse	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
EBIT	954	1086	1744	3712	415	1292	1243	1193	1144	1095
Margin	7,42 %	9,37 %	10,50 %	15,53 %	2,69 %	6,06 %	5,39 %	4,81 %	4,31 %	3,87 %

Tabell 9.6: EBIT-margin

Som nevnt i lønnsomhetsanalysen kan dette ha en sammenheng med fall i gjødselpris, høyere renter og politisk uro, i tillegg til kostbare investeringer og prosjekter knyttet til bærekraft som ikke har vært lønnsomme. Vi anser trenden som rimelig, med tanke på det pressede marginbildet fremover. Lønnsomheten til Yara vil dermed påvirkes negativt i årene fremover. Grafen under illustrerer utviklingen i EBIT-margin i prognosene.



Figur 9.1: EBIT-graf

## 9.4.1 Prognose av egenkapital og rentabilitet

Med de forutsetningene som er gjort i avhandlingen, kan vi sette opp en prognose av egenkapitalen, jf. tabell 9.7. Dette med utgangspunkt i historisk egenkapital, og disponering av prognostisert årsresultat.

Egenkapital	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
IB							7 570	7 826	8 055	8 257	8 431
Egenkapital henførbart til morselskapet - majorit	8 683	8 830	8 141	7 104	8 587	7 552					
Ikke-kontrollerende eierinteresser - minoritet	227	79	79	13	13	18					
Årsresultat							513	458	403	348	294
Utbytte							256	229	202	174	147
UB EK	8 910	8 909	8 220	7 117	8 600	7 570	7 826	8 055	8 257	8 431	8 578

Tabell 9.7: Prognostisert EK

Videre blir det tatt hensyn til en utbyttepolicy på 50% av årsresultat (Yara, 2024a, s.45). Vi forventer at den bokførte verdien av egenkapitalen vil ligge på omtrent 8,6 MUSD i 2028.

Prognose: EK Rentabilitet	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Nettoreultat til EK	801	820	1 368	2 923	337	513	458	403	348	294
EK	8 909	8 220	7 116	8 600	7 570	7 826	8 055	8 257	8 431	8 578
Egenkapital t-1	8 910	8 909	8 220	7 116	8 600	7 570	7 826	8 055	8 257	8 431
Endring i egenkapital t	-	1	- 689	- 1 104	1 484	- 1 030	256	229	202	174
<b>Egenkapitalrentabilitet til Yara</b>	<b>9,41 %</b>	<b>10,06 %</b>	<b>19,58 %</b>	<b>45,70 %</b>	<b>4,26 %</b>	<b>6,89 %</b>	<b>5,94 %</b>	<b>5,07 %</b>	<b>4,27 %</b>	<b>3,51 %</b>
<b>Analyse av EK rentabilitet</b>	<b>Gjennomsnitt</b>									
Historisk snitt (2019 - 2023)	17,80 %									
Prognostisert (2024 - 2028)	5,13 %									
<b>Differanse</b>	<b>12,67 %</b>									

Tabell 9.8: Analyse av EK-rentabilitet

Det observeres at snittet til den prognostiserte rentabiliteten fremover vil være et stykke under den historiske, -12,67% gjennomsnittlig. Rentabiliteten svekket seg vesentlig fra 2022 til 2023. Som nevnt i delkapittel 8.1 i lønnsanalysen, henger den høye rentabiliteten i 2022 i stor grad sammen med handelsrestriksjonene mot Russland som medførte et lavere tilbud av naturgass i markedet. Lavere tilbud presset opp prisene på naturgass, og som følge av den positive korrelasjonen mellom gjødselpriser og naturgass, medførte dette også høye gjødselpriser i 2022. Som utredet i delkapittel 2.3.2 har prisene på gjødsel i 2023 og 2024 blitt vesentlig redusert, og sammen med økte renter og høye kostnader til investeringer innen bærekraft har dette ført til et kraftig fall i lønnsomheten.

Basert på følgende status, synes prognosene å være rimelige. Det vil dermed være vanskelig for Yara å oppnå en strategisk fordel i årene fremover, da den risikofrie renten allerede er på 3,95% og markedets risikopremie antas å ligge på ca. 5%.

## 10. Fundamental verdsetting

I denne delen av oppgaven utføres det en fundamental verdivurdering, basert på overnevnte antagelser gjennom DCF, APV og multiplikatorer. Etersom vi har benyttet oss av tall fra andre kvartal 2024 i både regnskapsanalyse og risikoanalyse, så vil dette hensyntas i perioden for neddiskontering.

Årstall	2024	2025	2026	2027	2028
Diskonteringsperiode	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5

Tabell 10.1: Diskonteringsperiode

### 10.1 DCF-modell

Vi vil i dette delkapittelet benytte oss av DCF-modellen som hovedteknikk i verdsettelsen av Yara. Når det gjelder DCF må det også kalkuleres en terminalverdi, med tanke på at man ikke kan neddiskontere kontantstrømmen til det uendelige. Dette gjøres på slutten av diskonteringsperioden, med formål om å regne ut verdien til selskapet basert på kontantstrømmen for den siste perioden (Damodaran, 2012, s. 304). «Stable growth model», benyttes for dette (Damodaran, 2012, s. 308). Den fullstendige DCF-modellen blir dermed:

$$\text{Value of firm} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1 + k_c)^t} + \frac{\text{Terminal value}_n}{(1 + k_c)}$$

$$\text{Terminal value} = \frac{\text{Free Cash Flow to Firm}_{n+1}}{\text{Cost of Capital}_{n+1} - g_n}$$

(Damodaran, 2012, s. 304) og (Damodaran, 2012, s. 308).

#### 10.1.1 Free Cash Flow to Firm (FCFF)

I selve verdsettelsesmodellene som benyttes, vil man bruke fri kontantstrøm til selskapet. Det som skiller FCFF fra andre typer med kontantstrømmer er at denne tar hensyn til en «unlevered» kontantstrøm (Damodaran, 2012, s. 381). Dette betyr at FCFF reflekterer kontantstrømmen som selskapet ville kunne skapt uten gjeld.

$$FCFF = EBIT(1 - \text{Tax rate}) + \text{Depreciation} - \text{CAPEX} - \Delta NWC$$

(Damodaran, 2012, s. 381).



## 10.1.2 DCF – Yara International ASA

DCF	2024	2025	2026	2027	2028
EBIT	1 292	1 243	1 193	1 144	1 095
Tax	309,60	276,55	243,50	210,45	177,40
<b>EBIAT</b>	<b>982,28</b>	<b>966,02</b>	<b>949,76</b>	<b>933,50</b>	<b>917,24</b>
Avskrivning	1 349	1 460	1 570	1 681	1 792
CapEx	- 1 313	- 1 420	- 1 528	- 1 635	- 1 743
Endring i NWC	- 18	- 19	- 21	- 22	- 24
<b>FCFF</b>	<b>1 001,09</b>	<b>986,37</b>	<b>971,66</b>	<b>956,94</b>	<b>942,22</b>
Terminalverdi					18 568
<b>FCFF med terminal verdi</b>	<b>1 001,09</b>	<b>986,37</b>	<b>971,66</b>	<b>956,94</b>	<b>19 509,84</b>
Diskonteringsrente	0,97	0,90	0,84	0,78	0,73
<b>NPV</b>	<b>967,00</b>	<b>888,99</b>	<b>817,09</b>	<b>750,83</b>	<b>14 282,84</b>

Tabell 10.2: DCF

Tabell 10.2 illustrerer DCF-modellen som er satt opp, med grunnlag i de budsjetterte tallene. Avskrivninger justeres i forhold til FCFF, da kostnadene ikke påvirker kontantbeholdningen til et selskap. Videre justeres det for anleggsinvesteringer og endring i arbeidskapitalen, da anleggsinvesteringer er nødvendige for driften, og arbeidskapital er penger bundet i enten varer eller fordringer. Modellen viser at vi ikke forventer at NWC vil påvirke den frie kontantstrømmen og estimatene i verdsettelsen i noen stor grad. Videre legges terminalverdien til i siste ledd.

## 10.1.3 EV to Equity Bridge

“EV to equity bridge” reflekterer overgangen fra “enterprise value” til beregnet virkelig verdi av egenkapitalen.

EV to Equity Bridge	
NPV (Uten terminal verdi)	4 114
NPV Terminal verdi	13 593
<b>Enterprise Value</b>	<b>17 707</b>
Cash	447
Total gjeld	8 457
Antall aksjer	255
<b>Pris pr aksje (USD)</b>	<b>38</b>
<b>Pris pr aksje (NOK)</b>	<b>416</b>

Tabell 10.3: DCF, EV to Equity

Gjennom DCF får vi en selskapsverdi (EV) på 17.707 MUSD. For å komme til verdien på «equity value» må kontantbeholdningen legges til og total gjeld trekkes ifra. Dette gir oss en aksjekurs på 416 NOK.

### 10.1.4 Prognostiserte multipler fra DCF

Gjennom beregnet «enterprice value» fra DCF, får man sammenlignet disse mot projiserte tall i fremtidsregnskapet fra kapittel 9.

	2024	2025	2026	2027	2028
EV/Revenue	0,80	0,74	0,69	0,64	0,60
EV/EBIT	13,22	13,75	14,32	14,93	15,61
EV/EBITDA	6,47	6,32	6,18	6,05	5,92
EBIAT Margin	4,61 %	4,19 %	3,83 %	3,52 %	3,24 %

Tabell 10.4: DCF multipler

Våre prognoser indikerer at Yara kommer til å forbedre sine nåværende multipler, og dermed bidra til en positiv effekt i forbindelse med verdivurderingen. Prognosene viser dog, at det Yara fortsatt vil ligge noe bak bransjen, og at dette vil kunne påvirke selskapets verdi negativt, da andre selskaper i bransjen vil kunne ha noen konkurransefortrinn.

Forholdstall	Nåværende	Bransjen
EV/Revenue	0,58	1,25
EV/EBITDA	6,98	7,71
Profit Margin	1,86 %	6,17 %

Tabell 10.5: Forholdstall DCF

I likhet med P/S, vil et høyt forholdstall for EV/Revenue indikere at investorer forventer høyere vekst i selskapet. Forholdstallet viser derfor at selskapet vil vokse i omsetning, selv om den avtagende mot 2028. Den avtagende marginen gjenspeiles også i de øvrige forholdstallene. Det observeres dog at EV/EBITDA er noe mer stabilt, selv om den også er i nedadgående trend, samt at profittmarginen er bedret i forhold til 2023.

## 11. Supplerende verdsettelsesmetoder

Da metoder for verdsettelse skal gi samme verdiestimer, benytter vi oss i tillegg av alternative metoder som gir noe ulike verdiestimer. Dette er fordi vi ønsker å få inn flere innfallsvinkler i verdsettelsen. Disse vil vektes noe mindre, da vi bare ser på disse metodene som supplerende.

### 11.1 APV

APV-metoden skiller seg noe fra DCF-verdsettelsen. I APV er selskapsverdien delt opp i flere steg, hvor man først beregner selskapsverdien uten finansiering, og deretter legger til fordelene med finansiering. I DCF vil dette være innbakt i forutsetningene for WACC.

Fordelen med å se på verdsettelsen gjennom et APV, er at den er mer fleksibel når det kommer til kapitalstruktur, fordi finansieringsfordelene legges på etter beregning av selskapsverdien uten gjeld. WACC-forutsetter at kapitalstrukturen er noe stabil i fremtiden. Med tanke på Yara sin oppkjøpsstrategi i markedet, kan denne metoden være interessant. I en potensiell «leveraged buyout» (LBO), vil APV i tillegg være meget relevant, da kapitalstrukturene i disse tilfellene vil kunne endre seg vesentlig. I slike tilfeller med LBO vil kjøper ta opp et lån ved oppkjøp, og sette sikring/pant i «target» selskap sine eiendeler. Valget av APV, kommer av at vi ønsker en verdivurdering med et litt annet perspektiv.

Vårt verdiestimat som kommer fra APV-metoden vil skille seg noe fra verdiestimatet vårt fra DCF, da vi justerer litt på forutsetningene. Siden det finnes holdepunktet fra tidligere analyse om at Yara er et modent selskap, så benytter vi oss av Gordon's formell for å sette en unlevered verdi på selskapet.

Det bemerkes at APV-verdsettelse i utgangspunktet vil gi samme verdiestimat som DCF, dersom man er konsistente med forutsetningene. Vi har dog i dette kapitlet justert det noe med tanke på vekst, som nevnt i avsnittet over.

Første steg i APV-verdsettelsen er å finne verdien til selskapet uten gjeld (Damodaran, 2012, s. 398).

$$\text{Value of unlevered firm} = \frac{FCFF_1}{\text{Unlevered cost of equity} - g}$$

(Damodaran, 2012, s. 398).

Deretter skal skattefordelene knyttet til å ha gjeld verdsettes, da rentekostnadene vil føre til besparelser på skatt (Damodaran, 2012, s. 398).

$$\text{Value of tax benefits} = \text{Tax rate} \times \text{Debt}$$

(Damodaran, 2012, s. 398).

Siste steg vil være å ta hensyn til nåverdien av forventet konkurskostnader (Damodaran, 2012, s. 399).

$$\text{PV of expected bankruptcy costs} = P(\text{bankruptcy}) \times \text{PV}(\text{Bankruptcy costs})$$

(Damodaran, 2012, s. 399).

Konkurskostnadene, samt andre indirekte kostnader, kan utgjøre mellom 25-30% av selskapets verdi (Damodaran, 2012, s. 400). Dette legges dermed til grunn i vår verdivurdering. Videre tilsier en BBB-rating en sjanse for mislighold på 0,3%. Vi får dermed følgende estimater.

FCFF 1	1 001,09
<b>Value of Unlevered Firm</b>	<b>19 235</b>
Bankruptcy costs	5 771
<b>PV Bankruptcy costs</b>	<b>17</b>
Effective tax rate	37,65 %
<b>Tax benefits</b>	<b>1 348</b>

Tabell 11.1: APV-beregninger

Selskapets «unlevered» verdi er beregnet til å være 19.235 MUSD. «Tax benefits» ligger på 1.348 MUSD, mens nåverdien av konkurskostnader ligger på 17 MUSD.

### 11.1.1 APV – Verdsettelse

Verdien til selskapet med finansiering fremkommer ved å ta hensyn til «unlevered» selskapsverdi, og justere denne med overnevnte beregninger på konkurskostnader og «tax shield». Verdsettelsen gir oss en aksjeverdi på 539 NOK, etter at vi har hensyntatt «net debt».

<b>APV Valuation</b>	
Value of unlevered firm	19 235
Value of tax benefits	1 348
PV of expected bankruptcy costs	17
<b>Value of Levered Firm</b>	<b>20 566</b>
<b>EV to Equity Bridge</b>	
EV	20 566
Cash	447
Debt	8457
<b>Equity value</b>	<b>12 556</b>
Outstanding stocks	254,73
Stock value (USD)	49,29
Currency	10,93
<b>Stock Price (NOK)</b>	<b>539</b>

Tabell 11.2: APV-verdsettelse

### 11.1.2 Multiplikatorer

Med bakgrunn i offentlige regnskapstall og kvartalsrapporter, er det satt opp en oversikt av multiplene til Yara International, sammen med de sammenlignbare selskapene i bransjen.

Selskap	Multiplikatorer		
	P/S	P/E	P/B
Yara International ASA	0,58	30,9	1,13
Nutrien	0,91	30,81	0,97
CF Industries	2,79	15,49	2,79
The Mosaic	0,72	36,07	0,74
Gjennomsnitt	1,25	28,32	1,41
Median	0,82	30,86	1,05
<b>Verdsettelse - Yara</b>	19 288,75	1 359,24	8 660,35
Antall aksjer	254,73	254,73	254,73
Pris pr. aksje (USD)	75,72	5,34	34,00
Pris pr. aksje (NOK)	827,62	58,32	371,59
<b>Gjennomsnitt kurs</b>	<b>419,18</b>		
<b>Dagens kurs</b>	<b>322,00</b>		
<b>Avkastning</b>	<b>30,18 %</b>		

Tabell 11.3: Multiplikatorer

Ved å anvende gjennomsnittlige tall for multiplikatorene, og regne disse mot regnskapstallene pr. 31.12.2023 for Yara vil man kunne få et estimat for en aksjekurs. Dette gir oss en gjennomsnittlig verdi på 419,18 NOK pr. aksje. Tabell 11.3 viser at P/S vil gi størst verdi på egenkapitalen på 19.288,75 NOK, mens P/E gir den laveste verdien på 1.359,24. P/B gir en verdsettelse av EK på 8.660,35, som er nærmest kurs pr. 08.11.2024 på 322 NOK.

Det kan også påpekes i tabell 11.3 at det synes å være bunnlinjen til Yara som påvirker aksjens negative utvikling i markedet, samt dårligere verdsettelse i forhold til salg og eiendeler enn andre selskaper i bransjen. Verdsettelsen med hensyn til P/E viser seg å være det investorene har vært mest opptatte av. Dette samsvarer med det som ble konkludert i delkapittel 8.2 om tøffere konkurranse, som videre vil påvirke marginer.

Videre er det satt opp en analyse av andre relevante multipler og forholdstall som er relevant i multiplikatoranalysen.

Selskap	Marginer & Vekst				
	EPS Growth	Gross margin	Profit Margin	ROA	ROC
Yara International ASA	-94,39 %	25,29 %	1,86 %	1,64 %	2,81 %
Nutrien	-12,36 %	29,23 %	2,94 %	1,48 %	3,34 %
CF Industries	-14,81 %	33,40 %	17,87 %	7,70 %	11,81 %
The Mosaic	-89,06 %	14,45 %	2,01 %	1,07 %	2,23 %
Gjennomsnitt	-52,66 %	25,59 %	6,17 %	2,97 %	5,05 %
Median	-51,94 %	27,26 %	2,48 %	1,56 %	3,08 %
<b>Vurdering</b>	<i>Underperform</i>	<i>Underperform</i>	<i>Underperform</i>	<i>Underperform</i>	<i>Underperform</i>

Tabell 11.4: Estimer i bransjen

Dersom man ser bort ifra P/E, kan man se at Yara prises lavere enn de sammenlignbare selskaper, som vi hadde identifisert fra den strategiske analysen. Dykker man dypere inn i regnskapstallene, vil man kunne se at Yara presterer dårligere enn snittet til de vi sammenligner Yara med. Tabell 11.4 illustrerer dette, hvor vi har vurdert Yara til å «underprestere» på samtlige forholdstall.

Verdiestimatet vi får, tilsier at Yara for øyeblikket er noe undervurdert i forhold til markedet. Dette skyldes dårlige prestasjoner, og at dette er en avgjørende grunn for dagens prising som er under markedsverdien.

Basert på vår kjennskap til Yara og bransjen, kan dette skyldes at Yara har fokusert mye på bærekraft og miljø, som har påvirket lønnsomheten. Som utledet i delkapittel 8.1 vil selskapet fokusere på å redusere investeringer i bærekraft og miljø fremover, da lønnsomheten har vært noe presset i den siste tiden.

Basert på risiko, regnskap og lønnsomhetsanalyse, så finnes det sterke holdepunkter for at lønnsomheten kan snu, og at verdiestimatet på 419,18 synes å være rimelig.

### 11.1.3 Oppsummering av verdsettelse

Tabellen under vil illustrere de ulike verdiene som er beregnet med de ulike verdsettelsesmetodene, samt forventet avkastning, målt mot aksjekurs pr. 08.11.2024.

<b>Dagens aksjepris</b>	322,00	
<b>Verdsettelsesmodell</b>	<b>Verdi</b>	<b>Avkastning</b>
DCF	416,06	29,21 %
APV	538,75	67,32 %
Multiplikatorer	419,18	30,18 %

Tabell 11.5: Oppsummering

Som det fremgår av tabell 11.6 under ender vi på en aksjekurs på 441,22. Dette er basert på en skjønnsmessig vektning av hovedteknikk og supplerende verdsettelsesmetoder. Hovedteknikken vil stå for 60% av verdsettelsen av Yara, mens APV og multiplikatorer vil stå for 20% hver.

Verdsettelsesmodell	Verdi	Vekting
DCF	416,06	60 %
APV	538,75	20 %
Multiplikatorer	419,18	20 %
<b>Vektet aksjekurs</b>	<b>441,22</b>	<b>100 %</b>

Tabell 11.6: Vektet kursmål

## 12. Sensitivitets- og scenarioanalyse

I dette kapitlet vil det gjøres en sensitivitets- og scenarioanalyse. Dette er for å analysere hvor stor påvirkning en endring i enten WACC eller terminalvekst vil ha på selskapsverdien til Yara International.

Videre gjøres det en statistisk Monte Carlo analyse. Den statistiske analysen gir oss innsikt i både forventet avkastning og standardavvik. I tillegg illustrerer den sannsynligheten for positive verdier gjennom en sannsynlighetsfordeling.

### 12.1 Sensitivitet

I sensitivitetsanalysen har vi satt opp sensitivitetstabeller for verdsettelse gjennom DCF og APV. Med disse tabellene, er det mulig å observere hvor stor effekt en endring i estimatene vil ha på selskapsverdiene som vi har beregnet.

		Vekst						
	17 707	0,50 %	1,00 %	1,50 %	2,00 %	2,50 %	3,00 %	3,50 %
	5,18 %	20 437	22 459	25 031	28 413	33 058	39 839	50 665
	5,68 %	18 522	20 127	22 115	24 645	27 971	32 540	39 209
	6,18 %	16 945	18 245	19 823	21 779	24 267	27 539	32 033
	6,68 %	15 622	16 694	17 973	19 525	21 450	23 897	27 116
WACC	7,18 %	14 498	15 394	16 449	17 707	19 234	21 127	23 535
	7,68 %	13 530	14 289	15 171	16 208	17 446	18 949	20 811
	8,18 %	12 687	13 337	14 084	14 952	15 972	17 190	18 669
	8,68 %	11 948	12 509	13 148	13 883	14 737	15 742	16 940
	9,18 %	11 294	11 782	12 334	12 963	13 687	14 527	15 515

Tabell 12.1: DCF - sensitivitet

Sensitivitetstabell 12.1 og 12.2 viser hvor stor påvirkning en endring i enten WACC eller «g» estimatene vil påvirke selskapsverdiene. Dette kan ha stor betydning, da delkapittel 9.3.2 påpeker at det kan være usikkerhet rundt terminalveksten. I vår verddivurdering av Yara, har vi benyttet oss av en konservativ vekst på 2%, som utledet i delkapittel 9.3.2.

Gitt at WACC står seg som den gjør, så vil intervallet for virkelig verdi av EK gjennom DCF være mellom 14.498 og 23.535 MUSD, med en terminalvekst fra 0,5% til 3,5%. For APV vil dette intervallet være mellom 16.267 og 28.348 MUSD.



		Vekst							
		20 566	0,50 %	1,00 %	1,50 %	2,00 %	2,50 %	3,00 %	3,50 %
WACC	5,20 %	22 609	25 137	28 348	32 561	38 332	46 720	60 030	
	5,70 %	20 566	22 609	25 137	28 348	32 561	38 332	46 720	
	6,20 %	18 882	20 566	22 609	25 137	28 348	32 561	38 332	
	6,70 %	17 469	18 882	20 566	22 609	25 137	28 348	32 561	
	7,20 %	16 267	17 469	18 882	20 566	22 609	25 137	28 348	
	7,70 %	15 231	16 267	17 469	18 882	20 566	22 609	25 137	
	8,20 %	14 330	15 231	16 267	17 469	18 882	20 566	22 609	
	8,70 %	13 539	14 330	15 231	16 267	17 469	18 882	20 566	
	9,20 %	12 839	13 539	14 330	15 231	16 267	17 469	18 882	

Tabell 12.2: APV - sensitivitet

## 12.2 Monte Carlo Simulering

Basert på våre data, vil man kunne ha en månedlig forventet avkastning på 0,99%. Dette kommer med et standardavvik på 7,27%. Disse statistiske resultatene danner et grunnlag for å sette opp en simulering som tar utgangspunkt i en normalfordelt sannsynlighetsfordeling.

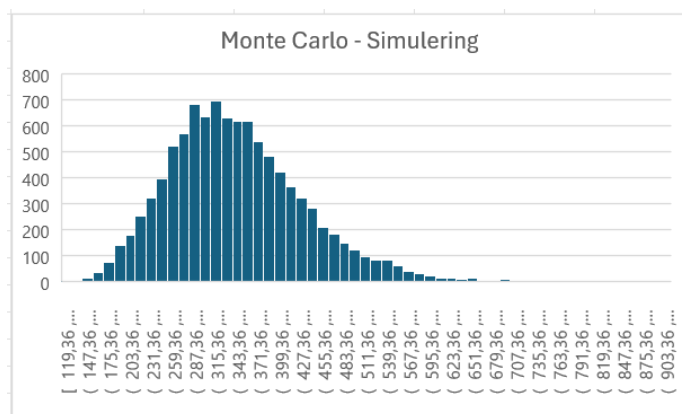
Statistikk	
Expected Return	0,99 %
Yara SD	7,27 %

Tabell 12.3: Statistikk

Det gjøres 10.000 simuleringer i og analysen vil illustrere en sannsynlighetsdistribusjon som viser usikkerheten til verdsettelsen, (Kaldestad & Møller, 2016, s. 267).

### 12.2.1 Sannsynlighetsfordeling og analyse

Simuleringen gjennom Monte Carlo, danner som forventet i delkapittel 12.2, en normalfordelt sannsynlighetsfordeling, jf. figur 12.1



Figur 12.1: Monte Carlo simulering

Den grafiske fremstillingen over illustrerer sannsynlighetsfordelingen. Her ser vi en liten forventningsskjevhet, som er i kontrast med en perfekt normalfordeling. «Skewness» er mot høyreside, og dette vil si at sannsynligheten er høyere for positive verdier. Vårt estimat for «skewness» er på 0,67, mens det er 0 i en perfekt normalfordeling. Fordelingen viser dermed at det er et større potensiale for oppside i vårt verdiestimat (Damodaran, 2012, s.60).

Vårt estimat for kurtosis ligger på ca. 0,75. Dette betyr at halen er tynn, i motsetning til en perfekt normalfordeling med en verdi på 3 (Damodaran, 2012, s.60). I dette tilfelle vil estimatet være mer stabilt, og dermed ikke være like utsatt for store svingninger.

Simulering	
Siste kurs	412,61
Gjennomsnittskurs	328,64
Laveste	119,36
Høyeste	907,16
Standardavvik	88,66

*Tabell 12.4: Statistikk & Scenarioer*

Tabellen over viser utfallene i utført simulering. Tallene illustrer mulige scenarioer. Modellen gir oss en gjennomsnittskurs på 412,61 NOK, mens siste kurs er på 328,64. Videre er laveste verdi 119,36 NOK. Sistnevnte regnes som et «worst-case»-scenario.

## 13. Oppsummering

Formålet med denne masterutredningen er å komme frem til en verdi på Yara International ASA sin egenkapital og et verdiesimat på aksjeprisen. Basert på utvalgte verdsettelsesteknikker, har vi kommet frem til et vektet kursmål på 441,22 NOK. Dette med grunnlag i DCF som hovedteknikk, samt supplerings med APV og multiplikatorer. Sett mot kurs pr. 08.11.2024 på 322 NOK, tilsvarer dette en mulig oppgang på 37%.

Gjennom den strategiske analysen i del 1 av oppgaven kom vi frem til at Yara historisk har besittet en bransjefordel som følge av at selskapet har vokst seg stor over tid i en lønnsom bransje med få konkurrenter og liten trussel for nyetableringer. Videre funn fra Pestel-analysen var imidlertid at høy grad av geopolitisk uro, høye renter og nedgang i gjødselpris har ført til at man har fått en bransjeulempe siste tiden. Dette samsvarer også med funnene fra lønnsomhetsanalysen i del 2 av oppgaven, hvor vi kom frem til at selskapet har hatt en positiv bransjefordel i analyseperioden 2019-2023 og en bransjeulempe i 2024T. Det forventes at etterspørselen etter gjødselprodukter vil øke som følge av befolkningsvekst, økonomisk vekst og behov for å effektivisere landbruksarealet. Dette vil kunne bidra til å bedre netto driftsrentabilitet i bransjen.

Gjennom VRIO analysen i den strategiske analysen kom vi frem til at selskapet hverken innehar en ressursfordel eller en ressursulempe. Dette samsvarer i stor grad med funnene fra lønnsomhetsanalysen hvor vi kom frem til at selskapet i analyseperioden har hatt en svak ressursulempe på 0,75%. Ressursulempen som har preget selskapet de siste årene kan kobles mot selskapets satsing innen bærekraft som har medført store kostnader for selskapet de siste årene. Selskapet har imidlertid gjennomført omfattende kostnadskutt i 2024, hvor prosjekter som ikke er lønnsomme har blitt satt på vent og det har blitt gjort en prioritering av kjernevirksomhet med høy avkastning. Det forventes derfor en bedring i selskapets netto driftsrentabilitet sett opp mot bransjen.

Innsikten fra del 1 og del 2 i oppgaven har blitt benyttet i utarbeidelsen av fremtidsregnskapet til Yara. Fremtidsregnskapet samsvarer med vår forståelse av selskap og bransje. Videre støttes tallene av den strategiske analysen. Det prognostiserte regnskapet viser en økende omsetning som forventet, men at både bruttofortjeneste og EBIT-marginene blir presset som følge av tøff konkurranse i markedet.

## Kursmål & anbefaling

Gitt forutsetningene som er gjort i verdivurderingen og scenarioanalysen, kan vi sette opp en handelsstrategi. Standardavviket i prosent av kursmål ligger på 20 %. Dette legger vi til grunn ved fastsettelse av øvre- og nedre grense i strategien.

Handlestrategi	
Kursmål	441,22
Standardavvik	88,66
i % av kursmål	20,09 %
Øvre grense	529,88
Hold	441,22
Nedre grense	352,56

Tabell 13.1: Handelsstrategi

Tabellen over illustrerer dermed «kjøp» ved kurs under 352,56 NOK, og «selg» om kursen er over 529,88 NOK. Kurs per 08.11.2024 ligger på 322 NOK, og er dermed under den nedre grensen. Gjennomsnittlig estimert aksjekurs ligger på 441,22 NOK. Dette tilsvarer en 37% mulig oppgang.

Sett opp mot funn i den strategiske analysen i kapittel 4 og i lønnsomhetsanalysen i kapittel 8, anser vi det som rimelig at situasjonen i Yara vil normalisere seg. Den strategiske rentabilitetsanalysen avslørte at selskapet historisk har besittet en bransjefordel. Til tross for en nedgang i 2024, forventes det at økt etterspørsel etter gjødsel som følge av fremtidig befolkningsvekst, økonomisk vekst og behov for å effektivisere landbruksarealet, vil bidra til å bedre bransjens netto driftsrentabilitet. Som følge av dette forventer vi en mer varig bransjefordel enn det markedet gjør. Vi konkluderer dermed med en kjøpsanbefaling på Yara International ASA.

**Erklæring om bruk av KI-verktøy i arbeidet med denne masteroppgaven**

Navn (og versjon) av KI-verktøyet: Ingen

Formålet med bruken av verktøyet: Ikke aktuelt

Vi er klar over at vi er ansvarlig for alt innhold i denne masteroppgaven, inkludert de deler der KI-verktøy er benyttet. Vi har ansvar for at oppgaven følger etiske regler for personvern og publisering.

## 14. Vedlegg

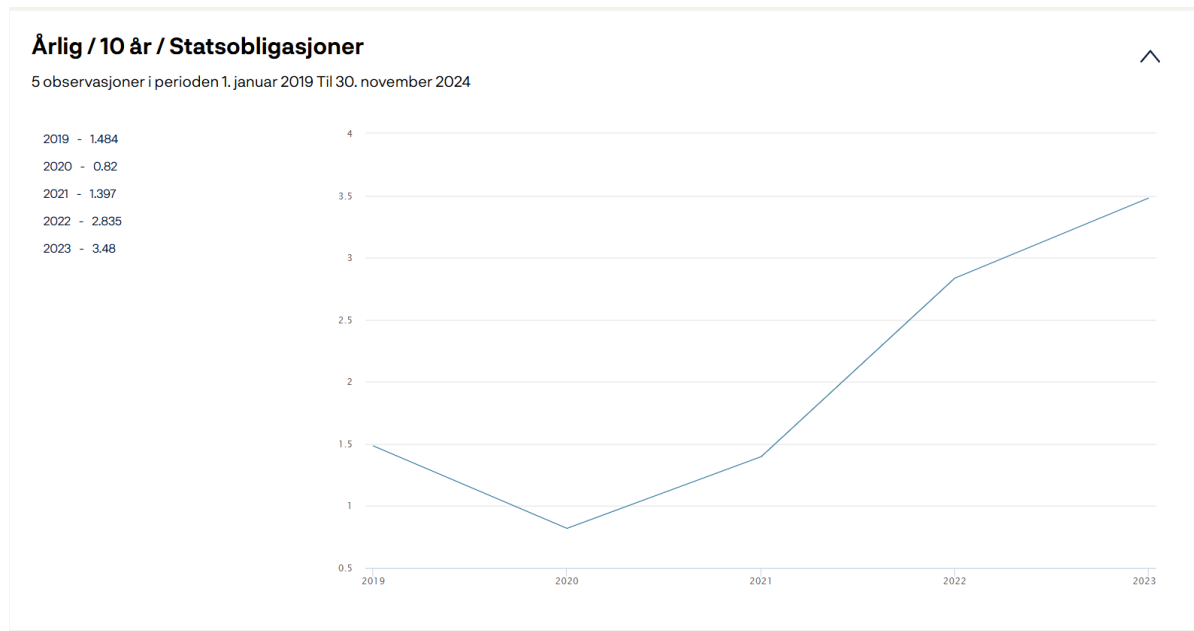
### Inntekt - Regresjonsmodell

Salgsinntekter								
SUMMARY OUTPUT								
Regression Statistics								
Multiple R	0,574259							
R Square	0,329774							
Adjusted R Square	0,106365							
Standard Error	4544,243							
Observations	5							
ANOVA								
	df	SS	MS	F	Significance F			
Regression	1	30481668	30481668	1,476099	0,311286			
Residual	3	61950435	20650145					
Total	4	92432103						
	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95,0%	Upper 95,0%
Intercept	-3512384	2904210	-1,20941	0,31312	-1,3E+07	5730107	-1,3E+07	5730107
ÅR	1745,9	1437,016	1,214948	0,311286	-2827,33	6319,126	-2827,33	6319,126

### Kostnader – Regresjonsmodell

SUMMARY OUTPUT								
Regression Statistics								
Multiple R	0,655202							
R Square	0,429289							
Adjusted R Square	0,239052							
Standard Error	3127,124							
Observations	5							
ANOVA								
	df	SS	MS	F	Significance F			
Regression	1	22067103	22067103	2,256602	0,230057			
Residual	3	29336719	9778906					
Total	4	51403821						
	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95,0%	Upper 95,0%
Intercept	-2990408	1998534	-1,4963	0,231474	-9350636	3369819	-9350636	3369819
ÅR	1485,5	988,8835	1,502199	0,230057	-1661,57	4632,569	-1661,57	4632,569

## Utvikling risikofri rente



(Kilde: Norges Bank, 2024)

---

## Litteraturliste

### Bøker:

Boquist, Milbour & Thakor. (2009). *Value Sphere, The Corporate Executives' Handbook for Creating and Retaining Shareholder Wealth (4<sup>th</sup> Edition)*. World Scientific.

Damodaran, Aswath. (2012). *Investment Valuation (3<sup>rd</sup> Edition): University Edition - Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. Wiley.

Johnson, G., Scholes, K. & Whittington, R. (2008) *Exploring Corporate Strategy: Text and Cases (8.utg.)* Prentice Hall, Harlow.

Kaldestad, Y. & Møller, B. (2016). *Verdivurdering (2.utg.)* Fagbokforlaget.

Kristoffersen, Trond. (2016). *Årsregnskapet: en grunnleggende innføring (5.utg.)*. Fagbokforlaget.

Modigliani, F. & Miller, M. (1958). *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. The American Economic Review, 48(3), s. 261 – 297.

Penman, S. H. (2013) *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. (5.utg) McGraw-Hill.

Petersen, C., Plenborg, T. & Kinserdal, F. (2019) *Financial Statement Analysis*. (1.utg) Fagbokforlaget.

Porter, M. E. (1987) *Konkurransestrategi*. (1.utg) Tano.

Roos, G., Krogh, G. V. & Roos, J. (2021) *Strategi – en innføring*. (7.utg.) Fagbokforlaget.

Tofteland, A. (2014). *Vurdering og analyse (4.utg.)*. Fagbokforlaget.

### Forelesninger

Knivsflå, K. H. (2024a) *Forelesning 2: Strategi, regnskap og verdi*. [Lysarkpresentasjon] ACC421A Verdsettelse. Norges Handelshøyskole. Hentet 23.september 2024 fra <https://www.verdivurdering.info/f%C3%B8relesingsplansjar>

Knivsflå, K. H. (2024b) *Forelesning 3: Rekneskapsanalyse, Ramme og «Trailing»*. [Lysarkpresentasjon] ACC421A Verdsettelse. Norges Handelshøyskole. Hentet 30.september 2024 fra <https://www.verdivurdering.info/f%C3%B8relesingsplansjar>

Knivsflå, K. H. (2024c) *Forelesning 4: Omgruppering for analyse*. [Lysarkpresentasjon] ACC421A Verdsettelse. Norges Handelshøyskole. Hentet 30.september 2024 fra <https://www.verdivurdering.info/f%C3%B8relesingsplansjar>

Knivsflå, K. H. (2024d) *Forelesning 7: Målefeil*. [Lysarkpresentasjon] ACC421A Verdsettelse. Norges Handelshøyskole. Hentet 18.oktober 2024 fra <https://www.verdivurdering.info/f%C3%B8relesingsplansjar>



Knivsflå, K. H. (2024e) *Forelesning 9: Kredittvurdering – syntetisk rating*. [Lysarkpresentasjon] ACC421A Verdsettelse. Norges Handelshøyskole. Hentet 28.oktober 2024 fra <https://www.verdivurdering.info/f%C3%B8relesingsplansjar>

Knivsflå, K. H. (2024f) *Forelesning 11: Strategisk rentabilitetsanalyse*. [Lysarkpresentasjon] ACC421A Verdsettelse. Norges Handelshøyskole. Hentet 03. desember 2024 fra <https://www.verdivurdering.info/f%C3%B8relesingsplansjar>

Knivsflå, K. H. (2024g) *Forelesning 12: Strategisk driftsanalyse*. [Lysarkpresentasjon] ACC421A Verdsettelse. Norges Handelshøyskole. Hentet 03. desember 2024 fra <https://www.verdivurdering.info/f%C3%B8relesingsplansjar>

### **Nettside:**

Aarhus University (u.å.) *New technology will let farmers produce their own fertilizer and e-fuels*. Hentet 27.august fra <https://ingenioer.au.dk/en/current/news/view/artikel/new-technology-will-let-farmers-produce-their-own-fertilizer-and-e-fuels>

Canpotex (u.å.) About Potash. Hentet 11.september 2024 fra <https://www.canpotex.com/what-we-do/about-potash>

CF Industries Holdings. (u.å., a) *Who We Are*. Hentet 20.august fra <https://www.cfindustries.com/who-we-are>

CF Industries Holdings. (u.å., b) *Locations*. Hentet 20.august fra <https://www.cfindustries.com/whoweare/locations>

CF Industries Holdings. (u.å., c) *Products*. Hentet 20.august fra <https://www.cfindustries.com/products>

CF Industries Holdings. (u.å., d) *Emissions Control and Other Industrial Applications*. Hentet 20.august fra <https://www.cfindustries.com/what-we-do/emissions-control>

Equinor ASA (u.å.) *Ord og uttrykk*. Hentet 03.september 2024 fra <https://www.equinor.com/no/om-oss/ord-og-uttrykk>

Europalov. (u.å.) *Om EU-rettsaktene*. Hentet 26.august 2024 fra <https://europalov.no/laermer/eu-rettsaktene>

FN (u.å.) *Økonomisk vekst*. Hentet 03.september 2024 fra <https://fn.no/Statistikk/oekonomisk-vekst>

FN (2023b, 03.februar) *Utrydde sult*. Hentet 03.september 2024 fra <https://fn.no/om-fn/fns-baerekraftsmaal/utrydde-sult>

Forurensningsloven (1983). Lov om vern mot forurensninger og om avfall. (LOV-1981-03-13-6). Lovdata. [https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1981-03-13-6/KAPITTEL\\_3#%C2%A711](https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1981-03-13-6/KAPITTEL_3#%C2%A711)

---

IFA (International Fertilizer Association). (u.å.) *What are fertilizers?* Hentet 16.august fra <https://www.fertilizer.org/about-fertilizers/what-are-fertilizers/>

IFA (International Fertilizer Association). (u.å.) *Fertilizer industry by Numbers*. Hentet 16.august fra <https://www.fertilizer.org/about-ifa/our-industry/fertilizer-industry-by-numbers/>

Industries Qatar. (u.å.) *About IQ*. Hentet 20.desember fra <https://iq.com.qa/en/about-iq/>

Konkurranseloven (2004). Lov om konkurranse mellom foretak og kontroll med foretakssammenslutninger. LOV-2004-03-04-12. Lovdata. [https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2004-03-05-12/KAPITTEL\\_3#%C2%A711](https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2004-03-05-12/KAPITTEL_3#%C2%A711)

Miljødirektoratet (2023, 20.april). *Klimaendringer og matsikkerhet*. Hentet 03.september 2024 fra <https://miljostatus.miljodirektoratet.no/tema/klima/konsekvenser-av-globale-klimaendringer/klimaendringer-og-matsikkerhet/>

Miljødirektoratet (2024a, 08.juni). *Klimagassutslipp fra industri i Norge*. Hentet 28.august 2024 fra <https://miljostatus.miljodirektoratet.no/tema/klima/norske-utslipp-av-klimagasser/klimagassutslipp-fra-industri/>

Miljødirektoratet (2024b, 08.juni). *Klimagassutslipp fra jordbruk i Norge*. Hentet 28.august 2024 fra <https://miljostatus.miljodirektoratet.no/tema/klima/norske-utslipp-av-klimagasser/klimagassutslipp-fra-jordbruk/>

Miljødirektoratet (2024c, 07.juni). *Norske utslipp og opptak av klimagasser*. Hentet 28.august 2024 fra <https://miljostatus.miljodirektoratet.no/tema/klima/norske-utslipp-av-klimagasser/>

Nordnet Bank AB. (2024, 13.august). *Yara International*. Hentet 13.august 2024 fra <https://www.nordnet.no/market/stocks/16105608-yara-international>

Norges Bank. *Generiske statsrenter*. Hentet 08.11.2024 fra <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/statsrenter/generiske-statsrenter/>

Norsk Hydro ASA. (u.å.) *Livskraft siden 1905*. Hentet 12.august 2024 fra <https://www.hydro.com/no/global/om-hydro/bedriftshistorisk-innhold/hydros-historie2/>

NRK (2022, 10.februar) *USAS Økonomi*. Hentet 29.august 2024 fra <https://www.nrk.no/nyheter/usas-okonomi-1.11254489>

Nutrien Ltd. (u.å., a) *Stock Charts*. Hentet 19.august 2024 fra <https://www.nutrien.com/what-we-do>

Nutrien Ltd. (u.å., b) *Purpose*. Hentet 19.august 2024 fra <https://www.nutrien.com/what-we-do/purpose>

Nutrien Ltd. (u.å., c) *About Nutrien*. Hentet 19.august 2024 fra <https://www.nutrien.com/investors/shareholder-information/stock-charts>.

Proff. (u.å.). *Yara International ASA, Roller og eiere*. Hentet 12.august 2024 fra <https://www.proff.no/roller/yara-international-asa/oslo/produsenter/IGB6AV4016D>

---

PWC. (u.å.) *Bærekraftsdirektivet (CSRD)*. Hentet 27.august 2024 fra <https://www.pwc.no/no/pwc-aktuelt/baerekraftsrapportering/baerekraftsdirektivet-csrd.html>

The Mosaic Company. (u.å., a) *Investor FAQs*. Hentet 20.august fra <https://investors.mosaicco.com/resources/investor-faqs/default.aspx>

Trading Economics (u.å., a) *EU Natural Gas TTF*. Hentet 17.desember 2024 fra <https://tradingeconomics.com/commodity/eu-natural-gas>

Trading Economics (u.å., b) *United States Fed Funds Interest Rate*. Hentet 29.august 2024 fra <https://tradingeconomics.com/united-states/interest-rate>

Wesfarmers Ltd (u.å.) *Who we are*. Hentet 20.desember 2024 fra <https://www.wesfarmers.com.au/who-we-are/who-we-are>

Yara International ASA. (u.å., a). *Om oss: Dette er Yara*. Hentet 12.august 2024 fra [https://www.yara.no/om-yara/?\\_gl=1\\*1sjn7gh\\*\\_up\\*MQ..\\*\\_ga\\*NTM3NjMwMjgyLjE3MjM0NDE1NTc.\\*\\_ga\\_KWCCLWEFQT\\*MTcyMzQ0MTU1Ni4xLjEuMTcyMzQ0MjgwMi4wLjAuNzM5Njg5MzYw](https://www.yara.no/om-yara/?_gl=1*1sjn7gh*_up*MQ..*_ga*NTM3NjMwMjgyLjE3MjM0NDE1NTc.*_ga_KWCCLWEFQT*MTcyMzQ0MTU1Ni4xLjEuMTcyMzQ0MjgwMi4wLjAuNzM5Njg5MzYw)

Yara International ASA. (u.å., b). *Om Yara: Vår historie*. Hentet 12.august 2024 fra [https://www.yara.no/om-yara/var-historie/?\\_gl=1\\*1rn8hqt\\*\\_up\\*MQ..\\*\\_ga\\*MTY2MzE3Mzg5MS4xNzIzNDQ3NzQw\\*\\_ga\\_KWCCLWEFQT\\*MTcyMzQ0NzczOS4xLjAuMTcyMzQ0NzczOS4wLjAuOTkyODY0NzI0](https://www.yara.no/om-yara/var-historie/?_gl=1*1rn8hqt*_up*MQ..*_ga*MTY2MzE3Mzg5MS4xNzIzNDQ3NzQw*_ga_KWCCLWEFQT*MTcyMzQ0NzczOS4xLjAuMTcyMzQ0NzczOS4wLjAuOTkyODY0NzI0)

Yara International ASA. (u.å., c). *Om Yara: Yara i verden*. Hentet 12.august 2024 fra [https://www.yara.no/om-yara/yara-i-verden/?\\_gl=1\\*1j01dz\\*\\_up\\*MQ..\\*\\_ga\\*NjM4MDC5ODM5LjE3MjM0NDY1NjE.\\*\\_ga\\_KWCCLWEFQT\\*MTcyMzQ0NjU2MC4xLjEuMTcyMzQ0NzIwMC4wLjAuMzQ5MDk2MDk4](https://www.yara.no/om-yara/yara-i-verden/?_gl=1*1j01dz*_up*MQ..*_ga*NjM4MDC5ODM5LjE3MjM0NDY1NjE.*_ga_KWCCLWEFQT*MTcyMzQ0NjU2MC4xLjEuMTcyMzQ0NzIwMC4wLjAuMzQ5MDk2MDk4)

Yara International ASA. (u.å., d). *Om Yara: Derfor er gjødsel avgjørende for global matsikkerhet*. Hentet 16.august 2024 fra [https://www.yara.no/om-yara/hvorfor-er-gjodsel-viktig/?\\_gl=1\\*1m5t\\*\\_up\\*MQ..\\*\\_ga\\*MTU0ODA5NjU3OS4xNzIzNzk0Njk2\\*\\_ga\\_KWCCLWEFQT\\*MTcyMzc5NDY5Ni4xLjEuMTcyMzc5NDY5OS4wLjAuMTAzNTA2MTE5OQ..](https://www.yara.no/om-yara/hvorfor-er-gjodsel-viktig/?_gl=1*1m5t*_up*MQ..*_ga*MTU0ODA5NjU3OS4xNzIzNzk0Njk2*_ga_KWCCLWEFQT*MTcyMzc5NDY5Ni4xLjEuMTcyMzc5NDY5OS4wLjAuMTAzNTA2MTE5OQ..)

Yara International ASA. (u.å., e) *What we offer: Digital farming*. Hentet 28.august 2024 fra <https://www.yara.com/digital-farming/>

Yara International ASA (u.å., f) *Våre forhandlere*. Hentet 19.september 2024 fra <https://www.yara.no/gjoedse/gjodselforhandlere/>

Yara International ASA (u.å., g) *Celebrating more than 2.000 patents and patent applications*. Hentet 08.september 2024 fra <https://www.yara.com/knowledge-grows/celebrating-more-than-2000-patents-and-patent-applications/>

Yara International ASA (u.å., h) *Low-carbon footprint fertilizers: everything you need to know*. Hentet 08.september 2024 fra <https://www.yara.com/sustainability/transforming-food-system/low-carbon-footprint-fertilizers/what-you-need-to-know/>

Yara International ASA (u.å., i) Yara åpner nytt fornybart hydrogenanlegg på Herøya i Porsgrunn. Hentet 11.september 2024 fra <https://www.yara.no/nyheter-og-media/mediabibliotek/pressekit/fornybart-hydrogenanlegg/>

Yara International ASA. (u.å., j). *Investor relations: Debt financing*. Hentet 16.desember 2024 fra <https://www.yara.com/investor-relations/share-and-debt-information/debt-financing/>

Yara International ASA. (2024b, 25.mars). *Yara feier 20 år!* Hentet 13.august 2024 fra [https://www.yara.no/nyheter-og-media/nyheter-og-pressemediedinger/arkiv/2024/yara-feierer-20-ar/?\\_gl=1\\*1g8658n\\*\\_up\\*MQ..\\*\\_ga\\*MTU2MDk2NzQ4Ny4xNzIzNTM4NDU3\\*\\_ga\\_KWCCLWEFQT\\*MTcyMzUzODQ1Ny4xLjEuMTcyMzUzODQ2Ni4wLjAuMTkyNTYzMDY1Mg](https://www.yara.no/nyheter-og-media/nyheter-og-pressemediedinger/arkiv/2024/yara-feierer-20-ar/?_gl=1*1g8658n*_up*MQ..*_ga*MTU2MDk2NzQ4Ny4xNzIzNTM4NDU3*_ga_KWCCLWEFQT*MTcyMzUzODQ1Ny4xLjEuMTcyMzUzODQ2Ni4wLjAuMTkyNTYzMDY1Mg).

### **Kvartals- og årsrapporter:**

Årsrapporter (2018-2023) og kvartalsrapporter 2024 er hentet fra gjødselselskapenes hjemmesider:

CF Industries Holdings: <https://ir.cfindustries.com/Investors/financials/annual-reports/default.aspx>

CF Industries Holdings: <https://ir.cfindustries.com/Investors/financials/quarterly-results/default.aspx>

Nutrien Ltd: <https://www.nutrien.com/investors/financial-reporting>

The Mosaic Company: <https://investors.mosaicco.com/financials/annual-reports/default.aspx>

Yara International ASA: <https://www.yara.com/investor-relations/reports-presentations/>

Kvartals- og årsrapporter hvor informasjon fra rapportene er benyttet i utredningen:

CF Industries Holdings. (2024) 2023 *Annual Report*. [https://s203.q4cdn.com/145805377/files/doc\\_financials/2023/cf\\_industries\\_2023-annual-report.pdf](https://s203.q4cdn.com/145805377/files/doc_financials/2023/cf_industries_2023-annual-report.pdf)

Nutrien Ltd. (2024) 2023 *Annual Report*. <https://nutrien-prod-asset.s3.us-east-2.amazonaws.com/s3fs-public/uploads/2024-03/Nutrien%202023%20Annual%20Enhanced.pdf>

The Mosaic Company. (2024) 2023 *Annual Report*. [https://s1.q4cdn.com/823038994/files/doc\\_financials/2023/ar/2023-annual-report\\_final.pdf](https://s1.q4cdn.com/823038994/files/doc_financials/2023/ar/2023-annual-report_final.pdf)

Yara International ASA. (2024a, 27.mai). *Yaras integrerte årsrapport 2023: Bygge robusthet og en naturvennlig matfremtid*. [https://www.yara.com/siteassets/investors/057-reports-and-presentations/annual-reports/2023/yaras-integrerte-arsrapport-2023-office-translation.pdf?\\_gl=1\\*rs6cxa\\*\\_up\\*MQ..\\*\\_ga\\*MTcxODM4MjU3OC4xNzIzNDYwODk3\\*](https://www.yara.com/siteassets/investors/057-reports-and-presentations/annual-reports/2023/yaras-integrerte-arsrapport-2023-office-translation.pdf?_gl=1*rs6cxa*_up*MQ..*_ga*MTcxODM4MjU3OC4xNzIzNDYwODk3*)

[ga\\_W5MJZ2GTWV\\*MTcyMzQ2MDg5Ny4xLjAuMTcyMzQ2MDg5Ny4wLjAuMA..\\*\\_ga\\_FJB1LTWP77\\*MTcyMzQ2MDg5Ny4xLjAuMTcyMzQ2MDg5Ny4wLjAuMTk3NTA4MDA5](#)

Yara International ASA. (2024c). *Yara second-quarter and half-year report 2024*. [https://www.yara.com/siteassets/investors/057-reports-and-presentations/quarterly-reports/2024/2q-2024/yara-2q-2024-report\\_web.pdf](https://www.yara.com/siteassets/investors/057-reports-and-presentations/quarterly-reports/2024/2q-2024/yara-2q-2024-report_web.pdf)

Yara International ASA. (2024e). *Yara third-quarter report 2024*. <https://www.yara.com/siteassets/investors/057-reports-and-presentations/quarterly-reports/2024/3q-2024/yara-3q-2024-report.pdf>

### **Rapporter:**

Finci, A. & Smedshaug C. A. (2022) *Bondens prisindeks – kraftig vekst etter korona*. Agri Analyse. <https://www.agrianalyse.no/getfile.php/137241-1665475758/Dokumenter/Dokumenter%202022/Notat%203-2022%20%28web%29.pdf>

Rystad Energi. (2022, 29.mars). *Gassmarkedet i 2021 og naturgass i europa mot 2035*. [20220329-gassmarkedet-i-2021-og-naturgass-i-europa-mot-2035\\_bilder\\_endelig-versjon-1.pdf](#)

Yara International ASA. (2022, desember) *Fertilizer Industry Handbook 2022*. <https://www.yara.com/siteassets/investors/057-reports-and-presentations/other/2022/fertilizer-industry-handbook-2022-with-notes.pdf>

Yara International ASA. (2023). *Yara Sustainability Report 2022: On course to a nature-positive food future*. <https://www.yara.com/siteassets/investors/057-reports-and-presentations/annual-reports/2022/yara-sustainability-report-2022.pdf>

### **Artikkel:**

Akbar, M. (2022) 15 largest fertilizer companies in the world. *Yahoo Finance*. Hentet 19. august fra <https://finance.yahoo.com/news/15-largest-fertilizer-companies-world-123548121.html>

Ask, A. O. (2022, 16.desember). *Equinor åpner for å selge gass via EUs innkjøpsmonopol*. Energi og klima. <https://www.energiogklima.no/nyhet/brussel/equinor-apner-for-a-selge-gass-via-eus-innkjopsmonopol>

Bolme, S. & Bjerkeholdt, B. O. (2024) Kritisk til manglende elektrifisering: – Risikoen for at dette koker bort er veldig stor. *NRK*. Hentet 07.desember fra [Kritisk til manglende elektrifisering på Yara i Porsgrunn – NRK Vestfold og Telemark – Lokale nyheter, TV og radio](#).

European Commission. (2022, 15.Juli) *New EU rules prepare the ground for more use of organic and waste-based fertilisers*. [https://single-market-economy.ec.europa.eu/news/new-eu-rules-prepare-ground-more-use-organic-and-waste-based-fertilisers-2022-07-15\\_en](https://single-market-economy.ec.europa.eu/news/new-eu-rules-prepare-ground-more-use-organic-and-waste-based-fertilisers-2022-07-15_en)

---

FN. (2023) Befolkning, migrasjon og urbanisering. Hentet 24.august fra <https://fn.no/tema/baerekraftig-utvikling-fattigdom-og-befolkning/befolkning>

FN. (2024, 17.januar) Klimaendringer. <https://fn.no/tema/klima-og-miljoe/klimaendringer>

Forskning.no (2023, 05.juni) Varmt og tørt vær kan redusere Ukrainas kornavling med 20 prosent. <https://www.forskning.no/mat-ntb-ukraina/varmt-og-tort-vaer-kan-reducere-ukrainas-kornavling-med-20-prosent/2207795>

Haanæs, Ø. R. (2022, 07.juli) Ny teknologi gjør møkk om til førsteklasses gjødsel. <https://www.forskning.no/bioteknologi-baerekraft-de-regionale-forskningsfondene/ny-teknologi-gjor-mokk-til-forsteklasses-gjodsel/2046139>

Helsedirektoratet. (2024, 1.august) Dette bør du spise – nye nasjonale kostråd fra Helsedirektoratet. Hentet 25.august 2024 fra <https://www.helsedirektoratet.no/nyheter/dette-bor-du-spise--nye-nasjonale-kostrad-fra-helsedirektoratet>

Hovland, K. M. (2024, 25.oktober) Årets høyeste gasspris i Europa. E24. Hentet 17.desember fra <https://e24.no/bors/nyheter/a/298512>

Isbrekken, A. T. (2024, 11.mars) Slik vil Ukraina-krigen påvirke norsk energi. *Norsk Utenrikspolitisk Institutt*. <https://www.nupi.no/nyheter/slik-vil-ukraina-krigen-paaverke-norsk-energi>

Kreisle, N. (2020, juli). *Price Effects from the Merger of Agricultural Fertilizer Manufacturers Agrium and PotashCorp*. (FTC Bureau of Economics Working Paper #345). <https://www.ftc.gov/reports/price-effects-merger-agricultural-fertilizer-manufacturers-agrium-potashcorp>.

Kværnes, M. & Lindbäck, G. J. (2024, 19.juli). *Yara varsler milliardkutt: – Må tilpasse oss de nye realitetene*. Hentet 20.desember 2024 fra <https://www.dn.no/industri/yara/yara-international/svein-tore-holsether/yara-varsler-milliardkutt-ma-tilpasse-oss-de-nye-realitetene/2-1-1679827>

Myrseth, S. (2023a, 22.oktober). Krigstruede energimarkeder. *Finansavisen*. Hentet 17.desember fra <https://www.finansavisen.no/politikk/2023/10/22/8048066/krigstruede-energimarkeder>

Myrseth, S. H., Aden, A. & Tomter, L. (2023b, 13.juli) Lave inflasjons-tall i USA kan bli godt for din lommebok. *NRK*. <https://www.nrk.no/norge/lave-inflasjonstall-i-usa-kan-bli-bra-for-norsk-okonomi-1.16481846>

Noah (2024) Det grønne skiftet. Hentet 24.august fra <https://www.landbruksdyr.no/fakta/det-gronne-skiftet/>

Olseng, E. T. (2024, 28.mai) *Bransjeanalyse – ekstern analyse*. Hentet 07.september 2024 fra <https://ndla.no/nb/subject:3afc9903-6ede-496e-a93e-96b319c3ff54/topic:8208c448-681e-4933-ab27-6697ce66f925/resource:55d5773a-8295-4e43-9ada-59ee1c23e8d7>

Olseng, E. T. & Hadler-Olsen, T. (2024) *PESTEL – ekstern analyse*. *Ndla*. Hentet 24.august 2024 <https://ndla.no/nb/subject:3afc9903-6ede-496e-a93e-96b319c3ff54/topic:8208c448-681e-4933-ab27-6697ce66f925/resource:174a15bc-6ae5-461c-8bad-7bbe3e7cc5f1>

Pedersen, B. & Egeland, E. S. (2023, 25.juli) *Fosfater*. Store Norske Leksikon. Hentet 11.september fra <https://snl.no/fosfater>

Pihl, R. (2021, 22.juli) Eastman Kodak Company. *Store Norske Leksikon*. Hentet 27.august fra [https://snl.no/Eastman\\_Kodak\\_Company](https://snl.no/Eastman_Kodak_Company)

Regjeringen. (2020, 07.februar) Green Deal. <https://www.regjeringen.no/no/sub/eos-notatbasen/notatene/2020/feb/green-deal/id2689681/>

Regjeringen. (2021, 16.november) EUs klimapakke Klar for 55 (Fit for 55). <https://www.regjeringen.no/no/tema/klima-og-miljo/innsiktsartikler-klima-miljo/eus-klimapakke-klar-for-55/id2887217/>

Regjeringen. (2023a, 03.april) Ny gjødselordning. <https://www.regjeringen.no/no/sub/eos-notatbasen/notatene/2016/juni/ny-gjodselforordning/id2512495/>

Regjeringen. (2023b, 24.oktober) Forslag til nytt direktiv om overvåking av jord. <https://www.regjeringen.no/no/sub/eos-notatbasen/notatene/2023/mars/forslag-til-nytt-direktiv-om-overvakning-av-jord/id3004559/>

Regjeringen. (2024c, 15.januar) Taksonomien for bærekraftig økonomisk aktivitet. <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/finansmarkedene/taksonomien-for-barekraftig-okonomisk-aktivitet/id2924859/>

Regjeringen. (2024a, 1.august) Veileder om sanksjoner som svar på Russlands militære aggresjon mot Ukraina. [https://www.regjeringen.no/no/tema/utenrikssaker/Eksportkontroll/sanksjoner-og-tiltak1/sanksjoner\\_aggresjon/id2905102/?expand=factbox2905104](https://www.regjeringen.no/no/tema/utenrikssaker/Eksportkontroll/sanksjoner-og-tiltak1/sanksjoner_aggresjon/id2905102/?expand=factbox2905104)

Regjeringen. (2024b, 4.januar) Slik blir EØS-regelverk til. <https://www.regjeringen.no/no/tema/europapolitikk/eos1/eos-regelverk/id686837/>

Storbråten, B. (2024) Nedgang i utslepp frå jordbruket i 2022. *Statistisk Sentralbyrå*. Hentet 16.august 2024 fra <https://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/jordbruk/artikler/nedgang-i-utslepp-fra-jordbruket-i-2022>

Vassnes, E. (2024, 10.mai) Economic Outlook 2024. *Norges Utenriksdepartement*. <https://www.norway.no/no/missions/oecd-unesco/norge-oecd-unesco/nyheter-arr/economic-outlook-2024/>

Yara (2024d, 22.mars). *Vil vokse med Yara*. <https://www.yara.no/nyheter-og-media/aktuelt/vil-vokse-med-yara/>

**Figur liste:**

Figur 2.1: Aksjeutvikling for Yara og OSEBX siste 5 år. Hentet fra Nordnet 13.12.24. ....	11
Figur 2.2: Yaras organisasjonsstruktur (Yara, 2024a, s. 14).....	12
Figur 2.3: Driftssegmenter målt i EBITDA. Tall hentet fra Yaras årsrapport 2023 (Yara International ASA, 2024a, s. 236).....	13
Figur 2.4: Topp 13 selskaper basert på markedsverdi pr. 16.08.24. ....	16
Figur 2.5: Historisk utvikling i naturgasspris i Europa 2019-2Q2024 (Trading Economics, u.å., a).....	21
Figur 2.6: Befolkningsvekst i verden fra 1990 til 2050 (FN, 2023).....	23
Figur 2.7: Norges totale klimagassutslipp i 2023 (miljødirektoratet, 2024c) .....	25
Figur 2.8: Utslipp av klimagasser fra mineralgjødsel (miljødirektoratet, 2024a).....	25
Figur 2.9: De seks bærekraftsmålene (Regjeringen, 2024c). ....	28
Figur 4.1: De seks eksterne drivkreftene i Pestel (Olseng & Handler-Olsen, 2024) .....	35
Figur 4.2: Porters fem konkurransekrefter (Olseng, 2024) .....	41
Figur 4.3: De fire elementene i VRIO-analysen (Petersen mfl., 2019, s.275). ....	50
Figur 4.4: De fire elementene i SWOT-analysen (Roos mfl., 2021, s.205).....	54
Figur 5.1: De fire stegene i regnskapsanalysen (Knivsflå, 2024b) .....	57
Figur 6.1: Likviditetsgrad 1 i analyseperioden 2019-2024T.....	80
Figur 6.2: Likviditetsgrad 2 i analyseperioden 2019-2024T .....	81
Figur 6.3: Kortsiktig finansiell gjeldsgrad i analyseperioden 2019-2024T.....	82
Figur 6.4: Langsiktig finansiell gjeldsgrad i analyseperioden 2019-2024T.....	82
Figur 6.5: Rentedeckningsgrad i analyseperioden 2019-2024T .....	83
Figur 6.6: Egenkapitalandel i analyseperioden 2019-2024T.....	84
Figur 6.7: Netto driftsrentabilitet i analyseperioden 2019-2024T.....	85
Figur 6.8: Gjeldsgrad i analyseperioden 2019-2024T.....	86
Figur 8.1: Strategisk eierfordel i analyseperioden 2019-2024T.....	98
Figur 8.2: Egenkapitalrentabilitet i analyseperioden 2019-2024T.....	99
Figur 9.1: EBIT-graf.....	109
Figur 12.1: Monte Carlo simulering.....	120



**Tabell liste:**

Tabell 3.1: Variabler i formel til Discounted Cash Flow (Damodaran, 2012, s. 12).....	30
Tabell 3.2: Multiplikatorer som kan benyttes i den relative verdsettelsen av Yara.....	32
Tabell 4.1: Oppsummering av Porters fem konkurransekrefter.....	49
Tabell 4.2: Oppsummering av VRIO-analysen.....	53
Tabell 4.3: Oppsummering av SWOT-analysen.....	55
Tabell 5.1: Yaras resultatregnskap i perioden 2019-2024T.....	59
Tabell 5.2: Yaras eiendeler i perioden 2019-2024T.....	59
Tabell 5.3: Yaras egenkapital og forpliktelser i perioden 2019-2024T.....	60
Tabell 5.4: Yaras endring i egenkapital i perioden 2019-2024T.....	60
Tabell 5.5: Trailing av resultatregnskapet 2024.....	64
Tabell 5.6: Yaras fullstendige nettoresultat i perioden 2019-2024T.....	66
Tabell 5.7: Fordeling av Yaras fullstendige nettoresultat i perioden 2019-2024T.....	68
Tabell 5.8: Yaras unormale driftsresultat i perioden 2019-2024T.....	69
Tabell 5.9: Yaras unormale finansresultat i perioden 2019-2024T.....	70
Tabell 5.10: Yaras skattekostnad i perioden 2019-2Q2024.....	70
Tabell 5.11: Yaras skattesatser i perioden 2019-2Q2024.....	71
Tabell 5.12: Yaras fordeling av skattekostnaden i perioden 2019-2024T.....	71
Tabell 5.13: Yaras omgrupperte resultatregnskap i perioden 2019-2024T.....	72
Tabell 5.14: Yaras omgrupperte balanse i perioden 2019-2024T.....	74
Tabell 5.15: Yaras omgrupperte totalbalanse i perioden 2019-2024T.....	74
Tabell 5.16: Yaras sysselsatte kapital i perioden 2019-2024T.....	75
Tabell 5.17: Yaras netto finansielle gjeld i perioden 2019-2024T.....	75
Tabell 5.18: Yaras netto driftskapital i perioden 2019-2024T.....	76
Tabell 5.19: Yaras omgrupperte kontantstrøm i perioden 2019-2024T.....	76
Tabell 6.1: Rating basert på forholdstall (Knivsflå, 2024e).....	87
Tabell 6.2: Yaras syntetiske rating i perioden 2019-2024T.....	87
Tabell 6.3: Bransjens syntetiske rating i perioden 2019-2024T.....	87
Tabell 7.1: Regresjon - Betaverdi.....	90
Tabell 7.2: Statsobligasjonsrenter.....	92
Tabell 7.3: Markedsverdi gjeld.....	93
Tabell 7.4: Cost of debt.....	94
Tabell 7.5: Årlig egenkapitalavkastningskrav og EK-beta.....	95

---

Tabell 7.6: Markedsverdi EK .....	95
Tabell 7.7: Endelige estimater .....	96
Tabell 8.1: Strategisk eierfordel i analyseperioden 2019-2024T .....	97
Tabell 8.2: Egenkapitalrentabilitet i analyseperioden 2019-2024T .....	99
Tabell 8.3: Bransjefordel drift i analyseperioden 2019-2024T .....	101
Tabell 8.4: Ressursfordel drift i analyseperioden 2019-2024T .....	101
Tabell 8.5: Gearingfordel i analyseperioden 2019-2024T .....	102
Tabell 8.6: Driftsfordel i analyseperioden 2019-2024T .....	102
Tabell 9.1: OLS funksjoner .....	105
Tabell 9.2: Prognostiserte resultatposter .....	105
Tabell 9.3: Rimelighetsvurdering OLS .....	106
Tabell 9.4: Fremtidsregnskap .....	108
Tabell 9.5: Bruttofortjeneste.....	109
Tabell 9.6: EBIT-margin .....	109
Tabell 9.7: Prognostisert EK .....	110
Tabell 9.8: Analyse av EK-rentabilitet.....	110
Tabell 10.1: Diskonteringsperiode .....	111
Tabell 10.2: DCF .....	112
Tabell 10.3: DCF, EV to Equity .....	112
Tabell 10.4: DCF multipler .....	113
Tabell 10.5: Forholdstall DCF.....	113
Tabell 11.1: APV-beregninger .....	115
Tabell 11.2: APV-verdsettelse .....	116
Tabell 11.3: Multiplikatorer .....	116
Tabell 11.4: Estimer i bransjen.....	117
Tabell 11.5: Oppsummering.....	118
Tabell 11.6: Vektet kursmål .....	118
Tabell 12.1: DCF - sensitivitet .....	119
Tabell 12.2: APV - sensitivitet.....	120
Tabell 12.3: Statistikk.....	120
Tabell 12.4: Statistikk & Scenarioer .....	121
Tabell 13.1: Handelsstrategi.....	123