

Magnus Telebond
Ole-Petter Sjøvold

Verdivurdering av Norway Royal Salmon ASA

Semesteroppgave i finansiell styring V2019
(AF3015)

Semesteroppgave i Økonomi og administrasjon

Veileder: Mike Denis Becker

April 2019

Magnus Telebond
Ole-Petter Sjøvold

Verdivurdering av Norway Royal Salmon ASA

Semesteroppgave i finansiell styring V2019
(AF3015)

Semesteroppgave i Økonomi og administrasjon
Veileder: Mike Denis Becker
April 2019

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet
Fakultet for økonomi
NTNU Handelshøyskolen

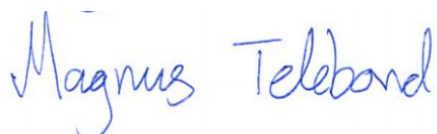
Forord

Denne semesteroppgaven ble utarbeidet i forbindelse med avslutningen av vår bachelorgrad i økonomi og administrasjon ved NTNU Handelshøyskolen våren 2019.

Oppgaveprosessen har gitt økt erfaring og forståelse rundt finans- og økonomifaget i praksis og har fått synliggjort viktigheten av å ha en god forståelse innen de ulike temaene disse fagfeltene representerer. Skrivningen har vært interessant og utfordrende, men takket være kompetansen vi har bygget opp gjennom de ulike kursene ved NTNU Handelshøyskolen sitter vi igjen med et resultat vi er svært godt fornøyde med og som vi håper du som leser finner nyttig og interessant.

Vi vil også takke veilederen vår Denis Becker for hjelp i form av innspill og råd som har vært til inspirasjon og hjelp for ferdigstillingen av oppgaven.

Trondheim, april 2019



Magnus Telebond



Ole-Petter Sjøvold

Sammendrag

Denne semesteroppgaven inngår som et emne på 7,5 studiepoeng i vårt siste semester som bachelorstudenter ved NTNU Handelshøyskolen i Trondheim. Valget om å gjennomføre en verdivurdering kommer som et resultat av vår faglige spesialisering innen finansiell styring.

I denne semesteroppgaven skal vi blant annet gjennomføre en verdivurdering av det norske oppdrettsselskapet Norway Royal Salmon ASA. Verdivurderingen vil gjøres ved hjelp av en fundamental verdsettelsesmodell basert på totalkapitalen, samt verdsettelse ved multipler. Formålet med selve oppgaven er å finne ut hva en aksje i selskapet er verdsatt til per 31.12.2018, noe som også reflekterer problemstillingen i oppgaven. Til å finne nødvendig informasjon om selskapet vil vi kun benytte oss av offentlig tilgjengelige kilder.

Vi har valgt å dele inn rapporten i fire deler. I den første delen skal vi ta for oss Norway Royal Salmon (NRS) som selskap, oppdrettsbransjen i Norge og valg av metode. Deretter gjennomfører vi en strategisk analyse der vi søker å avdekke selskapets styrker og svakheter, i tillegg til potensielle trusler og muligheter i selskapets omgivelser. For å finne de eksterne forholdene (trusler og muligheter) benytter vi oss av de velkjente analyseverktøyene PESTEL og Porters fem konkurransekrefter. De interne forholdene (styrker og svakheter) vil på sin side bli analysert ved hjelp av en VRIO-analyse. Noen av de sentrale forholdene vi ser på i den strategiske analysen knytter seg opp mot politiske tildelingsrunder av konsesjoner, handelshindringer mot store markeder og juridiske forhold knyttet opp mot fiskeoppdrett.

I neste del gjennomføres en regnskapsanalyse der vi tar en nærmere kikk på selskapets regnskapstall. Vi gjennomfører en analyse knyttet opp mot selskapets lønnsomhet, finansiering, soliditet og likviditet for å se om NRS driver god økonomistyring.

Den siste delen består av en fundamental verdsettelse ved hjelp av en modell basert på totalkapitalen. I vår verdivurdering kommer vi frem til at selskapet per 31.12.2018 har en egenkapital på 8 964 MNOK, noe som tilsvarer en aksjeverdi på 205,73 kr. I skrivende stund (2. april 2019) opplever vi samtidig en virkelig aksjeverdi på 202,60 kr, noe som gir en oppside på 1,55%.

Abstract

This article was written as a semester thesis in our last year at Trondheim Business School. The reason behind picking appraisal as the theme of this thesis, comes as a result of our specialization in finance.

In this thesis we are, among other things, going to do a valuation of the Norwegian publicly listed company called Norway Royal Salmon ASA (NRS). The fundamental valuation will take base in the company's free cash flow. In addition, we are going to compare our fundamental valuation to the results we find by using the price/earnings- and price/book-method. The purpose of this article itself is to find the value of a share in the company at the end of 2018.

We have decided to write the thesis in different parts. In part 1 we are looking at Norway Royal Salmon ASA (NRS) as a company as well as the aquaculture activities in Norway. In part 2 we will follow up with a strategically analysis of the company. Here we want to take a closer look at the strengths and weaknesses of the company, in addition to its threats and opportunities in the market. To expose the external conditions, we're going to use the well-known analysis tools known as PESTEL and Porters five forces, as well as the tool known as VRIO to discover internal conditions. Among the most significant findings we can mention trade barriers, legal conditions as well as the license-system in Norway.

In part 3 we want to implement a financial statement analysis by looking at the company's profitability, financing, solidity and liquidity. We do this to get an idea about the financial management of the company.

Close to the end we will do a valuation of NRS based on the company's free cashflows. We conclude by pricing its stock at 205,73 NOK at the end of 2018, as well as having a total equity value of 8 964 TNOK. As of today (2. April), the share is traded at the value of 202,60 NOK per share.

Innholdsfortegnelse

Forord.....	1
Sammendrag.....	2
Abstract	3
1. Innledning.....	6
2. Om selskapet og bransjen	8
2.1 Presentasjon av selskapet	8
2.2 Historie.....	8
2.3 Utvikling.....	10
2.4 Utvikling i bransjen	13
2.5 Lakseprisen	16
3. Metode	20
3.1 Analyse av problemstillingen.....	20
3.1.1 Er problemstillingen klar eller uklar?	20
3.1.2 Er problemstillingen forklarende (kausal) eller beskrivende (deskriptiv)?.....	21
3.1.3 Ønsker vi å generalisere eller ikke?	21
3.2 Valg av undersøkelsesdesign	21
3.2.1 Intensive design	22
3.2.2 Ekstensive opplegg.....	22
3.2.3 Kausalitet.....	22
3.3 Innsamling av data	23
3.4 Valg av metode.....	23
3.5 Kildekritikk.....	24
4. Strategisk analyse	25
4.1 PESTEL – Makroøkonomisk analyse.....	26
4.1.1 Politiske forhold	27
4.1.2 Økonomiske forhold	29
4.1.3 Sosiokulturelle forhold	31
4.1.4 Teknologiske forhold	31
4.1.5 Miljømessige forhold	32
4.1.6 Juridiske forhold.....	33
4.2 Porters fem konkurransekrefter – Mikroøkonomisk analyse.....	34
4.2.1 Potensielle inntrengere	35
4.2.2 Trussel fra substitutter	36
4.2.3 Kundenes forhandlings situasjon	38
4.2.4 Leverandørens forhandlings situasjon	38
4.2.5 Rivalisering blant eksisterende aktører i bransjen	40
4.3 VRIO – Intern analyse.....	41
4.3.1 Geografisk beliggenhet	42
4.3.2 Integrasjon av verdikjeden	42
4.3.3 Selskapsstruktur	43
4.3.4 Innovasjonsevne	43
4.4 Oppsummering av analysene – SWOT.....	44

5. Regnskapsanalyse	46
5.1 Lønnsomhet	46
5.1.1 Egenkapitalrentabilitet	46
5.1.2 Totalkapitalrentabilitet	47
5.1.3 Driftsmargin	48
5.2 Finansiering.....	49
5.2.1 Finansieringsgrad 1	49
5.3 Soliditet	50
5.3.1 Egenkapitalandel	50
5.3.2 Gjeldsgrad	51
5.3.3 Rentedeckningsgrad	52
5.4 Likviditet	53
5.4.1 Likviditetsgrad 1	53
5.4.2 Likviditetsgrad 2	54
6.1 Verdsettelse med DCF	55
6.1.1 Avkastningskrav	56
6.1.2 Aksjebeta og CAPM	56
6.1.3 WACC.....	58
6.1.4 Verdsettelse ved bruk av totalkapitalmodellen	59
6.1.6 Verdsettelse av Norway Royal Salmon ASA.....	65
6.1.7 Sensitivitetsanalyse	66
6.2 Verdsettelse med multipler.....	68
6.2.1 Price/Earnings (P/E)	68
6.2.2 Price/Book (P/B).....	69
6.2.3 Verdsettelse ved multiplikatorer	69
7. Oppgavekritikk.....	70
8. Konklusjon	71
Figuroversikt	72
Kilder.....	75
<i>Faglitteratur.....</i>	<i>75</i>
<i>Offentlige kilder</i>	<i>75</i>
Vedlegg	80

1. Innledning

I forbindelse med vårt siste og avsluttende semester på bachelor-nivå ved NTNU Handelshøyskolen i Trondheim skal vi gjennom denne semesteroppgaven foreta en verddivurdering av oppdrettsselskapet Norway Royal Salmon ASA.

Årsaken til vårt valg om å foreta en verdsettelsesoppgave kommer i stor grad som et resultat av vår spesialisering innen finansiell styring. På bakgrunn av vårt retningsvalg ble det derfor et naturlig valg å skrive en slik type oppgave. Motivasjonen bak valget om å gjøre en verddivurdering skyldes at oppgavetyper gir oss en unik mulighet til å øke vår bedriftsforståelse. I tillegg får vi muligheten til å benytte oss av flere elementer som vi har lært gjennom bachelorstudiet som blant annet finans, samfunnsøkonomi, regnskap, økonomistyring og strategi.

Når det gjelder valg av selskap var det enkelte retningslinjer vi ønsket å følge. Selskapet skulle være børsnotert, selskapet skulle ha tilgjengelig regnskapsinformasjon fra senest 2013, selskapet skulle ikke være innen forsikrings- eller banknæringen, og selskapet skulle være innen en næring vi ønsket å lære mer om.

Med utgangspunkt i disse retningslinjene ble vi raskt enige om å velge et selskap innen oppdrett. Hovedårsaken til dette skyldes at nettopp oppdrettsnæringen er en av de viktigste markedene knyttet til norsk eksport, i tillegg til at næringen har vært gjennom en formidabel vekst over de siste ti-årene. Til tross for dette oppstår det stadige nye utfordringer for oppdrettsselskapene knyttet opp mot innovasjon av utstyr og anlegg for å sikre en bærekraftig utvikling.

Til slutt falt valget om selskap på Norway Royal Salmon ASA (NRS). Årsaken til dette valget skyldes blant annet at selskapet har sitt hovedkontor i Trondheim, noe som gir oss som bor i Trondheimsregionen en tilknytning til selskapet fremfor andre oppdrettsselskaper. Videre har selskapets markedsverdi hatt en formidabel utvikling over de siste årene. Dette, kombinert med selskapets strategi om å være Norges mest lønnsomme lakselaksap, skapte interesse for å velge nettopp NRS.

For å gjøre det enklere for oss selv velger vi å gjøre en verdsettelse av selskapet som helhet. Det innebærer at vi ikke kommer til å foreta noen egne vurderinger av de ulike enhetene til

NRS, men at vi heller vil se på konsernet som helhet. Dataene vi benytter oss av vil i stor grad være hentet fra offentlig tilgjengelige kilder og vi vil benytte oss av konsernets regnskapsdata for å besvare vår problemstilling. Vi har ikke vært i kontakt med selskapet for å få tilleggsinformasjon.

I vår oppgave ønsker vi å finne ut hva Norway Royal Salmon er verdsatt til per 31.12.2018. Dette legger også grunnlaget for vår problemstilling som er:

Hva er en aksje i Norway Royal Salmon verdsatt til per 31.12.2018?

2. Om selskapet og bransjen

2.1 Presentasjon av selskapet

Norway Royal Salmon ASA (NRS) er et sjømatsselskap som ble grunnlagt i 1992 av totalt 34 lakseoppdrettere med den hensikt i å drive markedsføring og salg av oppdrettslaks. Selskapet har siden den tid utviklet seg til å bli et totalintegreert sjømatsselskap. I dag har selskapet virksomhet innen lakseoppdrett, slakteri, settefisk, markedsføring og slag. Totalt har konsernet 42,68 konsesjoner for matfisk produksjon.

Selskapet har sitt eget salgsapparat som selger ca. 70 000 tonn laks hvert år noe som tilsvarer omtrent en million laksemåltider hver eneste dag. Deres hovedprodukt er laks som selges ferskt og frossen til i overkant av 50 forskjellige land. Av selskapets solgte volum er omlag 85% eksportert.

NRS har som strategi å bli Norges mest lønnsomme lakseselskap gjennom å utvikle seg fra å være et mellomstort til å bli et stort oppdrettsselskap (NRS, 2017).

2.2 Historie

Fiskeoppdrett har lange tradisjoner og i enkelte deler av verden strekker oppdrettsnæringen seg hele 4-5 tusen år tilbake i tid. Dette gjelder imidlertid ikke i Norge der de første klekkeriene ble etablert på 1850-tallet med formål om å øke bestandene til de sentrale ferskvannsfiskeriene. Gjennombruddet for oppdrett av atlantisk laks i Norge skjedde på 1970-tallet. Siden den tid har Norge utviklet seg til å bli verdens største produsent og eksportør av oppdrettslaks. Helt siden 1973 har oppdrettsnæringen i Norge vært konsesjonsbelagt av loven som innebærer at man er avhengig av tillatelse for å kunne drive fiskeoppdrett.

Oppdrettsnæringen opplevde en stor krise i begynnelsen av 1990-årene. Årsaken til krisen var i hovedsak overproduksjon ut ifra hvor mye markedet greide å ta imot. Dette resulterte i store omskiftninger med konkurser og strukturelle endringer. Som en konsekvens av krisen ble det gjort endringer i oppdrettsloven som gjorde det mulig å ha flere enn en konsesjon per eier. Lovendringen førte på sin side til at bransjen fikk endret bedriftsstruktur fra å være mange enkeltforetak til at flere slo seg sammen og organiserte seg som aksjeselskap (SNL, 2015).

Som et resultat av endringene i bransjen bestemte 34 lakseoppdrettere i 1992 seg for å grunnlegge Norway Royal Salmon ASA for å kunne drive markedsføring og salg av oppdrettslaks. Siden den tid har selskapet utviklet seg til et totalintegriert oppdrettsselskap, noe som innebærer at konsernet er involvert i de fleste delene av verdikjeden. Her er det snakk om alt fra produksjon av smolt til salgs- og markedsbearbeiding.



Figur 2.1: Verdikjeden for lakseoppdrett (NRS årsrapport 2017)

I perioden mellom 1996 og 2004 kjøpte selskapet opp eierandeler i ulike havbruksselskaper. Den mest vesentlige hendelsen i denne perioden var da NRS gikk inn på eiersiden av Reinhardsen Seafood AS med en eierandel på 90,1% i 1996. Det gjorde at selskapet endret navn til NRS Sales AS. På samme tidspunkt etablerte de Salmon Invest AS som ble et investerings-selskap. I de påfølgende årene fortsatte NRS å gjøre oppkjøp av blant annet Hardanger fiskeforedling AS, Måsøval Fishfarm AS og Hellesund fiskeoppdrett AS.

I 2006 gjennomførte NRS sin første emisjon på 50 MNOK ved hjelp av Pareto Private Equity AS. Historien gjentok seg i 2008 da samme selskap bidro til en ny emisjon på 100 MNOK. To år senere omdannes selskapet fra å være et AS til å bli et ASA og selskapet bytter følgelig navn til Norway Royal Salmon ASA. Den 29. mars 2011 ble Norway Royal Salmon ASA børsnotert på Oslo Børs under tickerkodens NRS.

2.3 Utvikling

NRS har regnskapsmessig hatt en fin utvikling siden selskapets oppstart. Fjerde kvartal i 2018 ble et svært godt kvartal for selskapet som oppnådde både høyest slaktet og solgt volum, samt det høyeste operasjonelle EBIT i sin historie.

Også omsetningen for 2018 som helhet viser rekordhøye verdier. Driftsinntektene for 2018 viser en verdi i underkant av 5,1 milliarder kroner, en økning på 143 millioner fra 2017. Resultatet i 2018 ble på 709 millioner kroner. Driftsinntektene påvirkes av to forhold: lakseprisen og solgt kvantum. Hovedårsaken til økningen i omsetningen fra 2017 til 2018 skyldes høye laksepriser og en økning på omlag 6% i solgt volum.



Figur 2.2: Omsatt volum i salgsvirksomhet

Dersom vi ser på kursutviklingen til NRS over en lengre perioden ser vi at aksjekursen har steget nokså jevnt frem til begynnelsen av 2016. Etter det har kursen fortsatt steget, men har i tillegg vært mye mer ustabil sammenlignet med tidligere år. Høyeste notering kom i slutten av oktober 2018 da kursen var på 245,5 kroner per aksje. Til tross for en nokså ustabil kursutvikling har aksjekursen per 31. desember 2018 steget med 35,6 % fra begynnelsen av

året. Per 31. desember 2018 har selskapet en markedsverdi på 7,8 milliarder kroner, en økning på i underkant av 2 milliarder kroner fra samme tidspunkt et år tidligere.



Figur 2.3: Kursutvikling

Helt siden NRS ble grunnlagt i 1992 har de vært gjennom flere endringer og har i dag hovedsakelig fokus på to segmenter: lakseoppdrett og salg. Oppdrettsvirksomheten slaktet i 2018 hele 35 970 tonn, mens salgsvirksomheten solgte totalt 82 420 tonn laks. Dette er henholdsvis rekordhøye verdier for selskapet.

I tillegg til salgsvirksomheten har konsernet 5 datterselskaper med tilsammen 42,68 konsesjoner for matfiskproduksjon. Av disse konsesjonene er 10 av dem såkalte grønne konsesjoner som ble tildelt i 2014. Det stilles strenge krav i forbindelse med tildelingen av grønne konsesjoner som innebærer redusert omfang av lakselus og rømming. I 2018 fikk NRS tildelt 7,68 utviklingstillatelser i forbindelse med sitt nye prosjekt: Artic Offshore Farming. Dette prosjektet blir av NRS omtalt som fremtidens oppdrettsanlegg (NRS, 2017). Som et resultat av de nylige tildelingene er estimert kapasitet for konsernet på mellom 55 000 og 60 000 tonn.

REGION NORD – TROMS

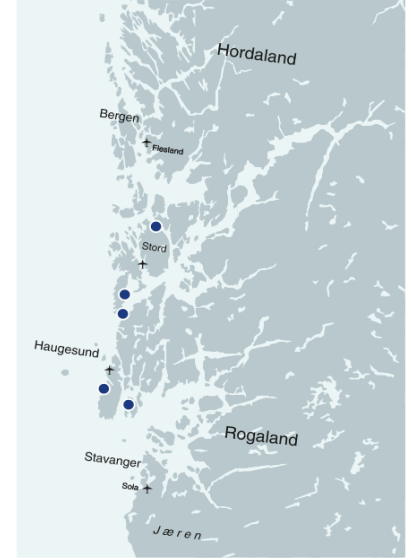


Figur 2.5: Region Nord (NRS årsrapport 2017)

REGION NORD – NRS FINNMARK



REGION SØR

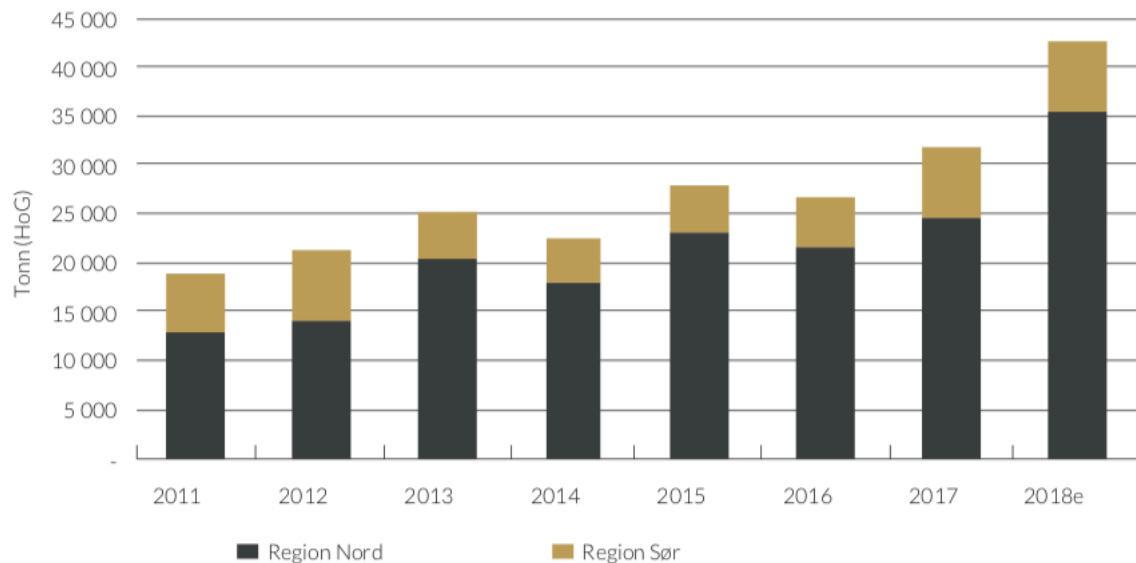


Figur 2.4: Region Sør (NRS årsrapport 2017)

Når det gjelder fordelingen av konsesjoner har NRS gjort dette ved å dele inn oppdrettsvirksomheten i to regioner: Region Nord og Region Sør. Region Nord driver sin virksomhet i Troms og Vest-Finnmark og har 36,68 konsesjoner. Årsaken til at de fleste tillatelsene tillegges Region Nord skyldes at myndighetene har valgt å prioritere denne regionen. I tillegg har denne regionen de beste betingelsene for å drive oppdrettsvirksomhet med tanke på fremtidig vekst og lønnsomhet. Omlag 85-90 % av produksjonskapasiteten er blitt lagt til Region Nord.

Region Sør ligger på sin side mellom Rogaland og Hordaland der det er datterselskapet NRS Feøy AS som driver sin virksomhet. I tillegg har NRS eierandeler i Hellesund Fiskeoppdrett AS som driver oppdrettsaktivitet i regionen. For Region Sør ble det i 2017 slaktet 7 221 tonn opp mot region Nord's 24 697 tonn. Dette er en nokså stor økning sammenlignet med slaktet volum i 2016. Utviklingen av hvordan konsernet har utnyttet sine konsesjoner er vist i figuren nedenfor. Tall fra 2017 viser at 41 % av omsetningen til konsernet kommer fra egen oppdrettsvirksomhet.

Avslutningsvis kan vi nevne at NRS har sitt hovedkontor i Trondheim.



Figur 2.6: Utnyttelse av eksisterende konsesjoner (NRS årsrapport 2017)

2.4 Utvikling i bransjen

Norway Royal Salmon ASA kan sies å bedrive det som kalles for akvakultur. Med akvakultur forstår vi *virksomhet som på en eller annen måte påvirker organismer i ferskvann eller sjø, før de endelig blir høstet eller fanget* (SNL, 2017). Begrepet akvakultur innebærer blant annet fiskeoppdrett som *omfatter kunstig befruktning, klekking, yngelpleie og oppføring av fisk i fangenskap* (SNL, 2015). I Norge er fiskeoppdrett en viktig næring som i stor grad omfatter oppdrett av laks, regnbueørret og ørret.

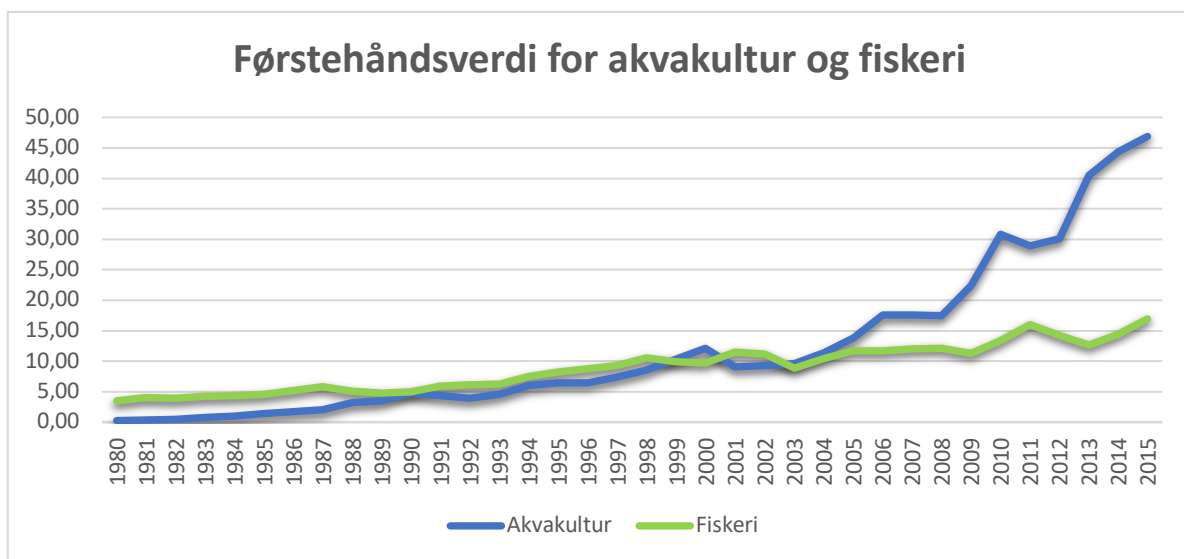
Oppdrettsnæringen er det man kaller for en tillatelsesbasert næring. Om man ønsker å drive fiskeoppdrett er man med andre ord nødt til å bli tildelt en tillatelse for å kunne drive eksklusiv drift på allmenhetens areal (Fiskeridirektoratet, 2017). Denne tillatelsen kaller man for konsesjoner og man må på forhånd søke om denne tillatelsen. Det forutsettes imidlertid at de som blir tildelt konsesjoner følger lovene fastsatt i akvakulturloven og at de bidrar til verdiskapning på både lokalt og nasjonalt nivå.

Siden oppdrettsnæringens oppstart tidlig på 1970-tallet har næringen utviklet seg til å bli en av landets viktigste eksportnæringer. Tall fra SSB viser at total verdi for eksport av fisk i 2018 var på 96,2 milliarder kroner (SSB 1). Dermed er eksport av fisk nummer 3 på listen over norske eksportvarer, kun forbigått av olje og gass.

Ser vi nærmere på eksportverdien av norsk lakseoppdrett viser tall fra 2018 rekordhøye verdier. Det ble totalt eksportert 1,1 million tonn laks for 67,8 milliarder kroner (Norges Sjømatråd,

2019). Dette er en økning på 5% fra 2017 da eksportverdien var på 64,5 milliarder. Av solgt mengde slaktet fisk fra oppdrettsnæringen i 2017 var hele 94,9 % laks. Tilsvarende andel for oppdrettslaks de siste 10 årene har vært over 90 % av total solgt mengde. Dette indikerer at oppdrettslaks er vesentlig mer populær enn regnbueørret for oppdrettsselskapene.

Når det er sagt så skulle det gå nokså mange år før oppdrettsnæringen virkelig skulle bli lønnsom. Det var nemlig først i 1999 at førstehåndsverdien fra oppdrettsnæringen oversteget verdien av tradisjonell fiske. Siden den tid har verdiforskjellen økt mye til fordel for oppdrettsnæringen.



Figur 2.7: Førstehåndsverdi for akvakultur og fiskeri

Som et resultat av vekst i oppdrettsnæringen har vi vært vitne til en formidabel utvikling i solgt mengde av slaktet fisk. Figuren nedenfor inneholder totale verdier for både laks og ørret. I løpet av de siste 10 årene har solgt mengde matfisk økt med omtrent 500 000 tonn dersom vi sammenligner verdier fra 2008 med 2015. I løpet av de siste tre årene har imidlertid matfiskproduksjonen blitt noe redusert.



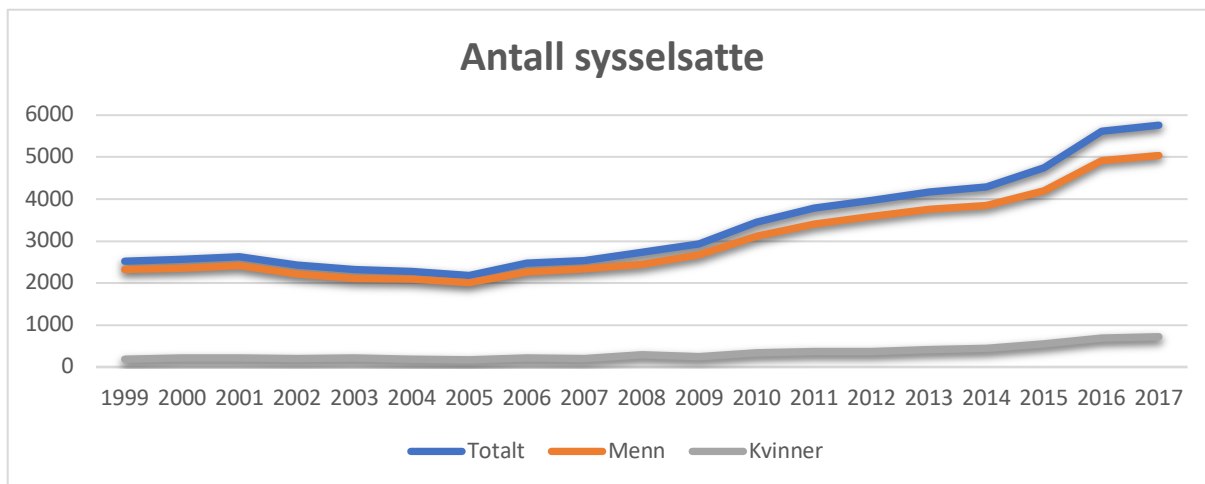
Figur 2.8: Solgt mengde av slaktet fisk

Til tross for gjennomgående økt produksjon av slaktet fisk har antall oppdrettsselskaper i drift i Norge blitt redusert betraktelig siden 1999. På dette tidspunktet var hele 467 selskaper i drift, mens det i 2017 var redusert til 175 selskaper. Den største nedgangen i antall selskaper var på sin side fra 1999 til 2000.



Figur 2.9: Antall oppdrettsselskaper

Til tross for at antall selskaper i drift har blitt redusert gjennom de siste par ti-årene har dette ikke påvirket sysselsettingen i oppdrettsnæringen. Av figuren nedenfor ser vi at det har vært en gjennomgående økning av antall sysselsatte i næringen, både når det gjelder antall menn og kvinner.



Figur 2.10: Antall sysselsatte

En av årsakene til at slaktet volum ikke har blitt redusert som følge av langt færre selskaper i drift kan skyldes utviklingen av antall konsesjoner som er blitt tildelt selskapene. Som vi ser har antall tillatelser til drift økt nokså mye fra 1999 til 2017. I 2017 var antall konsesjoner for matfiskprodusenter på 1 015 konsesjoner, hele 172 tillatelser mer sammenlignet med 1999. Vi ser samtidig at utviklingen har gått i bolker. Fra 2003 til 2004 økte antall konsesjoner nokså mye. Det samme gjelder mellom 2008 og 2009. Siden den tid har antall konsesjoner for matfiskproduksjon vært nokså stabil og passerte for første gang over tusen konsesjoner i 2017.



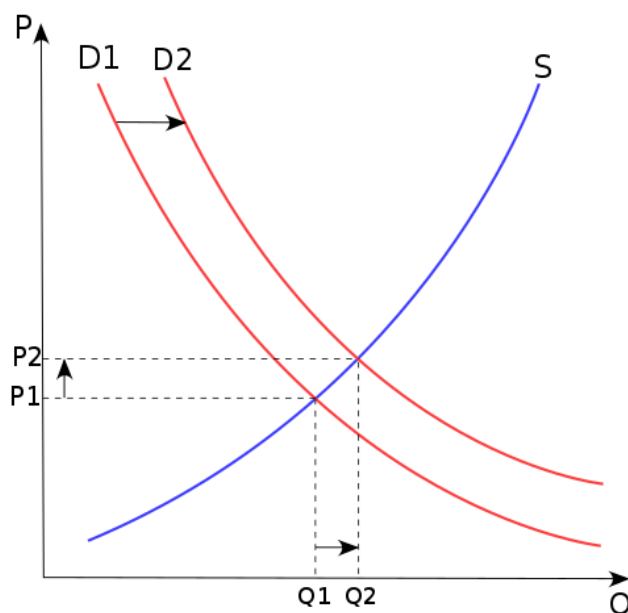
Figur 2.11: Antall konsesjoner

2.5 Lakseprisen

Avslutningsvis i kapittel 2 om selskapet og bransjen ønsker vi å se litt nærmere på lakseprisen. Årsaken til det er at lakseprisen er av stor betydning for oppdrettsselskapenes omsetning og resultater. Med det som grunnlag ønsker vi å se litt nærmere på hva det er som påvirker nettopp lakseprisen.

I utgangspunktet bestemmes lakseprisen av tilbud og etterspørsel i markedet. Tilbudet vil i denne sammenheng være lakseproduksjonen til de ulike selskapene. Etterspørselen vil på sin side representere hvor mye laks markedet ønsker å kjøpe til de ulike prisene. Prisen bestemmes følgelig av markedskrysset, altså der tilbudt kvantum er lik etterspørselen.

Markedskrysset vil imidlertid kunne endre seg over tid som et resultat av skift i tilbudet eller etterspørselen. Dette kan for eksempel skje gjennom en etterspørsels- eller produktivitetsvekst.



Figur 2.12: Tilbuds- og etterspørselskurven (Wikipedia)

Forhold som kan føre til etterspørselsvekst kan for eksempel være inntektsvekst, nye preferanser blant konsumentene eller endring i priser på substitutter for laks. I en situasjon der etterspørselsvekst forekommer vil vi ende opp med et positivt skift i etterspørselskurven som resulterer i både økt pris og solgt kvantum. Hvor stor prisendringen blir, vil naturligvis variere. Isolert sett vil også en lavere laksepris i seg selv føre til økt etterspørsel.

Også forhold på produsentenes side vil i stor grad kunne føre til endringer i prisen ved at man får et skift i tilbudskurven. Forhold som knyttes til produktivitetsvekst kan være reduserte kostnader for innsatsfaktorer eller økt produksjon gjennom bedre anlegg som fører til mindre sykdommer. De nevnte hendelsene vil kunne redusere prisen, men til gjengjeld øke tilbudt kvantum (Handelshøyskolen ved UMB).

Generelt vil altså lakseprisen bestemmes av forhold som også vil påvirke vanlige råvarer. I tillegg til det som er nevnt ovenfor vil klimatiske forhold, mengde laks, sesongvariasjoner, valutakurser, bruk av forwardkontrakter, kvalitet og differensiering av produktet, m.m. kunne påvirke prisen (Handelshøyskolen ved UMB). På grunn av at det tar flere år før laksen er klar til å selges vil tilbudet av laks være lite elastisk. Det innebærer at en prisendring i liten grad vil påvirke tilbudet.

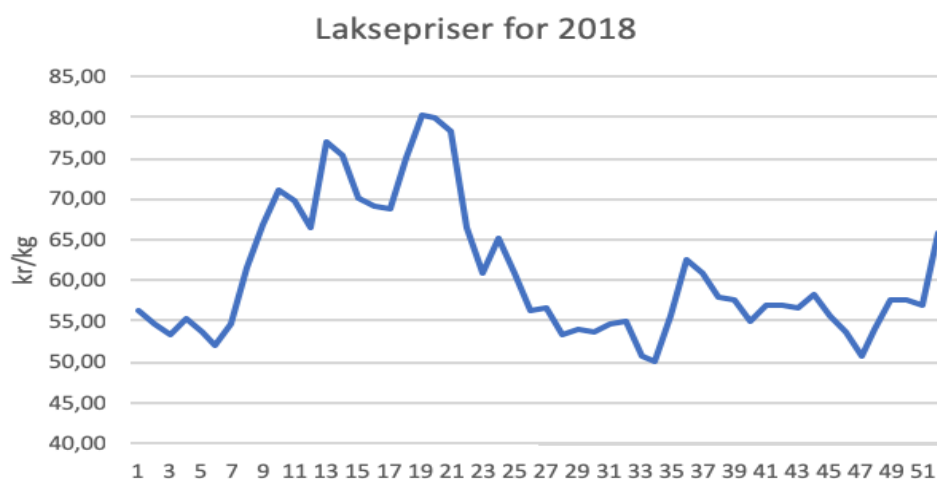
Når det gjelder prisen (spot prisen) på laks kan den finnes ved hjelp av Fish Pool Indeks (FPI). Fish Pool har utviklet denne indeksen med formål om å gi en nøytral og åpen refleksjon av

markedsprisen. I tillegg benyttes spot prisen som referansepris til å finne ut hva forventet forward pris vil være, noe som er aktuelt i forbindelse med forward kontrakter. Dette kommer vi tilbake til senere.

Indeksen er sammensatt av følgende tre elementer (Fish Pool, 2019):

- Nasdaq Salmon Index; Exporter's selling price
- Fish Pool European Buyers Index; Large purchasers purchase price
- Statistisk Sentralbyrås forbrukerstatistikk (SSB): Statistikk over norsk eksport

FPI vektet imidlertid de ulike indekselementene med forskjellig grad. Det er lagt klart mest vekt på Nasdaqs lakseindeks som vektet med hele 85%. De to resterende elementene er dermed vektet med 15 % til sammen. Videre kan man nevne at prisene tar utgangspunkt i gjennomsnittlig kilopris for fersk laks, sløyet med hodet på (head on gutted) i vektclasser mellom 3-6 kg. Disse vektclassene benyttes da de i stor grad korrelerer (Fish Pool. 2019).

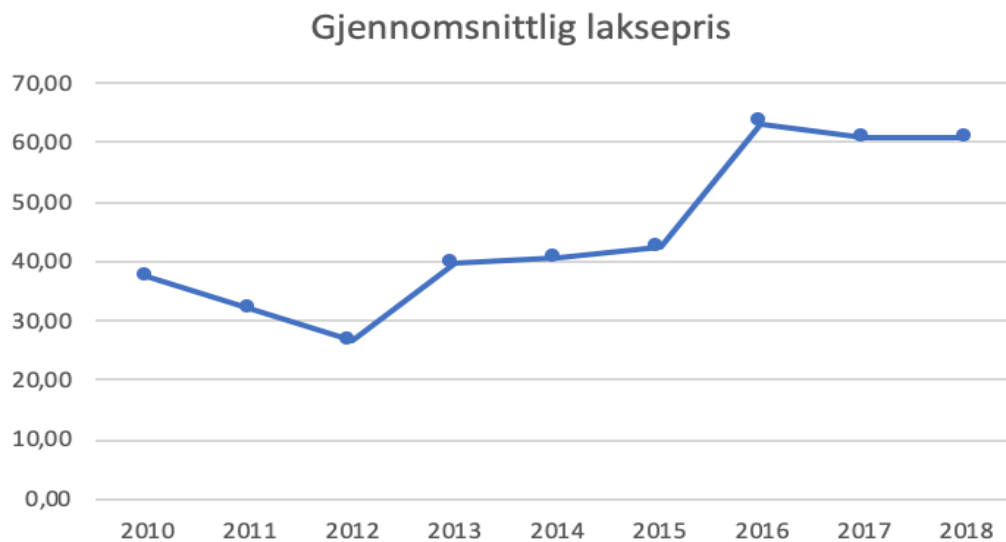


Figur 2.13: Laksepriser for 2018

Til å runde av kan vi kommentere fjorårets laksepris og si noe om årets gjennomsnittspris sammenlignet med tidligere år. Av figuren ovenfor ser vi at lakseprisen for 2018 var svært variabel, både fra uke til uke og i variasjon gjennom året. Dette gjelder generelt for lakseprisen de siste årene. Prisene steg nokså jevnt frem til midten av mai før de deretter falt omlag 20 kr pr. kg på noen uker. Fra juli og ut året var prisen relativt stabil mellom 50-60 kr pr. kg med noen unntak.

For 2018 nådde vi en pristopp i uke 19 på 80,22 kr pr. kg, mens laveste notering var i uke 34. Da var prisen 49,97 kr pr. kg. Dette er en differanse på 30,25 kr pr. kg som er en av de største

differansene av lakseprisen i løpet av et år. Differansen i lakseprisen var imidlertid høyere i 2017, da differansen var på hele 35,52 kr pr. kg. Hovedårsaken til store variasjoner i 2017 skyldes at volumveksten økte fra både Norge og Chile (NRS, 2017).



Figur 2.14: Gjennomsnittlig laksepris 2010-2018

Gjennomsnittlig spotpris (FPI) for 2018 ble på NOK 60,71 pr. kg. Dette er tilnærmet det samme som for 2017, men en nedgang på omtrent 4% fra 2016. Av figuren ser vi at de 3 siste årene har bydd på vesentlig høyere gjennomsnittspriser sammenlignet med tidligere år.

3. Metode

Metode er en spesiell måte å stille spørsmål og samle inn informasjon på. Det stilles følgelig krav til hvordan man samler inn empiri. Hensikten med forskning er å frambringe gyldig og troverdig kunnskap om virkeligheten. Metoden er et viktig verktøy for å få til dette på en god og etterprøvbar måte. I praksis vil metode derfor *innebære en konsentrasjon om hvordan vi kan samle inn empiri om virkeligheten på en så god måte som overhodet mulig* (Jacobsen, D. 2015. s. 16).

Det første vi må ta hensyn til i utarbeidelsen av en undersøkelse er selve problemstillingen. Ved å utarbeide en god problemstilling vil man kunne avgrense seg til hva det er man ønsker å se på, eller sagt på en annen måte: vi bestemmer oss for hva vi ikke ønsker å se på. Videre stilles det tre konkrete krav som en problemstilling bør tilfredsstille før man går i gang med selve undersøkelsen:

1. Den skal være spennende
2. Den skal være enkel
3. Den skal være fruktbar

For på best mulig måte å velge design og metode er det imidlertid viktig å analysere selve problemstillingen.

3.1 Analyse av problemstillingen

Det å utvikle en problemstilling kan være en langvarig prosess der man må klargjøre følgende elementer: kontekst, enheter, verdier og variabler. Til tross for at de nevnte elementene er sentrale elementer hos enhver problemstilling, vil problemstillingene kunne fremstå som svært ulike. Det å gjennomføre en analyse av problemstillingen vil være sentralt fordi det er nettopp problemstillingen som legger grunnlaget for valg av undersøkelsesdesign og hva slags metode som benyttes for å samle inn empiri. Vi skal i korte trekk presentere elementer som er sentrale i en analyse av problemstillingen.

3.1.1 Er problemstillingen klar eller uklar?

Oftest iverksetter vi undersøkelser om fenomener vi har liten kjennskap til på forhånd. Dette gjør det vanskelig å finne en konkret problemstilling slik at problemstillingen i større grad bærer

preg av et åpent spørsmål. Som et resultat av uklare variabler og verdier vil man se seg nødt til å ta i bruk eksplorerende undersøkelser. Hensikten er dermed å få en klarere forståelse av hva fenomenet egentlig består av.

I andre sammenhenger vil problemstillingen være klar da vi kjenner til variablene og deres verdier, men der vi er mer usikre på hyppigheten, utstrekningen eller omfanget av fenomenet.

3.1.2 Er problemstillingen forklarende (kausal) eller beskrivende (deskriptiv)?

Beskrivende problemstillingen vil som regel være konsentrert om å *beskrive* for eksempel forskjeller og likheter på et bestemt tidspunkt. Det sentrale i denne sammenhengen vil derfor være å kartlegge følgende trekk ved selve problemstillingen: innholdet, hyppighet, variasjon og utvikling over tid. Som det sistnevnte punktet indikerer vil man ved å hente ut empiriske data fra ulike tidspunkter kunne se på endringer i variabelen over tid.

Forklarende problemstillinger vil i større grad prøve å forklare *hvorfor* det er forskjeller og likheter. Vi er med andre ord ute etter å finne kausale sammenhenger, altså årsaks/virkningsforhold.

3.1.3 Ønsker vi å generalisere eller ikke?

Med generalisering mener vi om vi *ønsker å påstå at funn basert på studier av noen få, også gjelder for andre* (Jacobsen, D. 2015. s. 86). Om et av målene med undersøkelsen er å kunne generalisere er man på forhånd nødt til å trekke ut et gitt antall undersøkelsesenheter på en spesiell måte ut ifra den totale populasjonen. Dette skal vi utdype nærmere under valg av undersøkelsesdesign.

3.2 Valg av undersøkelsesdesign

Når vi har analysert problemstillingen på en god måte er man forhåpentligvis klar til å finne det undersøkelsesopplegget som er best egnet for den spesifikke problemstillingen. På samme måte som at det finnes ulike problemstillinger vil det også finnes ulike design som passer i ulike sammenhenger. Når det er sagt er valg av undersøkelsesdesign helt avgjørende med tanke på undersøkelsens gyldighet. Vi skal i det følgende se nærmere på to forhold som er sentrale når man skal velge undersøkelsesdesign: type design og kausalitet.

Før vi går nærmere inn på de ulike designene må vi kort si noen ord om generalisering. Som vi var inne på ovenfor handler generalisering om at vi ønsker å gjøre noe spesifikt til noe allmenngyldig. Når det er sagt kan dette gjøres på to måter:

- Statistisk generalisering – Vi påstår at det som vi har funnet ut at gjelder for de enhetene vi har studert også gjelder for de vi ikke har studert. Vi generaliserer med andre ord fra noen (et utvalg) til alle (populasjonen).
- Teoretisk generalisering – Ut ifra et fåtall observasjoner danner vi oss en teori om hvordan virkeligheten ser ut eller hvordan et fenomen fungerer.

Med dette som grunnlag kan vi gå nærmere inn på undersøkelsesdesign da nettopp disse formene for generalisering danner et skille mellom ekstensive og intensive design.

3.2.1 Intensive design

I et intensivt undersøkelsesdesign går vi i dybden på et fenomen eller en hendelse. Et slikt opplegg tar gjerne utgangspunkt i at man kan nokså lite om fenomenet på forhånd, men velger dette designet for å skaffe seg en detaljert og grundig forståelse. I slike opplegg studeres mange variabler (nyanser), men nokså få enheter. Et slikt design resulterer gjerne i «virkelighetsnære» studier, noe som innebærer at undersøkelsenhetene kjenner seg igjen i beskrivelsene som gis av fenomenet. Dermed vil et slikt opplegg være godt egnet for teoretisk generalisering.

3.2.2 Ekstensive opplegg

Ekstensive opplegg vil på sin side gå mer i bredden, noe som innebærer at man undersøker mange enheter i få variabler. Hensikten med designet er gjerne å få bedre kjennskap til hvor vanlig eller uvanlig et fenomen er. Dermed forstår vi at et slikt design er best egnet til statistisk generalisering. En ulempe er imidlertid at studiene kan bli «virkelighetsfjerne».

3.2.3 Kausalitet

Kausalitet handler i stor grad om å etablere en sammenheng mellom årsak og virkning. Det er helt essensielt å avdekke dette dersom man skal studere en forklarende problemstilling. For at man i det heletatt skal kunne etablere en slik sammenheng må man ifølge Jacobsen tilfredsstillende følgende tre krav (Jacobsen, D. 2015. s. 93-95):

1. Det må være samvariasjon mellom det vi antar er årsaken, og det vi antar er virkningen.

2. Årsak må komme før virkning i tid, og det må være tidsmessig nærhet mellom årsak og virkning.
3. Kontroll for andre relevante forhold.

Til å runde av delkapittelet om undersøkelsesdesign kan vi avslutte med å dele inn de ulike oppleggene i tre hovedgrupper: Casestudier, utvalgsundersøkelser og det eksperimentelle designet. De ulike gruppene har forskjellige styrker og svakheter jf. det som er diskutert tidligere om dette temaet. Kort sagt er casestudier godt egnet for teoretisk generalisering, utvalgsundersøkelser har sin styrke i statistisk generalisering, mens det eksperimentelle designet er sterk på å avdekke kausale mekanismer.

3.3 Innsamling av data

I enhver undersøkelse er man nødt til å bestemme seg for hvordan man ønsker å innhente informasjon om fenomenet som skal undersøkes. Mens valg av undersøkelsesdesign er den overordnede strategien for innhenting av informasjon, vil metode i større grad knytte seg til *hvilken* informasjon man vil innhente. Her tenker vi på skille mellom informasjon i form av tall eller ord. Informasjon i form av tall kaller vi for kvantitative data, mens informasjon i form av ord kalles for kvalitative data. Hvilken type data som er best egnet avhenger i stor grad av problemstillingen og hva man vil oppnå med undersøkelsen.

Vi skiller også mellom primær- og sekundærdata. Primærdata representerer informasjon som samles inn for første gang og er spesifikt rettet mot en gitt problemstilling. Sekundærdata er på sin side data som er samlet inn av andre, ofte skreddersydd opp mot formålet til den opprinnelige datainnsamleren. Slike data kan inneholde noe man er interessert i, men kan samtidig mangle mye av det man kunne ønsket opplysninger om.

3.4 Valg av metode

Verdsettelse av selskap er noe som gjennomføres nokså hyppig. Det er med andre ord et tema mange har omtalt og skrevet litteratur om tidligere. Dermed vil vår problemstilling om å verdsette NRS være en relativt klar problemstilling. Vi behøver altså ikke å ta i bruk eksplorerende undersøkelser for å finne en god løsning. Videre vil det være hensiktsmessig å

benytte seg av et beskrivende undersøkelsesdesign da vi ønsker å analysere om selskapet er fornuftig verdsatt i markedet.

Empirien vi benytter oss av vil hovedsakelig komme fra NRS sine offentlig publiserte års- og kvartalsrapporter. Disse dataene blir i metodelitteraturen kalt kvantitative sekundærdata. Fordelen med dette er at vi allerede har dataene og unngår dermed å selv måtte samle inn disse noe mer aktivt enn å oppsøke de publiserte regnskapsdataene. Ulempen er derimot at ettersom man selv ikke har samlet inn dataene har man naturlig nok ikke full kontroll rundt dataenes troverdighet, noe vi kommer tilbake til under kildekritikken. Videre består empirien i all hovedsak av talldata noe som betyr at vår jobb i en verdivurderingsoppgave vil være å analysere disse for å få et bedre grep rundt den økonomiske situasjonen i selskapet.

3.5 Kildekritikk

Som nevnt ovenfor vil Norway Royal Salmons offentlig publiserte års- og kvartalsrapporter være våre hovedkilder for innsamlingen av data. Disse rapportene er utarbeidet i tråd med lovbestemmelser som er pålagt børsnoterte allmennaksjeselskap (ASA). I tillegg kreves dessuten revisjon av regnskapene før publisering for å sikre rapportenes kvalitet. Dette bidrar til at dataenes troverdighet er svært høy.

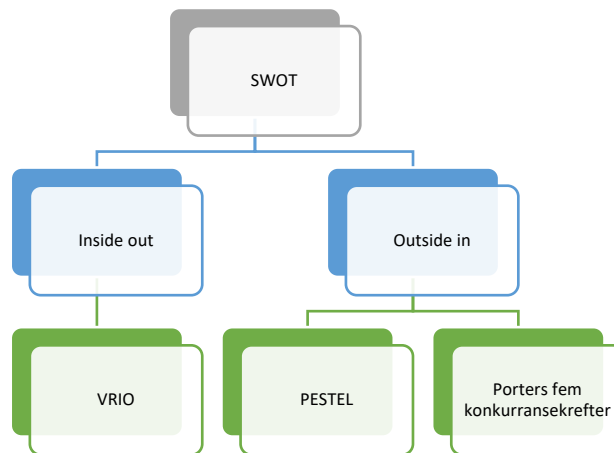
Foruten om informasjon hentet fra offentlige publiserte rapporter vil vi benytte oss av kilder fra blant annet statistisk sentralbyrå (SSB), Store norske leksikon (SNL), fiskedirektoratet, artikler fra seriøse næringsaktører, m.m. Vi vil til enhver tid foreta en vurdering på kildens troverdighet og vil kun benytte data vi vurderer som troverdig.

4. Strategisk analyse

I denne delen av oppgaven ønsker vi å gjennomføre en strategisk analyse. Det å gjennomføre en analyse vil kunne legge et godt grunnlag for videre strategiarbeid. Ifølge Brugelman og Grove er man i strategifaget opptatt av *ytre og indre krefter som har potensialet til å påvirke virksomhetens fremtid, og at strategi skal være et verktøy for å forsøke å oppnå kontroll over virksomhetens nåværende og fremtidige skjebne* (Stiklestad et al. 2015. s. 259). De hevder i tillegg at strategisk tenkning innebærer å se fremover, utforske nye alternativer, scenarioer og valgmuligheter (Stiklestad et al. 2015. s. 259). Formålet ved denne strategiske analysen vil i stor grad være å avdekke både interne og eksterne forhold som vil kunne påvirke NRS i et økonomisk perspektiv.

I vår analyse ønsker vi å kartlegge selskapets interne styrker og svakheter, samt å se på aktuelle trusler og muligheter knyttet til det eksterne landskapet. De fire elementene vi nevnte ovenfor: styrker (Strongs), svakheter (Wrongs), muligheter (Opportunities) og trusler (Threats) inngår i det velkjente SWOT-rammeverket. Styrker og svakheter vil være knyttet til egenskaper ved selve selskapet, mens trusler og muligheter i større grad ser på forhold utenfor selskapets fire vegger. SWOT-analysen er en såkalt situasjonsanalyse som innebærer at man tar for seg alle sentrale forhold knyttet til selve virksomheten og setter dette sammen til en oppsummerende analyse.

For å komme frem til gode konklusjoner krever det at man benytter seg av modeller og analyseverktøy som er godt egnet til å få frem relevante forhold. I strategifeltet har vi en rekke ulike modeller og verktøy man kan benytte seg av. Man skiller i hovedsak mellom en «outside in-analyse» som ser på eksterne forhold, og en «inside out-analyse» som tar for seg de interne forholdene i selskapet. Vi har valgt å benytte oss av PESTEL-analysen når vi skal se på makroforhold, Porters fem konkurransekrefter når vi ser på mikroforhold og VRIO-modellen til å identifisere selskapets interne konkurransefortrinn. Rammeverket vi benytter oss av er illustrert i figuren nedenfor.



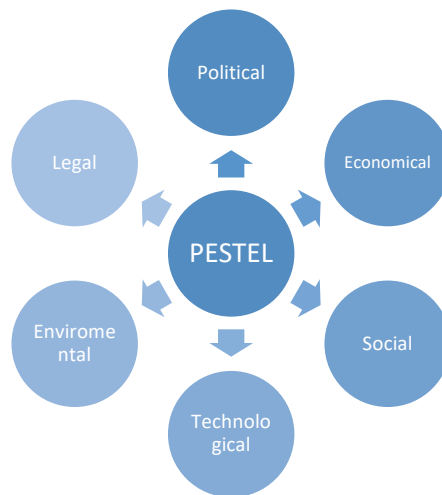
Figur 4.1: SWOT-rammeverket

Vi kommer i løpet av analysen til å diskutere tema vi har vært inne på tidligere i oppgaven. Det vil kunne føre til at vi i enkelte situasjoner vil henvise til arbeid som er skrevet i forkant av analysene.

4.1 PESTEL – Makroøkonomisk analyse

PESTEL er en modell som avdekker makroforhold i en virksomhets omgivelser. Dette vil potensielt kunne være forhold som er avgjørende for om en virksomhet vil lykkes med sine strategier eller ikke. Makroforhold vil på sin side være forhold selve selskapet ikke har mulighet til å påvirke. Når det er sagt bør virksomheten strebe etter å identifisere og analysere disse forholdene slik at de på best mulig vis er i stand til å ta egne strategiske valg. PESTEL står for *Politiske* (Political), *Økonomiske* (Economical), *Sosiokulturelle* (Social), *Teknologiske* (Technological), *Miljømessige* (Environmental) og *Juridiske* (Legal) forhold (Stiklestad et al. 2015. s. 261).

Mindre selskaper vil ofte være avhengige av å støtte seg på andre aktører når det gjelder å samle inn, identifisere og analysere disse forholdene. Når det er sagt er det mange muligheter for å samle inn relevant informasjon. Mange legger for eksempel ut stoff om næringslivet, trender, konjunkturer, og liknende. I tillegg vil media i seg selv være en god kilde. Man har også mulighet til å ta kontakt med bransjeforeninger som vil kunne bidra med analyser om bransjen, trender og framtidsutsikter. Videre har man forsknings- og utdanningsinstitusjoner, analyser fra SSB og finansinstitusjoner. Vi vil selv benytte oss av flere av disse kildene når vi nå skal gå i gang med selve PESTEL analysen.



Figur 4.2: PESTEL

4.1.1 Politiske forhold

For å kunne drive oppdrettsvirksomhet i Norge er man nødt til å følge strenge lover og reguleringer. Disse lovene blir henholdsvis vedtatt på Stortinget av våre politikere noe som vil bety at de politiske og de juridiske forholdene vil være nært knyttet sammen. Under punktet om politiske forhold vil vi i hovedsak rette vårt fokus mot konsesjonssystemet i Norge og samtidig se på noen handelshindringer som kan by på utfordringer for NRS.

Som vi har nevnt tidligere er oppdrettsnæringen i Norge en tillatelsesbasert næring. Dette innebærer følgelig at man er avhengig av å bli tildelt en konsesjon for å kunne drive drift på allmenhetens areal. For å i det hele tatt kunne bli tildelt slike tillatelser er man nødt til å tilfredsstille en rekke krav. Det stilles blant annet krav til man må bidra til verdiskapning på lokalt og nasjonalt nivå, samt at man skal ta hensyn til miljøet og kystsonen i etablerings-, drifts- og avviklingsfasen ved akvakultur. Oppdrettsnæringen har vært konsesjonsbelagt av loven siden 1973, men næringen har siden 2006 vært regulert av lov om akvakultur.

Selve konsesjonsregimet for produksjon av laks og ørret er innført av Stortinget og vedtatt i Akvakulturloven. Tildelingen av konsesjoner er det imidlertid Nærings- og Fiskeridepartementet som står for (NRS, 2017). Man har altså ikke mulighet til å drive oppdrett av laks og ørret uten en tillatelse fra myndighetene, jf. Akvakulturloven § 4. Videre vil alle tillatelser være underlagt samme lovverk uavhengig av hvilket tidspunkt de ble tildelt innehaveren. Selve konsesjonen er imidlertid avgrenset til gitte geografiske områder.

Før vi går inn på handelshindre er det viktig å få frem at oppdrettskonsesjoner går under ett regime kalt Maksimal Tillat Biomasse (MTB). Systemet fungerer slik at innehaveren av konsesjonen ikke kan ha stående en masse av fisk i sine anlegg som overstiger MTB. I Norge vil MTB ligge mellom 780 til 945 tonn per konsesjon, avhengig av hvilken geografisk tilknytning konsesjonen er underlagt (Fiskeridirektoratet, 2016). Videre er matfisk-konsesjoner begrenset i antall, noe som innebærer at selskapene ikke kan tildeles nye konsesjoner uten at det gjennomføres politisk besluttede tildelingsrunder (NRS, 2017). Årsaken til at kommersielle matfisktillatelser (laks, ørret og regnbueørret) er begrenset i antall skyldes at etterspørselen etter slike tillatelser er svært høy. I tillegg ønsker myndighetene å ha kontroll over veksten for å ta hensyn til miljøet og markedet (Fiskeridirektoratet, 2016). Det å få tildelt nye konsesjoner kan dermed bli sett på som en utfordring for aktører innen oppdrettsnæringen.

Når det gjelder handelshindringer så er dette noe oppdrettsnæringen har opplevd over lengre perioder og i flere forskjellige markeder. Dette er enkelt sagt at noen etablerer hindringer som gjør at salg mellom land ikke kan finne sted. Man skiller gjerne mellom tariffære barrierer og ikke-tariffære barrierer. Med tariffære barrierer forstår vi avgifter som toll eller skatter på importvarer. Ikke-tariffære barrierer kan på sin side være importkvoter, kampanjer som oppfordrer til å handle lokale varer, og liknende. Slike barrierer vil være av stor betydning for blant annet oppdrettsnæringen da mesteparten av det volumet som selges, eksporteres til andre land. I NRS sitt tilfelle eksporterte de i 2017 hele 85% av solgt volum (NRS, 2017).

For oppdrettsnæringen har spesielt handelsbarrierene som har oppstått mellom Norge og Russland, samt Kina, vært av stor betydning. I august 2014 oppsto det en situasjon mellom Norge og Russland som endte med at Russland innførte et importforbud mot norsk fisk. Forbudet kom som et svar på sanksjonene Norge hadde pålagt Russland i forbindelse med konflikten i Ukraina (Krim-krisen). I forkant av dette hadde Russland helt siden starten av 2000-tallet vært en av landets aller største eksportmarkeder (NRK, 2014).

Forholdet til Russland har heldigvis forbedret seg siden importforbudet ble etablert. I NRS sitt tilfelle viser tall fra kvartalsrapporten for Q4 i 2018 at det nettopp er i Russland at importvolumene har hatt størst økning fra samme kvartal i 2017 (NRS, 2018). Til tross for den positive utviklingen er det mye som tyder på at utestengelsen fra Russland har kostet laksenæringen dyrt. I forbindelse med Norges sjømatråds årskonferanse ble det nemlig presentert at Norge kan ha tapt så mye som 20 milliarder kroner på utestengelsen fra det russiske

markedet siden 2014. I dette tilfellet viser beregningene at man går glipp av mellom 4 og 5 milliarder hvert år da man får dårligere betalt for produktene enn hva man potensielt har kunnet fått (E24, 2019a). Dette illustrerer hvilken trussel politiske forhold kan utgjøre for selskap innen oppdrettsnæringen.

Også Kina var ute med en handelsboikott mot Norge. Årsaken til boikotten skyldtes at dissidenten Liu Xiaobo mottok Nobels fredspris i 2010. Dette ble ikke godt mottatt av kinesiske myndigheter og førte følgelig til et anstrengt politisk forhold. Kina truet med handelsboikott, i tillegg til at forhandlingene om en frihandelsavtale ble lagt på is (Forskning.no, 2011).

For de fleste næringene ble det ingen såkalt «Nobeleffekt». Et unntak var imidlertid laksenæringen som fikk oppleve kinesernes misnøye gjennom en nedgang i lakseeksporten. Når det er sagt er det ting som tyder på bedring for oppdrettsselskapene. Mot slutten av 2016 ble nemlig Norge og Kina enige om en normalisering av politiske og diplomatiske relasjoner. Til tross for dette er ikke alle problemene løst, men det jobbes målrettet for å komme til en god løsning. Om man ser på tall for eksport til Kina, viser disse en positiv utvikling (NRS, 2017).

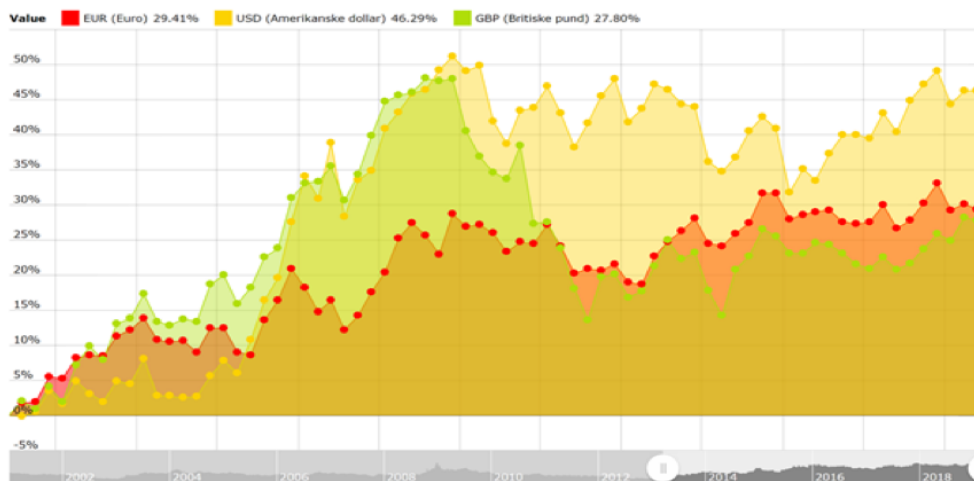
Avslutningsvis kan man også nevne at utfallet av Brexit potensielt vil kunne gi store konsekvenser for eksport norsk av sjømat. Hvor alvorlige konsekvensene blir er usikkert da man enda ikke kjenner til utfallet. Om man ender opp med en «hard brexit», det vil si at Storbritannia forlater EU uten noen avtale, kan det by på store konsekvenser for oppdrettsselskapene. Årsaken til det skyldes usikkerhet i hvilket regelverk som eventuelt vil bli benyttet, noe som kan føre til betydelige flaskehals (Ilaks, 2019). For Norge vil et slikt utfall få store konsekvenser da Storbritannia i 2018 var det 4. største eksportmarkedet for norsk sjømat (Norges Sjømatråd, 2019).

4.1.2 Økonomiske forhold

Viktige forhold som vil være med på å påvirke NRS sitt økonomiske resultat er blant annet rentesatsen, lakseprisen og valutakursen. Oppdrettsnæringen krever store investeringer og store deler av bransjen er derfor preget av en del gjeld. Rentenivået er derfor av stor betydning for selskapene innen bransjen. NRS sine gjeldsforpliktelser er basert på flytende renter, og dermed er konsernet spesielt utsatt for endringer i renten (NRS, 2017). Dette er noe NRS har vært oppmerksomme på og som vi vil se på i regnskapsanalysen så har NRS økt egenkapitalandelen sin, noe som på sin side vil redusere risikoen ved NRS.

Den viktigste økonomiske faktoren for oppdrettsnæringen er likevel lakseprisen. På grunn av dens betydning av lønnsomheten ved oppdrettsbedrifter har vi omtalt denne grundig tidligere i oppgaven.

Rundt 90% av konsernets omsetning skjer i utenlandsk valuta, hvorav det meste av omsetningen foregår i euro, amerikanske dollar og britiske pund. Valutakursen vil derfor være av stor betydning. For eksportnæringer som oppdrettsnæringen vil det være gunstig med en svak kronkurs ettersom en enhet valuta vil gi flere norske kroner i omsetning. Som vist i figuren nedenfor har den norske kronen svekket seg betydelig de siste 6 årene noe som har vært gunstig for eksportnæringene i landet. NRS har tatt grep for å redusere eksponeringen av endringer i utenlandsk valuta ved å inngå terminkontrakter samt opptak av gjeld i utenlandsk valuta (NRS, 2017).



Figur 4.3: Valutakursutvikling EUR, USD, GBP mot NOK (valutakurser.no)

I pengepolitisk rapport fremlagt av Norges Bank 21. mars ble styringsrenta satt opp med 0,25 prosentpoeng til 1% (Pengepolitisk rapport, 2019). Samtidig har både den amerikanske og europeiske sentralbanken holdt renten uendret. Norges Bank indikerer videre en noe mer aggressiv rentebane enn forventet med 1-2 renteøkninger ekstra i løpet av 2019. Dette har følgelig ført til en noe relativt styrket krone mot de utenlandske valutaene, noe som igjen gir en noe svakere inntjening for eksportnæringene. Dette er noe som har inngått i vurderingene til Norges Bank som derfor har nedjustert rentebanen lenger frem for å tilpasse seg de aggressive rentebanene kartlagt av handelspartnerne. Det er derfor lite som indikerer en langsiktig styrking

av den norske kronen, og dermed lite som tyder på at inntjeningen til oppdrettsnæringen her til lands vil svekkes betraktelig de kommende årene.

4.1.3 Sosiokulturelle forhold

Når det gjelder sosiokulturelle forhold vil det være to sentrale forhold som peker på økt etterspørsel av laks: et økende helse- og kroppsfokus i tillegg til en økende befolkning som krever mer mat. Ifølge FNs siste befolkningsrapport vil det bo rundt 9,8 milliarder mennesker på Jorda i 2050 (UN population division). Dette vil kreve mer mat som igjen vil kreve mer plass til produksjon av mat. Her kan lakse- og sjømatnæringen bidra ettersom havområder dekker rundt 72% av Jorda, mens kun en liten brøkdel av verdens totale matproduksjon stammer fra havet. For å begrense vårt klimafotavtrykk og samtidig få plass til en økende populasjon vil det være viktig å få lagt en større del av matproduksjonen ut i havet.

Økt fokus på helse i dagens samfunn gir også økte muligheter for fisk- og sjømatnæringen da fisk inneholder sunne næringsstoffer. Laks er blant annet en viktig kilde for både animalsk protein og omega 3. Det er imidlertid viktig å påpeke at oppdrettslaks likevel ikke nødvendigvis er like sunt som villaks. Det er gjennomsnittlig mindre omega 3, selen, kobber, sink og jern i oppdrettslaks enn hva man finner i villaks. Det har dessuten vært stilt spørsmål rundt miljøgift-nivåene i oppdrettslaksen, men de senere årene har fôret som oppdrettslaksen har fått i seg blitt erstattet med mer plantebasert fôr og det er registrert minst like lite miljøgifter i oppdrettslaks som det er registrert i villaks. Dessuten skriver Laksefakta at fordelene ved å spise fisk klart overstiger den minimale risikoen ved å få i seg disse små nivåene av miljøgifter (Laksefakta, 2018b).

Grunnet fordelaktige næringsstoffer og et stort potensielt areal som kan benyttes er det svært gode framtidsutsikter med tanke på de sosiokulturelle forholdene ved sjømatnæringen.

4.1.4 Teknologiske forhold

Innen oppdrettsnæringen er det flere problemer som må løses for å oppnå en bærekraftig vekst under ekspansjonen som foregår til lands. Mindre lakselus, mindre utslipp og mulighet for å drive oppdrett på mer værutsatte plasser m.m. står på programmet for å oppnå dette. Utfordringene er altså knyttet opp mot arealbruk og miljøhensyn. Dersom disse utfordringene håndteres på en god måte vil det være en stor gevinst for samfunnet. Myndighetene er derfor involvert for å stimulere til økt innsats på forskning og utvikling rundt dette området.

Noen av utfordringene bransjen står ovenfor kan delvis reduseres ved landbaserte anlegg, men som fiskeriministeren Harald Nesvik også påpeker mister Norge sin store fordel ved oppdrett av fisk, nemlig kysten (kyst.no, 2019). Dette er en annen viktig side ved den teknologiske utviklingen for den norske oppdrettsnæringen.

NRS uttaler selv i årsrapporten at konsernet og bransjen generelt gjennom de siste årene har hatt en relativt stor kostnadsøkning ved driften av lakseoppdrett. Dette er lite ønskelig både for eierne, men også for ansatte, myndighetene og andre interessenter. Konsernsjefen uttaler derfor at NRS har et stort fokus på å redusere disse kostnadene samtidig som de ønsker å realisere vekstpotensialet som ligger i konsernet. For at dette skal oppnås satses det på nye måter å drive oppdrett på og NRS har hatt spesielt stort fokus på et prosjekt utviklet med Aker Solutions kalt Arctic Offshore Farming. Dette prosjektet innebærer et oppdrettsanlegg som er designet for å kunne drives på værutsatte steder og kan derfor plasseres lenger ut fra kysten og med det tillate begrenset med miljømessige fotavtrykk samt bedre utnyttelse av havarealet.

4.1.5 Miljømessige forhold

Rømming av oppdrettsfisk er et sentralt miljømessig problem for oppdrettsanleggene da dette betyr tap for selskapet og ikke minst tap for miljøet. Miljøproblematikken ved rømming av oppdrettsfisk oppstår når disse kommer i kontakt med andre fisk som gjennom evolusjon har blitt tilpasset økosystemer for best mulig overlevelse, mens oppdrettslaksen er kun tilpasset et relativt kort liv i oppdrettsanlegget. En sentral egenskap ved oppdrettslaksen er at den vokser raskt, mye raskere enn villaksen i den første fasen av livet. Dersom oppdrettslaks rømmer anlegget og får avkom f.eks. ved en elv blant villaksen vil oppdrettslaksen utkonkurrere villaksen i den første fasen av livet. Problemet er deretter at oppdrettslaksen ikke er tilpasset et liv utenfor de kontrollerte forholdene som anleggene tilbyr og de vil derfor ha en relativt lav overlevelseshastighet og resultere i ugunst for villaksbestanden (reddvillaksen, 2016).

Lakselus er et annet problem som skaper hodebry og økte kostnader blant oppdrettsselskapene. Lusen spiser laksens slim, skinn og blod noe som igjen øker faren betraktelig for infeksjoner og som påvirker saltbalansen til laksen negativt (Havforskningsinstituttet, 2016). Havforskningsinstituttet anslår at oppdrettsnæringen taper rundt 500 millioner kroner årlig som et direkte tap på grunn av lusen.

De ovennevnte miljøproblemene er i økt omfang og hyppighet nevnt i mediebildet. Det er følgelig viktig at oppdrettsbransjen tar dette på alvor både for egen kostnadsreduksjon, men også for å opprettholde et sterkt omdømme og posisjon blant samfunnet. Det vil også være hensiktsmessig for å holde på forbrukere og investorer. Dersom oppdrettsnæringen ikke får håndtert disse problemene på en god nok måte vil det kunne føre til et sterkt ytre press på myndighetene om å begrense antall utstedte konsesjoner, noe som vil være svært ødeleggende for bransjen.

I 2010 ble det opprettet en standard angående oppdrettsfisk som går under navnet Aquaculture Stewardship Council (ASC). Denne skal gjøre det mulig for oppdretterne å vise kundene og andre interessenter at deres produksjon gjøres på en svært miljøvennlig måte. Dette vil gjøre det lettere for bevisste forbrukere å velge miljøvennlige produkter, samt øke presset på oppdrettsnæringen om å oppnå denne standarden.

4.1.6 Juridiske forhold

Som vi nevnte tidligere vil de politiske og de juridiske forholdene ha noen likhetstrekk. Vi har allerede sett på hvordan konsesjoner deles ut gjennom politiske tildelingsrunder og at man gjennom loven er avhengig av slike tillatelser for å utøve drift. Akvakulturloven inneholder flere forhold som oppdrettsselskapene må ta hensyn til. Vi skal følgelig se på flere av disse reglene i tillegg til noen andre lover og forskrifter. I denne delen vil Norge være den aktuelle juridiske enheten.

Den første loven for oppdrett, fiskeoppdrettsloven, ble permanent i 1985. Siden den tid har loven vært gjennom mange revideringer helt frem til 2005 da akvakulturloven ble etablert. Det er nettopp Akvakulturloven som per i dag er det gjeldende regelverket for oppdrett av fisk. Akvakulturloven har følgende formål: «*Loven skal fremme akvakulturnæringens lønnsomhet og konkurransekraft innenfor rammene av en bærekraftig utvikling, og bidra til verdiskapning på kysten*», jf, akvakulturloven § 1. Loven stiller blant annet krav til overvåkning av miljøet, arealutnyttelse, diverse tiltak for rømte organismer, opprydning etter endt drift, og liknende.

I tillegg til Akvakulturloven har vi diverse forskrifter og merknader knyttet opp mot akvakultur. Her kan vi blant annet nevne NYTEK-forskriften som stiller krav til den tekniske standarden for akvakulturanlegg (Lovdata 1). Videre har vi en forskrift knyttet til ansvar for utfisking av rømt oppdrettsfisk (Lovdata 2). Vi kan også nevne laksetildelingsforskriften som omhandler

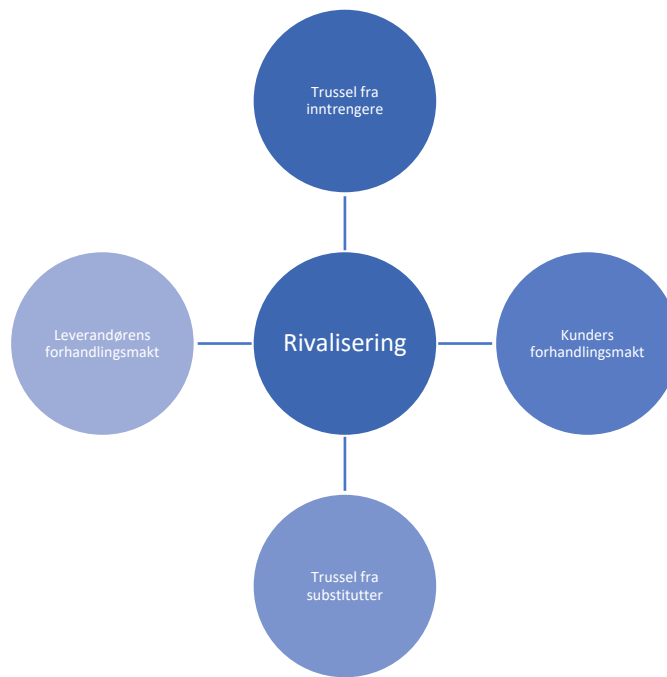
krav til verdiskapning i oppdrettsvirksomhet (Lovdata 3). Det er også andre lovtekster som direkte eller indirekte er knyttet til oppdrettsvirksomheten. Her kan vi eksempelvis nevne Matloven og Forurensningsloven som har hjemler knyttet til driften av lokalitetene og miljøpåvirkningen fra dem (Laksefakta, 2018). Også dyrevelferdsloven stiller krav til hvordan fisken skal slaktes.

Til slutt er det viktig å få med at oppdrettsselskaper må ta hensyn til internasjonale lover og regler. Det er viktig å få med dette da Norge er verdens nest største eksportør av sjømat. Vårt største marked er EU der omlag 60 % av sjømateksporten ender opp. Når det gjelder handel av fiskeprodukter mellom Norge og EU er dette regulert i en egen protokoll i EØS-avtalen. Protokoll 9 omhandler regulering av toll på fiskeprodukter. Mens enkelte fiskeprodukter er tollfrie, vil man for eksempel bli ilagt importtoll på 2 % ved kjøp av fersk laks (Regjeringen, 2018a). EØS-avtalen inneholder også regler om mattrygghet som er av stor betydning i forbindelse med handel av matvarer, inkludert fisk (Regjeringen, 2018b). For å ha mulighet til å eksportere til EU er man altså nødt til å innfri ulike krav tilknyttet kvaliteten på produktet.

4.2 Porters fem konkurransekrefter – Mikroøkonomisk analyse

Mens PESTEL-modellen tar for seg makroøkonomiske forhold i en bedrifts omgivelser, vil Porters fem konkurransekrefter i større grad se på mikroøkonomiske forhold. Modellen er spesielt godt egnet til virksomheter som driver sitt virke innen det private næringsliv, men aktører i offentlig sektor vil også kunne benytte seg av modellen. Modellen benyttes gjerne når man ønsker å gjennomføre en bransjeanalyse (Stiklestad et al. 2015. s. 262).

Rammeverket ser på totalt fem faktorer som vil kunne påvirke graden av konkurranse i et marked. Gjennom en analyse av disse faktorene vil man kunne danne seg en bedre forståelse av hvorfor lønnsomheten i et marked er som den er (Lien et al. 2016, s.116). De fem konkurransekreftene i en bransje er *kunder, leverandører, dagens konkurransebylde-/rivalisering, substitutter* og *nye aktører i bransjen*. Rammeverket er illustrert i figuren nedenfor.



Figur 4.4: Porters fem konkurransekrefter

4.2.1 Potensielle inntrengere

For aktører i en bransje vil det kunne være hensiktsmessig å skaffe seg en oversikt over nye aktører som prøver å treng inn i bransjen. Dette er spesielt aktuelt i situasjoner der bransjen gir gode utsikter for utvikling og lønnsomhet. De etablerte selskapene vil til en vis grad kunne skape etableringshindre ved for eksempel å etablere en sterk merkevare eller å sikre høy kundetilfredshet. I vårt tilfelle vil det imidlertid være mer aktuelt å se på hindringer i form av etableringskostnader knyttet til nyetablering. Inngangsbarrierene for å drive med oppdrett av laks er nemlig svært høye i Norge.

For i det hele tatt å kunne utføre drift innen oppdrettsnæringen er man som vi nevnte tidligere avhengig av en tillatelse. Disse tillatelsene er på sin side svært kostbare og man blir nødt til å grave dypt i lommeboka for å i det heletatt kunne skaffe seg en konsesjon. Når det er sagt er det ingen fast pris for konsesjoner. Prisen vil variere basert på flere faktorer som blant annet størrelsen på konsesjonen, dens geografiske tilknytning, om den er kjøpt på førstehåndsmarkedet eller om man kjøper fra en etablert aktør (andrehåndsmarkedet).

Man kan imidlertid få et innblikk i hvor mye en konsesjon vil koste gjennom å studere prisene i det såkalte trafikkløssystemet som er et relativt nytt system for kapasitetsøkning. Systemet ble etablert i 2017 for å sikre en forsvarlig og forutsigbar vekst i oppdrettsnæringen. I systemet er

Norge inndelt i 13 produksjonsområder der man har mulighet til å kjøpe ny kapasitet. Ut ifra hvilket område man ønsker å handle i, vil man måtte betale en gitt pris per tonn man ønsker å utvide tillatelsen med. Fra en auksjon foretatt i juni 2017 viser regjeringen til priser mellom 132 000 til 252 000 kroner per tonn (Regjeringen, 2018c). Vi vet fra før at en standard konsesjon er på 780 tonn, eller 945 tonn om tillatelsen er tilknyttet Finnmark eller Troms. Om vi forutsetter lavest mulig pris per tonn (132 000) vil en konsesjon på 780 tonn koste 102,96 millioner, eller 124,74 millioner kroner om geografisk tilknytning er Finnmark.

Vi kan også se nærmere på hva som skjedde med noen av tillatelsene som ble gitt gjennom fordelingsrunden av konsesjoner i 2009. Hensikten med fordelingen var i hovedsak at de små oppdrettsselskapene skulle få tildelt konsesjoner. Etter undersøkelser foretatt av VG i 2014 viser det seg imidlertid at en del av konsesjonene i løpet av disse årene har byttet eiere. Selskapene som opprinnelig ble tildelt konsesjonene måtte i 2009 betale omlag 8 millioner kroner per konsesjon. Ekspertene vurderte i 2014 at hver 2009-konsesjon ville ha kostet dem minst 33 millioner på daværende tidspunkt. Det viser seg på sin side at flere av de små selskapene i løpet av denne 5-års perioden har videresolgt sine konsesjoner til større selskaper. Enkelte av 2009-konsesjonene ble videresolgt for 50-60 millioner kroner (VG, 2014). Det er grunnlag til å tro at dagens salgssum for tilsvarende kjøp ville ha vært vesentlig høyere. Ifølge daglig leder for WA Fish Farmers er det snakk om priser på 100 millioner kroner i andrehåndsmarkedet for en konsesjon i Norge (Hegnar, 2016).

I tillegg til å måtte skaffe seg konsesjoner er man nødt til å bruke penger på driftsutstyr som for eksempel båter, bur og merder. Hvor mye en oppdrettsmerd vil koste avhenger av etterspørselen i markedet og hvilken type merd man er på utkikk etter. En helt ordinær oppdrettsmerd kan i dag kjøpes for omlag 5 millioner, men om man er på utkikk etter det mest innovative i markedet må man forvente å betale 20-30 millioner kroner (TU Maritim, 2018).

Da det allerede er godt etablerte aktører i den norske oppdrettsnæringen kombinert med at det er betydelige inngangsbarrierer, ser vi på trusselen fra nye aktører som lav.

4.2.2 Trussel fra substitutter

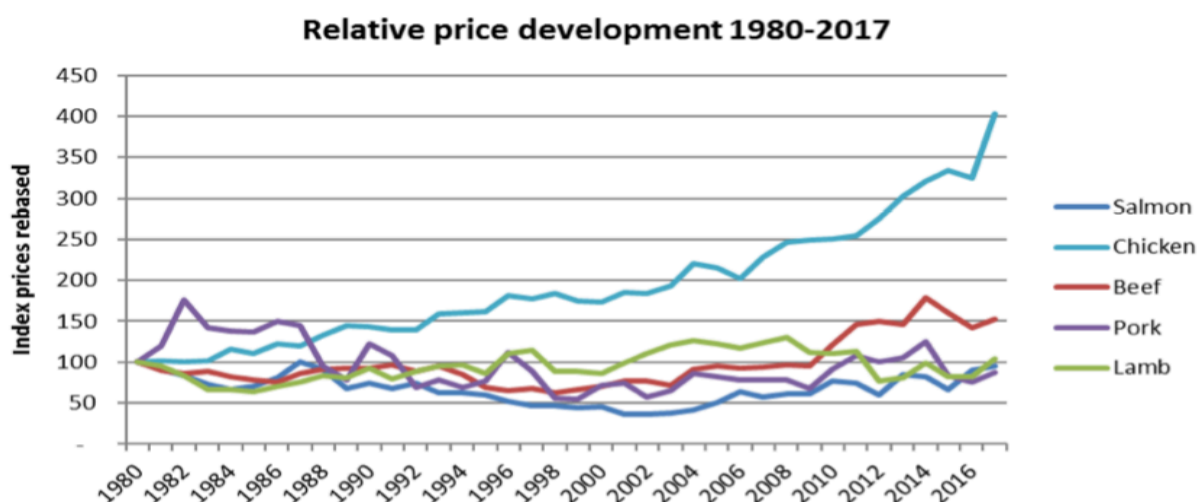
Det neste forholdet vi skal ta for oss er trussel fra substitutter. Med substitutter mener vi *produkter og tjenester som kan redusere etterspørselen etter virksomhetens egne produkter og tjenester* (Stiklestad et al. 2015. s. 264-265). Vi forstår med det at konsumentene vil kunne få

dekket sine behov gjennom andre typer varer og tjenester. Dette er derfor et forhold som er svært viktig å ta på alvor og som bør kartlegges, da konsekvensene ved å overse dette kan være uheldig for virksomhetens videre drift. Blant forhold som vil kunne påvirke valget mellom substitutter har vi pris og grad av differensiering.

Dersom vi tar utgangspunkt i laks, som er NRS sitt hovedprodukt, vil vi kunne finne substitutter gjennom ulike kjøttprodukter. Her kan vi blant annet trekke frem kylling, svin, storfe og sau. Fellesnevneren for substituttene er at alle er næringsrike og populære proteinkilder. Når det er sagt inneholder laksen også viktige fettsyrer og vitaminer som vil være fraværende i kjøttproduktene. Dette kan potensielt gjøre at laksen blir sett på som mer eksklusiv i forhold til kjøttproduktene. Undersøkelser gjennomført ved Universitetet i Stavanger i 2013 ønsket å kartlegge sjømatprodukters posisjon i forhold til kjøttprodukter. Etter å ha undersøkt 6 000 europeiske forbrukere kunne forskerne konkludere med at laks på daværende tidspunkt var den nest mest populære proteinkilden etter kylling (Forskning, 2013).

I tillegg til de nevnte kjøttproduktene vil laksen også ha nærliggende substitutter i andre sjømatprodukter. Her kan vi blant annet trekke frem torsk, sild, ørret og makrell som potensielle substitutter da de inneholder mye av de samme næringsstoffene. Når det er sagt, oppleves laksen som bedre på smak sammenlignet med de andre sjømatproduktene dersom vi støtter oss på den nevnte undersøkelsen (Forskning, 2013).

Dersom man opplever en økning i lakseprisen i forhold til substituttene, vil det kunne resultere i redusert etterspørselen etter laks. Dette skyldes at konsumentene har lav tilbøyelighet for å



Figur 4.5: Relativ prisutvikling 1980-2017 (Marine Harvest)

absolutte verdier vil laksen være den dyreste. Vi får imidlertid et annet syn på saken om vi studerer den relative prisutviklingen siden 1980. Figuren nedenfor viser hvordan lakseprisen relativt sett har blitt billigere sammenlignet med substituttene (Marine Harvest, 2018). Med dette tatt i betraktning anser vi trusselen fra substitutter å være svak.

4.2.3 Kundenes forhandlingssituasjon

Fra den selgende bedrifts perspektiv bør ikke kundens forhandlingskraft være for stor da dette vil kunne påvirke prisnivået. Den ideelle situasjonen for en hvilken som helst bedrift er å være alene i markedet slik at man kan ta høye priser på sine varer og tjenester. I et marked med mange leverandører vil kundene på sin side ha større makt til å forhandle om priser. Da kundene har mulighet til å bytte leverandør dersom de synes prisene er for høye vil kundenes forhandlingskraft øke i kraft med antall leverandører det er i markedet (Stiklestad et al. 2015. s. 265). NRS beskriver også i sin årsrapport for 2017 at de faktorene som i størst grad påvirker deres handelsmarginer er konkurransesituasjonen mellom oppdretterne, eksportører og kundene.

Laks er det vi kaller for et homogent gode. Med det mener vi at konsumentene har problemer mellom å skille to goder fra hverandre. Når det gjelder laks vil det være svært liten forskjell mellom laksen som NRS produserer og laksen SalMar produserer, med unntak av triploid laks som vi kommer tilbake til under VRIO-analysen. Konsumenten står dermed fritt til å velge hvilken leverandør den ønsker å handle med. På grunn av relativt lave byttekostnader vil konsumenten ende opp med å handle hos leverandøren som gir de beste prisvilkårene. På bakgrunn av dette anser vi kundens forhandlingskraft til å være moderat.

4.2.4 Leverandørens forhandlingssituasjon

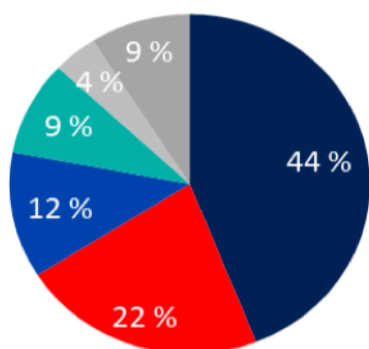
Når vi nå skal se på leverandørens forhandlingsposisjon ender vi opp med en situasjon der NRS er kunde som handler driftsmidler fra ulike leverandører. I denne situasjonen er det viktig for NRS at leverandørens forhandlingsposisjon ikke er for sterk. Som regel er det en fordel for kunden dersom man har mange leverandører å velge mellom. Da har man selv muligheten til å vurdere flere leverandører opp mot hverandre og skaffe seg gode betingelser og service. I en situasjon med få leverandører vil det i større grad være leverandøren som legger betingelsene til grunn. Det er altså viktig å ha makt i forholdet med leverandøren, men man må være oppmerksom på at dette ikke skal gå på bekostning av kvaliteten på produktet eller tjenesten.

For at oppdrettsselskapene i det heletatt skal kunne produsere er de avhengige av diverse utstyr og anlegg. Her tenker vi på produkter som avlusningspresenninger, luseskjørt og diverse merdesystemer. Leverandører av slikt utstyr finnes det imidlertid mange av. Markedet for produsentene bærer derfor preg av hard konkurranse, stort prispress og små marginer. I tillegg er det et stort innovasjonsbehov for utstyret som benyttes i oppdrett, spesielt knyttet til behandling av lus (Abc nyheter, 2018). Dermed må leverandørene til enhver tid videreutvikle seg selv. Resultatet kan bli produkt differensiering blant de aktuelle leverandørene, som potensielt kan skape periodevis markedsmakt til enkeltaktører.

Dersom vi retter fokus mot kostnadsstrukturen til oppdrettsselskapene legger vi merke til at store deler går med til fôring av fisken. Ifølge Marine Harvests bransjestatistikk fra 2017 er det fôring av fisken som utgjør den største delen av de totale produksjonskostnadene. Analysen viser at fôr utgjorde 43 % av de totale produksjonskostnadene for norske oppdrettsselskaper i 2017 (Marine Harvest, 2018). Dette medfører at oppdrettsselskapene er svært avhengige av disse produsentene.

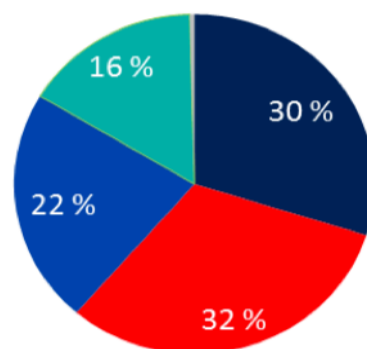
Figuren nedenfor forteller oss noe om utviklingen av Norske fôrprodusenter over de siste 20 årene. Tendensen har vært at antall produsenter har blitt redusert med årene. I 2015 besto markedet i hovedsak av fire store aktører: Skretting, BioMar, EWOS og Marine Harvest (Marine Harvest, 2017).

Feed producers' market share in Norway 1998



■ Skretting
 ■ BioMar
 ■ Biomaster
 ■ EWOS
 ■ NorAqua
 ■ Other

Feed producers' market share in Norway 2015



■ Skretting
 ■ BioMar
 ■ Polarfeed
 ■ EWOS
 ■ Marine Harvest

Figur 4.6: Fiskefôrprodusenter (Marine Harvest)

Da markedet for fôrprodusenter domineres av såpass få aktører er det mye som tyder på at leverandørene vil ha en betydelig markedsrett. Når det er sagt vil alle produsentene arbeide mot å få større markedsandeler, noe som vil gi oppdrettsselskapene muligheter til å endre leverandør. Vi anser leverandørenes forhandlingssituasjon til å være middels sterk.

4.2.5 Rivalisering blant eksisterende aktører i bransjen

Graden av rivalisering eller konkurranse innad i bransjen er en av de viktigste faktorene når det kommer til bransjens samlede lønnsomhet. Dersom bransjen er preget av mange jevnstore aktører med relativt like produkter vil det gjerne være høy grad av rivalisering og bedriftene vil sitte med lite makt. Om en kunde ikke blir fornøyd med tilbudet til din bedrift vil de heller kunne gå til en annen bedrift. Dette gjelder gjerne for priselastiske bransjer der aktørene priser aggressivt for å tiltrekke seg flere kunder. Andre kjennetegn ved en svært kompetitiv bransje vil være om det er lav grad av kundelojalitet, ingen eller lave kostnader knyttet til å benytte et annet selskap og høye kostnader knyttet til å forlate markedet.

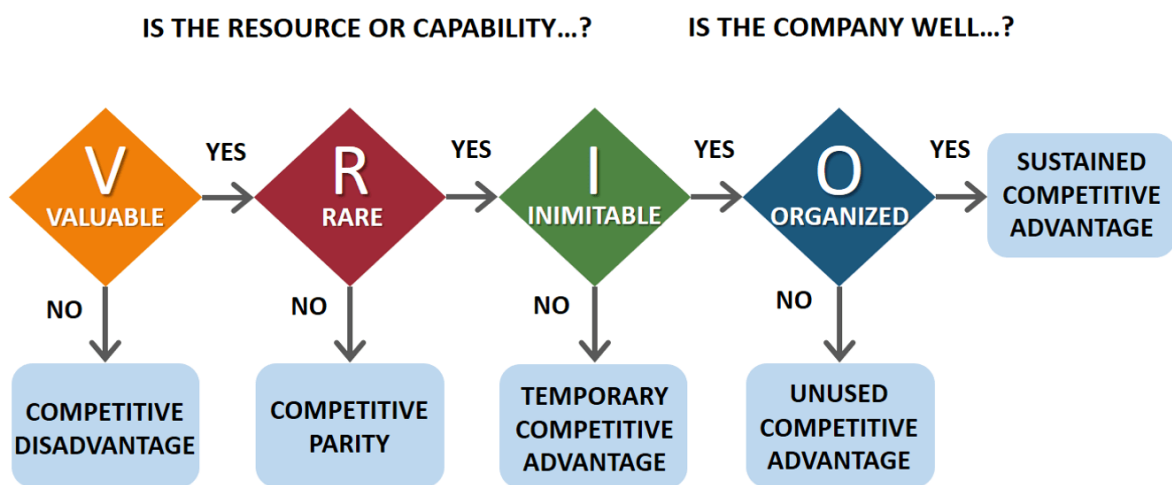
Oppdrettsbransjen i Norge er preget av et par store, noen mellomstore og flere små oppdrettsselskaper, noe som legger en demper på konkurransegraden. Det som har holdt konkurransen mest nede er den høye veksten som oppdrettsnæringen har opplevd de siste 20 årene. Dette har gitt nok rom til aktørene slik at de har unngått den harde konkurransen. Det er derimot ikke gitt at veksten vil fortsette for alltid og det kan derfor være potensiale for hardere konkurranse.

Faktorer som på sin side taler for intern rivalisering er lav grad av differensiering av produkter ettersom oppdrettslaks er et homogent produkt enn så lenge. Som vi skal se på i VRIO-analysen vil blant annet NRS kunne differensiere sine produkter gjennom for eksempel oppdrett av steril laks da forskere har funnet ulike fordeler med en slik type oppdrett. Det er dessuten enkelt og billig for kundene å bytte oppdrettsselskap, men NRS kan oppnå noe kundelojalitet gjennom sin kvalitetsbevissthet og ASC-klassifisering.

Vi konkluderer med at den interne rivaliseringen blant eksisterende aktører i bransjen er moderat ettersom det finnes faktorer som taler både for og imot rivalisering.

4.3 VRIO – Intern analyse

En VRIO analyse er et verktøy for å identifisere og etablere interne ressurser som kan gi en midlertidig eller varig konkurransefordel. Analyseverktøyet vurderer interne ressurser opp mot fire dimensjoner. Dimensjonene ser på om ressursene er verdifulle (value), sjeldne (rarity), imiterbare (imitability) og organiserte (organization). Modellen baserer seg på at det er kun de ressursene som tilfredsstill alle de fire dimensjonene som kan bli varige konkurransefortrinn. Barney hevder at det er de immaterielle ressursene som har størst mulighet til å bli relativt varige da disse er vanskelige å gjennomskue, forstå og etterligne for konkurrenter (Stiklestad et al. 2015. s. 270).



Figur 4.7: VRIO-modellen (Business-to-you)

Ut ifra hvilke svar vi får på de fire ulike spørsmålene vil vi få kategorisert de interne ressursene inn i 5 forskjellige typer ressurser som vist i figuren over. Dersom ressursen ikke er verdifull for bedriften vil ressursen være en konkurranseulemp. Hvis ressursen derimot er verdifull kan man gå videre å stille det neste spørsmålet som går på hvorvidt ressursen er sjelden. Slik vil modellen fortsette å kategorisere de ressursene man analyserer.

I den interne analysen av NRS har vi valgt å fokusere på følgende interne ressurser: geografisk beliggenhet, integrasjon av verdikjeden, selskapsstruktur og innovasjonsevne.

4.3.1 Geografisk beliggenhet

NRS har et sterkt ønske om å bli Norges mest lønnsomme oppdrettsselskap. For å oppnå dette vil lokalisering av oppdrettsvirksomheten være i sentrum. Anlegg plassert i den nordlige delen av den norske kysten har en fordel ved at det er kaldere og dermed mindre lakselus som igjen kan redusere kostnadene. Det er nettopp her NRS har lagt de fleste av oppdrettsanleggene sine. Av produksjonen i 2017 ble 77% av slaktevolumet produsert i Region Nord (NRS, 2017). Ulempen ved å legge alle anleggene i umiddelbar nærhet er økt risiko for at et sykdomsutbrudd vil ramme en svært stor andel av oppdrettsfisken til NRS.

Denne ressursen kan regnes som verdifull ettersom den påvirker virksomhetens kostnader og deres vekstmuligheter. Det er derimot ingen sjelden ressurs da flere oppdrettsselskaper ligger i de samme områdene som NRS. Det er på sin side ikke nødvendigvis så lett for nye selskaper å etablere seg i foretrukne områder, noe vi var inne på i Porters fem konkurransekrefter. Når det gjelder imiterbarheten vedrørende ressursen vil reguleringen av konsesjoner peke i retningen av at ressursen er lite imiterbar, men den kan likevel imiteres ved å kjøpe opp andre oppdrettsvirksomheter/anlegg. Beliggenhet av oppdrettsanleggene vil derfor være en verdifull, lite sjelden og en relativt imiterbar ressurs for NRS. Beliggenhet vil være en kompetitiv paritet, altså ikke noe som utgjør et konkurransefortrinn, men som heller er på et nivå som konkurrentene befinner seg på og er viktig å opprettholde.

4.3.2 Integrasjon av verdikjeden

De største selskapene i bransjen er eller har målsetting om å i stor grad være integrert gjennom hele verdikjeden (Årsrapporter 2017; Lerøy seafood, Grieg seafood, Salmar og Marine Harvest (MOWI)). NRS er på sin side involvert i alle ledd av verdikjeden i ulik grad. En sentral fordel ved stor grad av integrering vil være færre leverandører noe som betyr færre ledd som skal ta sin fortjeneste. Videre vil det bidra til positiv kunnskapsdeling noe som kan bidra til økt innovasjon og bedre måter å gjøre prosesser på. Dessuten vil et stort og integrert konsern redusere risikoen og trusler fra omgivelsene sine, samt forbedre forhandlingsposisjonen sin. Dette resulterer i reduserte kostnader og vil derfor være en verdifull ressurs for NRS. Graden av integrasjon som NRS besitter er derimot ikke sjelden da det er konkurrenter med både lik og større grad av integrasjon. For å imitere eller øke sin integrasjonsgrad kan man enten kjøpe seg inn i virksomheter eller opprette egne. Det er derfor ikke umulig å imitere, men det krever mye kapital. Integrasjonsgraden til NRS er derfor en verdifull, men er verken sjelden eller ikke-imiterbar. Integrasjonsgraden av NRS vil derfor også klassifiseres som en kompetitiv paritet.

4.3.3 Selskapsstruktur

NRS har som nevnt tidligere en egen salgsavdeling som selger både selvprodusert og ekstern laks hvor 41% av fisken som ble solgt i 2017 kom fra egenproduksjon (NRS, 2017). Dette betyr at hoveddelen av laksen som selges av NRS kommer utenfra, noe som er en styrke for NRS ettersom store lakselus- eller andre sykdomsutbrudd ikke vil ødelegge hele salgsvolumet. Dessuten reduseres volatiliteten ved inntektene ettersom det er handelsmarginer som er den største faktoren for inntjeningen i salgsavdelingen og ikke direkte lakseprisen. Selskapet bli derfor mindre påvirket av fluktuasjoner i lakseprisen. Vi kan derfor si at salgsavdelingen til NRS er en verdifull ressurs. Ettersom NRS startet som en ren videresalgsvirksomhet i 1992 har selskapet i løpet av 27 år fått utviklet et stort og verdifullt nettverk av leverandører og kunder som vil sikre avdelingen god drift i årene fremover. Selv om flere av de konkurrerende oppdrettsvirksomhetene også har salgsavdelinger, er det ingen av dem som er like omfattende som NRS sin avdeling. Ressursen er derfor også sjelden i bransjen. Nettverket NRS har bygget opp gjennom denne perioden vil kunne være svært vanskelig å imitere, men det vil være en rimelig antakelse at de andre store oppdrettsselskapene også har et lignende nettverk og det vil derfor være en imiterbar ressurs. Selskapsstrukturen til NRS, eller nærmere bestemt salgsavdelingen til NRS, utgjør dermed et midlertidig konkurransefortrinn.

4.3.4 Innovasjonsevne

Blant oppdrettsselskapene foregår det mye målrettet biologisk og teknologisk innovasjon for å løse utfordringene rundt lakselus, arealutnyttelse, rømning og andre sykdommer.

For NRS er den største biologiske innovasjonen testing av steril (triploid) laks. Fordelen med steril laks er hovedsakelig at dersom laksen først rømmer vil den ikke kunne påvirke villaksen sine gener (NRS, 2017). Dette støtter opp under samfunnets ønske om en bærekraftig vekst og fiskeridirektoratet er villig til å utdele konsesjoner til oppdrettsselskaper som jobber for dette. Slik innovasjon er følgelig lønnsomt og verdifullt. I første kvartal 2018 godkjente mattilsynet utsetting av triploid fisk for NRS-tilknyttede selskap (ilaks.no, 2018). Ifølge Fiskeribladet har forskere dessuten funnet flere fordeler med den triploide laksen: denne laksen har en mer ønskelig sammensetning av de ulike fettsyrene noe som gir en enda sunnere fisk. Dessuten vil filet-kvaliteten holde seg bedre enn ved kjønnsmoden ordinær oppdrettslaks (fiskeribladet.no, 2018).

I tillegg til å være en verdifull ressurs er det ingen av NRS sine konkurrenter som har fått innvilget tillatelse til å sette ut triploid laks, noe som gjør dette til en sjelden intern ressurs. Som med mye annen innovasjon finnes det flere måter å løse problemer på og det er ikke umulig å skape triploid laks, men mye vil avhenge av tillatelser vedrørende oppdrett av denne fisketypen. Til tross for det vil dette regnes som en imiterbar ressurs. Denne sterile laksen vil derfor kun være en midlertidig konkurransefordel.

Som nevnt under teknologiske forhold i PESTEL-analysen har NRS i samarbeid med Aker ASA utviklet Arctic Offshore Farming som er et oppdrettsanlegg som kan utnytte havareal som dagens oppdrettsanlegg ikke kan. NRS har i forbindelse med dette prosjektet fått 7,68 utviklingstillatelser og kan i tillegg bidra til en bedre utnyttelse av arealforbruket blant oppdrettsselskapene. Dette kan derfor ansees som en verdifull innovasjon. Videre har NRS hatt et annet teknologisk utviklingsprosjekt i sving, det såkalte FlipCage-prosjektet som skulle utnytte fordelene med åpen og lukket drift. FlipCage-prosjektet fikk derimot avslag av fiskeridirektoratet.

Når det er sagt er NRS på ingen måte alene om å satse på teknologisk utvikling. SalMar har som kjent fått tillatelse til å sette ut den første havmerden for å drive oppdrett offshore. Det kan derfor ikke sies å være en sjelden ressurs og vil derfor kun gi NRS en kompetitiv paritet.

Gjennom denne interne analysen kommer vi frem til et noe forventet resultat: de største selskapene i bransjen innehar mye av de samme ressursene som NRS og gjerne bedre eller mer av ressursene. NRS har likevel noen midlertidige konkurransefortrinn samtidig som de har flere spennende innovasjonsprosjekter som de kan dra nytte av i de kommende årene.

4.4 Oppsummering av analysene – SWOT

Avslutningsvis skal vi oppsummere de ulike analysene i det velkjente SWOT-rammeverket. Som vi nevnte innledningsvis i dette kapitlet er SWOT delt inn i to deler hvorav styrker og svakheter står for egenskaper ved selve NRS, mens muligheter og trusler er eksterne forhold som er viktig å utnytte eller passe på.

Blant de eksterne forholdene har vi identifisert flere trusler blant annet politiske forhold til sentrale handelspartnere. Av dem kan vi nevne Russland og Kina, usikkerhet rundt Brexit og en eventuell styrkning i den norske kronen. I tillegg til disse politiske makroforholdene finner vi trusler gjennom lakselus og andre sykdommer, rømninger og miljøutslipp av oppdrettsanleggene.

Omgivelsene rundt NRS gir heldigvis også store muligheter for ekspandert vekst, dette i form av befolkningsvekst som igjen vil føre til en økt etterspørsel, nye innovasjoner som kan utnytte eksisterende anlegg bedre, men også utnytte areal som i dag ikke kan benyttes.

Gjennom vår interne analyse har vi identifisert få svakheter, men det kan nevnes at NRS fortsatt har en vei å gå for å bli like integrert gjennom hele verdikjeden for å oppnå sine mål, samt henge med de største aktørene innen oppdrettsvirksomhet. I tillegg kan vi påpeke at NRS har en relativt stor konsentrasjon av virksomheten sin i nord noe som isolert sett er nevnt som en styrke ovenfor, men kan også være en svakhet dersom det skulle oppstå et stort sykdomsutbrudd i dette område.

NRS besitter dessuten en god del styrker som blant annet god geografisk beliggenhet gjennom de fordelene som kommer ved å drive oppdrett langs kysten av Nord-Norge. Videre anser vi deres sterke salgsavdeling som en styrke de kan dra god nytte av. Vi ser også positivt på NRS sin offensive innovasjon, både på den teknologiske og biologiske siden. Dessuten vil deres kvalitetsbevissthet kunne være med på å bidra til økt kundelojalitet noe som igjen kan øke den allerede lønnsomme driften til NRS.

5. Regnskapsanalyse

Regnskapsanalyse defineres som «*alle teknikker som benyttes for å kartlegge og belyse en bedrifts økonomiske utvikling og stilling*» (Kristoffersen. 2016. s. 437). I en regnskapsanalyse vil det normalt være fire hovedpunkter som skal vurderes: lønnsomhet, likviditet, finansiering og soliditet. Vi vil ta for oss hver og en av disse punktene ved å benytte ulike nøkkeltall og analyseteknikker for å belyse den økonomiske utviklingen og stillingen til NRS. Som nevnt i metodedelene vil vi ta utgangspunkt i offentlig tilgjengelig regnskapsdata som årsrapporter og kvartalsrapporter. Vi vil med andre ord foreta en ekstern regnskapsanalyse.

5.1 Lønnsomhet

Lønnsomheten til bedriften er av avgjørende betydning for videre eksistens av virksomheten og er dermed sentral i en regnskapsanalyse. Lønnsomhet i seg selv søker å vise hvorvidt selskapets inntekter er større enn kostnadene, med andre ord bedriftens evne til å generere overskudd. Nøkkeltall knyttet til lønnsomhet er derfor noen av de tallene som følges svært tett av nåværende og potensielle investorer. Vi vil nå undersøke de mest brukte nøkkeltallene ved en lønnsomhetsanalyse der vi tar for oss total kapitalens rentabilitet, driftsmarginen og egenkapitalens rentabilitet.

5.1.1 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten kan forenklet sies å vise størrelsen av avkastningen på investorenes investeringer. Nøkkeltallet kan regnes ut både før og etter skatt, hvor det er egenkapitalrentabiliteten etter skatt som vil være mest interessant for en investor og er derfor det nøkkeltallet vi vil fokusere på. Det er ønskelig å ha en relativt høy egenkapitalrentabilitet, men denne må sees i sammenheng med både størrelsen av egenkapitalandelen samt virksomhetens gjeldende risiko. I praksis er det vanlig at investorer ønsker høyere egenkapitalrentabilitet av et selskap med lav egenkapitalandel enn av et selskap med høyere egenkapitalandel, alt annet likt. Nedenfor presenteres formelen til egenkapitalrentabilitet etter skatt. Med gjennomsnittlig egenkapital forstår vi gjennomsnittet mellom inngående og utgående egenkapital.

$$\text{Egenkapitalrentabilitet etter skatt} = \frac{\text{Ordinært resultat} \times 100\%}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$

Vi ønsker å se på utviklingen av nøkkeltallene og vil på bakgrunn av eksternt publiserte årsregnskap samt kvartalsrapporter sette opp en oversikt over utviklingen av egenkapitalrentabiliteten de siste 6 årene.

(tall i tusen)	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Ordinært resultat	709 091	236 414	1 004 713	237 582	268 283	315 805
Gjennomsnittlig egenkapital	2 085 908	1 949 024	1 616 768	1 100 212	941 446	738 378
Egenkapitalrentabilitet etter skatt	34 %	12,10 %	62,10 %	21,60 %	28,50 %	42,80 %

Tabell 5.1: Egenkapitalrentabilitet

Perioden startet med en veldig høy egenkapitalrentabilitet på 42,8%. Denne ble redusert med over 14% til det etterfølgende året noe som skyldtes en økende egenkapital og et redusert resultat. Det noe svakere resultatet skyldtes i all hovedsak lavere slaktevolum samt økte kostnader. Egenkapitalrentabiliteten ble videre svekket i 2015 hvor den gjennomsnittlige egenkapitalen økte mer, mens resultatet ble ytterligere redusert, dette grunnet lavere finansinntekter enn året før. I 2016 økte egenkapitalrentabiliteten til 62,1% etter et svært godt resultat som igjen skyldtes en høy laksepris samt høye finansinntekter. I 2017 var egenkapitalrentabiliteten kun på 12,1%, dette på grunn av at NRS oppnådde et særdeles svakt resultat dette året. Det svake resultatet oppstod som en konsekvens av reduserte laksepriser (grunnet blant annet en økning på 15% i tilbudet på laks fra Chile), økte produksjonskostnader samt et relativt stort tap på finansielle eiendeler (grunnet et urealisert tap på TRS avtaler). 2018 ble igjen et godt år for NRS noe som i all hovedsak må tilskrives en økt laksepris, samt at finansresultatet igjen var på plussiden. Egenkapitalrentabiliteten har for NRS vært svært god i perioden og med unntak av 2017 har alle årene gitt en avkastning på egenkapitalen etter skatt på over 20%. Det er relativt store svingninger fra år til år grunnet endringer i laksepriser samt store variasjoner i finansinntektene, og skyldes ikke selve driften av virksomheten. I løpet av perioden har slaktevolumet økt med 42,8%.

5.1.2 Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabiliteten søker å vise størrelsen på virksomhetens avkastning på den totale kapitalen, med andre ord avkastningen på egenkapitalen og gjelden. Dette nøkkeltallet viser altså den samlede avkastningen på den totale bundne kapitalen uten å ta hensyn til finansieringen.

For å finne totalkapitalrentabiliteten benyttes følgende formel, hvor den gjennomsnittlige

totalkapitalen finnes ved å ta gjennomsnittet av inngående og utgående eiendeler (sum gjeld og egenkapital).

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{(\text{Driftsresultat} + \text{Finansinntekter}) \times 100\%}{\text{Gjennomsnittlig totalkapital}}$$

(tall i tusen)	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Driftsresultat	343 465	1 191 717	297 377	344 270	429 483	80 974
Finansinntekter						
Gjennomsnittlig totalkapital	3 784 273	3 291 814	2 734 854	2 325 536	1 863 568	1 571 410
Totalkapitalrentabilitet	9,10 %	36,20 %	10,90 %	14,80 %	23,00 %	5,20 %

Tabell 5.2: Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabiliteten har i perioden variert relativt mye, men har vært større enn den risikofrie renten som i perioden har vært veldig lav sammenlignet med tidligere år. Hvorvidt andre interessenter vil være fornøyd med avkastningen over den gjennomsnittlige totalkapitalen vil avhenge av deres risikovurdering av virksomheten samt sammenligning av andre selskap i og utenfor bransjen. Av tabellen over kommer det klart fram at NRS har hatt en sterk økning i gjennomsnittlig totalkapital, noe som også har vært trenden ved den gjennomsnittlige egenkapitalen. Dette i samsvar med NRS sin strategi om å ekspandere virksomheten. Trenden er naturligvis lik som for egenkapitalrentabiliteten med de to beste årene i perioden i 2013 og 2016. Årsrapporten for 2018 har ved slutføring av denne oppgaven ikke blitt publisert, men av tall fra kvartalsrapporten Q4 i 2018 kan man se at driftsresultatet for 2018 er sterkt forbedret fra 2017. Dette vil kun gi en indikator på hvordan 2018 har vært ettersom de nødvendige dataene ikke er tilgjengelig per dags dato.

5.1.3 Driftsmargin

Vi skal nå å se på driftsmarginen til NRS for å få et isolert innblikk i selskapets drift. Driftsmarginen ser med andre ord bort i fra finansinntektene og finanskostnadene. Formelen gjengis under og er en simpel formel som søker å vise hvor mye bedriften sitter igjen med for hver omsatt krone.

$$\text{Driftsmargin i \%} = \frac{\text{Driftsresultat} \times 100\%}{\text{Driftsinntekter}}$$

(tall i tusen)	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Driftsresultat	807 739	485 719	876 628	249 065	242 655	379 560
Driftsinntekter	5 080 806	4 937 798	4 224 340	3 210 548	2 599 799	2 727 271
Driftsmargin (%)	15,90 %	9,80 %	20,80 %	7,80 %	9,30 %	13,90 %

Tabell 5.3: Driftsmargin

Vi leser av tabellen at driftsinntektene øker jevnt, mens driftsresultatet ikke har noen klar trend. Vi kan likevel påpeke at også driftsmarginen er klart best i 2016 og 2018, i likhet med begge rentabilitetsmålene. Rekordåret 2013 førte med seg en solid driftsmargin på nesten 14% før to år med noe tilbakegang sto for tur. 2016 ble et år med nye rekorder og en svært høy driftsmargin på 20,8%. 2017 var et noe svakere år før driftsresultatet igjen økte i 2018 og NRS leverte nok et godt år med tanke på lønnsomhet.

Vi kan på bakgrunn av disse nøkkeltallene si at NRS allerede er et svært lønnsomt selskap som har et sterkt virksomhetsgrunnlag for videre drift.

5.2 Finansiering

I en regnskapsanalyse er det sentralt å kikke på finansieringen av driften, altså hvordan virksomheten har anskaffet og anvendt kapitalen (Kristoffersen. 2016. s. 461). Det interessante i denne analysen er om eiendelene er finansiert langsiktig eller kortsiktig. Eiendeler som er finansiert langsiktig er finansiert gjennom langsiktig gjeld og egenkapital, mens eiendeler som er kortsiktig finansiert er finansiert med kortsiktig gjeld. Skillet mellom kortsiktig og langsiktig gjeld finner vi ved å se på gjeldens forfallstidspunkt. Gjeld som forfaller i løpet av ett år vil regnes som kortsiktig, mens gjeld som har lengre forfallstid vil bli sett på som langsiktig. Vil i denne analysen benytte oss av nøkkeltallet finansieringsgrad 1.

5.2.1 Finansieringsgrad 1

Dette nøkkeltallet baserer seg på balansen og viser i hvor stor grad anleggsmidlene er langsiktig finansiert (Kristoffersen. 2016. s. 462). Anleggsmidler er ment for langvarig bruk eller eie. Dersom nøkkeltallet er under 1 betyr dette at anleggsmidlene er langsiktig finansiert og en generell regel er derfor at nøkkeltallet ikke bør overstige verdien 1. Dette er selvfølgelig kun

en tommelfingerregel og kan ikke gjøres gjeldende i alle tilfeller da det vil komme an på bransjepraksis og konkurransevilkår med mer.

$$\text{Finansieringsgrad 1} = \frac{\text{Anleggsmidler}}{\text{Langsiktig kapital}}$$

(tall i tusen)	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Anleggsmidler	2 175 385	1 806 410	1 614 281	1 197 221	1 092 989	850 721
Langsiktig kapital	3 276 598	2 693 556	2 756 967	2 155 845	1 824 167	1 434 031
Finansieringsgrad 1	0,66	0,67	0,59	0,56	0,6	0,59

Tabell 5.4: Finansieringsgrad 1

Tabellen viser oss at finansieringsgrad 1 holder seg godt innenfor tommelfingerregelen for hele perioden, men at den har gått opp noe de siste årene. Dette er ikke et problem da avviket mellom anleggsmidler og langsiktig kapital har steget i absolutt størrelse. Dette innebærer at selv om NRS ønsker å ekspandere i størrelse som medfører større investeringer i anleggsmidler, så klarer de altså å få finansiert dette gjennom langsiktig kapital.

Ettersom nøkkeltallet ved utgangen av 2018 viser 0,66 vil en del av de mindre likvide omløpsmidlene være finansiert gjennom langsiktig kapital. Dette er et godt tegn ettersom disse omløpsmidlene bruker litt tid på å bli omgjort til penger (likvide midler), slik at dersom de var dekket med kortsiktig gjeld kunne dette bydd på problemer den dagen disse forfaller. Finansieringen av driften viser altså ingen svakhetstegn for NRS.

5.3 Soliditet

Soliditet er nært knyttet til finansiering og sier noe om en bedrifts evne til å tåle tap. Foretakets soliditet er gjerne knyttet til størrelsen på egenkapitalen i forhold til samlet kapital i bedriften (Kristoffersen. 2016. s. 465). For å analysere virksomhetens soliditet vil vi benytte oss av egenkapitalandel, gjeldsgrad og rentedekningsgrad.

5.3.1 Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen er et simpelt nøkkeltall som kun viser hvor stor prosentandel egenkapitalen utgjør av den samlede totalkapitalen. Sagt med andre ord kan tallet i så måte forklare hvor stor

prosent av eiendelene som finansieres av egenkapitalen. Det vil derfor være positivt med et så stort tall som mulig.

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapital} \times 100\%}{\text{Totalkapital}}$$

(tall i tusen)	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Egenkapital	2 320 785	1 851 030	2 047 017	1 186 519	1 013 904	868 987
Totalkapital	4 090 834	3 855 163	3 713 382	2 870 245	2 599 462	2 051 612
Egenkapitalandel	56,70 %	48,00 %	55,10 %	41,30 %	39,00 %	42,40 %

Tabell 5.5: Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen har vært stigende i perioden, noe som betyr at egenkapitalen har økt mer enn totalkapitalen. Egenkapitalen har økt svært mye grunnet de sterke årsresultatene NRS har levert. Takket være de solide overskuddene har de ikke hatt like stort behov for å øke gjelden sin. En egenkapitalandel over 40% ansees normalt som meget bra og vil bidra til en lavere risiko, samt gjøre det lettere å ta opp nye lån med gode lånebetingelser. Ifølge Kristoffersen vil en egenkapitalandel på 30-35% være tilfredsstillende i de fleste virksomheter, men dette er likevel ikke en klar retningslinje som bedrifter må følge (Kristoffersen. 2016. s. 466). NRS har ved utgangen av 2018 en egenkapitalandel på 56,7% noe som vil si at summen av egenkapitalen er større enn summen av gjelden. Dette gjør at det skal svært mye til for at NRS skal kunne bli slått konkurs innen den nærmeste framtiden.

5.3.2 Gjeldsgrad

Gjeldsgrad er et nøkkeltall som viser forholdet mellom kapital innhentet av eierne og kapital som er anskaffet eksternt. Jo lavere forholdstallet er, desto mer solid er bedriften (Kristoffersen. 2016. s. 466).

$$\text{Gjeldsgrad} = \frac{\text{Gjeld}}{\text{Egenkapital}}$$

(tall i tusen)	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Gjeld	1 770 049	2 004 133	1 666 365	1 683 726	1 585 558	1 182 623
Egenkapital	2 320 785	1 851 030	2 047 017	1 186 519	1 013 904	868 987
Gjeldsgrad	0,76	1,08	0,81	1,42	1,56	1,36

Tabell 5.6: Gjeldsgrad

Ettersom dette forholdstallet henger sammen med egenkapitalandelen (jo større egenkapitalandel, desto mindre gjeldsgrad), vil trenden være lik for gjeldsgraden som for egenkapitalandelen. For hele perioden har gjeldsgraden vært gjennomgående lav, og spesielt de tre siste årene hvor den har vært veldig lav. Dette betyr at det går relativt lite ressurser med på å håndtere lån og rentekostnader, noe som er positivt i seg selv. Den synkende gjeldsgraden og økende egenkapitalandelen indikerer at selskapet holder tilbake store deler av overskuddet noe som vil være lurt i forbindelse med utvidelse av virksomheten da disse investeringene forhåpentligvis vil ha større avkastning enn hva eierne krever.

5.3.3 Rentedeckningsgrad

Dette nøkkeltallet forteller i hvilken grad en bedrift er i stand til å betale sine rentekostnader. Størrelsen på rentedeckningsgraden avhenger av lønnsomheten og renter på gjelden i bedriften (Kristoffersen. 2016. s. 467). Av formelen nedenfor ser vi at dersom nøkkeltallet er mindre enn 1 vil bedriften gå med underskudd. Det vil derfor være et visst krav om at tallet bør være større enn 1, men helst større enn 3. Jo mer lønnsom virksomheten er, desto større vil forholdstallet være. Ut ifra lønnsomhetsanalysen vil vi kunne forvente relativt høye verdier.

$$\text{Rentedeckningsgrad} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt} + \text{Rentekostnader}}{\text{Rentekostnader}}$$

(tusen i tusen)	2017	2016	2015	2014	2013
Ordinært resultat før skatt + rentekostnader	343 856	1 190 440	294 941	343 139	427 613
Rentekostnader	21 262	18 020	24 860	22 434	31 321
Rentedeckningsgrad	16,2	66,1	11,9	15,3	13,7

Tabell 5.7: Rentedeckningsgrad

På grunn av god lønnsomhet sett opp mot rentekostnadene vil rentedeckningsgraden være gjennomgående god i NRS gjennom hele perioden. Dette betyr at grunnet gode overskudd før skatt kan NRS fint betjene rentekostnadene sine uten problemer. Dersom vi ser bort fra 2016, har nøkkeltallet ligget rundt 12-16 hvert år, noe som er meget betryggende. Årsrapporten og dermed rentekostnadene per 2018 er ikke offentlig publisert ved ferdigstillingen av denne oppgaven, men grunnet det meget sterke resultatet for 2018 vil nok også rentedeckningsgraden være svært høy i 2018. I tillegg til de sterke resultatene har renter generelt sett vært historisk

lave i perioden, noe som også har bidratt til å gi reduserte rentekostnader som igjen øker rentedekningsgraden.

Som vi nå har sett gjennom analysen av nøkkeltallene er soliditeten til NRS svært god. Selskapet kan gå på store tap uten umiddelbare problemer og har i tillegg en meget romslig egenkapital og rentedekningsgrad. Selskapet har derfor få problemer med å øke gjelden sin dersom dette er nødvendig.

5.4 Likviditet

En likviditetsanalyse er en analyse av en bedrifts betalingsevne og innebærer en kartlegging av bedriftens evne til å betale sine forpliktelser ved forfall (Kristoffersen, 2016, s. 468). Kristoffersen trekker frem at det i tillegg til en slik analyse er viktig å være oppmerksom på at analysen av balansen ikke tar hensyn til muligheten for å ta opp kreditt etter forfallstidspunktene og vil derfor kunne gi et feil inntrykk. Vi vil i denne analysen benytte oss av de mest sentrale nøkkeltallene for likviditet i form av likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2.

5.4.1 Likviditetsgrad 1

Nøkkeltallet søker å vise virksomhetens mulighet til å nedbetale den kortsiktige gjelden med omløpsmidlene sine. Historisk sett har det vært vanlig å si at likviditetsgrad 1 bør være større enn 2, men i praksis er dette kravet noe redusert (Kristoffersen, 2016, s. 470). I 2014 var gjennomsnittlig likviditetsgrad 1 for aksjeselskap i Norge på 1,2. Dersom tallet er mindre enn 1 betyr det at firmaet ikke har mulighet til å betale ned den kortsiktige gjelden gjennom likvidering av omløpsmidlene sine.

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

(tall i tusen)	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Omløpsmidler	1 915 449	2 048 753	2 099 101	1 673 024	1 506 473	1 200 891
Kortsiktig gjeld	814 236	1 161 607	956 415	714 400	775 295	617 579
Likviditetsgrad 1	2,35	1,76	2,19	2,34	1,94	1,94

Tabell 5.8: Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 har i perioden vært rundt det historiske kravet og ligger ved utgangen av perioden også et godt stykke over 2. Det betyr at likviditeten til NRS er god og virker å være på vei oppover. Dette tilsier at det har vært en stor økning i omløpsmidler i NRS disse årene, med en relativt sett mindre økning i den kortsiktige gjelden.

5.4.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 viser virksomhetens evne til å nedbetale den kortsiktige gjelden, men til forskjell fra likviditetsgrad 1 vil likviditetsgrad 2 inkludere kun de mest likvide omløpsmidlene. De mest likvide omløpsmidlene er normalt alle omløpsmidler unntatt varebeholdningen. Dette nøkkeltallet har ifølge Kristoffersen historisk sett hatt et krav om å være større enn 1 (Kristoffersen. 2016. s. 470). Hvis tallet innfrir dette kravet vil det bety at NRS kan betale ned den kortsiktige gjelden uten å måtte selge varelageret sitt.

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

(tall i tusen)	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Mest likvide omløpsmidler	593 680	771 749	792 067	802 466	657 529	534 615
Kortsiktig gjeld	814 236	1 161 607	956 415	714 400	775 295	617 579
Likviditetsgrad 2	0,73	0,66	0,83	1,12	0,85	0,87

Tabell 5.9: Likviditetsgrad 2

Nøkkeltallet har kun innfridd det historiske kravet en gang (i 2015) og i tillegg har trenden vært negativ for perioden. Mens bedriftens omløpsmidler har økt relativt mye disse årene har de mest likvide omløpsmidlene økt relativt lite, noe som indikerer at varebeholdningen har økt mye disse årene. Varebeholdningen har nærmere bestemt hatt en økning fra 666 276 000 kr til 1 321 769 000 kr, noe som nesten tilsvarer en dobling. Dette må kunne forventes av en virksomhet med et sterkt ønske om videre vekst. Det er likevel viktig å påpeke at likviditeten definitivt kan forbedres og bør overvåkes de kommende årene slik at den negative trenden ikke fortsetter.

Som vi nå har sett gjennom denne regnskapsanalysen driver NRS en svært solid virksomhet med store overskudd, god og sunn finansiering med en grei likviditet. Vi finner få svakheter gjennom analysen, men mener likviditeten kan forbedres noe.

6. Verdssettelse

I den finansielle analysen ser en investor på trender, mål og planer, balansen, resultatet og kontantstrømmene for en bedrift eller et prosjekt for å vurdere en potensiell investering. I vår finansielle analyse vil vi verdsette Norway Royal Salmon ASA ved å utarbeide en kontantstrømmodell.

6.1 Verdssettelse med DCF

I en finansiell analyse vil det være to helt essensielle faktorer man må få kartlagt rundt den potensielle investeringen. Dette er risikoen og den forventede avkastningen. Disse to faktorene er tett tilknyttet i form av at hvis en aksje har høyere risiko enn en tilsvarende aksje, så vil en investor forvente høyere avkastning. Det betyr at om en investor skal finne NRS sin aksje interessant må den forventede avkastningen tilsvare investorens risikopreferanse. Innen finansteorien skiller man mellom to typer risiko: markedsrisiko og bedriftsspesifikk risiko.

Markedsrisiko er usikkerhet knyttet til bestemte forhold i markedet. Dette gjelder makroøkonomiske faktorer som ligger utenfor bedriftenes makt. Blant disse faktorene har vi konjunkturer, valuta, rentebeslutninger, naturkatastrofer og politiske forhold. Kjentegnet ved markedsrisiko er at risikoen er ikke-diversifiserbar. Man vil med andre ord alltid være utsatt for denne i mer eller mindre grad avhengig av porteføljens beta (se neste delkapittel). Ettersom denne risikoen ikke kan diversifiseres vil en investor kreve en høyere avkastning for å ta på seg denne risikoen enn ved en investering som i mindre grad er påvirket av slik type risiko

Bedriftsspesifikk risiko er usikkerhet knyttet til mikroøkonomiske forhold og er faktorer som derfor ikke påvirker hele markedet, men hovedsakelig kun en bedrift eller mindre deler av en bransje. Bedriftsspesifikke faktorer knyttet til NRS er blant annet lakselus, laksepris, andre sykdommer, rømninger og risiko for konkurs. Dette er faktorer som har minst like stor innvirkning på aksjekursen som makroforhold, men dette er en risiko som kan diversifiseres gjennom å holde en bred og diversifisert portefølje, altså aksjer som ikke er utsatt for de samme mikroøkonomiske faktorene. Ettersom det er blitt svært enkelt å diversifisere bort denne risikoen vil ikke en investor få kompensasjon for å ta på seg en slik risiko. Dette betyr at det kun er følsomhet for markedsrisikoen (betaen) som bestemmer den forventede avkastningen for en investor, noe som er bakgrunnen for CAPM-modellen.

6.1.1 Avkastningskrav

For å beregne en forventet avkastning ved en investering som inneholder markedsrisiko vil det være sentralt å kartlegge avkastningen ved en såkalt risikofri investering for deretter å legge på en risikopremie som avhenger av hvor utsatt investeringen er av markedsrisiko. I Norge er det vanlig å betrakte statsobligasjoner som risikofrie. Dette skyldes av at det er svært lite usikkerhet rundt utbetalinger knyttet til obligasjonene. I det norske markedet er det derfor størst oppslutning rundt å benytte seg av avkastningen på 10-årige statsobligasjoner ved Norges Bank som den risikofrie renten (PwC, 2018). Denne var ved utgangen av 2018 på 1,79 %. I den samme undersøkelsen utført av PwC kom det frem at de fleste investorene likevel benyttet seg av en risikofri rente på 3%. Med dette som grunnlag velger vi å benytte oss av en risikofri rente på 2,5% ved våre beregninger.

Når det gjelder markedets risikopremie vil vi starte med å påpeke at ingen vet helt sikkert hvor mye investorer krever eller forventer som avkastning for å ta på seg markedsrisiko. Man kan gjerne starte med å se på historiske avkastninger på investeringer med markedsrisiko opp mot risikofrie investeringer. Denne metoden er åpenbart feilbarlig med tanke på dagens verdensbilde, men kan likevel gi oss verdifull informasjon. Gjennomsnittlig risikopremie har fra 1900-2014 vært på 7,7% i det amerikanske markedet. I følge Brealey, Myers og Allen vil derfor en risikopremie mellom 5-8% vil være fornuftig i det amerikanske markedet (Brealey et al. 2017. s. 164-165). Gjennom en undersøkelse utført av PwC i desember 2018 benyttes en risikopremie på 5% som oftest i det norske markedet (PwC, 2018). Vi mener imidlertid at en risikopremie på 6% vil være et bedre estimat med tanke på den historiske avkastningen.

6.1.2 Aksjebeta og CAPM

Aksjebetaen, heretter kalt beta, uttrykker hvor sensitivt et verdipapir er for markedsbevegelser. Den måler med andre ord markedsrisikoen ved selve verdipapiret (Brealey et al. 2017. s. 181). Dersom en aksje har en positiv beta vil aksjen ha en tendens til å følge markedet (om markedet går opp vil også aksjen opp), men om betaen er mellom 0 og 1 vil utslaget være mindre for aksjen enn markedet. Det motsatte gjelder dersom betaen er større enn 1 da utslagene på aksjen vil være større enn utslaget i markedet. I de få tilfellene hvor man skulle finne negative betaer vil det tilsa at aksjen har en tendens å gå motsatt vei av markedet.

Betaen er et viktig mål og vi vil senere bruke denne til å beregne CAPM som inngår i WACC. For å beregne denne betaen må man sette aksjens historiske avkastninger opp mot markedets historiske avkastninger og man må derfor definere markedet. Det vanligste er å benytte seg av hovedindeksen av markedet aksjen omsettes i. For oss vil dette tilsvare alle aksjene på Oslo Børs og vi benytter derfor indeksen OSEAX. Vi har beregnet betaen på bakgrunn av de månedlige avkastningene de siste 3 årene ved NRS og OSEAX. Betaen beregnes på følgende måte (hvor i er aksjen og m står for markedet/indeksen):

$$Beta_i = \frac{kovarians_{im}}{varians_m}$$

Gjennom disse beregningene finner vi en beta over de 3 siste årene på 0,58 for NRS (se vedlegg 1). Dette betyr at aksjen har relativt lav markedsrisiko og at den har en tendens til å følge markedet. Våre utregninger legger vi til grunn at betaen til NRS vil være den samme som den har vært over de siste 3 årene, noe som ikke nødvendigvis er sant. Vi vil uansett benytte denne betaen da det vil være et godt estimat. Nedenfor har vi i tillegg sammenlignet vår utregnede beta opp mot andre aktører i oppdrettsbransjen og regnet ut gjennomsnittlig beta for bransjen (Betaverdier hentet fra E24, mars 2019). Tabellen viser at NRS har den laveste betaen blant de sentrale aktørene i bransjen og godt under gjennomsnittet, noe som viser at selskapet er mindre utsatt for markedsrisiko enn sine konkurrenter.

<u>Selskap</u>	<u>Beta</u>
Austevoll Seafood	0,85
Grieg Seafood	1,2
Lerøy Seafood	0,76
Mowi	0,59
NRS	0,58
Salmar	0,73
Gjennomsnitt	0,785

Figur 6.1: Aksjebetaer i bransjen

CAPM (Capital Asset Pricing Model) er en modell som baserer seg på en enkel tanke om at i et kompetitivt marked vil forventet risikopremie variere i proporsjon med betaen. (Brealey et al. 2017. s. 200). For å regne ut den forventede avkastningen benytter vi oss av verdier vi har omtalt tidligere i dette delkapittelet ved å sette dem inn i følgende formel:

$$r = \beta(r_m - r_f) + r_f$$

r_m – markedets avkastning

r_f – risikofri rente

β – aksjebetaen

r – forventet avkastning

Ved å gjøre de nødvendige beregningene kommer vi frem til at forventet avkastning for NRS er 6,00%.

6.1.3 WACC

For å finne bedriftens verdi i dag må vi beregne et avkastningskrav som vi kan neddiskontere de estimerte kontantstrømmene med. Dette avkastningskravet kalles WACC (Weighted-average cost of capital) eller avkastningskravet til totalkapitalen og er et vektet avkastningskrav. Det betyr at man benytter seg av forventet avkastning på egenkapitalen (som vi finner ved CAPM) og vekter denne med egenkapitalandelen. Deretter legger man til den forventede gjeldskostnaden og vekter denne med andel rentebærende gjeld av totalkapitalen. Man må i tillegg passe på at avkastningskravet beregnes etter skatt slik at det samsvarer med de estimerte kontantstrømmene.

$$WACC \text{ (etter skatt)} = \frac{E}{V} * r_e + \frac{D}{V} * r_d(1 - T_c)$$

E = Markedsverdien på selskapets egenkapital

D = Markedsverdien på selskapets rentebærende gjeld

V = Summen av egenkapitalen og gjelden

r_e = Avkastningskrav av egenkapital etter skatt

r_d = Gjeldskostnad

T_c = Skattesats

For å finne gjeldskostnaden beregner vi renten som rentekostnad og deler denne på netto rentebærende gjeld. Vi mener vi oppnår det beste anslaget for selskapets rentekostnad ved å

beregne gjennomsnittet av rentesatsen ved de 5 siste tilgjengelige årsrapportene. Dette gir en gjeldsrente ved den rentebærende gjelden på 5%. Se vedlegg 2 for beregninger.

Aksjebeta	0,58322306
Markedets risikopremie	6,0 %
Risikofri rente	2,50 %
EK andel	56,70 %
Gjeldsandel	43,30 %
Lånerente	5 %
Skatt	22 %
CAPM	6,00 %
WACC	5,09 %

Figur 6.2: Beregning av avkastningskrav

6.1.4 Verdssettelse ved bruk av total kapitalmodellen

I vår verdsettelse av Norway Royal Salmon ASA ønsker vi å benytte oss av en modell basert på total kapitalen. Vi ønsker med andre ord å estimere de fremtidige frie kontantstrømmene for så å neddiskontere disse til verdsettelsestidspunktet. Verdien for selskapet i dag vil være lik de frie kontantstrømmene neddiskontert mot selskapets avkastningskrav (WACC).

Med fri kontantstrøm forstår vi hvor mye penger et selskap sitter igjen med etter at de har foretatt alle nødvendige investeringer for fremtidig vekst. Det kan også bli sett på som andelen selskapet har til overs for sine investorer etter å ha foretatt investeringer (Brealey et al. 2017. s. 94). For å finne disse kontantstrømmene blir vi nødt til å prognostisere verdier for selskapets fremtidige drift.

Vi blir i tillegg nødt til å beregne en terminalverdi der vi benytter oss av en konstant vekstrate, samt kontantstrømmen for terminalåret. Terminalverdien beregnes på følgende måte:

$$\text{Terminalverdi} = \frac{\text{Kontantstrøm i terminalåret}}{\text{Avkastningskravet} - \text{Konstant vekstrate}}$$

Vi skal i det følgende estimere kontantstrømmen til NRS for de fem neste årene. I vårt tilfelle vil estimatene være nært knyttet opp mot solgt volum og fremtidige laksepriser.

Volum

I forbindelse med estimering av solgt volum for de neste fem årene har vi sett på flere tilnærminger. Vi har blant annet beregnet gjennomsnittlig årlig vekst i solgt volum for NRS fra 2008 til 2018. Resultatene viser til en årlig vekst på 8%. Vi mener at denne vekstraten er alt for

høy og vil ikke være bærekraftig i mange år fremover. Samtidig vil man kunne møte på utfordringer i forbindelse med konsesjonsregimet i Norge.

Vi har imidlertid større tiltro til Kontali Analyse (Salmon world 2018) sine estimater knyttet til produksjon av atlantisk laks for kommende år. De estimerer med en økning på 4-5% i produksjon av oppdrettslaks. Vi vil dermed benytte oss av en vekstrate på 4% i perioden 2019-2023.

Volum	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Solgt volum (tonn)	82 420	85 717	89 145	92 711	96 420	100 277
Vekst	-	4 %	4 %	4 %	4 %	4 %

Figur 6.3: Estimert volum

Laksepris

For å estimere lakseprisen vil vi benytte oss av fishpools estimater for forwardpriser, det vil si gjennomsnittlige ettårige forwardpriser. Forward er en kontrakt om levering av en bestemt vare på et tidspunkt i fremtiden til en bestemt pris (SNL3).



Figur 6.4: Laksepriser 2013-2023

Driftsinntekt

Som vi har vært inne på tidligere vil selskapets salgsinntekter i hovedsak bestå av inntekter knyttet opp mot driften, det vil si salg av laks. Vi vil derfor estimere fremtidige salgsinntekter ved å multiplisere våre estimater av solgt volum og laksepris. Selskapet har ikke siden 2013 mottatt andre driftsinntekter enn selve salgsinntektene. I tillegg til å beregne solgt volum multiplisert med lakseprisen vil vi legge til et avvik basert på differansen mellom våre estimater og virkelig verdi. Dette salgssavviket vil også bli lagt til i perioden 2019-2023.

Salgsavvik	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Solgt volum (tonn)	62 141	59 110	69 971	66 808	77 799	82 420
Laksepris (NOK/kg)	39,59	40,30	42,09	63,13	60,88	60,76
Virkelige salgsinntekter (i 1000)	2 603 712	2 599 799	3 210 548	4 224 340	4 937 798	5 080 806
Volum * Laksepris	2 460 162	2 382 133	2 945 079	4 217 589	4 736 403	5 007 839
Salgsavvik	5,8 %	9,1 %	9,0 %	0,2 %	4,3 %	1,5 %
Gj.snittlig avvik	5,0 %					

Salgsinntekt	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Solgt volum (tonn)	85 717	89 145	92 711	96 420	100 277
Laksepris (NOK/kg)	61,73	61,35	59,00	59,00	59,00
Salgsinntekt (i 1000)	5 291 512	5 469 075	5 469 966	5 688 765	5 916 315
Salgsavvik	263 302	272 137	272 182	283 069	294 392
Salgsinntekt + Salgsavvik	5 554 814	5 741 212	5 742 148	5 971 834	6 210 707

Figur 6.5: Estimert salgsinntekt

Varekostnad

For å estimere fremtidige varekostnader ønsker vi å finne ut prosentvis hvor stor andel varekostnadene utgjør av salgsinntektene. Grunnen til at vi kobler varekostnadene opp mot salgsinntektene skyldes at de korrelerer i høy grad. Korrelasjon forteller oss om verdier for en variabel går systematisk sammen med verdier for en annen variabel. Videre vil korrelasjonsmålet variere mellom yttergrensene på -1 og 1. Desto nærmere yttergrensene man kommer, jo sterkere er samvariasjonen. Er samvariasjonen positiv betyr det at høye verdier på en variabel går sammen med høye verdier på den andre variabelen, og motsatt for negativ samvariasjon (Jacobsen, 2015, s. 337-339). I vårt tilfelle er korrelasjonen mellom salgsinntekter og varekostnader lik 0,996 noe som indikerer svært høy positiv samvariasjon.

Basert på de seks siste årene ser vi at gjennomsnittlig årlig varekostnad utgjør 80,7 % av salgsinntektene. Dette fører til følgende estimater av fremtidige varekostnader:

Varekostnad	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Salgsinntekt (i 1000)	2 603 712	2 599 799	3 210 548	4 224 340	4 937 798	5 080 806
Varekostnad (i 1000)	2 137 934	2 175 278	2 707 071	3 230 927	3 889 102	3 994 231
Varekostnad/Salgsinntekt	82,1 %	83,7 %	84,3 %	76,5 %	78,8 %	78,6 %
Gj.snittlig andel	80,7 %					
Korrelasjon	0,996					

	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Varekostnad (i 1000)	4 480 510	4 630 858	4 631 613	4 816 877	5 009 552

Figur 6.6: Estimert varekostnad

Lønnskostnad

Når det gjelder estimering av fremtidige lønnskostnader benytter vi oss av samme tilnærming som for varekostnader. Korrelasjonen mellom salgsinntekter og lønnskostnader er svært høy og indikerer høy positiv samvariasjon mellom postene. Vi ser at lønnskostnadene i gjennomsnitt utgjør 3,4 % av salgsinntektene. Ved bruk av denne tilnærmingen kommer vi frem til følgende estimater:

Lønnskostnader	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Lønnskostnader	85 627	104 557	113 268	155 468	138 596	158 451
Lønnskostnad/Salgsinntekt	3,3 %	4,0 %	3,5 %	3,7 %	2,8 %	3,1 %
Gj.snittlig andel	3,4 %					
Korrelasjon	0,905					

	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Lønnskostnad (i 1000)	189 272	195 623	195 655	203 482	211 621

Figur 6.7: Estimert lønnskostnader

Annen driftskostnad

Det å estimere fremtidige verdier for denne posten er noe vanskeligere sammenlignet med det vi har gjort tidligere. Dette skyldes at vi har en middels korrelasjon på 0,5 mellom salgsinntekter og annendriftskostnad. Til tross for det velger vi å benytte oss av målet for gjennomsnittlig andel av salgsinntektene på 2,6 %. Vi tillater oss å gjøre dette da posten for andre driftskostnader er relativt sett nokså liten og vil dermed bidra til mindre utslag på de frie kontantstrømmene.

Annen driftskostnad	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Annen driftskostnad (i 1000)	90 422	29 531	78 497	-99 746	335 459	197 211
Annen driftskostnad/Salgsinntekt	3,5 %	1,1 %	2,4 %	-2,4 %	6,8 %	3,9 %
Gj.snittlig andel	2,6 %					
Korrelasjon	0,500					

	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Annen driftskostnad (i 1000)	66 688	66 588	82 231	108 197	126 471

Figur 6.8: Estimert annen driftskostnad

Avskrivninger

Også det å estimere fremtidige avskrivninger er svært utfordrende. Dersom vi beregner gjennomsnittlig årlig vekst siden 2013 kommer vi frem til en årlig vekstrate på 21,9 %. En alternativ tilnærming vil være å benytte seg av en konstant avskrivningsverdi gjennom hele

perioden. Årsaken til at denne tilnærmingen vurderes skyldes at selskapet benytter seg av lineære avskrivninger, i tillegg til at konsesjoner ikke avskrives. Når det er sagt mener vi at det er mer hensiktsmessig å benytte seg av den årlige vekstraten for avskrivninger, fordi man historisk sett har vært vitne til økninger i de årlige avskrivningene.

Avskrivninger	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Årlig avskrivning	33 728	41 412	54 697	61 063	82 063	89 299
Vekst	22,8 %	32,1 %	11,6 %	34,4 %	8,8 %	
Gj.snittlig vekst	21,9 %					

Avskrivninger (gj.snittlig vekst)	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Årlig avskrivning (i 1000)	108 893	132 786	161 922	197 450	240 775

Figur 6.9: Estimerte avskrivninger

Skatt

Skattesatsen har vært gjennom flere endringer i løpet av de siste årene. Nytt av året (2019) er at skattesatsen for bedrifter i Norge er redusert med ett prosentpoeng til 22 %. Da NRS har størsteparten sine enheter i Norge velger vi å benytte oss av 22 % som fremtidig skattesats (Regjeringen, 2018d).

Kundefordringer

Ved beregning av fremtidige kundefordringer ser vi på forholdet mellom salgsinntekter og kundefordringer. Av beregningene nedenfor ser vi at fremtidige kundefordringer vil utgjøre i overkant av 13 % av fremtidige salgsinntekter.

Kundefordringer (1000)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Kundefordringer	412 148	421 691	500 689	478 214	546 082	438 027
Salgsinntekter	2 603 712	2 599 799	3 210 548	4 224 340	4 937 798	5 080 806
Kundefordring / Salgsinntekt	15,8 %	16,2 %	15,6 %	11,3 %	11,1 %	8,6 %
Gj.snittlig andel	13,1 %					
Korrelasjon	0,541					

Figur 6.10: Estimerte kundefordringer

Varelager

Vi beregner varelager på tilsvarende måte som vi gjorde for kundefordringer. I dette tilfellet vil vi imidlertid se på forholdet mellom varelager og varekostnader. I NRS sitt tilfelle vil deres varelager i hovedsak bestå av to elementer: Råvarer og ferdigvarer. Råvarer består i all vesentlighet av fôr til oppdrettsvirksomheten, mens ferdigvarelageret består av frossen laks til videresalg, samt varer under transport til kunder (der risiko enda ikke er ført over til kunden). I tillegg til dette vil også biologiske eiendeler inngå som en del av varelageret. Med biologiske eiendeler forstår vi konsernets fisk i sjøen (NRS, 2017).

Varelager	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Varelager	666 276	848 944	870 558	1 307 034	1 277 004	1 321 769
Varekostnad	2 137 934	2 175 278	2 707 071	3 230 927	3 889 102	3 994 231
Varelager / Varekostnad	31,2 %	39,0 %	32,2 %	40,5 %	32,8 %	33,1 %
Gj.snittlig andel	34,8 %					
Korrelasjon	0,922					

Figur 6.11: Estimert varelager

Leverandørgjeld

Også leverandørgjelden beregnes ved å se på forholdet mellom leverandørgjeld og varekostnad. Korrelasjonen i dette tilfellet er middels sterk.

Leverandørgjeld	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Leverandørgjeld	382 944	426 331	530 436	646 515	549 526	446 993
Varekostnad	2 137 934	2 175 278	2 707 071	3 230 927	3 889 102	3 994 231
Leverandørgjeld / Varekostnad	17,9 %	19,6 %	19,6 %	20,0 %	14,1 %	11,2 %
Gj.snittlig andel	17,1 %					
Korrelasjon	0,451					

Figur 6.12: Estimert leverandørgjeld

For å estimere fremtidige frie kontantstrømmer er vi interessert i å se på endringene av henholdsvis kundefordringer, varelager og leverandørgjeld. Våre estimater for dette er oppgitt i oversikten nedenfor.

Tall i 1000	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Kundefordringer	438 027	728 101	752 533	752 656	782 762	814 072
Endring i kundefordringer	108 055	-290 074	-24 432	-123	-30 106	-31 310
Varelager	1 321 769	1 558 704	1 611 008	1 611 271	1 675 722	1 742 751
Endring i varelager	-44 765	-236 935	-52 304	-263	-64 451	-67 029
Leverandørgjeld	446 993	764 945	790 613	790 742	822 372	855 267
Endring i leverandørgjeld	-102 533	317 952	25 669	129	31 630	32 895
Endring i arbeidskapital	-39 243	-209 057	-51 068	-256	-62 927	-65 444

Figur 6.13: Endring i arbeidskapital

Investeringer

Før vi kan finne våre frie kontantstrømmer er vi nødt til å estimere fremtidige investeringer. Dette gjør vi ved å finne andelen fra årets (2018) investeringer av kontantstrømmen fra drift. Reinvesteringsnivået blir på sin side nokså høyt, noe vi vil komme tilbake til i oppgavekritikken. Vi velger imidlertid å benytte oss av denne raten da NRS har som mål å bli Norges mest lønnsomme oppdrettsselskap, samt å utvikle seg fra å være et mellomstort til å bli et stort oppdrettsselskap.

	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Investeringer	412 941	273 936	386 657	413 939	385 794	399 361
Investeringsrate	60 %					

Figur 6.14: Estimerte investeringer

6.1.6 Verdssettelse av Norway Royal Salmon ASA

Når vi etterhvert har neddiskontert våre estimater av fremtidige kontantstrømmer har vi kommet frem til en nåverdi på kr 9 383 756 TNOK. Etter å ha trukket fra rentebærende gjeld på kr 419 698 TNOK sitter vi igjen med en total egenkapital på 8 964 058 TNOK. Selskapet har totalt 43 572 191 aksjer som resulterer i en aksjepris på kr 205,73.

Selskapets aksjeverdi per 2. april 2019 ligger på kr 202,60 kr. Vår verdssettelse er dermed 1,55 % høyere sammenlignet med dagens nivå.

Tall i 1000	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
År	0	1	2	3	4	5
Gjennomsnittlig laksepris	60,76	61,73	61,35	59,00	59,00	59,00
Solgt volum	82 420	85 717	89 145	92 711	96 420	100 277
Sum inntekt	5 007 839	5 291 512	5 469 075	5 469 966	5 688 765	5 916 315
Salgsavvik	72 967	263 302	272 137	272 182	283 069	294 392
Totale driftsinntekter	5 080 806	5 554 814	5 741 212	5 742 148	5 971 834	6 210 707
Varekostnad	3 994 231	4 480 510	4 630 858	4 631 613	4 816 877	5 009 552
Lønn	158 451	189 272	195 623	195 655	203 482	211 621
Avskrivninger	89 299	108 893	132 786	161 922	197 450	240 775
Andre kostnader	197 211	66 688	66 588	82 231	108 197	126 471
Sum driftskostnader	4 439 192	4 845 363	5 025 855	5 071 421	5 326 006	5 588 418
Opeasjonelt driftsresultat	641 614	709 451	715 357	670 727	645 827	622 289
Verdijustering	152 260	0	0	0	0	0
Driftsresultat	793 874	709 451	715 357	670 727	645 827	622 289
Skatt (22%)	160 748	156 079	157 378	147 560	142 082	136 903
EBIT (1-s)	633 126	553 372	557 978	523 167	503 745	485 385
Avskrivninger	89 299	108 893	132 786	161 922	197 450	240 775
Endring varer	-44 765	-236 935	-52 304	-263	-64 451	-67 029
Endring kundefordringer	108 055	-290 074	-24 432	-123	-30 106	-31 310
Endring leverandørgjeld	-102 533	317 952	25 669	129	31 630	32 895
Sum endring arbeidskapital	-39 243	-209 057	-51 068	-256	-62 927	-65 444
Kontantstrøm fra drift	683 182	453 207	639 696	684 832	638 268	660 715
Investeringer	412 941	273 936	386 657	413 939	385 794	399 361
Frie kontantstrømmer	270 241	179 272	253 040	270 894	252 475	261 354
Terminalverdi						10 090 888
Nåverdi	9 383 756					
Rentebærende gjeld	419 698					
Egenkapital	8 964 058					
Antall aksjer	43 572 191					
Verdi per aksje	205,73					

Figur 6.15: Kontantstrøm og verdsettelse

6.1.7 Sensitivitetsanalyse

Etter å ha kommet frem til en verdi for selskapets aksjekurs ønsker vi å se på hvilke utslag de ulike usikkerhetsfaktorene kan ha for verdsettelsen. Som vi nevnte tidligere er våre estimater i selskapskalkylen et offer for stor usikkerhet. Vi skal i dette kapitlet gjennomføre en sensitivitetsanalyse for å se hvilke utslag endringer i de ulike faktorene vil ha på selskapsverdien.

De første faktorene vi skal se på er den fremtidige vekstraten og avkastningskravet (WACC). Ved hjelp av en sensitivitetsanalyse ønsker vi å belyse hvilke utslag relativt små endringer i disse faktorene kan utgjøre på selskapskursen. Vi har valgt å belyse endringen ved trinnvis økning/nedgang på 0,25 %.

		WACC				
	205,73	4,59 %	4,84 %	5,09 %	5,34 %	5,59 %
Vekstrate	2,00 %	209,62	190,79	175,00	161,58	150,03
	2,25 %	230,30	207,66	189,01	173,38	160,09
	2,50 %	255,92	228,15	205,73	187,26	171,78
	2,75 %	288,51	253,53	226,01	203,82	185,52
	3,00 %	331,34	285,80	251,15	223,91	201,92

Figur 6.16: Sensitivitetsanalyse av vekstrate og avkastningskrav

Som forventet vil en kombinasjon av økt vekstrate og et redusert avkastningskrav resultere i en høyere kurs, mens kombinasjonen redusert vekstrate og høyere avkastningskrav vil føre til en nedgang i aksjekursen. Vi legger også merke til at aksjekursen er svært følsom for endringer i disse faktorene. Dersom vi får en økning/reduksjon på 0,25% i en av faktorene, vil dette gi store utslag for verdien av selskapet. Om vi tar utgangspunkt i en vekstrate på 2,5% vil en endring i avkastningskravet fra 5,09% til 4,84% føre til en økning i aksjekursen på 10,90%.

Videre skal vi se på hvordan en endring i fremtidige laksepriser vil påvirke aksjekursen. Som vi har vært inne på tidligere er nettopp lakseprisen av stor betydning for selskapenes inntekter og resultat. Vi har i figuren nedenfor illustrert hvordan en økning/reduksjon i våre estimater for laksepris potensielt vil kunne endre aksjeverdien.

Endring i årlig pris	Aksjekurs	Endring i aksjekurs
-15 %	173,94	-15,45 %
-10 %	184,54	-10,30 %
-5 %	195,13	-5,15 %
0 %	205,73	0,00 %
5 %	216,32	5,15 %
10 %	226,92	10,30 %
15 %	237,51	15,45 %

Figur 6.17: Sensitivitetsanalyse av prisendring

Vi ser at dersom de fremtidige lakseprisene viser seg å være 10% høyere enn våre estimater vil aksjekursen få en tilsvarende økning på i overkant av 10%.

Utvikling solgt volum	Aksjekurs	Endring i aksjekurs
-6 %	154,79	-24,76 %
-4 %	164,61	-19,99 %
-2 %	174,63	-15,12 %
0 %	184,85	-10,15 %
2 %	195,23	-5,10 %
4 %	205,73	0,00 %
6 %	216,33	5,15 %
8 %	226,99	10,33 %
10 %	237,67	15,53 %
12 %	248,32	20,70 %
14 %	258,91	25,85 %

Figur 6.18: Sensitivitetsanalyse av volumendring

Til slutt ønsker vi å se på betydningen av fremtidig vekst i solgt volum. Dersom det viser seg at den virkelige fremtidige vekstraten for solgt volum er 6% (fremfor 4%) vil dette bidra til at kursverdien øker med 5%.

Ved hjelp at de ulike sensitivitetsanalysene vi har benyttet oss av kan vi konkludere med at vår verdsettelse er forbundet med stor usikkerhet. Vi har belyst hvordan små endringer i faktorer som fremtidig vekstrate, avkastningskrav, laksepris og fremtidig solgt volum vil gi betydelige utslag på aksjekursen.

6.2 Verdsettelse med multipler

En enkel og mye brukt måte å verdsette selskap på er ved multiplikatorer. Den vanlige fremgangsmåten er å finne et multiplikatorforholdstall ved andre lignende selskaper eller gjennomsnittet av multiplikatoren i bransjen for så å gange denne med en sentral verdi ved det aktuelle selskapet. Man oppnår da en pris på aksjen for selskapet dersom selskapet har likt multiplikatorforholdstall som lignende selskap eller som gjennomsnittet i bransjen. Vi skal nå se nærmere på de to mest brukte multiplikatorforholdstallene P/E og P/B.

6.2.1 Price/Earnings (P/E)

Price/Earnings tar for seg forholdet mellom pris på aksjen (aksjekursen) og fortjenesten i selskapet, altså hva markedet er villig til å betale per krone fortjeneste. Dette er et forholdstall som baserer seg på resultatsiden av regnskapet. For å verdsette ved P/E må man finne det relevante forholdstallet, enten for et lignende selskap eller bransjegjennomsnittet. Deretter

ganger man dette tallet med selskapets fortjeneste og finner en estimert markedsverdi for selskapet.

6.2.2 Price/Book (P/B)

Price/Book ser på forholdet mellom prisen på aksjen og bokført egenkapital i selskapet. Dette forholdstallet ser derfor på balansesiden av regnskapet. Disse to metodene bør derfor benyttes sammen for å gi en best mulig verdsettelse når man både tar for seg kapitalstrukturen og inntjeningen i selskapet. P/B sier hvor mye markedet er villig til å betale per krone bokførte eiendeler.

6.2.3 Verdsettelse ved multiplikatorer

Ved beregning av de to ulike multiplikatorforholdstallene vil vi se på seks sentrale aktører i oppdrettsnæringen som kan handles på Oslo Børs. Selskapene er henholdsvis: MOWI (tidligere Marine Harvest), SalMar (SALM), Lerøy Seafood Group (LSG), Grieg Seafood (GSF), Austevoll Seafood (AUSS) og Bakkafrost (BAKKA). Disse selskapene utgjør de sammenlignbare selskapene i vår multiplikatoranalyse og vil sammen med NRS danne grunnlaget for de gjennomsnittlige forholdstallene.

Verdsetting ved P/E

Den gjennomsnittlige P/E-verdien for de ovennevnte selskapene er 13,5365. Dette ga en markedsverdi på rundt 9 332 MNOK. Videre resulterer det i en verdsettelse pr. aksje på 214,17 kr.

Verdsetting ved P/B

Her beregnet vi oss frem til en gjennomsnittlig P/B-verdi for selskapene på 3,2145. Dersom samme forholdstall blir brukt for NRS gir dette en markedsverdi på rundt 7 460 MNOK. Vi ender da opp med en estimert pris per aksje på 171,22 kr for NRS.

Til slutt kombinerte vi disse to metodene til å verdsette markedsverdien og aksjekursen til NRS, dette for å kunne kombinere balansesiden og resultatsiden i regnskapet. Kombinasjonen resulterte i en markedsverdi på rundt 8 396 MNOK og en aksjekurs på 192,69 kr (se vedlegg 3).

7. Oppgavekritikk

For å kunne gjennomføre en verdivurdering av NRS må vi estimere kontantstrømmer som baserer seg hovedsakelig på historiske data. Historiske data vil aldri kunne fortelle hvordan fremtiden vil være og bringer derfor med seg svært mye usikkerhet i tallene. De ulike estimatene vi oppnår inneholder dermed en del unøyaktighet og vil i enkelte tilfeller kun være en viss kvalifisert gjetning.

Som sensitivitetsanalysen avdekker, vil relativt små endringer i både laksepris og volum utgjøre store utslag ved verdsettingen av selskapet, noe som er problematisk når vi trekker inn at vi ikke har forwardkontrakter ved lakseprisen for år etter 2021. Dette utgjør derfor et stort usikkerhetsmoment.

Med tanke på praktiske hensyn har vi dessuten forenklet noen problemstillinger, der vi kan trekke frem valutaen som den største forenklingen. Som nevnt eksporteres mesteparten av salget fra NRS og valuta spiller dermed en avgjørende rolle for virksomheten. Vi har i denne oppgaven imidlertid forutsatt at salgsinntektene skjer i norske kroner.

Vi må også nevne investeringsraten i denne sammenhengen. Den brukte investeringsraten er nok i det høyeste laget for fremtidig vekst i investeringer og vil dermed ikke være en bærekraftig rate over tid. Vi så oss likevel nødt til å benytte oss av denne raten i mangel på bedre estimater.

8. Konklusjon

I denne semesteroppgaven var vår problemstilling å finne markedsverdien til en aksje for selskapet Norway Royal Salmon ASA per 31.12.2018. Dette gjorde vi ved å prognostisere selskapets fremtidige kontantstrømmer i en verdsettelsesmodell basert på totalkapitalen. Etter å ha estimert oss frem til selskapets frie kontantstrømmer for perioden 2019 til 2023, ble kontantstrømmene neddiskontert med avkastningskravet.

Basert på våre beregninger kom vi frem til en verdi for selskapets egenkapital per 31.12.2018 på i overkant av 8 964 MNOK. Dette tilsvarer en aksjeverdi på 205,73 kr. I dag (2. april 2019) omsettes selskapets aksjer for 202,60 kr på børsen, noe som betyr at våre estimer har en oppside på 1,55%.

I tillegg til vår verdivurdering i den fundamentale analysen har vi også gjennomført en komparativ multiplikatoranalyse. Dette gjorde vi for å få et sammenligningsgrunnlag med resultatene vi kom frem til tidligere. I multiplikatoranalysen benyttet vi oss av andre relevante bransjeaktører for å komme frem til sammenligningsgrunnlaget. Resultatet fra P/E analysen ga oss en aksjeverdi på 214,17 kr.

Vi mener at vårt estimat på 205,73 kr per aksje gir et godt uttrykk for selskapets verdi i dag. I tillegg mener vi at den lave differansen mellom våre to verdsettelsesmodeller gir støtte til vårt estimat av aksjekursen.

Gjennom sensitivitetsanalysen har vi belyst at små endringer i sentrale faktorer kan lede oss til helt andre verdier for selskapets aksjekurs, noe vi har vært påpasselig med å påpeke gjennom utarbeidelsen av våre prognoser.

Om vi avslutningsvis skal gi noen anbefalinger knyttet til en handelsstrategi, mener vi basert på våre analyser at det er hensiktsmessig å velge en hold-strategi. Dette skyldes at den virkelige og den estimerte verdien er såpass nære hverandre, i tillegg til at vi forventer relativt stabile laksepriser i den kommende perioden.

Figuroversikt:

- Figur 2.1: Verdikjeden for oppdrettslaks, hentet fra https://norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS_Aarsrapport_2017.pdf , S. 18.
- Figur 2.2: Omsatt volum i salgsvirksomhet.
- Figur 2.3: Kursutvikling
- Figur 2.4: Region Sør, hentet fra https://norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS_Aarsrapport_2017.pdf , S. 21.
- Figur 2.5: Region Nord, hentet fra https://norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS_Aarsrapport_2017.pdf , S. 21.
- Figur 2.6: Utnyttelse av eksisterende konsesjoner, hentet fra https://norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS_Aarsrapport_2017.pdf , S. 20.
- Figur 2.7: Førstehandsverdi for akvakultur og fiskeri, tall hentet fra <https://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/artikler-og-publikasjoner/fra-attatnaering-til-milliardindustri>
- Figur 2.8: Solgt mengde av slaktet fisk, tall hentet fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Statistikk-akvakultur/Akvakulturstatistikk-tidsserier/Laks-regnbueoerret-og-oerret>
- Figur 2.9: Antall oppdrettsselskaper, tall hentet fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Statistikk-akvakultur/Akvakulturstatistikk-tidsserier/Laks-regnbueoerret-og-oerret>
- Figur 2.10: Antall sysselsatte, tall hentet fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Statistikk-akvakultur/Akvakulturstatistikk-tidsserier/Laks-regnbueoerret-og-oerret>
- Figur 2.11: Antall matfiskkonsesjoner, tall hentet fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Statistikk-akvakultur/Akvakulturstatistikk-tidsserier/Laks-regnbueoerret-og-oerret>
- Figur 2.12: Tilbuds- og etterspørselskurven, hentet fra https://en.wikipedia.org/wiki/Supply_and_demand
- Figur 2.13: Laksepriser for 2018, tall hentet fra <http://fishpool.eu/price-information/spot-prices/compare-own-prices-2/>
- Figur 2.14: Gjennomsnittlig laksepris 2010-2018, tall hentet fra <http://fishpool.eu/price-information/spot-prices/compare-own-prices-2/>

- Figur 4.1: SWOT-rammeverket.
- Figur 4.2: PESTEL.
- Figur 4.3: Porters fem konkurransekrefter
- Figur 4.4: Relativ prisutvikling 1980-2017, hentet fra <http://hugin.info/209/R/2200061/853178.pdf> , S. 22.
- Figur 4.5: Fiskefôrprodusenter, hentet fra <http://hugin.info/209/R/2103281/797821.pdf> , S. 54.
- Figur 4.7: VRIO-modellen, hentet fra <https://i0.wp.com/www.business-to-you.com/wp-content/uploads/2016/11/VRIO-Model.png>

- Tabell 5.1: Egenkapitalrentabilitet
- Tabell 5.2 Totalkapitalrentabilitet
- Tabell 5.3 Driftsmargin
- Tabell 5.4 Finansieringsgrad 1
- Tabell 5.5 Egenkapitalandel
- Tabell 5.6 Gjeldsgrad
- Tabell 5.7 Rentedeckningsgrad
- Tabell 5.8 Likviditetsgrad 1
- Tabell 5.9 Likviditetsgrad 2

- Figur 6.1: Aksjebetaer i bransjen
- Figur 6.2: Beregning av avkastningskrav
- Figur 6.3: Estimert volum, estimert i henhold til Kontali Analyse sine prognoser.
- Figur 6.4: Laksepriser 2013-2023, tall hentet fra <http://fishpool.eu/price-information/forward-prices-3/>
- Figur 6.5: Estimert salgsinntekt.
- Figur 6.6: Estimert varekostnad.
- Figur 6.7: Estimert lønnskostnader.
- Figur 6.8: Estimert annen driftskostnad.
- Figur 6.9: Estimerte avskrivninger.
- Figur 6.10: Estimerte kundefordringer.
- Figur 6.11: Estimert varelager.
- Figur 6.12: Estimert leverandørgjeld.

- Figur 6.13: Endring i arbeidskapital.
- Figur 6.14: Estimerte investeringer.
- Figur 6.15: Kontantstrøm og verdsettelse.

- Figur 6.16: Sensitivitetsanalyse av vekstrate og sensitivitetsanalyse.
- Figur 6.17: Sensitivitetsanalyse av prisendring.
- Figur 6.18: Sensitivitetsanalyse av volumendring.

Kilder

Faglitteratur

- Brealy et al. 2017. *Principles of Corporate Finance* (Utgave 12). McGraw-Hill Education.
- Jacobsen, D. 2015. *Hvordan gjennomføre undersøkelser* (3. utgave). Cappelen Damm AS.
- Kristoffersen. 2016. *Årsregnskapet* (5. utgave). Fagbokforlaget
- Lien et al. 2016. *Strategiboken*. Fagbokforlaget.
- Stiklestad et al. 2015. *Ledelse i små og mellomstore virksomheter*. Fagbokforlaget.

Offentlige kilder

- Abc nyheter, 2018. *Oppdrettsleverandørene: Merder og milliarder*. Funnet 26.03.2019, fra <https://www.abcnyheter.no/penger/naeringsliv/2018/02/11/195369547/oppdrettsleverandorene-merder-og-milliarder>
- Austevoll Seafood ASA, 2018. *Finansiell rapport 4. kvartal og foreløpige tall for år 2018*. Funnet 21.03.2019, fra <https://www.auss.no/media/1260/finansiell-rapport-4-kvartal-2018.pdf>
- Bakka Frost, 2018. *Interim Report Q4 2018*. Funnet 21.03.2019, fra https://www.bakkafrost.com/media/1997/2018-q4-report_v02.pdf
- E24, 2019a. *Har tapt 20 milliarder på russisk utestengelse*. Funnet 21.03.2019, fra <https://e24.no/naeringsliv/norges-sjoematraad/sjoematraadet-norsk-laksenaering-har-tapt-20-milliarder-paa-utestengelsen-fra-russland/24535132>
- E24, 2019b. *Aksjekurser Oslo Børs*. Funnet 31.03.2019, fra <https://bors.e24.no/?#!/list/norway/>
- E24, 2019c. *Ny-renteheving-kan-komme-allerede-i-juni-norge-er-annerledeslandet*. Funnet 21.03.2019, fra <https://e24.no/makro-og-politikk/rentemoete-norges-bank/ny-renteheving-kan-komme-allerede-i-juni-norge-er-annerledeslandet/24586318>
- Fish Pool, 2019. *Fish Pool Index*. Funnet 06.03.2019, fra <http://fishpool.eu/price-information/spot-prices/fish-pool-index/>
- Fiskeribladet, 2018. *Steril laks gjør det bra i oppdrett, men trenger spesialtilpasning*. Funnet 07.03.2019, fra <https://fiskeribladet.no/teknisk/nyheter/?artikkel=62526>

- Fiskeridirektoratet, 2016. *Biomasse*. Funnet 21.03.2019, fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Drift-og-tilsyn/Biomasse>
- Fiskeridirektoratet, 2017. *Tildelingsprosessen*. Funnet 10.03.2019, fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Tildelingsprosessen>
- Forskning.no, 2011. *Kina-handel tross Nobelpris*. Funnet 22.03.2019, fra <https://forskning.no/politikk-naeringsliv-okonomi/kina-handel-tross-nobelprisen/755638>
- Forskning, 2013. *Laksen puster kyllingen i nakken*. Funnet 25.03.2019, fra <https://forskning.no/universitetet-i-stavanger-fisk-partner/laksen-puster-kyllingen-i-nakken/623138>
- Forskning, 2017. *Hvor sunn er oppdrettslaksen?* Funnet 12.03.2019, fra <https://forskning.no/fiskehelse-mat-ny/spor-en-forsker-hvor-sunn-er-oppdrettslaksen/302328>
- Grieg Seafood, 2017. *Årsrapport 2017*. Funnet 14.03.2019, fra https://www.griegseafood.no/wp-content/uploads/2018/04/GSF_2017_NO.pdf
- Grieg Seafood, 2018. *Quarterly Report Q4 2018*. Funnet 21.03.2019, fra <https://www.griegseafood.no/wp-content/uploads/2019/02/GSF-Q4-2018-Report.pdf>
- Handelshøyskolen ved UMB. *Hva påvirker laksepriser*. Funnet 06.03.2019, fra <http://www.europharma.no/downloads/lofotseminar/presentasjoner/Guttormsen.pdf>
- Havforskningsinstituttet 2018. *Lakselus*. Funnet 07.03.2019, fra <https://www.hi.no/temasider/parasitter/lus/lakselus/nb-no>
(<https://www.imr.no/hi/temasider/arter/lakselus>)
- Hegnar, 2016. *25-åring tar norsk fiskeoppdrett til Ghana*. Funnet 24.03.2019, fra <https://www.hegnar.no/Nyheter/Naeringsliv/2016/10/25-aaring-tar-norsk-fiskeoppdrett-til-Ghana>
- Ilaks, 2018. *Nye dispensasjoner til utsett av triploid fisk for NRS-selskaper*. Funnet 11.03.2019, fra <https://ilaks.no/nye-dispensasjoner-til-utsett-av-triploid-fisk-for-nrs-selskaper/>
- Ilaks, 2019. *Sjømatrådet frykter konsekvensene av «hard brexit», men Mowi er ikke bekymret*. Funnet 22.03.2019, fra

<https://ilaks.no/sjomatradet-frykter-konsekvensene-av-hard-brexite-men-mowi-er-ikke-bekymret/>

- Kyst, 2019. *Fordelene til Norge forsvinner med landbaserte anlegg*. Funnet 16.03.2019, fra <https://www.kyst.no/article/fordelene-til-norge-forsvinner-med-landbaserte-anlegg/>
- Laksefakta, 2018a. *Norske regler for miljø og oppdrett*. Funnet 22.03.2019, fra <https://laksefakta.no/laks-og-miljo/norske-regler-for-miljo-og-oppdrett/>
- Laksefakta, 2018b. *Er det miljøgifter i oppdrettslaks?* Funnet 07.03.2019, fra <https://laksefakta.no/sunnhet-og-helse/er-det-miljogifter-i-oppdrettslaks/>
- Lerøy Seafood, 2017. *Årsrapport 2017*. Funnet 14.03.2019, fra <https://www.leroyseafood.com/no/investor/rapporter-og-webcast/aarsrapport-2017/bord/#anchor-article-eierstyring-og-selskapsledelse>
- Lerøy Seafood, 2018. *Kvartalsrapport Q4 2018*. Funnet 21.03.2019, fra https://www.bakkafrost.com/media/1997/2018-q4-report_v02.pdf
- Lovdata 1. *NYTEK-forskriften*. Funnet 22.03.2019, fra <https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2011-08-16-849>
- Lovdata 2. *Forskrift om fellesansvar for utfisking mv av rømt oppdrettsfisk*. Funnet 22.03.2019, fra <https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2015-02-05-89?q=utfisking>
- Lovdata 3. *Laksetildelingsforskriften*. Funnet 22.03.2019, fra <https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2004-12-22-1798>
- Marine Harvest, 2017a. *Salmon Farming Industry Handbook*. Funnet 26.03.2019, fra <http://hugin.info/209/R/2103281/797821.pdf>
- Marine Harvest, 2017b. *Integrated Annual Report*. Funnet 14.03.2019, fra <http://hugin.info/209/R/2177429/840178.pdf>
- Marine Harvest, 2018. *Salmon Farming Industry Handbook*. Funnet 25.03.2019, fra <http://hugin.info/209/R/2200061/853178.pdf>
- MOWI, 2018. *Integrated Annual Report 2018*. Funnet 26.03.2019, fra https://issuu.com/hg-9/docs/mowi_annual_report_2018_4e0dacb83168e4?e=19530043/68703955
- Norges Bank, 2019. *Pengepolitisk rapport 1/19*. Funnet 21.03.2019, fra <https://static.norges->

bank.no/contentassets/6398d2e8e1644dc58a4a6a8a33656c6e/ppr_1_19.pdf?v=03/21/2019085837&ft=.pdf

- Norges Sjømatråd, 2019. *Sjømateksport for 99 milliarder i 2018*. Funnet 10.03.2019, fra <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/sjomateksport-for-99-milliarder-i-2018/>
- NRK, 2014. *Russland stanser import av norske produkter*. Funnet 21.03.2019, fra <https://www.nrk.no/troms/russland-stanser-norske-produkter-1.11867681>
- NRS, 2017. *Årsrapport 2017*. Hentet i perioden februar til april, fra https://norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS_Aarsrapport_2017.pdf
- NRS, 2018. *Kvartalsrapport Q4-18*. Hentet i perioden februar til april, fra https://norwayroyalsalmon.com/files/10/NRS_Q4_2018_Rapport.pdf
- PWC, 2018. *Risikopremien i det norske markedet*. Funnet 28.03.2019, fra <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/PwC-risikopremie-2018.pdf>
- Reddvillaksen, 2016. *Når oppdrettslaksen rømmer*. Funnet 11.03.2019, fra <https://reddvillaksen.no/romming-av-oppdrettslaks-miljoutslip/>
- Regjeringen, 2018a. *Fisk og EU*. Funnet 22.03.2019, fra <https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/fiskeri-og-havbruk/rad-1/fiskeri-ny/internasjonalt-fiskerisamarbeid/rydde-internasjonalt/fisk1/id685828/>
- Regjeringen, 2018b. *Mattrygghet*. Funnet 22.03.2019, fra <https://www.regjeringen.no/no/tema/europapolitikk/tema/mattrygghet/id686225/>
- Regjeringen, 2018c. *Lakseauksjon gir milliarder til kystkommuner*. Funnet 24.03.2019, fra <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/lakseauksjon-gir-milliarder-til-kystkommuner2/id2604937/>
- Regjeringen, 2018d. *Skattesatser for 2019*. Funnet 31.03.2019, fra <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2019/id2614444/>
- Salmar, 2017. *Årsrapport 2017*. Funnet 14.03.2019, fra <http://hugin.info/138695/R/2188426/846510.pdf>
- Salmar, 2018. *Kvartalsrapport Q4 2018*. Funnet 21.03.2019, fra <http://hugin.info/138695/R/2234949/879655.pdf>
- SNL, 2015. *Fiskeoppdrett*. Funnet 28.02.2019, fra <https://snl.no/fiskeoppdrett>
- SNL, 2017. *Akvakultur*. Funnet 05.03.2019, fra

<https://snl.no/akvakultur>

- SSB 1. *Fakta om Norsk næringsliv*. Funnet 10.03.2019, fra <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/faktaside/norsk-naeringsliv>
- TU Maritim, 2018. *Denne merden skal være så rømmingssikker at de har døpt den Aquatraz*. Funnet 24.03.2019, fra <https://www.tu.no/artikler/denne-merden-skal-vaere-sa-rommingssikker-at-de-har-dopt-den-aquatraz/454228>
- UN, 2017a. *World Population Prospects 2017*. Funnet 05.03.2019, fra <https://population.un.org/wpp/>
- UN, 2017b. *Ocean-fact-sheet-package*. Funnet 05.03.2019, fra <https://www.un.org/sustainabledevelopment/wp-content/uploads/2017/05/Ocean-fact-sheet-package.pdf>
- Valuta-kurser, 2019. *Valutautvikling*. Funnet 13.03.2019, fra <https://www.valuta-kurser.no/valutautvikling>
- VG, 2014. *Solgte laksetillatelser med milliongevinst*. Funnet 24.03.2019, fra <https://www.vg.no/nyheter/innenriks/i/1EbMM/solgte-laksetillatelser-med-milliongevinst>

Vedlegg

Vedlegg 1: Datamateriale for beregning av aksjebetaen ved NRS

NRS			OSEAX		
Dato	Kurs ved stenging	Avkastning	Dato	Kurs ved stenging	Avkastning
28.12.2018	177,60	7,60 %	28.12.2018	884,44	8,33 %
30.11.2018	192,20	19,58 %	30.11.2018	964,84	2,17 %
31.10.2018	239,00	-21,69 %	31.10.2018	986,23	7,23 %
28.09.2018	196,40	0,30 %	28.09.2018	1063,04	-3,32 %
31.08.2018	197,00	1,30 %	31.08.2018	1028,91	-1,95 %
31.07.2018	199,60	-10,28 %	31.07.2018	1009,19	-0,87 %
29.06.2018	181,00	1,95 %	29.06.2018	1000,50	-0,98 %
31.05.2018	184,60	0,43 %	31.05.2018	990,80	-2,21 %
30.04.2018	185,40	-16,60 %	30.04.2018	969,39	-7,94 %
28.03.2018	159,00	-10,57 %	28.03.2018	898,09	1,53 %
28.02.2018	143,80	-16,91 %	28.02.2018	912,04	-0,70 %
31.01.2018	123,00	7,52 %	31.01.2018	905,66	0,14 %
29.12.2017	133,00	-1,14 %	29.12.2017	906,96	-3,51 %
30.11.2017	131,50	17,03 %	30.11.2017	876,22	1,56 %
31.10.2017	158,50	3,35 %	31.10.2017	890,10	-4,02 %
29.09.2017	164,00	0,30 %	29.09.2017	855,74	-6,52 %
31.08.2017	164,50	-24,15 %	31.08.2017	803,33	0,23 %
31.07.2017	132,50	-5,58 %	31.07.2017	805,22	-5,75 %
30.06.2017	125,50	13,15 %	30.06.2017	761,45	2,35 %
31.05.2017	144,50	7,96 %	31.05.2017	779,76	-2,07 %
28.04.2017	157,00	-10,95 %	28.04.2017	763,94	-1,12 %
31.03.2017	141,50	15,77 %	31.03.2017	755,47	1,04 %
28.02.2017	168,00	6,93 %	28.02.2017	763,38	0,75 %
31.01.2017	180,50	8,84 %	31.01.2017	769,18	-0,67 %
30.12.2016	198,00	0,50 %	30.12.2016	764,04	-6,81 %
30.11.2016	199,00	-13,71 %	30.11.2016	715,31	-1,76 %
31.10.2016	175,00	-30,60 %	31.10.2016	702,95	-4,24 %
30.09.2016	134,00	-8,06 %	30.09.2016	674,38	0,47 %
31.08.2016	124,00	10,79 %	31.08.2016	677,58	-0,95 %
29.07.2016	139,00	-17,80 %	29.07.2016	671,20	-1,64 %
30.06.2016	118,00	-9,77 %	30.06.2016	660,36	1,55 %
31.05.2016	107,50	-6,44 %	31.05.2016	670,77	-1,81 %
29.04.2016	101,00	7,34 %	29.04.2016	658,85	-5,45 %
31.03.2016	109,00	-15,04 %	31.03.2016	624,82	-3,04 %
29.02.2016	94,75	-19,94 %	29.02.2016	606,41	-2,31 %
29.01.2016	79,00	1,25 %	29.01.2016	592,74	8,33 %
30.12.2015	80,00		30.12.2015	646,57	

Kovarians	0,00081948
Varians OSEAX	0,00140508
Aksjebeta	0,58322306

Vedlegg 2: Gjennomsnittlig rente

Gjeldskostnad

År	2013	2014	2015	2016	2017
Netto rentebærende gjeld	453 883	639 383	498 541	282 160	633 479
Sum annen rentekostnad	31 321	22 434	24 860	18 020	21 262
Rente på gjeld	0,069	0,035	0,050	0,064	0,034
Gjennomsnittlig rente	0,050				

Vedlegg 3: Multiplikatoranalyse

Price/Earnings	MOWI	SALM	LSG	GSF	AUSS	BAKKA	NRS	Gjennomsnittlig P/E
Aksjekurs	193,1	412,6	62,88	104,8	101,8	420,4	203,2	
Resultat per aksje	11,14	31,6	4,9	8,58	9,79	25,66	16,21	
P/E	17,33	13,06	12,83	12,21	10,40	16,38	12,54	13,54
NRS antall aksjer	43 572 191							
Estimert verdi NRS	9 331 760 409							
Aksjekurs NRS ved P/E	214,17							
Price/Book	MOWI	SALM	LSG	GSF	AUSS	BAKKA	NRS	Gjennomsnittlig P/B
Aksjekurs	193,1	412,6	62,88	104,8	101,8	420,4	203,2	
EK per aksje	54,00	80,95	28,76	34,56	110,77	108,46	53,26	
P/B	3,58	5,10	2,19	3,03	0,92	3,88	3,82	3,21
NRS antall aksjer	43 572 191							
Estimert verdi NRS	7 460 250 151							
Aksjekurs NRS ved P/B	171,22							
Gjennomsnittlig estimert markedsverdi	8 396 005 280							
Gjennomsnittlig estimert verdi pr. aksje	192,69							

