

Fredrik Bülow-Berntzen
Ole Edvard Veie

Fundamental verdsettelse av Norway Royal Salmon

Fundamental valuation of Norway
Royal Salmon

Masteroppgave i regnskap og revisjon
Veileder: Frode Kjærland
Mai 2021

Fredrik Bülow-Berntzen
Ole Edvard Veie

Fundamental verdsettelse av Norway Royal Salmon

Fundamental valuation of Norway
Royal Salmon

Masteroppgave i regnskap og revisjon
Veileder: Frode Kjærland
Mai 2021

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet
Fakultet for økonomi
NTNU Handelshøyskolen



Kunnskap for en bedre verden

Forord

Denne masterutredningen er utarbeidet som en avslutning på vår mastergrad innen regnskap og revisjon ved NTNU Handelshøyskolen i Trondheim. Vi har valgt en oppgave innenfor temaet strategisk analyse og verdsettelse.

I løpet av vår 5-årige masterutdanning har vi hatt mange fag som kommer innpå strategi- og finansområdet. Dette er områder som har vekket en viss nysgjerrighet i oss begge. Ved å gjennomføre en verdsettelsesoppgave føler vi at vi best mulig har fått utnyttet kunnskapen vi har opparbeidet oss i løpet av masterløpet. Vi har dog måttet utnytte kunnskapen på en annen måte enn tidligere. Vi føler at vår verdsettelseskunnskap var veldig teoretisk, og vi tror at denne oppgaven har hjulpet oss med å forstå teorien og sammenhengene bedre i et praktisk perspektiv.

Vår interesse for verdsettelse har også vokst underveis i prosjektet, da vi opparbeidet oss et bredere overblikk over hvordan de ulike delene av en verdsettelse henger sammen. Vi tror denne erfaringen vil være nyttig å ha med seg inn i et arbeidsliv innen revisjon.

Vi har valgt å verdsette et selskap innenfor oppdrettsbransjen. Her falt valget på Norway Royal Salmon, en mellomstor aktør med store ambisjoner i en bransje med sterk vekst de siste årene.

Vi mener valget av verdsettelse er ekstra aktuelt i 2021, på grunn av usikkerheten i markedet i forbindelse med covid-19 pandemien. Dette tror vi vil bidra til å gjøre oppgaven mer interessant.

Vi vil takke vår veileder Frode Kjærland for gode innspill og samarbeidsvilje. Denne veiledningen har vært til god hjelp i utarbeidelse av oppgaven.

Innholdet i denne oppgaven står for forfatterens regning

Abstract

The purpose of our project was to estimate the value of the equity of Norway Royal Salmon per 1.1. 2021. Our main technique was to use a fundamental valuation-method, where the strategic- and the financial analysis formed the foundation. We later used a comparative valuation method as a supplement. Our thesis is mainly based on public information.

We started the thesis with a presentation of the company and the industry, before we presented and chose a valuation technique for our project. We there on started our strategic analysis of the internal and the external factors. Here we completed two external analysis in the form of PESTEL and Porter, as well as an internal analysis completed using VRIO. Our analysis showed that the company has prerequisites to be competitive in the industry, but with few special benefits versus the competitors. In total, we think the company is in position to grow at approximately the same pace as the rest of the salmon farming industry.

In the next phase of the thesis, we did a regrouping of the annual report. The goal was to normalize it, to make it more usable for predicting a future forecast. A central point was to eliminate unnatural financial records, which are not suitable in predicting future profitability.

In the financial analysis we found that the economic risk of the company is low. The profitability in the company was good but has lately had a negative development. This is in part because of the pandemic, but we saw negative tendencies already before the outbreak.

The actual valuation was completed with the use of an operations-related super profit method. We used our findings from the strategic analysis and the financial analysis to predict forecast for the future accounts. We used this to find the yearly super profit in an explicit period of 5 years and a terminal value for the constant future growth. This was discounted with the use of a discount rate for the total capital. This was estimated earlier in the thesis. The output from this valuation gave us a value of the equity of 9 915 166, where our sensitivity analysis showed that changes in the salmon price, WACC and growth gave the biggest respond on the estimated value.

We also predicted a value for the company using multiplier methods. This method gave us values far lower than in the fundamental valuation. This is mainly because the model only is based on the 2020 financial report. A year that is strongly affected by the effects of covid-19. The result from this method is therefore low in reliability, and we will not use this to adjust the value from the fundamental analysis. With a margin of error of 5%, the value per share will be in between 216 and 239.

Sammendrag

Hensikten med prosjektet var å verdsette egenkapitalen til Norway Royal Salmon per 1.1. 2021. Hovedteknikken vi benyttet var en fundamental verdsettelse, der den strategiske analysen og regnskapsanalysen utgjorde selve fundamentet. Vi har videre benyttet komparativ verdsettelse som ett supplement. Oppgaven baseres på offentlig kjent informasjon.

Vi startet oppgaven med en presentasjon av selskapet og bransjen før vi presenterte og valgte verdsettelsesteknikk. Deretter gikk vi over til en strategisk analyse av interne og eksterne forhold. Her gjennomførte vi to eksterne analyser i form av PESTEL og Porter, samt en intern analyse ved bruk av VRIO. Vi kom her frem til at selskapet har forutsetninger til å være konkurransedyktig i bransjen, men har få særegne fordeler kontra konkurrentene. Totalt sett tror vi at selskapet er i en posisjon der selskapets vekst bør være ganske lik bransjens generelle vekst.

I oppgavens neste fase omgrupperte vi regnskapet. Målsetningen her var å normalisere det, for at det skulle bli mer egnet for fremtidsprognoser. Et viktig poeng var derfor å fjerne poster som ikke ville gi et godt bilde på fremtidig lønnsomhet.

I regnskapsanalysen kom vi frem til at selskapet hadde lav økonomisk risiko. Generelt fant vi solide tall også for lønnsomheten, men så at den var fallende de siste årene. Dette skyldes delvis utfordringer knyttet til pandemien, selv om vi så fallende utvikling også før utbruddet.

Den fundamentale verdsettelsen ble gjennomført ved bruk av driftsrelatert superprofittmetode. Her ble funn fra strategisk analyse og regnskapsanalyse benyttet til å predikere prognoser for fremtidsregnskapet. Vi fant altså årlig superprofitt i en eksplisitt periode på 5 år og en terminalverdi for konstant vekst. Denne ble neddiskontert med et avkastningskrav for totalkapitalen, som vi beregnet tidligere i oppgaven. Outputen av verdsettelsen ga oss dermed en verdi på egenkapitalen på 9 915 166, hvor sensitivitetsanalysen viste at laksepris, driftsmargin, WACC og vekst var verdidrivere som ga store utslag på den estimerte verdien.

Vi predikerte også verdi på selskapet ved bruk av multiplikatormodeller. Disse verdiene var en hel del lavere enn verdiene fra den fundamentale verdsettelsen. Dette skyldes først og fremst at multiplikatormodellene kun baserer seg på 2020 regnskapet. Et år som var sterkt preget av pandemien. Vi vil derfor ikke gjøre justeringer på verdien fra den fundamentale analysen. Når vi tar hensyn til en feilmargin på 5%, ender vi med en pris per aksje mellom 216 og 239.

Innholdsfortegnelse

Forord	i
Abstract	ii
Sammendrag	iii
Figuroversikt	viii
Tabelloversikt	viii
1. Innledning.....	1
1.1 Bakgrunn for valg av tema	1
1.2 Problemstilling.....	1
1.3 Avgrensning.....	2
1.4 Oppgavens struktur.....	2
2. Presentasjon av selskapet og bransjen.....	4
2.1 Generell informasjon om selskapet	4
2.2 Bransje	5
2.3 Eksport.....	6
2.4 Verdikjede og kostandsdrivere	6
2.5 Aksjeutvikling	7
3. Metode.....	10
3.1 Forskningsmetode.....	10
3.2 Forskningsdesign	11
3.3 Innhenting av data	11
3.4 Analyse av data.....	12
3.5 Reliabilitet	12
3.6 Validitet	13
3.6.1 Begrepsvaliditet	13
3.6.2 Intern og ekstern validitet	13
4. Valg av verdsettelsesmetoder	15
4.1 Fundamental verdsettelse	15
4.1.1 Egenkapitalmetoder	16
4.1.2 Totalkapitalmetoden	20
4.1.3 Begrensninger og valg av fundamental verdsettelsesmetode	21
4.2 Komparativ verdsettelse	23
4.2.1 Multiplikatormodeller	23
4.2.2 Substansverdi.....	26
4.2.3 Kritikk av komparativ verdsettelse generelt	26

4.3 Opsjonsbasert verdsettelse.....	27
5. Strategisk analyse.....	28
5.1 Ekstern analyse.....	28
5.1.1 PESTEL.....	29
5.1.2 Porters fem konkurransekrefter.....	38
5.2 Intern analyse.....	45
5.2.1 VRIO-modellen.....	46
6 Regnskapsanalyse.....	53
6.1 Analysenivå.....	53
6.2 Analyseperiode.....	53
6.3 Presentasjon av offentlig regnskapsdata.....	54
6.3.1 Resultatregnskap.....	54
6.3.2 Presentasjon av balanse.....	55
6.3.3. Endringer i egenkapitalen.....	56
6.4 Omgruppering av regnskap.....	56
6.4.1 Omgruppere resultatregnskap.....	56
6.4.2 Omgruppere balanse.....	62
6.5 Kommentarer til omgrupperingen.....	63
6.6 Ferdig omgruppert regnskap.....	66
7. Risikoanalyse.....	68
7.1 Risikoanalyse.....	69
7.1.1 Likviditetsanalyse.....	69
7.1.2 Rentedekningsgrad.....	71
7.1.3. Kontantstrømanalyse.....	71
7.2 Soliditetsanalyse.....	72
7.2.1 Egenkapitalprosent.....	73
7.3 Oppsummering risiko.....	73
8. Lønnsomhetsanalyse.....	74
8.1 Egenkapitalrentabilitet.....	75
8.2 Avkastning på sysselsatt kapital.....	76
9 Beregning av avkastningskrav.....	77
9.1 Kapitalverdimodellen.....	77
9.1.1 Risikofri rente.....	78
9.1.2 Beta.....	80
9.1.3 Markedets risikopremie.....	81

9.1.4 Likviditetspremie	81
9.1.5. Beregning av avkastningskrav til egenkapitalen for NRS.....	82
9.2 Avkastningskrav til selskapskapitalen.....	82
10. Prognoser for fremtiden	84
10.1 Eksplisitt periode	84
10.2 Utarbeidelse av prognose for driftsinntekter og driftsresultat	85
10.2.1. Prognose for driftsinntekter	85
10.2.2 Prognose for netto driftsresultat.....	87
10.2.3 Minoritetsinteresser	87
10.2 Prognose for balansen.....	88
10.2.1 Driftsmessige anleggsmidler.....	88
10.2.2 Driftsmessige omløpsmidler	89
10.2.3 Driftsmessige forpliktelser.....	90
10.2.4 Netto driftsmessige eiendeler.....	91
10.2.5 Utarbeidelse av den resterende balansen	91
10.3 Pålitelighet av prognoser	92
11 Verdsettelse	94
11.1 Fundamental verdsettelse	94
11.1.1 Superprofittmetoden.....	94
11.1.2 Diskusjon med grunnlag i de andre metodene.....	95
11.2 Sensitivitetsanalyse.....	96
11.2.1 Endringer i vekst og avkastningskrav	96
11.2.2 Endring i driftsmargin.....	97
11.2.3 Endring i laksepris og volum	98
11.3 Komparativ verdsettelse	99
12. Oppsummering	102
13. Konklusjon og implikasjon	103
Litteratur.....	105
Vedlegg	109
Vedlegg 1.....	109
Vedlegg 2.....	109
Vedlegg 3.....	109
Vedlegg 4.....	110
Vedlegg 5.....	111
Vedlegg 6.....	112

Vedlegg 7.....	112
Vedlegg 8.....	112
Vedlegg 9.....	113
Vedlegg 10.....	113
Vedlegg 11.....	114
Vedlegg 12.....	114
Vedlegg 13.....	114
Vedlegg 14.....	115
Vedlegg 15.....	115
Vedlegg 16.....	115
Vedlegg 17.....	116

Figuroversikt

FIGUR 1. NRS KONSERN	4
FIGUR 2. UTVIKLING I AKSJEPRIS FOR NRS OG KONKURRERENDE SELSKAP (E24).....	8
FIGUR 3. EKSPORTPRIS FOR LAKS I LØPET AV ET ÅR, FOR 2018-2020 (SSB)	8
FIGUR 4. UTVIKLING PÅ OSLO BØRS OVER 20 ÅR	33
FIGUR 5. PESTEL-ANALYSE.....	37
FIGUR 6. PORTERS FIVE FORCES – ANALYSE.....	38
FIGUR 7. OPPSUMMERING PORTERS FIVE FORCES	44
FIGUR 8. OPPSUMMERING VRIO.....	52
FIGUR 9. SAMMENHENG MELLOM OMGRUPPERT RESULTAT OG OMGRUPPERT BALANSE	58
FIGUR 10. ILLUSTRASJON AV OMGRUPPERING ETTER TEORIEN TIL GJESDAL (2007)	63
FIGUR 11. NDME FOR NRS, 2015-2026 OG FIGUR 12. DRIFTSRESULTAT FOR NRS, 2015-2026.....	92
FIGUR 13. AVKASTNING PÅ SYSSELSATT KAPITAL FOR NRS, 2015-2026.....	93

Tabelloversikt

TABELL 1. PRESENTASJON AV RESULTAT.....	54
TABELL 2. PRESENTASJON AV BALANSE	55
TABELL 3. PRESENTASJON ENDRING I EGENKAPITAL	56
TABELL 4. IDENTIFISERING AV FULLSTENDIG NETTORESULTAT	57
TABELL 5. FORDELING AV FULLSTENDIG NETTORESULTAT.....	59
TABELL 6. IDENTIFISERING AV NORMALE- OG UNORMALE POSTER	60
TABELL 7. FORDELING AV SKATTEKOSTNADER	62
TABELL 8. JUSTERING FOR MÅLEFEIL VED BIOLOGISKE EIENDELER	65
TABELL 9. FERDIG OMGRUPPERT RESULTATREGNSKAP	66
TABELL 10. FERDIG OMGRUPPERT BALANSEREGNSKAP. (GULT VISER PÅ VIRKNINGEN FRA DE VIRKELIG VERDI- JUSTERINGENE)	67
TABELL 11. LIKVIDITETSGRAD 1, 2015-2020	70
TABELL 12. LIKVIDITETSGRAD 2, 2015-2020	70
TABELL 13. RENTEDEKNINGSGRAD, 2015-2020	71
TABELL 14. KONTANTSTRØMSANALYSE, 2015-2020.....	72
TABELL 15. EGENKAPITALPROSENT, 2015-2020.....	73
TABELL 16. SYNTETISK RATING, 2015-2020	73
TABELL 17. AVKASTNING PÅ SYSSELSATT KAPITAL (NORMALRESULTAT OG TOTALRESULTAT) NRS, 2015-2020.	76
TABELL 18 BEREGNING AV RISIKOFRI RENTE:	79
TABELL 19 SAMMENLIGNBARE SELSKAPERS BETA	80
TABELL 20. UTVIKLING I DRIFTSINNTEKTER 2015-2020.....	85
TABELL 21. DRIFTSMARGIN 2015-2020.....	87
TABELL 22. PROGNOSE FOR NETTO DRIFTSRESULTAT	87
TABELL 23. PROGNOSE FOR DRIFTSMESSIGE EIENDELER	90
TABELL 24. PROGNOSE FOR DRIFTSMESSIGE FORPLIKTELSER	90
TABELL 25. PROGNOSE FOR NETTO DRIFTSMESSIGE EIENDELER	91
TABELL 26. SUPERPROFITTMODELLEN.....	95
TABELL 27. SENSITIVITET FOR ENDRING I WACC OG VEKST.....	96
TABELL 28. SENSITIVITET FOR ENDRING I DRIFTSMARGIN	97
TABELL 29. ESTIMERT DRIFTSINNTJEKT, LAKSEPRIS OG VOLUM FOR PROGNOSEPERIODEN.	98
TABELL 30. SENSITIVITET FOR ENDRING I VOLUM OG LAKSEPRIS	98
TABELL 31. KOMPARATIV VERDSETTELSE BASERT PÅ P/E OG P/B MULTIPLER.....	99
TABELL 32. KOMPARATIV VERDSETTELSE BASERT PÅ EV/EBITDA	100

1. Innledning

I dette kapitlet presenterer vi bakgrunnen og motivasjonen for masteroppgaven. Vi vil presentere problemstillingen, samt struktur og avgrensninger til oppgaven.

1.1 Bakgrunn for valg av tema

Lakseoppdrett er en betydelig del av norsk eksport, og norsk næringsliv. I de siste årene har bransjen vært i solid vekst, men har som resten av markedet hatt et utfordrende 2020. NRS har en kombinasjon av enkle og avanserte trekk ved seg. Forretningsmodellen er forholdsvis enkel, med produksjon og salg av laks. NRS er også ansett som et vekstselskap, som gjør verdsettelsen mer avansert. Disse trekkene gjør NRS godt egnet for en verdsettelse.

En verdsettelse krever at vi må sette oss grundig inn i selskapet, bransjen og regnskapet. Oppgaven vil bidra til å gi investorer informasjon om forventinger i fremtiden for selskapet. En slik oppgaven vil baseres på mye skjønn og egne forutsetninger, som gjør at forskjellige analytikere vil komme til ulik verdi ved bruk av samme metode.

En stor risiko i verdsettelse er analytikerens forutbestemmelser. Dersom analytikeren på forhånd tror at aksjen er over- eller underpriset, vil det være enkelt for analytikeren å komme fram til den ønskede prisen. Vi vil derfor prøve så godt vi kan å gjennomføre den fundamentale verdsettelsen uten å la oss påvirke av våre forhåndskunnskaper om selskapet. Dette kan føre til at verdien vi kommer frem til avviker mye fra markedsverdien, men det vil i hvert fall være et selvstendig og uavhengig verdiestimat. Forhåpentligvis vil verdsettelsen også gi oss kunnskap som kan overføres til andre deler av markedet, og gi oss kunnskap også utenfor selve verdsettelsen.

1.2 Problemstilling

Problemstillingen vi har valgt i oppgaven er:

Hva er verdien av egenkapitalen til Norway Royal Salmon per 1.1. 2021?

Vi har som mål å skaffe oss innsikt i fagområdet verdsettelse. Denne innsikten, kombinert med den strategiske analysen skal gi oss kompetansen vi trenger for å gjennomføre en verdsettelse på et selskap i oppdrettsbransjen. Til slutt håper vi at vi dermed er i stand til å gi en kvalifisert mening om verdien på selskapet.

1.3 Avgrensning

Masteroppgaven skrives i løpet av ett semester, det medfører enkelte tidsbegrensninger. Vi vil derfor ta en rekke valg og forenklinger underveis, som vi der og da vil drøfte med tanke på konsekvenser og svakheter. Vi velger blant annet å verdsette konsernet, selv om en verdsettelse av hvert enkelt datterselskap ville gitt en mer korrekt verdi. Dette valget er tatt på bakgrunn av tidsaspektet og tilgjengeligheten av informasjon. Vi har begrenset våre valg av sammenlignbare selskaper til norske børsnoterte lakseselskap. Dette kommer av at regnskapsregler og markedsforhold i disse selskapene vil være nesten identiske.

Vi ønsker også å presisere at estimert egenkapital for NRS vil beregnes ut fra våre forutsetninger om framtidsutsikter, som vi vil forankre i funnene fra de resterende delene av oppgaven. Dette medfører at verdsettelsen vil inneha en hel del usikkerhet, som vi vil prøve å ta høyde for i sensitivitetsanalysen.

1.4 Oppgavens struktur

Strukturen på oppgaven er basert på en tankegang der vi ønsker at leseren skal forstå prosessen og vurderingene som fører til konklusjonen. Vi ønsker å være tydelige og forklarende i vår drøftelse, men oppgaven forutsetter også at leser selv har grunnleggende kunnskap innenfor fagområder som finans, strategi og regnskap.

Oppgaven starter i kapittel 2 med at vi presenterer selskapet og bransjen. Her er det nesten ubegrenset med informasjon som kunne ha vært sentralt. Vi har valgt å presentere det vi anser som mest essensielt, særlig opp mot hva vi diskuterer i den strategiske analysen. Deretter vil vi i kapittel 3 redegjøre for metoden vi har brukt i innhenting, analyse og tolkning av data for å finne svar på problemstillingen. I kapittel 4 presenterer vi ulike verdsettelsesmetoder, og velger ut den teknikken som vi mener vil fungere best for vår verdsettelse. Kapittel 5 går ut på å gjennomføre interne og eksterne analyser. Her går vi i dybden på forhold internt i NRS og eksternt i oppdrettsbransjen, som kan utnyttes for å gi konkurransefordeler. I kapittel 6 omgrupperer vi regnskapet, slik at det blir mer investororientert og egnet for fremtidsprediksjon. I kapittel 7 analyserer vi historiske regnskapstall. Målsetningen er her å finne ut hvordan risikoen er for selskapet, kontra konkurrentene. I kapittel 8 vurderer vi historisk lønnsomhet for selskapet. I kapittel 9 beregner vi avkastningskravet til selskapet. Her begrunnes og beregnes parameterne som inngår i avkastningskravet. Denne sammenlignes med et bransjeutvalg. I kapittel 10 utarbeider vi prognoser for fremtidsregnskapet. Disse

beregnes på bakgrunn av informasjon og funn fra tidligere i oppgaven. I kapittel 11 utfører vi selve verdsettelsen. Den fundamentale verdsettelsen blir utført ved bruk av driftsrelatert superprofittmetode, her benyttes også komparativ verdsettelse som et supplement. Vi gjennomfører også en sensitivitetsanalyse for å se på usikkerheten ved verdsettelsen. I kapittel 12 utfører vi en kort oppsummering, før vi i kapittel 13 foretar konklusjon og implikasjon.

2. Presentasjon av selskapet og bransjen

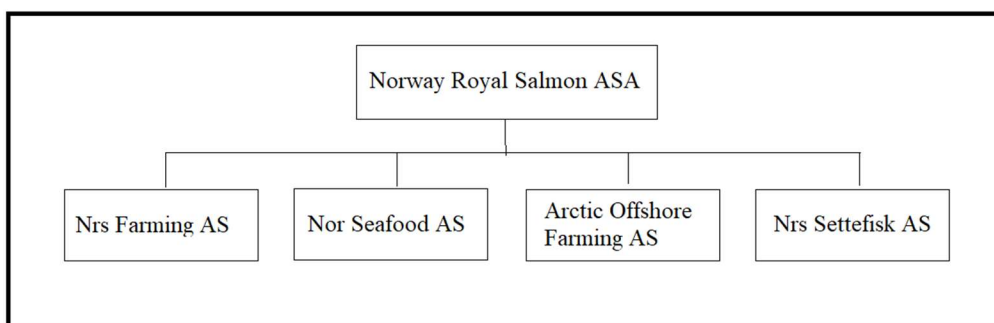
Før vi går i gang med verdsettingsdelen vil vi gi en kort presentasjon av selskapet, bransjeforhold og konkurrenter. Dette skal gi oss en grunnleggende forståelse av oppbygningen i og rundt selskapet, slik at vi får kjennskap til de største verdidriverne i NRS.

Vi velger å gjøre denne delen kort, fordi vi syntes gjengivelser av overordnet informasjon har begrenset relevans til selve verddivurderingen. Vi velger derfor hovedsakelig å presentere den informasjonen som vil være nyttig i utarbeidelsen av den strategiske analysen. Informasjon hentes fra selskapenes hjemmesider og relevante nyhetsartikler.

2.1 Generell informasjon om selskapet

Norway Royal Salmon er et norsk oppdrettsselskap, børsnotert på Oslo Børs. Selskapet ble etablert i 1992 av 34 lakseoppdrettere med plan om å drive salg og markedsføring av oppdrettslaks. Siden den gang har NRS vokst stort og ble i 2011 børsnotert med tilhørende emisjon på 50 millioner. I dag er selskapet etablert som en av de ledende produsentene av bærekraftig laks. NRS sin strategi er å fortsette veksten, med mål om å bli det oppdrettsselskapet med best lønnsomhet i Norge. Selskapet ble dannet av 34 separate lakseoppdrettere, som har ført til at selskapet har hatt mange mindre aksjonærer i stedet for et par store.

NRS driver sin oppdrettsvirksomhet i Nord med oppdrettsanlegg lokalisert i Troms og Finnmark. Frem til 2019 hadde NRS også en region sør i landet, men denne ble solgt i 2019.



Figur 1. NRS konsern

Norway Royal Salmon konsernet består av morselskapet Norway Royal Salmon ASA som er eieer over alle datterselskapene med unntak av Nor Seafood AS, hvor eierandelen er 82%.

Selskapet opererer per i dag innenfor to hovedsegmenter, det ene er oppdrett og det andre er salg og markedsføring. Oppdrettsdelen består av oppdrett av laks og tilknyttet

slakterivirksomhet. Salg og markedsføringsdelen omfatter kjøp og salg av laks og ørret. NRS har i tillegg en bestemmende eierandel på 50% i det Islandske oppdrettsselskapet Arctic Fish.

2.2 Bransje

Norway Royal Salmon opererer i oppdrettsbransjen, der konkurransen er stor både fra innenlandske og utenlandske aktører. Bransjen er svært homogen i form av produktet som produseres. En laks fra NRS er ikke veldig forskjellig en laks fra f.eks. SalMar eller Lerøy.

Innen oppdrett av laks er Norge størst i verden med en andel på over 50% av den totale produksjonen. Innad i Norge står de 10 største selskapene for ca. 70% av den totale produksjonen (Ilaks.no, 2020b). MOWI er det største oppdrettsselskapet både i Norge og i verden totalt sett. NRS derimot, var i 2020 det 19. største verden, og det 11. største i Norge.

Grunnen til at Norge er såpass gode på lakseoppdrett henger sammen med gunstige lokasjonsfordeler, for eksempel i form av mye kyst med optimal sjøtemperatur.

Sjøtemperaturen skal helst være mellom 8 og 14 grader for at laksen skal utvikle seg best (Forskning.no, 2020). Området bør også ha noe havstrøm, men skjermes for den aller sterkeste strømmen.

I Norge kreves det spesielle tillatelser for å drive oppdrett, kalt oppdrettskonsesjoner. Disse utgis av myndighetene med varierende mellomrom. I det siste har det blitt utgitt nye konsesjoner hvert andre år. Hver tillatelse angir et maksimalt antall tonn biomasse (MTB) selskapet har lov å produsere. Bakgrunnen for disse lisensordningene skyldes myndighetenes ønske om en kontrollert vekst, der påvirkningene er minimale på miljøet og markedet ("Laksetildelingsforskriften," 2004). I 2019 var det 1369 tillatelser i drift, der hver tillatelse har en maks tillatt biomasse (MTB) mellom 780 og 945 tonn. I 2020 ble det gitt tillatelser for omtrent 27 000 tonn. NRS sikret seg tillatelser for omtrent 1000 tonn, som gjør at NRS konsernet eier tillatelser for totalt 36 085 tonn MTB.

2.3 Eksport

Når det kommer til eksport av laks, er Norge størst i verden. I 2020 ble det eksportert 1,1 millioner tonn laks, som er en volumoppgang på 2% fra 2019. Verdien på denne mengden tilsvarte 70 milliarder kroner, som er 2,3 millioner lavere enn verdien i 2019. Totalt sett ble verdien av den eksporterte laksen redusert med 3% i 2020. Dette kan i stor grad forklares av nedgang i lakseprisen som følger av covid-19 pandemien. Lavere laksepris gjør at verdien på laksen selskapet selger blir lavere. Pandemien har medført større etterspørsel etter bearbejdede produkter for salg innen detaljhandelen. I Norge blir en stor andel av laksen videreforedlet, derfor har også etterspørselen økt. I sum har altså nedgangen i laksepris hatt større utslag en volumøkning i eksport (årsrapporten, 2020).

Størsteparten av eksporten fra Norge går til land innenfor EU, med en andel på over 70%. I 2020 solgte NRS 88 904 tonn laks, som var noe mindre enn volumet året før på 89 879 tonn. I NRS eksporteres 83% av salget til andre land, hovedsakelig innenfor EU. NRS har også vesentlig eksport til asiatiske land.

2.4 Verdikjede og kostandsdrivere

Produksjonstiden for laks ligger mellom 2-3 år og omfatter en hel prosess fra klekking av øyerogn til fisken er klar for å spises. Det første steget er å befrukte stamfisk med rogn. Rognen legges i ferskvann og klekkes etter ca. 60 dager. I denne perioden er vaksinerings og vannkvalitet viktig med tanke på å redusere risiko for sykdom og ugunstig utvikling. Etter 10-16 mnd. i ferskvann transporteres fisken til anlegg i sjøen. På dette tidspunktet veier fisken mellom 60- og 120 gram. Perioden når den tilpasser seg overgangen fra ferskvann til sjø kalles smoltifisering. Laksen er deretter i merder frem til de veier ca. 4-6 kilo, noe som tar ca. halvannet år. Deretter slaktes den, blir sløyd, pakket og sortert. Laksen selges deretter videre, enten hel frossen, fersk eller videreforedlet (laks.no, 2021).

Nye teknologiske løsninger og effektivisering har bidratt til at oppdrettsbransjen er blitt mer produktiv, noe som trekker produksjonskostnadene ned. Dette motvirkes derimot av andre forhold. Kostnader til fôr, smolt, lønn og "annen kostnad" har ført til en økning i de totale produksjonskostnadene (Nofima, 2019).

Råvarepris og innføring av vegetarisk fôr har ført til høyere kostnader. I tillegg har høyere dødelighet sent i livssyklusen gjort at produksjonskostnaden for hver gjenlevende laks blir

høyere. Lønnskostnadene har økt fordi det kreves mer arbeid med kontroll, behandling av lus, bruk av ny teknologi og utvikling, og søknader for konsesjoner. Dette gjør også at det trengs ny kompetanse, som også har sin pris. Ellers har “annen kostnad” økt som følger av særlig tiltak for å forebygge og kontrollere lakselus og rømming. (Nofima, 2019)

Det å redusere lus og rømming i oppdrettsbransjen er viktig både med tanke på å redusere kostnader, men også for å etterleve miljømessige regler. Lakselusen er en form for parasitt på laksen, der den lever og formerer seg. Dette fører til sår og tap av saltbalanse og dermed redusert vekst. Antall lus skal telles hver uke og rapporteres til myndighetene. Maksimalt tillates 0,5 hannlus per fisk. Dersom det oppdages for stor andel lus bør legemidler brukes for å forhindre at lusen sprer seg til andre anlegg eller villaks. Dette er en veldig kostbar prosess. (Laksefakta, 2020a)

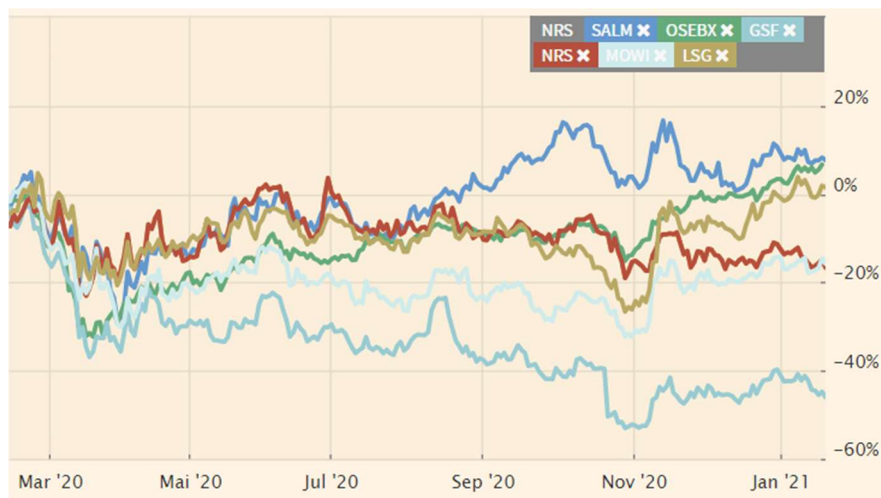
Rømming er først og fremst skadelig ved at oppdrettslaksen formerer seg med villaksen. Oppdrettslaks har mindre forutsetninger for overlevelse enn villaksen, og avkommet vil derfor bli mindre gunstige rent genetisk. Rømming medfører også et økonomisk tap, både ved at man mister selve laksen og ved bøter. Det er konkrete krav til hvordan oppdrettsanlegg skal forebygge rømming. Dette innebærer daglig tilsyn, kompetanse, beredskapsplaner og krav til å risikovurdering med mål om å minimere rømming. (Laksefakta, 2020b)

2.5 Aksjeutvikling

Aksjene er som nevnt relativt spredt, selv om den største aksjonæren NTS ASA har en eierandel på 16,22%. Selskapet ble børsnotert i 2011, som i etterkant har ført til en høy utvikling aksjeprisen som har vært svært gunstig for investorene. I 2012, relativt kort tid etter børsnoteringen, var verdien per aksje 7,24. Den høyeste aksjekursen til NRS var i slutten av juni 2020, med en kurs på 250,8. Aksjekurs per 01.01.2021 er 214,6 per aksje, med et totalt antall utstående aksjer på 43 572 191.

Til tross for solide økninger i aksjeprisen over tid, har det siste året vært svakt for NRS og den resterende bransjen.

Sammenligning av NRS opp mot OSEBX hovedindeks(grønn) og komparative selskap:

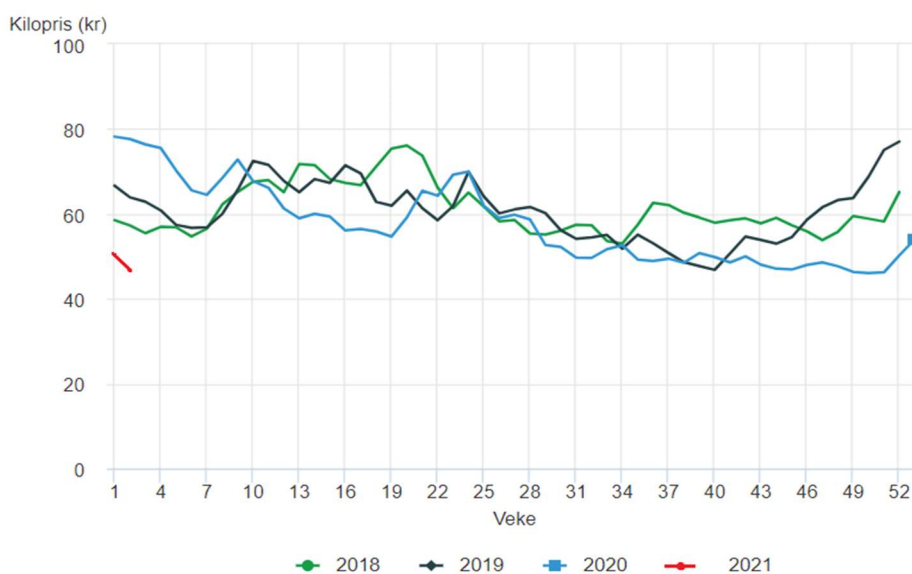


Figur 2. Utvikling i aksjepris for NRS og konkurrerende selskap (E24)

Vi ser at NRS totalt sett er et av selskapene med størst prosentvis nedgang, der kun Greig Seafood av de utvalgte selskapene synker mer. NRS taper seg også noe imot hovedindeksen, særlig fra sommeren av. Den bakenforliggende årsaken til nedgangen her, ser vi for oss hovedsakelig knytter seg til den pågående covid-19 pandemien. Pandemien har ført til en solid nedgang i bransjens største verdidriver, nemlig lakseprisen.

Sammenheng med laksepris

Eksportprisen for laks er vist i grafen under:



Figur 3. Eksportpris for laks i løpet av et år, for 2018-2020 (SSB)

Lakseprisen er den klart viktigste faktoren til å forklare lønnsomhet i oppdrettsbransjen. Av grafen kan vi se at lakseprisen per 1.1. 2021 er 50,38. Dette er betydelig lavere enn i 2019 og 2020 der prisen var henholdsvis 66,7 og 78,2 per 1.1. Strenge restriksjoner i inn- og utland har blant annet ført til mindre etterspørsel fra restaurantbransjen, eksporten har generelt også blitt lavere enn forventet. Dette fører til at produsenter får fulle lagre, og at tilbudet derfor blir langt større enn etterspørselen (Ilaks.no, 2020e). Fra et makroøkonomisk ståsted er det naturlig at etterspørselsoverskudd fører til prispress, noe som forsterkes når lakseprisen er volatil. Varigheten på fersk laks er kun ca. tre uker. Dette gjør at behovet for å få solgt unna i tide blir større, og prispresset spisser seg ytterligere.

Lakseprisen hentet seg bra inn på sommeren, men forverring av pandemien medførte at etterspørselen i slutten av året ble lavere enn i ett normalår. Prisen økte mot slutten av året, som er normalt på grunn av en midlertidig økt etterspørsel i forbindelse med julen. Denne tendensen var derimot ikke høyere enn i ett normalår.

Vi observerer at aksjekursen og lakseprisen korrelerer sterkt. Her fører mindre etterspørsel til høyt tilbud, slik at prisen blir lavere. Dette fører igjen til at markedets tro på oppdrettsbransjen svekkes, slik at kursen går ned.

3. Metode

For å komme fram til en vurdering av verdien til selskapet trenger vi å være bevisste ved valg av metode. En metode er en systematisk fremgangsmåte der vi skal få en beskrivelse av hvordan vi skal finne et svar på problemstillingen (Johannessen, Christoffersen, & Tufte, 2016). I vårt tilfelle vil det å innhente, analysere og tolke data være svært sentralt.

3.1 Forskningsmetode

Hovedsakelig benyttes to strategier for forskning, kvalitativ og kvantitativ. En kvalitativ metode kjennetegnes av at den er basert på tekstdata og søker etter opplevelser eller meninger. Disse kan ikke tallfestes eller måles (Postholm & Jacobsen, 2018). I masterutredningen vil kvalitativ metode blant annet bli benyttet ved strategisk analyse av selskapet. Her vil vi grundig gå inn på interne og eksterne forhold for å få en dyp helhetlig forståelse av selskapet, og potensialet selskapet har i bransjen. I en kvalitativ analyse vil forskeren påvirke undersøkelsen med sine faglige egenskaper, valg av metoder underveis og hvordan resultatene blir framstilt. En slik metode vil derfor ha mangel på analytisk retning, men er transparent i beskrivelse og rapportering av selve forskningsprosessen (Johannessen et al., 2016).

En kvantitativ metode derimot, kjennetegnes ved at den omhandler tall. Her vil strukturen være mer systematisk, og forskeren ha en objektiv rolle. Denne metoden går i bredden der hensikten er å teste og framlegge forklaringer. Her er det sentralt at den innhentede informasjonen kan gjøres om til målbare enheter slik at resultater kan beregnes statistisk (Postholm & Jacobsen, 2018). Vi vil anvende en form for kvantitativ metode i blant annet regnskapsanalysen, der vi analyserer historiske regnskapstall for å finne underliggende økonomiske forhold for NRS.

En metode trenger ikke å være et utelukkende valg mellom kvalitativ- og kvantitativ metode. Metodetriangulering kan benyttes som en kombinasjon. Her kan fenomenet bli sett ut ifra flere perspektiver både ved innsamlingen og i analysen av dataene. På denne måten kan man ideelt sett veie opp for svakheten til de separate metodene og øke tilliten til resultatene (Johannessen et al., 2016). I vår verdsettelse av NRS blir nettopp metodetriangulering vår foretrekkende metode. På denne måten kan vi variere hvor mye vi går i bredden kontra dybden når vi skal finne verdien for selskapet. For eksempel vil finansielle rapporter i utgangspunktet analyseres kvantitativt, mens enkeltposter kan bli analysert kvalitativt fordi årsaken bak postene kan være ekstra relevante med tanke på å forklare verdien.

3.2 Forskningsdesign

Forskningsdesignet er den overordnede planen for hele prosessen fra ide, via formulering av problemstilling og innsamling av data, til selve tolkningen av dataen (Johannessen et al., 2016). Vi har tre hovedtyper forskningsdesign; eksplorativt, kausalt og deskriptivt (Gripsrud, Olsson, & Silkoset, 2010). Kort fortalt vil et eksplorativt design velges dersom målet er opparbeidelse av kunnskap og forståelse av et emne der den grunnleggende kunnskapen om fenomenet på forhånd er lavt. Et kausalt design egner seg når man skal forske på mulig årsakssammenhenger via eksperimenter. Det siste designet er deskriptivt, hvor formålet er å kunne beskrive hvordan en situasjon er innenfor et bestemt område. Her vil forskeren inneha kunnskap på forhånd om selve forskningsspørsmålet.

I og med at vi skal beskrive situasjonen for NRS per 1.1. 2021 er deskriptivt studie vårt foretrekkende design. Forskningsspørsmålet anses som en casestudie, siden dataene våre er rettet mot en enhet og dens omgivelser (Johannessen et al., 2016). Vi benytter som nevnt metodetriangulering for å få frem en gunstig kombinasjon av mengde og detaljer i dataene.

3.3 Innhenting av data

Vi har to valg når det kommer til innhenting av data, dette dreier seg om vi skal bruke primærdata eller sekundærdata (Gripsrud et al., 2010). Valget mellom disse metodene kommer i stor grad an på formålet og problemstillingen vi har ved forskningen. Primærdata blir hentet inn eller bearbeidet på egenhånd av forsker ved for eksempel observasjoner, undersøkelser eller intervjuer. Metoden gir muligheter for forskeren til å være fleksibel underveis knyttet til dataene som hentes inn. Flexibiliteten kan derimot slå negativt ut med tanke på at forsker selv tar stilling, og kan påvirke dataene. I vår oppgave er derfor primærdata lite benyttet. Isolert sett kan det være en svakhet å ikke kontakte selskapet på egenhånd, men vi anser det som unødvendig når vi har funnet dataen vi trenger på andre måter. Forskningen vår blir også helt uavhengig av at vi ikke kontakter selskapet. Aksjenoterte selskap har i utgangspunktet heller ikke lov å gi prissensitiv informasjon utover det som er offentlig tilgjengelig.

Sekundærdata er data som er hentet inn av andre, og kan være både kvalitativ og kvantitativ. Sekundærdata kan deles inn i følgende tre undergrupper: offentlige kilder, faglitteratur og standardiserte undersøkelser (Gripsrud et al., 2010). Offentlige kilder er kilder som er offentlig tilgjengelig, som årsrapport og informasjon fra selskapet hjemmeside. Slike data er i aller høyeste grad benyttet i vår oppgave. Faglitteratur er kilder der vi sikrer oss at den er av

høy troverdighet. Dette vil i vårt tilfelle være bøker vi leier på biblioteket, der innholdet er utarbeidet av fagpersonell på området. Den siste undergruppen er standardiserte undersøkelser. Disse blir vanligvis gjennomført av profesjonelle analysebyråer med mål om å utarbeide rapporter til analysens interessenter. Eksempler fra vårt tilfelle er forskning som går på helsegevinster for laks, kontra andre kjøttprodukter.

Vi har ved våre sekundærkilder fått den informasjonen vi trenger får å gi vår mening om verdien til selskapet. Finansielle rapporter og informasjon fra selskapets hjemmeside står i spissen for vår informasjon, samt verdsettelsesteori hentet fra en rekke fagfolk. Vi har underveis forsøkt å bevare en sunn skepsis til informasjonen. For eksempel kan en finansiell rapport bli forsøkt framlagt noe positivistisk for å unngå negativ respons fra aksjonærer. Det er også viktig å være bevisste på at bearbeiding av data medfører en del tolkning, og at våre egne tolkninger derfor vil ha en påvirkning på resultatene.

3.4 Analyse av data

Dataanalysen blir i vår oppgave en analyse av sekundærdataen vi har hentet inn. I stor grad vil sekundærdata tale for seg selv, i og med at den allerede er bearbeidet (Johannessen et al., 2016). Vi må derimot gjøre nye bearbeidelser for i større grad å tilpasse den vårt informasjonsbehov. Dette gjelder særlig ved utarbeidelse av resultat og balanse som kan brukes for verdiskapning og prediksjon.

3.5 Reliabilitet

Reliabilitet er et uttrykk for hvor pålitelige dataene våre er. Ideelt sett ønsker vi en svært nøyaktig forskning med lav andel målefeil. Dersom flere forskere tester reliabiliteten, vil resultatet bli bedre (Johannessen et al., 2016). Akkurat dette vil være et problem i en verdsettelsesoppgave siden verdien er i konstant bevegelse på grunn av hyppige endringer i makroforhold, mikroforhold og regnskapsregler.

Et sentralt poeng med vår oppgave er å gjennomføre verdsettelsen isolert fra andre verdsettelsler av NRS. På denne måten får vi en selvstendig verdivurdering. Denne verdien vil ikke ha sterk reliabilitet i seg selv, men kan sammen med andre verdiforslag gi mer reliable estimater. Det å sammenligne informasjonen fra NRS med bransjen kan styrke reliabiliteten av informasjonen.

Selskapet blir også revidert, som vil styrke tilliten for brukerne. Dette gjør at de mest avgjørende sekundærdataene med tanke på verdsettelsen er bearbeidet av kompetente og uavhengige individer. Vi anser derfor reliabiliteten til å være god på inndataene, mens utdataene isolert sett vil ha lavere reliabilitet ved at den vil være preget av våre subjektive forutsetninger.

3.6 Validitet

Validitet tolkes ofte som gyldighet av dataen vi har samlet inn. Begrepet knytter seg til relevansen empirien har i forhold til det vi egentlig ønsker å undersøke. Vi presenterer i denne oppgaven tre former for validitet og hvordan disse blir benyttet i vår oppgave. Hvilken betydning disse har vil komme an på om det er kvalitativ eller kvantitativ forskning vi fokuserer på (Gripsrud et al., 2010).

3.6.1 Begrepsvaliditet

Begrepsvaliditet går ut på at vi må sikre sammenheng mellom det som undersøkes og de dataene vi henter inn, altså at det vi faktisk måler skal være det samme som det vi skal måle ut fra problemstillingen.

Det er her avgjørende for begrepsvaliditeten at forsker har tilstrekkelig innsikt i stoffet, og har en teoretisk sensitiv tilnærming i innhenting av informasjon. Dette gjør at forsker kan bevege seg fra et deskriptivt til et analytisk nivå. For eksempel er omgrupperingen av resultat og balanse fra et kreditororientert- til et investororientert perspektiv sentralt for å danne en sterk begrepsvaliditet. Det blir sentralt å kunne finne variabler som har betydning for selskapet med tanke på verdiskapning, slik at vi får hentet ut den relevante informasjonen vi trenger (Gripsrud et al., 2010).

3.6.2 Intern og ekstern validitet

Intern validitet omhandler i hvilken grad forsker bør kontrollere variablene som kan påvirke resultatet. Målet er å kunne trekke kausale sammenhenger mellom variabler av både kvalitativ og kvantitativ art (Gripsrud et al., 2010). Høy grad av intern validitet knyttet til forskningsdesignet tyder på et kausalt forhold, altså at forskingen er gjennomført slik at forholdet mellom variablene kan antas å ha en mulig årsakssammenheng (Johannessen et al.,

2016). Intern validitet vil ha begrenset relevans i denne oppgaven fordi vi utfører en casestudie og ikke et eksperiment.

Ekstern validering vil variere ut ifra om vi gjennomfører kvalitativ eller kvantitativ forskning. For kvalitativ forskning vil ekstern validitet bety at det foreligger en mulighet for at resultatene fra studien kan generaliseres over til andre sammenhenger (Gripsrud et al., 2010). I en kvantitativ tilnærming vil den eksterne validiteten istedenfor se om selve kunnskapen kan generaliseres. Vår oppgave er svært begrenset når det kommer til validitet. En verdsettelse av NRS er en deskriptiv casestudie med mål om å beregne virkelig verdi av egenkapitalen. Hovedfunnet her vil derfor ikke være generaliserbart. Enkelte sekundærdata kan brukes internt i bransjen, men er ikke overførbare til andre sammenhenger.

4. Valg av verdsettelsesmetoder

I dette kapitlet vil vi introdusere de forskjellige verdsettelsesmodellene. Det er utallige måter å verdsette et selskap på, noen bedre enn andre. Valg av metode har til tider en påvirkning på hvilken verdi man kommer fram til i verdivurderingen. Det har ofte en sammenheng med størrelser på parametere og subjektive forutsetninger (Dahl, 2011). Den enkelte part interesse vil også påvirke verdien, altså selger- og kjøperperspektivet. Det er derfor svært viktig at man er kjent med de ulike metodenes oppbygning, og dens subjektive forutsetninger. Dette gjør at man har grunnlaget til å forstå i hvilke situasjoner de forskjellige metodene er egnet (Kaldestad & Møller, 2016).

Innenfor verdsetting er det tre metoder som hovedsakelig brukes:

- Fundamental verdsettelse
- Komparativ verdsettelse
- Opsjonsbasert verdsettelse

I de neste kapitlene vil vi ha en teoretisk gjennomgang av disse verdsettelsesmetodene, før vi til slutt diskuterer hvilke metoder som passer best i vår verdsetting av NRS.

4.1 Fundamental verdsettelse

En fundamental verdsettelse tar utgangspunkt i et selskaps forventede fremtidige kontantstrømmer. Prognosene for disse kontantstrømmene baseres på grundige strategiske analyser og historiske regnskapsanalyser, og divideres på avkastningskravet (Penman, 2010).

$$\text{Verdi EK} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+k)^t}$$

Metoden består av strategisk analyse, regnskapsanalyse, budsjettering av fremtidsprognoser, beregning av avkastningskrav, verdsettelse og sensitivitetsanalyse. Disse delene blir nærmere spesifisert igjennom oppgaven.

Fundamental verdsettelse kan gjøres på to måter, ved egenkapitalmetoder eller totalkapitalmetoder (Damodaran, 2012).

4.1.1 Egenkapitalmetoder

Egenkapitalmetoder kjennetegnes av at de benytter egenkapitalavkastningskravet som diskonteringsfaktor for de fremtidige kontantstrømmene. Dette kan også gjøres ved å beregne nåverdi av fremtidig superprofitt og legge denne på verdien til bokført egenkapital. Vi presenterer i denne oppgaven metoder som tar utgangspunkt i fri kontantstrøm, dividenden, superprofitt og AEG.

Fri kontantstrømmodellen

Ved bruk av denne teknikken diskonterer vi selskapets forventede frie kontantstrømmer for å måle virkelig verdi av selskapet. Den frie kontantstrømmen beregnes som forskjellen mellom kontantstrømmen til selskapet og investeringsutgiftene (Damodaran, 2012).

$$\text{Verdi EK} = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{(1+k)^t} + \frac{P_T}{(1+k)^T} \text{ der } P_T = \frac{FCFE_{T+1}}{k-g}$$

Her betyr:

FCFE: Netto inntekt – økning i EK

+ endring i EK utover innskutt kapital og utbytte.

PT: Terminalpris

k: Avkastning til egenkapitalen

g: Estimert vekst

Vi ser av formelen at modellen fungerer i to ledd. Det første leddet består av fri kontantstrøm i de estimerte årene, mens det andre leddet er et terminalledd som måler den eventuelle konstante veksten i selskapet utover prognoseperioden. Her er det gunstig at den eksplisitte perioden er lang nok til å fange opp perioden med mest variasjon, slik at veksten kan være i en viss steady state-tilstand når man beregner terminalleddet. Modellen kritiseres for at terminalleddet ofte får en for stor påvirkning på verdien (Dyrnes, 2011). Denne metoden er en svært populær innen verdsettelse. Dette kan skyldes hvor enkel modellen er å forstå, siden nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene er lik verdien av selskapet.

Dividendmodellen

Denne modellen verdsetter selskapet ved å se på kontantstrømmen fra selskapet som kommer aksjonærene til gode, altså utbytte. Ved å neddiskontere forventet fremtidig utbytte vil man finne nåverdien av selskapet. Dersom det ikke finnes finansielle eiendeler eller rentebærende gjeld vil disse være lik kontantstrømmene (Gjesdal & Johnsen, 2012).

$$\text{Verdi av EK} = \frac{(\text{Div}_t)}{(1+k)^t} \dots$$

$$(\text{Div}_t) = \text{Utbytte}$$

$$k = \text{Avkastningskrav til EK}$$

I og med at prognoser for utbytte over lengre perioder er vanskelig å utarbeide, er metoden best egnet for steady state selskaper. Det vil si selskaper i en tilstand der utbytte vokser med en konstant vekst i dividendeutbetalingene (Farrell, 1985).

Under viser vi formelen for dividendmodellen.

$$\text{Verdi av EK} = \frac{(\text{Div}_1)}{(k-g)^1} = \frac{d(1+g)}{k-g} * E_t$$

Her er:

$$g = \text{vekstrate}$$

$$d = \text{andel utbytte}$$

$$E_t = \text{Rentabilitet} * \text{bokført verdi} \text{ (altså resultat)}$$

En svakhet med denne teknikken er at lønnsomhet ikke inngår i formelen, noe som kan gi en illusjon om at lønnsomhet ikke har noen betydning. Vi kan illustrere med Gordons vekstformel at dette ikke er tilfelle.

$$g = (1 - d) X ROE, \text{ hvor: } ROE \text{ betyr egenkapitalrentabiliteten.}$$

Når lønnsomheten er gitt ved ROE vil d være en funksjon av g og motsatt. En økning i henholdsvis d eller g , vil i tråd med formelen øke verdien på selskapet. Farrell hevder dividendmodellen er lite egnet i bransjer preget av sykluser, fordi rentabiliteten blir svekket ved estimering av dividender. Oppdrettsbransjen anses som syklisk fordi volatil laksepris og globalt tilbud påvirker inntjeningen. Vi anser det derfor lite hensiktsmessig å benytte denne metoden.

Superprofittmetoden

Superprofittmetoden er en verdsettelsesmodell som vektlegger selskapets superprofitt, normalt oppfattet som selskapets avkastning utover avkastningskravet. Teknikken tar utgangspunkt i bokført verdi av egenkapitalen på starttidspunktet. Deretter diskonteres den fremtidige superprofitten tilbake til i starttidspunktet for å hensynte avkastningskravet.

$$\text{Verdi EK} = \sum_{t=1}^T \frac{C_t - A_t - kB_{t-1}}{(1+k)^t} + \frac{C_{T+1} - A_{T+1} - kB_T}{k} + \frac{1}{(1+k)^T}$$

Der:

B = Bokført verdi på selskapet

C = Kontantstrøm for selskapet

A = Avskrivninger

k = Avkastningskrav til EK.

Den fremtidige superprofitten beregnes ved hjelp av prognosene for de neste årene og et terminalledd som regner inn den forventede utviklingen etter prognoseperioden. For å beregne superprofitten kan man regne resultatet som kontantstrøm minus avskrivninger, for deretter å trekke fra normalresultatet. Normalresultatet vil være avkastningskravet multiplisert med bokført verdi året før. Dette kan også tolkes som alternativkosten på selskapets kapital (Gjesdal & Johnsen, 1999). Dersom et selskap ikke lenger evner å skape ekstraordinær avkastning, vil ikke verdien lengre være større enn bokført verdi.

En fordel med denne metoden er at terminalleddet er lavere enn i kontantstrømmetoden, fordi den ekstra avkastningen etter eksplisitt periode ofte antas lav. Det blir med andre ord vanskeligere å legge inn urealistiske forutsetninger om vekst i fremtiden i denne metoden, enn ved andre metoder der disse gjerne er mer skjult (Gjesdal & Johnsen, 2012). Denne metoden passer godt i oppdrettsbransjen med tanke på at investert kapital tydelig fremgår av materielle eiendeler. De immaterielle eiendelene er ikke av en så stor art at vi frykter for høy superprofitt. Problematikken ved bruk av denne metoden vil derimot omhandle hvorvidt en modningsfase vil forekomme i nærmeste fremtid. Konkluderer vi med at modningsfasen er svært langt fram i tid, vil eksplisitt periode bli for lang. Dette kommer vi derimot tilbake til senere i oppgaven.

AEG

AEG-metoden er en verdsettelsesmetode som tar utgangspunkt i selskapets vekst utover de normale vekstforventningene. Modellen skal vise total fortjeneste fra en investering, samt reinvestert beløp. Normal fortjeneste vil være fortjenesten som vokser i takt med avkastningskravet, mens overskridende beløp inkludert reinvestert utbytte anses som unormal (Penman, 2010).

$$\text{Verdi EK} = \frac{1}{k} (E_1 + \sum_{t=0}^{T-2} \frac{RI_{t+2} - RI_{t+1}}{(1+k)^{t+1}} + \frac{RI_{T+1} - RI_T}{k-g} * \frac{1}{(1+k)^{T-1}})$$

Her er:

E = Resultat

RI = Residual inntjening

k = Avkastningskrav(%)

g = Vekstrate

Modellen består av to hovedledd, der første ledd er resultatet i neste periode. Det andre leddet er nåverdien av alle de fremtidige endringene i residualt resultat diskontert til i dag. De fremtidige endringene skjer i to deler, den første delen baserer seg på prognosene fra år til år, mens den andre delen er et terminalledd som baserer seg på en langsiktig forventet vekst.

Ved bruk av denne metoden vil terminalleddet, altså veksten etter prognoseperioden stå for en stor del av verdien. Dette skyldes den doble kapitaliseringen ved at man først kapitaliserer terminalleddet en gang, før det igjen kapitaliseres sammen med de andre faktorene.

Modellen har klare fordeler når det kommer til utbytte, ved at utbyttebetalingen ikke påvirker verdien. Siden man forutsetter at utbytte reinvesteres med samme avkastningskrav vil ikke størrelsen på utbytte påvirke "cum-dividende"- inntjeningen (Penman, 2010).

Vi ønsker å presisere at konsistente forutsetninger vil gi samme verdi for selskapet, uavhengig av hvilken metode vi benytter. Gjesdal og Johnsen (2012) hevder derfor at det er vanskelig å komme fram til en fasit på hvilken metode som egentlig er best.

4.1.2 Totalkapitalmetoden

I totalkapitalmetoder foretar man verdsettelsen ved å benytte et totalavkastningskrav som diskonteringsfaktor for de fremtidige inntjeningene. Utførelsen er lik som i egenkapitalmetodene, men med noen endringer i inndata. Som totalavkastningskrav bruker vi WACC, som er et veid gjennomsnitt av kapitalkostnaden. På denne måten finner vi virkelig verdi av selskapets total kapital. For å finne virkelig verdi av selskapets egenkapital må vi trekke fra virkelig verdi av den langsiktige gjelden (Damodaran, 2012). Eksempelet under viser hvordan totalkapitalmetoden kan benyttes på fri kontantstrøm.

$$\begin{aligned} \text{Verdi EK} &= \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{P_T}{(1 + WACC)^T} - \text{Verdi av gjeld, der } P_T \\ &= \frac{FCFE_{T+1}}{WACC - g} \end{aligned}$$

Her er:

$$\begin{aligned} FCFF &= EBIT \times (1 - T_s) + \text{avskrivning} - \text{kapitalutvidelse} \\ &\quad + \text{endring sysselskatt kapital} \end{aligned}$$

$$EBIT = \text{Resultat før rente og skatt}$$

$$T_s = \text{Selskapsskattesatsen}$$

$$WACC = \text{avkastningskrav til selskapet}$$

Denne metoden kan kritiseres for å være noe misvisende. Dette kommer av at kontantstrømmene er før utbetalinger av gjeld. Høy gjeld vil medføre problemer i fremtiden for selskapet med tanke på overlevelse, noe som ikke gjenspeiles i metoden.

Superprofittmodell av driftsrelatert aktivitet

Superprofittmetoden kan benyttes med en mer indirekte tilnærming ved verdsettelse av egenkapitalen. Her beregnes kun superprofitten fra de driftsrelaterte aktivitetene, disse generes av de driftsmessige eiendelene. Det forutsettes her at netto finansiell gjeld for selskapet er bokført til virkelig verdi, og at superprofitt av finansielle eiendeler er lik null (Modigliani & Miller, 1958). Driftsrelatert superprofitt angis av følgende uttrykk:

$$RI_t = NDR_t - WACC * NDME_{t-1}$$

Her er:

$NDR = \text{Netto driftsresultat}$

$NDME = \text{Netto driftsmessige eiendeler}$

Her vil verdien av egenkapitalen være differansen mellom netto driftseiendeler og netto finansiell gjeld, med tillegg for nåverdien av den driftsrelaterte superprofitten i fremtiden.

$$Verdi_0 = NDME - FF + \sum_{t=1}^T \frac{RI_t}{(1+W)^t} + \frac{Terminal_T}{(1+W)^T}, \text{ hvor: } Terminal_T = \frac{RI_{T+1}}{(WACC-vekst)}$$

Vi presenterte under egenkapitalmetoden fordeler for de ulike verdsettelsesmetodene, disse fordelene gjelder også for den driftsrelaterte totalkapitalmetoden. Forskjellen på totalkapital- og egenkapitalmetode er om vi verdsetter egenkapitalen direkte eller indirekte, samt valget av type avkastningskrav. I tillegg benyttes forskjellige typer mål på inntjening. I verdsettelsen er det derfor viktig å ha konsensus med tanke på hvilken type kontantstrøm og diskonteringsfaktor som legges til grunn. Benytter vi for eksempel kontantstrømmen for totalkapitalen med avkastningskravet til egenkapitalen blir verdien for lav, i og med at EK-avkastningskravet ikke tar hensyn til gjeldsforholdet slik at diskonteringsfaktoren blir høyere.

Med konsensus i forutsetningene vil begge metodene gi samme verdi, men totalkapitalmetoden har en fordel med tanke på å takle endringer i gjeldsforholdet over tid. Bruker man en egenkapitalmetode må man estimere nye gjeldsutbetalinger fremover i tid, og det vil være svært komplisert. Ved bruk av indirekte verdsettelse slipper vi derimot å budsjettere finansielle kontantstrømmer, noe som gjør verdsettelsen enklere, på grunn av usikkerhet i kapitalintensitet og sykluser (Damodaran, 2012).

4.1.3 Begrensninger og valg av fundamental verdsettelsesmetode

Ved verdivurdering av et selskap vil den fundamentale verdien være et estimat på selskapets framtidige kontantstrømmer. Slike vurderinger medfører stor usikkerhet fordi de er subjektive. Sannheten om virkeligheten kan ikke predikeres helt korrekt på forhånd. Metoden er heller ikke egnet ved negative kontantstrømmer, fordi nåverdien da vil bli negativ og forutsetningen om fortsatt drift blir brutt. Estimaten av kontantstrømmer vil også være lite gunstig for bransjer med store konjunktursvingninger. Vil nå diskutere vårt valg av metode.

Dividendmodellen har av Finn Kinserdal blitt omtalt som den eneste teoretisk riktige verdsettelsesmodellen (Kinserdal, 2017). Ut ifra et investorperspektiv er utbytte den eneste faktiske verdien som genereres av aksjen. Så er økning i aksjeprisen kun en indikasjon på hvor mye utbytte som kan generes i fremtiden. Som Kinserdal (2017) argumenterer for, vil en aksje som eies i evig tid, kun genere inntekter til aksjonæren i form av utbytte. Praktisk er det derimot en vanskelig modell. I tillegg til å beregne fremtidig lønnsomhet, må vi også estimere hvor mye av de fremtidige resultatene som tas ut som utbytte og hvor mye som reinvesteres i selskapet. I mange tilfeller er det heller ikke en sammenheng mellom resultat og utbytte. Store selskap kan for eksempel gi store utbytter selv i dårlige perioder, dersom de forventer at perioden er forbigående.

Det er også gjort en del forskning på hvilken metode som er best. HO, LEE og LIN (2017) har gjennomført tester av de forskjellige modellene. I et langsiktig perspektiv kommer de frem til at AEG modellen er den mest nøyaktige. Forskningen deres viste at superprofittmodellens basering på de faktiske eiendelene holdt verdien igjen, mens AEG metoden som kun tar utgangspunkt i fremtidige resultater ga mer presise prediksjoner (Ho, Lee, Lin, & Yu, 2017).

Det er også gjort undersøkelser av modellene rettet mot skandinaviske selskap. Anesten, Möller og Skogsvik (2020) tester modifiserte superprofitt-, AEG- og dividendemodeller på skandinaviske selskap som følger IFRS reglene. Modifikasjonen av modellene er hovedsakelig knyttet til konkurrisiko. Denne risikoen vil ikke være avgjørende for NRS, da det i oppdrettsbransjen er generelt lav konkurrisiko etter mange år med gode resultater. Forskningen deres kom frem til at superprofittmetoden var den beste når de kun tok utgangspunkt i de historiske regnskapsdataene. I tilfeller der analytikere hadde utarbeidet prognoser, var dividendemodellen mest presis (Anesten, Möller, Skogsvik, & Skogsvik, 2020).

I vår fundamentale verdsettelse vil forhold fra strategisk analyse og analyse av historiske regnskapstall legges til grunn. Målsetningen er at vi skal bruke all informasjon og kunnskap vi får om eksterne og interne forhold til å gi vår konklusjon om hva som genererer verdi. Vi velger derfor å benytte driftsrelatert superprofittmetode, heretter bare kalt superprofittmetode. Denne bransjen er svært kapitalintensiv, noe som gjør superprofittmetoden svært egnet når den baserer seg på investert kapital. For å sikre at metoden er gjennomført korrekt, vil vi putte de samme forutsetningene inn i FKS- og AEG-modellene for å forsikre oss om at de gir samme verdi.

4.2 Komparativ verdsettelse

En komparativ tilnærming til verdsettelse er markedsbasert. I denne oppgaven ser vi nærmere på to metoder for komparativ verdsettelse: Multiplikatormodellen og verdsettelse basert på substansverdi.

4.2.1 Multiplikatormodeller

Multiplikatormodeller drar fordel av at markedsverdien til sammenlignbare selskaper legges til grunn for verdsettelsen, noe som forutsetter at det faktisk finnes sammenlignbare selskaper i bransjen. Dette fører til at vi dermed eliminerer risikoen for at subjektive oppfattelser om underliggende forhold påvirker verdsettelsen. Det er vanlig å sammenligne med børsnoterte selskap. Det er viktig å være klar over at disse selskapene er verdsatt av markedet med tanke på framtidige kontantstrømmer. Med andre ord kan man argumentere for at multiplikatormodellen vil være ett resultat av kontantstrømbaserte metoder på de komparative selskapene (Kaldestad & Møller, 2016).

En multiplikator vil være ett forholdstall som vi bruker for å fastslå en verdi på selskapet. Dette kommer frem ved at vi deler verdien på selskapet eller eventuelt prisen på en aksje på en annen tallstørrelse, for eksempel resultat, kontantstrøm, balanse eller andre ikke-finansielle poster. Deretter verdsettes selskapet ved at en regnskapsstørrelse multipliseres med et forholdstall for multiplikatoren i markedet.

I denne oppgaven vil vi presentere følgende multiplikatormodeller:

- Pris/fortjeneste, kalt P/E
- Pris/bok kalt P/B
- Selskapsverdi/ inntjening før renter, skatt, avskrivninger og nedskrivninger. Kalt EV/EBITDA.

Pris/fortjeneste - P/E

P/E multiplikatoren er ett forholdstall mellom aksjens pris og resultatet per aksje for komparative børsnoterte selskap. Her er det sentralt at resultatet som brukes er resultat før ekstraordinære poster minus skatt. Vi benytter deretter dette forholdstallet multiplisert med verdsettelsesobjektets resultat fratrukket ekstraordinære poster og skatt.

Verdien av egenkapitalen beregnes altså med følgende formel:

$$\text{Verdi EK} = (\text{Resultat før ekstraordinære poster} - \text{skatt}) * P/E$$

Her er: $P/E = \text{Markedspris}/\text{Fortjeneste}$

Denne metoden vil alene ikke gi et godt grunnlag for å fastsette en verdi. Gjennomføring av metoden starter med å finne selskap i samme bransje, noe som i utgangspunktet vil være enkelt i oppdrettsbransjen. Vi må derimot være klar over at ingen selskap er helt like, og alle selskap har forskjellige aspekter som vil påvirke verdien. På denne måten gjør bedriftsspesifikke forhold at relevansen av metoden blir noe begrenset (Kaldestad & Møller, 2016).

Regnskapsregler vil også kunne påvirke det enkelte selskaps resultat på grunn av ulik regnskapsmessig behandling. Selskapene kan ha ulike lånebetingelser og gjeldsgrad, som vil påvirke rentekostnaden og dermed også resultatet. P/E modellen har også begrensinger når det kommer til tidshonoraret, fordi tilfeldige posteringer fram i tid ikke kan predikeres.

Pris/bok - P/B

Pris/bok metoden skal vise forholdet mellom selskapets markedsverdi og den bokførte verdien av egenkapitalen. Vi finner P/B ved å dele børsverdien på selskapets totale egenkapital. Vi beregner altså verdien til verdsettelsesobjektet ved å ta bokført verdi av EK multiplisert med prisen på komparative selskap delt på bokført verdi av komparative selskap.

Formel er som følger:

$$\text{Verdi EK} = \text{Bokført verdi EK} * P/B$$

Hvor: $P/B = \text{Markedspris}/\text{Bokført verdi}$

Dersom P/B er større enn 1, betyr det at markedsverdien er større enn den bokførte verdien. Også her foreligger det noen svakheter i modellen. Først og fremst vil ulike regnskapsmessig behandling nok en gang medføre forskjeller mellom selskapene, som igjen gjør dem mindre komparative. En kombinasjon av P/E og P/B kan gi mer nøyaktige resultater.

EV/EBITDA

EV/EBITDA multiplikatoren tar for seg en sammenligning av selskapenes underliggende drift, mot underliggende eiendeler. Ved benyttelse av denne modellen er det viktig å være klar over at modellen ikke tar hensyn til investeringsbehov, derfor bør den i utgangspunktet brukes i kombinasjon med andre multiplikatormodeller (Kaldestad & Møller, 2016).

$$EV/EBITDA = \frac{\text{Markedsverdi av EK} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat før avskrivninger og nedskrivninger}}$$

Selskapsverdien står her for verdien av sysselsatt kapital, derfor vil verdien være markedsverdien av egenkapitalen addert med netto rentebærende gjeld. EBITDA er driftsresultat før avskrivninger og nedskrivninger.

Denne metoden har sin styrke ift. andre multiplikatormodeller ved at faktoren blir bestemt ut fra et selskapsnivå, som danner det komparative grunnlaget. I de andre nevnte metodene blir multiplikatoren bestemt på industrinivå. Vi får med andre ord ett større fokus på underliggende forhold i driften, slik at kapitalstruktur osv. ikke påvirker verdsettelsen slik den gjør for P/E og P/B. P/E multiplikatoren har som nevnt også en svakhet i at regnskapsmessig behandling påvirker verdsettelsen. Dette er eliminert i denne metoden, først og fremst ved at vi ser bort fra avskrivninger. Det vil ha positive utslag for sammenlignbarheten da denne kan bli påvirket av avskrivningsprofilen. EV/EBITDA trekker også fra nedskrivninger, som bidrar til at færre uforutsigbare posterings påvirker verdsettelsen.

EV/EBITDA modellen har også sine svakheter i likhet med de andre. Enkelte driftskostnader vil inngå selv om de ikke vil være komparative fra selskap til selskap. Et eksempel kan være operasjonell leasing. Da vil kostanden bli inkludert i EBITDA slik at resultatet blir lavere og multiplikatoren for høy. Et sammenlignbart selskap som ikke har operasjonell leasing, vil dermed klassifisere kostanden som avskrivning og derfor ikke inkludere den i modellen.

4.2.2 Substansverdi

En verdsettelse ved bruk av substansverdi tar utgangspunkt i hva eiendelene kan omsettes for i markedet. Vi sammenligner altså eiendelene i selskapet med salgsverdien (Kaldestad & Møller, 2016). For egenkapitalen blir substansverdien selve markedsverdien av eiendelene fratrukket gjeld og eventuell latent skatt. Multiplikatormodellen innebærer at selskapets egenkapital blir sammenlignet med sammenlignbare selskap i bransjen. Vi ser bort i fra nåværende bruk av eiendelen. Dette er det motsatte av det vi gjør når vi neddiskonterer en eiendels verdigenerering til en nåverdi.

Vi anser substansverdimodellen som lite egnet i vårt tilfelle. Eiendelene kan neppe sies å ha en observerbar verdi i markedet. Dette gjelder kanskje særlig konsesjoner, der normalpris på rettighetene historisk sett har hatt en voldsom variasjon. Totalt sett er derfor bruk av substansverdi lite egnet. Vi velger derfor å ikke bruke denne metoden i oppgaven.

4.2.3 Kritikk av komparativ verdsettelse generelt

De nevnte modellene er enkle og kostnadseffektive, bruken bør være av en supplerende art og ikke som eneste metode. Modellene har en forutsetning om perfekte marked ved prising av aksjene og at feil vil bli rettet opp på relativt kort sikt. Dette er en forutsetning som ikke er særlig holdbar i virkeligheten, noe som kan føre til feil i verdsettelsen. Er markedet vi priser i noe optimistisk, vil dette øke sjansen for overprising fordi komparativ prising gjenspeiler verdioppfatningen i markedet. Ellers vil som nevnt særegne forhold i selskapene gjøre verdien mindre troverdig. Multiplikatormodeller bør derfor ikke anvendes med mindre man har kunnskap til oppbygning og svakheter. I denne oppgaven benytter vi derfor multiplikatormodeller som et supplement til den fundamentale verdsettelsen.

4.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Opsjonsbasert verdsettelse har en stor fordel fordi den hensyntar at en investering har flere enn ett sannsynlig utfall. Opsjonsbasert verdsettelse greier å hensynte fleksibilitet i sine betraktninger. Flexibilitet kan inkluderes ved å benytte realopsjoner. Realopsjoner gir mulighet til å besitte en rettighet, men ingen plikt til en bestemt investering. (Kaldestad & Møller, 2016).

Formel:

Verdi år 0 = Statistisk verdi + verdi av særlig fleksibilitet

Verdi år 1 = Nåverdi av fremtidige kontantstrømmer i et statistisk scenario

Det finnes en rekke måter former for fleksibilitet og forskjellige typer realopsjoner. Trigeorgis (1996) nevner blant annet at realopsjoner kan medfører å *utsette, utvide, avhende og bytte/tilpasse* et prosjekt (Trigeorgis, 1996). Den grunnleggende tanken er her at prosjektets verdi i dag, kan endre seg i fremtiden.

Fordelen med en slik tilnærming er at vi får et godt supplement til den ordinære fundamentale verdsettelsen i og med at man får lagt til nåverdien av særlig fleksibilitet. Her blir altså forhold som vi i en ordinær verdsettelse enten må forutsette eller bruke beste estimat for å finne en «fasit» på, bli tatt hensyn til. Vi får med andre ord både identifisert og kvantifisert fleksibilitet.

I en bransje som er relativt stabil og moden slik som oppdrettsbransjen, vil ikke opsjonselementet ha størst verdi. Vi har derfor valgt å ikke fokusere mer på denne formen for verdsettelse i den videre verdivurderingen i oppgaven.

5. Strategisk analyse

Den strategiske analysen er den første delen av selve verdsettelsen. Vi skal her undersøke hvilke strategiske muligheter og trusler NRS står ovenfor. Det vil være sentralt å ha en forståelse av NRS sin posisjon i fremtiden, i og med at vi skal lage prognoser på fremtidig regnskap, utover den historiske forankringen som regnskapet gir oss. Målsetningen er at vi skal sitte igjen med en mening om lønnsomhet, vekst og utvikling for selskapet og bransjen, samt hvordan dette kan utnyttes i fremtiden. Den strategiske analysen bør kombineres med historiske regnskapsanalyser slik at disse sammen kan gi oss troverdige prognoser på de fremtidige kontantstrømmene. Det har blitt hevdet at den strategiske analysen er undervurdert, fordi en kjøpsanbefaling krever ett solid grunnlag. Når man leser en kjøpsanbefaling, kan man spørre seg «hvorfør har ingen tenkt på dette før?» (Kaldestad & Møller, 2011). Dersom man skal hevde at man vet bedre enn markedet, bør man kunne forsvare påstanden.

I den strategiske analysen vil vi gjennomføre eksterne og interne analyser av NRS. De eksterne analysene vil ha fokus på makroøkonomiske og konkurransemessige forhold. Den interne analysen ser på hvordan NRS strategisk plasserer seg i forhold til resten av bransjen.

5.1 Ekstern analyse

Den eksterne analysen har som formål å kartlegge de bransjemessige forholdene for å finne lønnsomhetspotensial (Kaldestad & Møller, 2016). Vi vil se på hvordan NRS forsøker å tilpasse seg disse omgivelsene, både med tanke på trusler og muligheter.

To av de mest brukte eksterne analysemodellene er PESTEL og Porters Five Forces. PESTEL vektlegger i hovedsak de store trendene og hendelsene i bransjen. Porters Five Forces har derimot et større fokus på selve aktørene i bransjen, og hvordan de opptrer i sammenheng med hverandre. Vi velger å benytte både PESTEL og Porters Five Forces i den strategiske analysen av NRS.

5.1.1 PESTEL

I PESTEL-analysen ser vi på hvilke makroforhold NRS må forholde seg til, og hvilken påvirkning disse kan ha på kort og lang sikt (Erichsen, Solberg, & Stiklestad, 2017). Vi kartlegger de eksterne makroforholdene i oppdrettsmarkedet etter følgende forhold: politikk, økonomi, sosiale, teknologi, samfunn og lovmessige.

Hoveddelen av de lovmessige forholdene i laksebransjen er regulert via de politisk utstedte oppdrettskonsesjonene. Vi velger derfor å slå politikk og lovmessig sammen i analysen, for at analysen skal bli mer forståelig og ryddig.

Avslutningsvis vil vi se faktorene i sammenheng med produksjon, etterspørsel og lønnsomhet. Målet er at vi med hjelp av disse faktorene vil ha et solid grunnlag til å utlede en langsiktig fremtidsprognose for vekst.

Politisk/lovmessig

Fiskeoppdrett er sterkt regulert av myndighetene, som er nøye med å tildele nye oppdrettsområder. Et viktig argument for denne begrensningen er hensynet til miljøet. En annen grunn er hvordan begrensningene kan ha en stabiliserende effekt med tanke på vekst ("Laksetildelingsforskriften," 2004). Konsesjonsreglene sikrer at selskapene ikke øker veksten for fort, som igjen hjelper med å opprettholde en viss konkurranse mellom oppdrettsselskapene.

Skatteregler

I dag betaler de fleste havbruksselskap grunnrenteskatt for fordelene selskapene får ved å kunne bruke samfunnets ressurser. Grunnrenten beregnes ved å se på hvor mye av verdiskapingen i bedriften som skyldes bruken av samfunnets ressurser. I petroleumsindustrien og i vannkraft fører denne særskatten til skatt på henholdsvis 78% og 58,3%. Dette har blitt diskutert som et tiltak også i oppdrettsbransjen, som kun blir belastet med ordinær skatt. I slutten av 2019 kom «lakseskatteutvalget» med sin innstilling, der det ble bestemt at det ikke skulle innføres en ekstra grunnrenteskatt på 40%.

Oppdrettsnæringens bruk av samfunnets ressurser i kombinasjon med langvarig høy profitt i selskapene har skapt irritasjon hos politikere og hos andre. Som et slags kompromiss valgte allikevel regjeringen fra 2021 å innføre en ny avgift på oppdrettsbransjen (Regjeringen,

2020a). Denne ble satt til 40 øre per kilo produserte fisk. Lakseprisen var på det tidspunktet litt over 40 kroner og en avgift på 40 øre, betyr at selskapenes inntekter fra laks effektivt reduseres med rundt 1%. Dersom denne avgiften aksepteres som et alternativ til grunnrenteskatt, vil nok selskapene juble med tanke på at den opprinnelige skatten som ble diskutert var 40%. Grunnrenteskatten er i hvert fall satt på vent for nå, selv om den politiske dragkampen nok vil fortsette.

Konsesjonsregler

Fra 2018 blir nye lisenser solgt på auksjon, mens en vekst på 1-2% i nåværende anlegg selges til fastpris (Regjeringen, 2020c). Mange fryktet at disse nye auksjonsreglene ville komme de store selskapene til gode, men i 2018 endte de mindre selskapene opp med en større del av lisensene enn tidligere (ilaks.no, 2020a).

Konsekvensene av de nye lisensreglene for NRS og de andre oppdrettselskapene kan være vanskelig å forutsi. På en side vil antagelig prisen selskapene betaler for oppdrettslisensene øke, men det vil også gi mer forutsigbarhet ved at alle selskapene har like muligheter til å konkurrere om lisensene. Det er mulig det politiske presset om å innføre grunnrenteskatt blir mindre, nå som selskapene betaler tilnærmet markedspris for oppdrettstillatelsene.

Begrensninger av miljøhensyn

Noe bransjen kritiseres for er bruken av lusemidler og andre midler som kan forurense nærmiljøet til oppdrettsstasjonene. De siste årene har leppefisk blitt regnet som et mer miljøvennlig og effektivt alternativ til kjemiske lusemidler. Konsekvensene av dette har vært at villfangst av leppefisk har økt sterkt, som kan ha negative konsekvenser (DN.no, 2020).

Rømt oppdrettslaks kan ha kortsiktige og langsiktige skadevirkninger på nærmiljøet. Den kortsiktige virkningen er at de kan overføre sykdommer fra oppdrettsmerdene til villaks. Langsiktig virkning er genetisk forurensing ved at oppdrettslaksen parer seg med villaksen.

Produksjon av dagens fiskefor krever store områder, som har ført til mye avskoging i Brasil. Soyakonsentrat av soyabønner fra Brasil er en viktig del av fiskeforet som blir gitt til norsk oppdrettslaks. I starten av 2021 har 3 av de 4 største lakseforprodusentene avtaler med brasilianske soyaselskap om at de ikke i noen deler av sin verdikjede skal bidra til avskoging (E24, 2020). Dette fører til et økt prispress på miljøvennlig fiskefor.

Handel med utland

Mesteparten av verdiskapingen i NRS blir realisert ved salg til utlandet, ved eksport til Vest-Europa, Øst-Europa og Asia (NRS, 2019). Handelen med EU-landene er regulert i EØS-avtalen, mens Norge har egne handelsavtaler med for eksempel Kina. Handelen med Kina har vært av og på, etter at forholdet til Kina nådde et bunnpunkt da den kinesiske regimekritikeren Liu Xiaobo vant Nobels fredspris i 2010. Forholdet mellom Kina og Norge ble normalisert i slutten av 2016. Kina er nå Norges tredje største eksportmarked etter EU og USA (Regjeringen, 2020b). Den fremtidige eksporten til Kina vil dog være sterkt avhengig av det politiske forholdet mellom landene.

EU/EØS

I Eksporten til EU opereres det med ordinær toll på 3% for eksport av laks til EU og EØS-land jf. ("EØS-avtalen - Protokoll 9 om handel med fisk og andre produkter fra havet," 1992). Storbritannia gikk i 2021 ut av EU, og er derfor kun omfattet av EU-regelverket gjennom en overgangsavtale med EU med varighet til 2026. Storbritannia, Island og Norge har også en midlertidig vareavtale, der tollpreferanser og tollfrie kvoter m.m. videreføres.

Det er ikke usannsynlig at EU motstandere i forskjellige land sitter med argusøyne og følger med på de langsiktige konsekvensene av Storbritannias «brexit». Brexit kan samtidig sette standarden for hvordan en del land kommer til å forholde seg til EU. Per i dag virker det som om de fleste er tjent med at handelsforholdene fortsetter som før, og vi tror at eksportreglene inkludert toll på laks vil ligge uendret tross uroligheter i EU.

Korona

Det er vanskelig å spå hvordan verden vil se ut etter covid-19 pandemien, men risikoen for politisk styrte endringer er store. Under pandemien er det for eksempel mange land som har stengt grensene for å unngå smitte.

Det er usikkerhet knyttet til hvordan covid-19 pandemien begynte, men det antas at det enten stammer fra flaggermus eller sjømat i Kina. Kina har derfor innført strengere kvalitetskrav på importert sjømat (Mattilsynet, 2020). Noe som ikke trenger å være negativt for norske selskaper, siden kvaliteten på norsk fisk i utgangspunktet er høy.

Makroøkonomiske forhold

I 2020 ble 83% av NRS solgte fisk eksportert til 52 forskjellige land (NRS, 2020). Det gjør at det ikke bare er norske forhold som påvirker NRS, men også forholdene i disse 55 landene. Eksporten til disse landene fordeler seg 82% til Vest-Europa, 7% til Øst-Europa og 11% til Asia.

Rente/Kronepris

Når 83% av fisken eksporteres, vil mesteparten av inntektene til selskapet komme fra andre land. Mesteparten av eksporten er til Europa, som medfører at sammenhengen mellom NOK og EURO vil spille en stor rolle både med tanke på lønnsomhet og etterspørsel.

Handel av laks foregår som regel med bruk av EURO. Når EURO øker i forhold til den norske kronen vil selskapet få bedre betalt i NOK, enn om kronen var sterk. Mye av kostnadene fra oppdrett knytter seg til fiskefor. Siden den ofte er avhengig av importert soya, vil en del av fordelene med en svak krone forsvinne på grunn av de økte kostnadene på importvarer.

NRS har lav langsiktig rentebærende gjeld. Det knytter seg derfor ikke stor direkte risiko rundt endringer i styringsrenten. Endring i renten vil dog ha en påvirkning på kroneprisen. Vi vil ikke gå dypt inn i denne sammenhengen, annet enn at det er vanlig å anta at en økning i styringsrenten vil ha en positiv effekt på kronen. Høy styringsrente vil derfor være negativt for bedriften, ved at bankfinansieringen blir litt dyrere og ved økning i kronepris, slik at verdien av eksporten gir lavere profitt i norske kroner. Kroneeffekten er det mest sentrale for NRS her.

Laksepris

Lakseprisen er kanskje den aller viktigste eksterne faktoren som påvirker selskapsverdien til NRS. På grunn av tidsaspektet til produksjonen, vil produksjonsmengden være uavhengig av lakseprisen i et kortsiktig perspektiv. Dette gjør at markedsprisen på laks, har direkte påvirkning på selskapenes resultater.

Bård Misund (2018) kom for eksempel frem til at rundt 43% av veksten i laksebransjen mellom 2012 og 2016 kunne tilskrives økning i lakseprisen (Misund & Nygård, 2018). Lakseprisen var per 1.1.2021 på rundt 50 kroner, men har stabilisert seg på rundt 60 kroner

utover i 2021. Vi tror at lakseprisen vil fortsette å fluktuere fremover, men ser det som sannsynlig at prisen vil ligge rundt 60 kroner en god stund frem i tid.

Konjunkturutvikling og etterspørsel

NRS vil i likhet med andre allmennaksjeselskap være sårbare for store endringer i økonomien. Både i form av at aksjonærer kan måtte trekke seg ut, eller ved at etterspørselen etter produktene går ned på grunn av lavere handlekraft.

Finanskrisen i 2008 er et eksempel på når det globale markedet gikk inn i en lavkonjunkturtilstand. Dette ser vi i grafen under av Oslo Børs' Index i et 20 års perspektiv.



Figur 4. Utvikling på Oslo Børs over 20 år

Her ser vi at det tok nesten fem år før nedgangen i 2008 var hentet inn igjen. I denne perioden klarte imidlertid den norske laksebransjen å øke både salg og produksjon. Dette kan til dels forklares av at Chilenske oppdrettsselskap slet stort med sykdom i perioden. Produksjons og salgsvekst i kombinasjon med den lave kroneprisen gjorde at lakseselskapene hadde sterk vekst.

I 2020 spådde blant annet SSB at ettervirkningene av korona ville føre til mange år med lavkonjunktur (SSB, 2020). Vi ser av grafen at allerede før pandemien er ferdig, har økonomiske mekanismer og økonomisk stimuli ført til at Oslo Børs' Index er høyere i starten av 2021 enn i starten av 2020. Laksebransjen har dog ikke utviklet seg like bra. I starten av pandemien ble laksebransjen sett på som en "trygg havn" da aksjekursen i lakseselskapene ikke falt i nærheten av like mye som de hardest rammede selskapene (ilaks.no, 2020c). Men når de andre bransjene tok igjen fallet i løpet av 2020, slet NRS og de andre lakseselskapene med en svak nedgang siste halvår av 2020.

Vi ser at konjunktursvingninger kan ha store konsekvenser for aksjeselskapene, men at laksebransjen beveger seg litt i egne sykluser. Selv om lavkonjunktorene har en negativ effekt på oppdrettsbransjen, er det andre faktorer som kanskje er enda mer fremtredende. For eksempel ser vi at sykdom hos laks i Chile begrenset noe av finanskrisens konsekvenser på laksebransjen (E24, 2014). Dette i tillegg til de økonomiske mekanismene med lav kronekurs og lav rente gjorde at laksebransjen berget seg godt. Disse økonomiske mekanismene ser vi også under koronapandemien. Det virker som om det ikke er det økonomiske fallet under pandemien som skader laksebransjen mest. Det ser ut som om det er de andre konsekvensene, som smittevernstiltak og restriksjoner som skader oppdrettsselskapene mest.

Sosiale faktorer

I dette punktet vil vi se hvilke sosiale faktorer vi mener kan ha en påvirkning på NRS og laksebransjen.

Befolkningsvekst

For NRS og de andre oppdrettsselskapene som er avhengig av å eksportere fisk til andre land, kan befolkningsveksten ha mye å si for de langsiktige fremtidsutsiktene til selskapene.

I FNs befolkningsrapport fra 2019 forventer de en sterk men avtakende befolkningsvekst de neste 30-80 årene. I 2019 var befolkningen på 7,7 milliarder, mens de forventer 9,7 milliarder i 2050 og en topp på 10,8 milliarder i 2100 (FN, 2019). Forskere ved universitetet i Washington i USA, er dog uenig i FNs spådommer. De spår at veksten avtar raskere, og at verden i 2064 når et toppunkt på 9,7 milliarder for så å falle til 8,8 milliarder mennesker mot 2100 (Stein Emil et al., 2020). Rapporten fra universitetet i Washington tror at land som Kina og Japan vil få befolkningen sin halvert frem mot 2100. Kina og Japan er land som spiser mye norsk fisk, og er land som norske selskap ser potensielle vekstmuligheter i (Sjømatråd, 2019).

Det både FNs og Universitetet i Washingtons studier har til felles er at begge tror at befolkningen vil stige mye de neste 50 årene, selv om de er litt uenige om når befolkningsveksten snur til befolkningsnedgang. Denne veksten gir oppdrettsselskapene gode muligheter for å fortsette å øke produksjonen i fremtiden.

Teknologiske forhold

I bransjer med homogene produkter vil mye av konkurransefordelene bestå av å ha den beste teknologien, slik at man får produsert mest mulig høykvalitet fisk til en lav pris.

Teknologiutviklingen i oppdrettsmarkedet drives av både selve oppdrettsselskapene og egne separate selskap som spesialiserer seg på oppdrettsteknologi. Oppdrettsnæringen står i dag ved et teknologisk veiskille, der mulighetene for anlegg på land og lukkede anlegg i sjø vokser frem som alternativer til de tradisjonelle åpne oppdrettsmerdene i havet.

Oppdrettsanlegg på land

På grunn av de strenge lisensreglene som begrenser oppdrettsanlegg langs norskekysten, har mange sett potensiale ved å opprette anlegg på land. I 2021 er fortsatt kostnadene ved å produsere laks på land mye høyere enn å produsere i havanlegg, men disse kostnadene kan fort hentes inn dersom selskapene etablerer anlegg i landene de eksporterer til. På denne måten kan de spare penger på transport og toll av varene. Med tanke på skadene havanleggende kan ha på miljøet, forventer vi økt eksternt press på å flytte anleggene opp på land.

NRS er blant flere av de store selskapene som har startet postsmolt-produksjon på land, men som ikke har noen umiddelbar plan om å etablere selve oppdrettsanleggene på land. Postsmolt-produksjonen på land kan gi viktig teknologisk kunnskap, som kan være essensiell dersom ny landanlegg-teknologi medfører disruptive endringer i oppdrettsmarkedet.

Lukkede oppdrettsanlegg i sjøen

Lukkede oppdrettsanlegg i sjøen kan ses på som en slags mellomting mellom landoppdrett og åpen havoppdrett. Kostnadene ved drift av et lukket anlegg i sjøen vil være noe lavere enn et anlegg på land, men kan ikke måle seg med de åpne merdene. Anleggene er dog mer rømningssikre enn havmerdene og vil også ha lavere utslipp av lusemiddel og andre kjemiske midler.

Videreutvikle eksisterende teknologi

Av de store oppdrettsselskapene i dag, er det teknologiske hovedsatsingsområde å videreutvikle teknologien de bruker i dag. Med for eksempel mer effektive behandlinger av lakselus, eller billigere og mer miljøvennlig produksjon av laksefor. En stor del av denne teknologiutviklingen skjer i egne forskningsselskap, slik at store teknologiske fremskritt på disse områdene ikke vil ha stor betydning for konkurransen mellom oppdrettsselskapene. Den teknologiske utviklingen på dette området dreier seg i stor grad om å gjøre oppdrett mer bærekraftig. Dersom oppdrettsanleggene lager mindre miljøavtrykk, vil det kanskje bli lettere for myndighetene å utstede flere lisenser som kan bidra til økt vekst for selskapene.

Samfunn/miljø

I dette punktet skal vi se på hvordan hendelser i samfunn og miljø kan påvirke NRS og de andre oppdrettsselskapene.

Klimaendringer

De pågående klimaendringene går sakte, og det er vanskelig å beregne konsekvensene dette kan ha for oppdrettsselskapene. Det vi vet er at laksen vokser best i bestemte temperaturer og at en økning i den globale temperaturen kan få store konsekvenser for lakseoppdrett (Forskning.no, 2020).

Laks liker seg best i temperaturer rundt 8 til 14 grader. Økning i vanntemperaturene vil få størst konsekvens der vannet allerede er varmest i dag. De varmeste havtemperaturene i Norge finner vi sør i landet. NRS driver derimot hovedsakelig anlegg langt nord i landet, samt andeler i oppdrett på Island. Trusselen fra økt havtemperatur for disse oppdrettsanleggene handler dermed ikke direkte om laksens levevilkår. Trusselen for de nordlige anleggene dreier seg derfor om andre sykdommer og lakselus, som har høyere forekomst i høyere havtemperaturer.

Ekstremvær

En annen konsekvens av klimaendringene er mer ekstremvær, i form av for eksempel stormer og hetebølger. I 2015 herjet stormen Nina, noe som medførte ødeleggelser i oppdrettsanlegg

på Vestlandet og at over 160 000 laks rømte (Fiskeridirektoratet, 2015). Etter denne stormen ble det tatt grep og oppdrettsanleggene er bedre sikret nå enn tidligere har seniorrådgiver i fiskeridirektoratet Geir Martin Kvamme fortalt kyst.no (Kyst.no, 2017). Han legger til at oppdrettsselskapene fortsatt har forbedringspotensialet på området.

På en annen side kan man tenke seg at ekstremvær i form av hetebølger kan skade avlinger, og redusere areal med dyrkbar jord. Dette i tillegg til en stadig økende verdensbefolkning, vil kunne gjøre verden mer avhengig av fiskeoppdrett i fremtiden.

Konklusjon PESTEL

P	E	S	T	E
Lisenser Skatteregler Miljøpolitikk Handelsavtaler EU/EOS Korona	Svak krone Laksepris Konjunktursvinginger Korona	Befolkningsvekst	Anlegg på land Lukkede anlegg på sjøen Videreutvikle åpne havmerder	Klimaendringer Ekstremvær

Figur 5. PESTEL-analyse

Vi har her samlet opp de eksterne faktorene vi tror vil påvirke verdien av NRS i fremtiden. Med tanke på produksjon vil lisensreglene sørge for at produksjonen kan vokse jevnt i overskuelig fremtid. Den teknologiske utviklingen kan effektivisere produksjonen noe, men vil nok ha større effekt i form av kostnadsreduksjoner. Disse kostnadsreduksjonene vil bli viktig med tanke på de økte kostnadene som følger de nyeste bærekrafts restriksjonene. For eksempel med tanke på økte kostnader til bærekraftig fiskefor. Sett fra de eksterne faktorene ligger det godt til rette for en langsiktig produksjonsvekst, med kanskje noe økte kostnader.

Dersom det skal lønne seg med produksjonsvekst, trengs det også en økning i etterspørselen. På kort sikt har vi sett at konjunktursvingninger ikke virker å ha stor effekt på etterspørselen, men at for eksempel koronarestriksjoner kan ha stor effekt. På lengre sikt tror vi at den fremtidige befolkningsveksten gjør at etterspørselen kan holde seg høy.

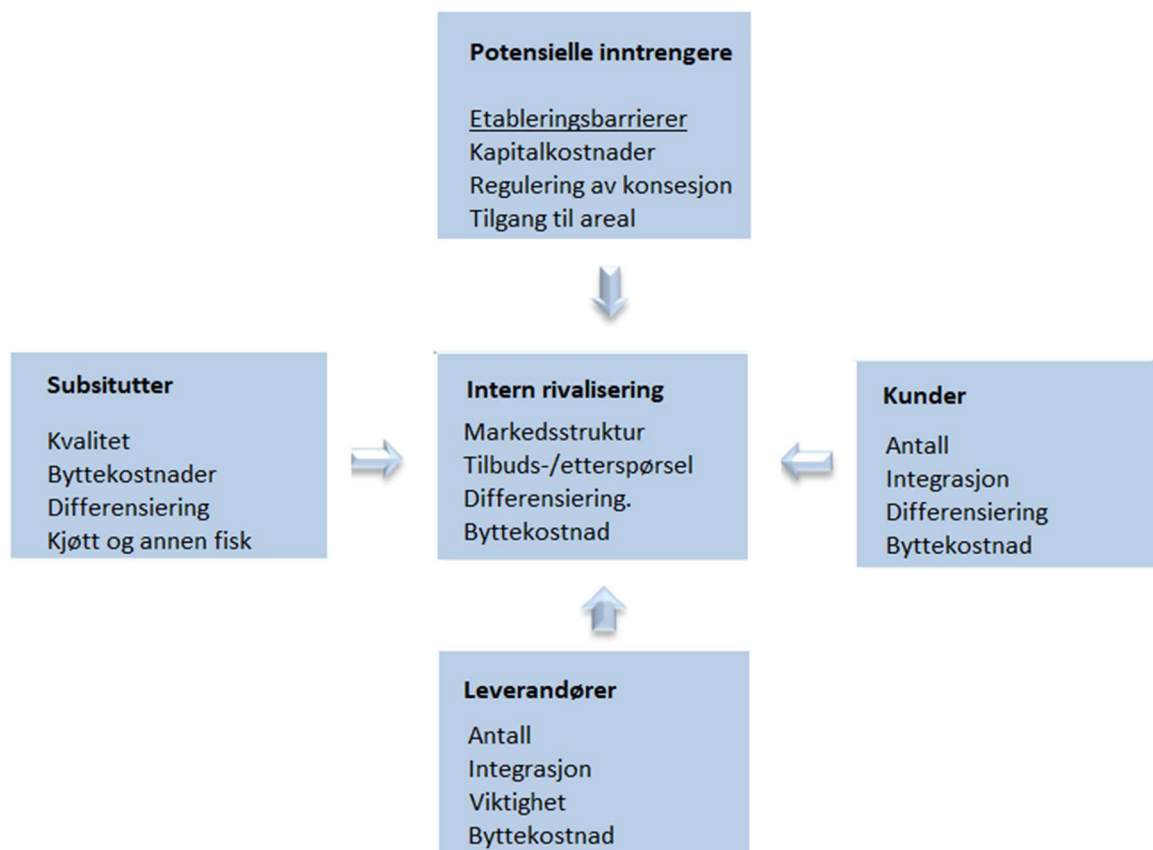
Når det kommer til lønnsomheten har vi sett at lakseprisen er svært sentral. Med en jevn fremtidig økning i produksjon og økning i etterspørsel tror vi at lakseprisen kan holde seg på

et stabilt nivå rundt 60 kroner. Lønnsomheten vil også være avhengig av nasjonal politikk i form av for eksempel grunnrenteskatt, og internasjonal politikk i form av for eksempel toll- og handelsavtaler. Vi tror ikke på noen umiddelbare endringer i disse lønnsomhetsfaktorene, men tror at økte kostnader i produksjonen kan redusere resultatmarginen noe fremover.

5.1.2 Porters fem konkurransekrefter

Når vi nå skal analysere bransjens konkurranseintensitet benytter vi Porters Five Forces. Poenget med denne modellen er å opparbeide seg en dyp forståelse av lønnsomhetspotensialet i bransjen (Kaldestad & Møller, 2016). Modellen beskriver forhold som kan true et selskaps evne til å skape eller holde på konkurransefortrinn.

Under er en figur der de fem faktorene er presentert. Vi velger her å ha med de mest sentrale underpunktene for oppdrettsbransjen. Disse punktene blir deretter drøftet grundig slik at vi har et godt grunnlag til å kunne vurdere trusselnivået totalt sett for hver faktor.



Figur 6. Porters Five Forces – analyse

Nye konkurrenter

Porter forklarer hvordan nye aktører kan påvirke konkurranseintensiteten i bransjen. Nye aktører dukker ofte opp i bransjer med god lønnsomhet og lave etableringsbarrierer. Dette gjør at intensiteten i konkurransen øker og lønnsomheten til selskapene reduseres.

Eksisterende aktører bør derfor prøve å hindre nye konkurrenter å ta markedsandeler. Her vil konsesjoner, kapitalbehov, stordriftsfordeler og lokalisering være sentrale momenter.

For å drive effektiv lakseoppdrett kreves det enormt med fasiliteter. Det er også begrenset egnet areal som kan benyttes til lakseoppdrett. Det å faktisk få konsesjoner fra

Fiskeridirektoratet er som nevnt krevende, og antall konsesjoner som utgis er begrenset.

Kampen om konsesjoner taler derimot for at det foreligger store etableringsbarrierer for nye aktører. Oppdrettsbransjen har til tross for dette svært god lønnsomhet og superprofitt, noe som taler for at nye konkurrenter allikevel anser bransjen som attraktiv.

Produksjon av laks krever store investeringer og behovet for kapital er derfor stort. Høye strukturelle kostnader gjør at selskap av en viss størrelse får ekstra fordeler med tanke på fortjenestemargin. Dette forsterkes ved bruk av vertikal integrasjon, noe vi kommer tilbake til senere i analysen. Totalt sett gir dette de største aktørene en stordriftsfordel, og bedre forutsetninger for lønnsomhet. De gjennomsnittlige produksjonskostnadene vil altså falle noe i takt med økende produksjon. Nye aktører med lavere volum vil ha vanskeligheter med å konkurrere på disse punktene.

En utfordring i konkurransebilde kan være ny teknologi i form av land- og offshoreanlegg.

Fredrikstad Seafood var i 2019 først ute i Norge med ett stort landbasert anlegg, med kapasitet på 1500 tonn (Kyst.no, 2019a). Flere andre aktører har fulgt etter. En av disse er Salmon Evolution, som planlegger å lage verdens største landanlegg med en kapasitet på hele 36 000 tonn (Kyst.no, 2020). Denne nye teknologien kan være revolusjonerende for oppdrettsbransjen. Til sammenligning var NRS totale slaktervolum i 2020 på 30 509.

Foreløpig er denne løsningen preget av lav kostnadseffektivitet og høy dødelighet på laksen. Myndighetene gir derimot fritak fra konsesjonsregler for anlegg på land. På nåværende tidspunkt er landbasert oppdrett av ubetydelig størrelse sammenlignet med NRS' produksjon. På kort sikt vil derfor disse nye konkurrenter neppe påvirke lønnsomheten. På lang sikt er det derimot mulig at denne metoden blir mer vanlig i bransjen.

Kort oppsummert vil vi si at etableringsbarrierene er høye på nåværende tidspunkt på grunn av begrenset tilgang på areal, høye kostnader og streng regulering av tilgang på konsesjoner.

Derimot bidrar ny teknologi til nye løsninger som på mellomlang sikt kan endre den nåværende oppdrettsbransjen. Vi vurderer derfor truslene fra de mindre konkurrentene til å være lave nå, men moderate på lengre sikt.

Substitutter

Substitutter vil være produkter som dekker behovet for kundene på en alternativ måte. Substituttet kan medføre at lønnsomheten på produktet reduseres. Dette vil forsterkes dersom kunden har lave byttekostnader på dette området. Det er derfor en fordel om produktene har en høy grad av differensiering, slik at egenskapene er vanskeligere å erstatte. Substitutter for laks er i utgangspunktet andre typer mat, særlig andre typer proteinrike produkter som annen sjømat, i tillegg til kylling, storfe og svin.

Laks inneholder mange viktige næringsstoffer som protein, vitaminer og mineraler. Disse egenskapene finner vi også i andre typer fisk som for eksempel makrell, torsk og sild. Ut ifra innhold så vil altså disse produktene være potensielle substitutter. Disse er derimot noe mindre luksuriøse og vi ser at de generelt er mindre valgt enn laks.

Av andre kjøttvarer kan kylling, storfe og svin betraktes som proteinrike produkter. Her er kylling det nærmeste substituttet blant kjøttproduktene på grunn av høyt proteininnhold, lavt kaloriinnhold og lave klimautslipp. Kylling er også billigere enn laks. Helse Norge har konstatert at konsum av fisk fører til redusert risiko for hjerte- og karsykdommer (Helsedirektoratet, 2020), dermed kan vi også si at fisk har større helsegevinst. Kylling vil allikevel trolig ta noe markedsandel fra laks dersom prisforskjellen blir stor.

Sammenlignet med andre proteinrike matvarer er laksen høyt priset. Et moment vil derfor være utvikling i kundenes kjøpekraft. Det at middelklassen på verdensbasis er voksende kan føre til at flere tar seg råd til å prioritere eksklusive og helsefremmede produkter som laks, fremfor billigere alternativer. Økt kjøpekraft kan derfor innebære at flere velger laks.

Ut fra en helhetsvurdering virker kvalitet, helsegevinster, økt kjøpekraft som argumenter for at risikoen for substitutter bør anses som lave. Bytteviljen fra kundens ståsted er dermed liten, til tross for at kylling og andre fiskeretter er rimeligere på pris.

Forhandlingsmakt hos kundene

Kunder med høy forhandlingsmakt vil kunne påvirke lønnsomheten negativt.

Forhandlingsmakten til kundene vil avhenge av antall kunder i bransjen, antall produsenter, graden av standardisering i produktene og byttekostnader.

Kundene i oppdrettsbransjen er i første omgang grossister, dagligvarekjeder og ikke minst videreforedlingsindustrien. Disse selger laksen videre, slik at den til slutt ender hos forbrukeren. Her er det betydelig flere selskaper som kjøper laks enn det er oppdrettsselskap som leverer. I seg selv er dette ett forhold som styrker oppdrettsselskapenes makt over sine direkte kunder.

Fra kundenes ståsted er laks ett produkt det er vanskelig å differensiere, og vil oppfattes som rimelig homogent. Kundens forhandlingsmakt økes når byttekostnaden er lav. Kundene sitter også på tilnærmet full informasjon om laksepris og lønnsomhet i bransjen. Selv om laks er et homogent produkt finnes det noen unntak, som ASC-sertifisering. ASC-sertifisering handler om at fisken er miljømerket. På nåværende tidspunkt er dette et moment som ikke har stor påvirkning på lønnsomheten, men på lang sikt tror vi viktigheten vil være større.

Historisk sett har ofte tilbudet vært lavere enn etterspørselen i oppdrettsbransjen.

Konsesjonssystemet og treghet grunnet lang planleggings- og produksjonstid er sterke grunner til dette. Totalt sett er derfor lakseprisen blitt presset høyt. I år har derimot lakseprisen stupt som følge av lavere etterspørsel som en virkning av covid-19. På kort sikt vil dette styrke kundens makt. Når ting normaliserer, tror vi på kort sikt at tilbud/etterspørselsfordelingen igjen blir en faktor som vil gi en ulempe for kunden. Vi så blant annet at etterspørselen tok seg kraftig opp i den perioden av 2020 der restriksjonene var mildere. Vi tror i imidlertid at etterspørselen ikke vil vokse mer enn tilbudet fremover. De fleste oppdrettsselskap har ambisjoner om å øke produksjonen hvert år, som på sikt fører til noe mer konkurranse om kundene. Det samme vil etterspørselen, på grunn av befolkningsvekst og økt kjøpekraft.

Forholdet mellom tilbud og etterspørsel vil påvirke lakseprisen. Lakseprisen var før pandemien på nesten 80. Vi tror at denne vil stabilisere seg i årene som kommer, fordi tilbud blir sirka lik etterspørsel. Dette støttes av fishpool sine prognoser, som tilsier at lakseprisen vil holde seg på rundt 60 kr/kg (fishpool.no, 2021).

Et siste moment vi vil drøfte, er mulighetene for vertikal integrasjon. I utgangspunktet kan «mellomleddet» som kjøper laks fra oppdrettsselskapene forhandle på pris med oppdrettsselskapet, fordi byttekostnaden av oppdrettsleverandør er lav. Et mottrekk kunne derimot vært at selskapene ville sett lønnsomhetsfordeler ved å ta for seg hele prosessen på egenhånd, altså at de for eksempel kunne foredlet laksen selv. Foreløpig virker ikke dette å være en viktig problemstilling for selskapene, litt fordi det ville ført til at kapitalkostnaden for oppdrettsselskapene ville blitt veldig høye.

Totalt sett kan vi oppsummere med at mange kunder og få leverandører svekker kundenes makt. Det samme gjør i og for seg mulighetene for vertikal integrasjon, men dette vurderes ikke som vesentlig på nåværende tidspunkt. Kundenes forhandlingsmakt styrkes derimot av at produktene har lav grad av differensiering, og at vi forutsetter jevnt økning i tilbud og etterspørsel. Byttekostnaden er lav og informasjonstilgangen høy. Vi mener derfor at kundens forhandlingsmakt er moderat på kort sikt, mens den på lengre sikt grenser mot høy.

Trusler fra leverandørene

Leverandører med høy grad av forhandlingsmakt, kan redusere kundens lønnsomhet ved å øke prisene eller redusere kvaliteten. Faktorer som spiller inn her er antall leverandører i bransjen, graden av differensiering i produktene, byttekostnadene og hvor viktig leverandøren er for kunden.

Den største kostnaden i produksjon av laks er fôr. Her skiller særlig tre aktører seg ut med tanke på størrelse nemlig Skretting, EWOS og BioMar. I tillegg har vi MOWI, som anvender vertikal integrasjon i form av egenproduksjon. Isolert sett fører dette til at man får få leverandører med stor makt.

De nåværende aktørene i fôrindustrien gir i utgangspunktet homogene produkter i form av fiskefôr. De har derimot mulighet til å skille seg ut på teknologi, infrastruktur og kunderelasjoner. Selve fôret virker å være likt, noe som innebærer lave byttekostnader for oppdrettsselskapene. Totalmarkedet for fôr er konsentrert slik at leverandørene har solid markedsrett. Kontraktene deres er såkalte kost-pluss kontrakter, som gjør at det er oppdrettsselskapet og ikke leverandørene som belastes ved økninger i råvarekostnader.

Andre sentrale leverandører er produsentene av produksjonsteknologi og vaksiner.

Leverandører som utvikler og sitter på rettighet til nye innsatsfaktorer, behandlingsmetoder og

anleggsmidler vil være svært ettertraktet og ha høy forhandlingsmakt. Oppdrettsselskapene ser tross høye kostnader stor nytte i innovasjon, og bruke derfor betydelige beløp på forskning og utvikling. Produsenter av vaksiner vil også ha forholdsvis høy makt grunnet selskapenes vilje til å betale mye for å unngå sykdom på biomassen. Her er det derimot noen flere leverandører av behandlingsmetoder, slik at makten blir mindre. På den andre siden vil fôrprodusentene være gjensidig avhengig av oppdrettsselskap som kunder, i og med at fôr er spesialtilpasset slik at det ikke kan brukes på andre fiskeprodukter. Vertikal integrasjon vil kunne medføre at fôrprodusentene blir overflødige. NRS starter i 2021 et egenprodusert setefiskeanlegg, der de skal drive egenproduksjon av smolt. Denne satsningen er på nåværende tidspunkt ikke særlig betydelig, men kan på sikt bidra til at de blir mindre avhengige av leverandørene.

En relativ liten gruppe leverandører har stor kontroll over markedet. Fôret er svært essensielt for oppdrettsselskapene, dette medfører at leverandørenes forhandlingsmakt blir større. Derimot kan selskapene true med vertikal integrasjon, dersom leverandørene gir dårlige vilkår i avtalene. Fôrprodusentene er altså gjensidig avhengig av oppdrettsselskapene. Totalt sett innebærer dette at forhandlingsmakten til leverandør er moderat.

Intern rivalisering

Intern rivalisering ser på konkurransen mellom de nåværende aktørene i markedet. Her vil antall og størrelsen på konkurrentene være sentralt. Ellers vil også markedsstruktur, vertikal integrasjon, tilbuds-/etterspørselsforhold og differensiering påvirke rivaliseringen.

I Norge er markedet som nevnt preget av strenge reguleringer i form av konsesjoner. Kampen om dem er intens, mens avviklingsbarrierene blir lave fordi det er enkelt å selge konsesjonene videre. Myndighetene setter derfor begrensinger på andelen total biomasse et selskap kan kontrollere (Regjeringen, 2015). På nåværende tidspunkt er denne grensen på 40% av total biomasse. En virkning er at risikoen for monopol- og duopolsituasjoner reduseres. Markedet er uansett ganske konsentrert i og med at de 10 største av totalt 80 aktører innen oppdrett innehar 70% av totalt tildelt biomasse. Antall aktører er altså mange, men konsentrasjonen innebærer at det er noen få aktører som dominerer markedet. Den interne rivaliseringen virker derfor å være relativt lav, med stabil intensitet i konkurransesituasjonen.

Etterspørselen i markedet er også sentralt for rivaliseringen. Høy etterspørsel gir lavere rivalisering fordi flere aktører enklere får solgt varene sine. Totalt sett har etterspørselen i oppdrettsmarkedet vært høy, og lakseprisen økende. Konkurransesituasjonen har derimot vært hardere det siste året i og med at færre aktører får solgt sitt produserte kvantum under pandemien. Vi har nevnt at lemping i restriksjoner vil øke etterspørselen, men også at tilbudet på sikt også vil økes. Vi tror derfor at rivaliseringen rett etter pandemiperioden vil være forholdsvis lav. Vi tror imidlertid rivaliseringen blir tøffere igjen lenger frem i tid, når flere aktører øker produksjonen. Dette vil medføre lavere marginer for aktørene i bransjen.

Graden av differensiering fra tilbydere vil være med på å påvirke responsen fra markedet. Laks er ett produkt som er vanskelig å differensiere. Både produksjonen og sluttproduktet har stenge krav fra blant annet Fiskeridirektoratet og mattilsynet, som medfører at tilnærmet all foredlet laks selges likt. Intern rivalisering blir dermed høyere. Vi har noen eksempler som Lerøy som forsøker å differensiere med en sterk merkevare og MOWI som har vertikal integrering med egenprodusert fôr. Totalt sett er derimot bransjen lite preget av differensiering. Den interne rivaliseringen styrkes av at det er lave byttekostnader for homogene produkter.

I sum vil de lave avviklingsbarrierene og normalt sett høye etterspørselen tale for lav intern rivalisering, det samme gjelder faktum at det er få store aktører. Derimot vil manglende differensiering, lave byttekostnader, antatt økning i tilbud og pandemien tale for høy grad av rivalisering. Totalt sett vil vi argumentere for at den interne rivaliseringen er moderat.

Oppsummering Five Forces

I henhold til den overnevnte analysen har vi satt opp en tabell som oppsummerer våre vurderinger av trusselnivået på de ulike faktorene i oppdrettsbransjen.

Type trussel/grad	Lav	Moderat	Høy
Intern rivalisering		X	
Nykommere		X	
Kunder			X
Leverandører		X	
Substitutter	X		

Figur 7. Oppsummering Porters Five Forces

Vi konkluderer med at konkurranseintensiteten er moderat. For konkurransesituasjonen vil de mest sentrale punktene være intern rivalisering og kundenes forhandlingsmakt. Laks er et ettertraktet produkt, og bransjen har relativt få store aktører. Dette har historisk bidratt til etterspørselsoverskudd. Basert på dette, kunne konkurranseintensiteten ha sett lav ut.

Vi har derimot vært inne på en noen momenter som taler for økt konkurranse. For det første er laks i seg selv lite differensiert. Det er i tillegg begrenset tilgang på konsesjoner, som skaper et press da de fleste aktørene har et ønske om å øke produksjonen. Kundene har også lave byttekostnader, som gir en lav terskel for bytte av leverandør. Vi tror at bransjen nærmer seg en fase der økningen i etterspørselen ikke vil være større enn økning i tilbudet. På sikt kan dette være en faktor som gjør at bransjen går mot en modning. Dette vil i så fall innebære litt større konkurranse og lavere margin for de nåværende aktørene.

Total sett bør det i utgangspunktet være mulig å skape og opprettholde konkurransefortrinn i en bransje med moderat konkurransenivå. Vi tror imidlertid det kan bli vanskeligere i fremtiden, gitt argumentasjonen i forrige avsnitt. Et selskap bør være stordrift eller svært nytenkende dersom en langsiktig lønnsomhet høyere enn markedet skal være mulig. En sentral del av denne strategien bør være å tilpasse seg den nye teknologien, særlig rettet mot de miljømessige utfordringene. Et helt nytenkende konsept vil uansett trolig være veldig kostbart og risikabelt.

Ut fra den denne analysen virker derfor mulighetene for vekst for NRS til å være begrenset utover bransjens generelle vekst.

5.2 Intern analyse

Norway Royal Salmons strategi er å vokse fra å være ett mellomstort til å bli et stort lakseselskap med best lønnsomhet i Norge. Selskapet er altså i 2020 ett stykke unna sin strategiske målsetning (Ilaks.no, 2020b). Denne delen av oppgaven omhandler hvordan selskapet skal bruke sine interne ressurser og forhåpentligvis konkurransefortrinn til å oppnå langvarig avkastning som kan gjøre dem best i bransjen (Kaldestad & Møller, 2016). Selskapets mulighet for høy lønnsomhet og konkurransevne analyseres ved bruk av VRIO-modellen.

5.2.1 VRIO-modellen

Formålet med denne analysen er å kartlegge ressursene selskapet besitter, og i hvilken grad disse faktisk gir ett midlertidig- eller varig konkurransefortrinn. Bruken av de interne ressursene vil være med på å forklare selskapets nåværende økonomiske situasjon. Vi skal her ta for oss hvordan disse best mulig kan utnyttes med tanke på lønnsomhet og verdiskapning. Denne analysen vil i sammenheng med verdsettelsesprosessen ha betydning for hvordan vi anser selskapets muligheter for superprofitt i bransjen.

VRIO-modellen ble utarbeidet av Jay Barney i 1991. Analysen inneholder fire spørsmål, som vi vil drøfte i sammenheng med de interne ressursene vi mener er viktigst for selskapet. De fire spørsmålene er:

1. Har ressursen verdi (Value)? Dette punktet går på om ressursen bidrar til positiv verdiskapning for selskapet.
2. Er ressursen sjelden (Rare)? Går ut på hvor mange selskap som besitter ressursen. Sjeldenheten kan skyldes innovativ bruk, eller at ressursen er vanskelig å få tak i.
3. Er ressursen imiterbar (Imitable)? Selskap som ikke har ressursen, har en kostnadsulempe dersom de ønsker å anskaffe den. Altså at ressursen er vanskelig å kopiere, kjøpe eller erstatte.
4. Hvordan er ressursen organisert (Organization)? Går ut på om selskapet har organisert ressursen, altså om de potensielle fordelene faktisk utnyttes.

Dersom selskapet har ressurser som «scorer» godt i henhold til modellen, vil selskapet være godt rustet for å opparbeide seg konkurransefortrinn (Barney, 1991). Vi skal nå ta for oss og analysere de ressursene som vi anser som de viktigste for oppdrettsbransjen og NRS.

Selskapets størrelse og grad av integrering

Vi var i porter-analysen inne på fordelene av å være ett stort selskap med høy grad av integrering. Mange store selskap ønsker å kontrollere flest mulig steg i verdikjeden på egenhånd. Høy integrasjon vil være en avgjørende ressurs med tanke på opparbeidelse av konkurransefortrinn. Kostnader vil bli betydelig lavere på enhetsnivå om man for eksempel produserer før selv. Totalt sett vil dette gjøre at de har færre leverandører å forholde seg til, og større intern kompetanse i flere ledd som de kan benytte.

For NRS sin del har de kontroll over flesteparten av leddene i verdikjeden på egenhånd, gjennom selskap de selv eier og gjennom aksjonærforhold. NRS driver også salgsavdeling i tillegg til oppdrett, som øker integreringen. I 2020 startet selskapet, som nevnt, med noe egenproduksjon av smolt. Dersom de lykkes med denne satsningen på sikt, kan selskapet etter hvert bli et selskap med høy integrasjon.

Det å ha salgsavdeling samt selveide- og tilknyttede selskap i denne bransjen er svært verdifullt, fordi det bidrar til å ta lønnsomhet fra mindre konkurrenter som de kjøper laksen fra. Denne ressursen er derimot ikke særlig sjelden. Trusler fra omgivelser vil være større for mellomstore oppdrettsselskap som NRS, enn for større og mer integrerte selskap. Dette gjør at vi heller ikke kan si at de har organisert ressursen godt nok til å opparbeide seg en fordel.

Integrering i verdikjeden vil være vanskelig, men allikevel mulig å imitere. NRS kan her se på muligheten til å skaffe seg stordriftsfordeler ved å kjøpe opp andre selskap, eller utvikle egne selskap. Dette vil derimot være både komplisert og kostbart. På nåværende tidspunkt vil derfor størrelse og grad av integrering være en intern svakhet for NRS sammenlignet med de største konkurrentene.

Innovasjonskompetanse

Innovasjon er helt sentralt for å opprettholde en solid posisjon i oppdrettsbransjen, særlig med tanke på myndighetenes strenge krav til utvikling og velferden av fisken. Vi nevnte tidligere i oppgaven ASC sertifisering, som er et eksempel på en miljømessige standard selskapet ønsker å følge. Dersom selskapet lykkes med å ivareta de miljømessige kravene til oppdrett, er det en verdifull ressurs, som kan bidra til nye markedsandeler i fremtiden. Videre kan dette gi nye konsesjoner og mindre trusler fra omgivelsene.

I denne analysen deler vi opp drøftingen om innovasjon inn i to deler nemlig teknisk og biologisk innovasjon.

Teknologisk innovasjon

Vi har nevnt at det foreligger utfordringer knyttet til miljø og areal i denne bransjen. I de siste årene har mange selskap fått innvilget tillatelser til nye typer anlegg, slik som landbaserte. Dette kan være sentralt når de beste arealene er tatt eller er vanskelige å få.

NRS har fått utviklingstillatelse til ett offshore oppdrettsanlegg (Kyst.no, 2019b), som gir mulighet til en bærekraftig utvikling utover det som er mulig med kun havbruksteknologi. Slike investeringer bidrar til at NRS kan utvikle seg videre og bli et større oppdrettselskap. NRS har også inngått samarbeid med Microsoft og ABB om bruk av kunstig intelligens i oppdrett (ilaks.no, 2020d). Målet er at sjømat skal produseres på en tryggere måte og med mindre utslipp. Kunstig intelligens skal sammen med undervannskameraer telle fisker og kontrollere fiskehelsen. Totalt sett kan dette redusere driftskostnadene for NRS på lang sikt. Landbaserte anlegg og kunstig intelligens vil være verdifulle resurser for selskapet. Disse er derimot ikke særlig sjeldne, i og med at flere konkurrenter også benytter liknende metoder. Selv om dette er kostbart, ser aktører stor verdi i denne type investeringer. Vi anser derfor disse som imiterbare. Alt tyder på at NRS er i posisjon til å utnytte denne ressursen i form av organisering, både med tanke på landbaserte anlegg og kunstig intelligens. Totalt sett bidrar NRS sitt fokus på teknologisk innovasjon til at de henger med på utviklingen og unngår å få en konkurransemessig ulempe. Vi kan derimot ikke trekke dette så langt av vi kaller det en direkte fordel kontra konkurrentene.

Biologisk innovasjon

I oppdrettsbransjen er det å redusere rømming og lakselus en kritisk faktor for suksess. NRS har rettet et stort fokus mot at laks som rømmer ikke skal kunne formere seg, fordi dette vil påvirke villaksens genetik. I 2014 ble grønne konsesjoner utdelt og den gang var NRS eneste aktør som fikk tillatelse til å utvikle steril laks (E24, 2016). I senere tid har det pågått diskusjoner om steril laks faktisk oppfyller krav til dyrevelferd og kvalitet. I april 2021 avviklet NRS satsingen på grunn av krav fra Mattilsynet (Finansavisen, 2021). NRS har dermed mistet en ressurs som ga dem en liten mulighet for et konkurransefortrinn i markedet.

Tildelingen av de grønne konsesjonene var svært verdifullt, i og med at det bidro til å øke produksjonskapasitet med 40% (NRS, 2016). Selv om ambisjonene knyttet til steril laks er lagt død, er fremdeles grønne konsesjoner viktig. Totalt sett har NRS 18 grønne konsesjoner, fordi flere konsesjoner som NRS eier har blitt definert som grønne. Disse konsesjonene har som formål å redusere miljøutfordringer knyttet til rømming og lakselus. I senere tid har grønne konsesjoner blitt mer vanlig, og de fleste store aktører besitter dem. Dette har gjort at vi neppe kan kalle dem sjeldne og ikke-imiterbare.

Lokalisering

Oppdrettsselskapene i Norge har store fordeler i produksjon av laks sammenlignet med andre land. Norge har en lang kystlinje med optimale forhold for oppdrett i havet. Produksjonen langs kysten er og vil trolig fortsette å være rimeligere enn produksjon på land. Total sett anses derfor kystlokasjonene som verdifulle. NRS hadde i 2020 lisenser for oppdrett på 35 035 tonn MTB (NRS, 2020).

Som vi har sett på tidligere, er det strenge begrensninger for hvor man kan drive oppdrett i Norge. Selv med en jevn økning i MTB enten i form av nye lisenser eller vekst i inneværende lisenser, vil det fortsatt være denne begrensningen som hovedsakelig holder igjen veksten for selskapene. Man kan på en måte si at disse lisensreglene skaper en kunstig knapphet på ressursen. På en annen side kan man også se på det som om lisensreglene faktisk viser den egentlige knappheten av ressursen, altså hvor mye som kan produseres uten at det ødelegger områdene rundt. På denne måten blir lokalisering en sjelden ressurs, selv om den ikke ser sjelden ut i utgangspunktet.

Selskapet driver kun oppdrett i nordlige deler av landet, som har fordeler når det kommer til temperatur og langsiktige temperaturendringer. En stigende havtemperatur gjør at de tidligere attraktive oppdrettsområdene på Sørlandet, blir mindre optimale. Den høye temperaturen gjør at laksen får mindre oksygen, som hindrer veksten. Det er også vanligere at sykdom oppstår og sprer seg i høyere temperaturer (Forskning.no, 2020). De nordlige områdene har lavere temperaturer, slik at temperaturøkningene ikke er like avgjørende. Dersom vi lager et skille mellom lokaliteter i nord og sør, kan man si at de nordlige lokalitetene til NRS er enda mer verdifulle og sjeldne enn om man tenker at alle kystlokalisasjonene i Norge er like mye verdt.

Norge auksjonerer ut nye oppdrettslisenser og vekst i grønne lisenser biennalt. Disse konsesjonene er kostbare, men gir rettigheter som i utgangspunktet varer evig. For nye selskap kan det være krevende å opparbeide seg de samme lokasjonsfordelene som NRS og andre store oppdrettsselskap. En del av veksten i MTB skjer i tillegg i gamle lisenser, som gjør det vanskeligere å imitere lokasjonsfordelene. En ting som kan gjøre lokasjonene lettere å imitere, er at mindre selskap har mulighet til å kjøpe små lisenser. På den måten vil de få en del av tillatelsene uten å måtte binde alt for mye kapital.

At lisensreglene baserer seg på spesifikke områder, gjør at det vil være vanskelig å flytte produksjonen fra sør til nord. NRS har valgt en strategi om å kun drive oppdrett langt nord i Norge og på Island. I 2019 solgte de for eksempel en del av selskapet som drev oppdrett sør i

Norge. Betydelige deler av midlene fra salget skal brukes på selskapets satsning i Island. NRS har i dag 51,3% eierandel i Arctic Fish. Dette selskapet har en gunstig lokasjon på Vestfjorden i Island, og det er ventet en solid vekst. I 2020 var produksjonen 7 500 tonn, og det er ventet en produksjon på 24 000 tonn innen slutten av 2024 (NRS, 2020). Denne investeringen bidrar til noe spredning i lokaliseringporteføljen. Vi tror satsingen vil utligne konkurransefordelene for andre selskap med datterselskap i utlandet. Vi anser derfor satsingen som sjelden, men mulig å imitere.

Som nevnt tidligere er det mulig å imitere de gode oppdrettsforholdene langs kysten i oppdrettsanlegg på land. Dette er dog kostbart, og er for øyeblikket ikke en konkurrerbar substitutt for sjøanlegg.

NRS har tillatelser på 36 085 tonn MTB. I 2020 var slaktevolumet på 30 509 tonn i sløyd vekt. Dette tyder på at de har organisert mye av lokalitetene, men at de fortsatt har litt å gå på. De har produksjonskapasitet til å produsere mellom 50 000 og 55 000 tonn i sløyd vekt. Det vil si at når de neste MTB-tillatelsene gis ut, vil NRS ha gode muligheter for å øke produksjon på kort varsel. Det det kan også diskuteres om det er nødvendig med produksjonskapasitet på 55 000 tonn når du kun har tillatelse til å produsere 35 000 tonn. I hvert fall hvis man tar hensyn til hvor forutsigbare de nye konsesjonsutdelingene er blitt.

Merkevare

NRS og de andre oppdrettsselskapene har en tendens til å være kjent for investorer, og mindre kjent blant de faktiske forbrukerne av produktet. Dette har vært en hemsko for de fleste lakseprodusentene. Det største selskapet MOWI byttet navn fra Marine Harvest i 2019, med store planer om å bygge en sterk merkevare med det nye navnet (E24, 2018).

Det viktigste for oppdrettsselskapene vil nok uansett være at merkevaren er attraktiv hos sine direkte kunder, som i hovedsak er grossistene og detaljistene.

Merkevarer er i seg selv vanskelig å imitere. Det er som regel heller ikke ønskelig å etterligne andre merkevarer. Ønsket er heller å skape en merkevare som skiller seg fra de andre merkevarene. Alle selskap har en merkevare så det vil ikke være noe sjeldenheten, selv om det kan argumenteres for at det er sjeldent at oppdrettsselskap har en sterk merkevare.

Om merkevaren til NRS er organisert, kan vurderes på to måter. Har de organisert merkevaren til å vise de sterke sidene av bedriften, og om de utnytter merkevaren til sin

fordel. Man kan ikke utnytte merkevaren, dersom man ikke klarer å utvikle en sterk merkevare. Det er på dette punktet i organiseringen NRS og mange av de andre oppdrettsselskapene er i. NRS har ikke organisert merkevaren i samme grad som for eksempel Lerøy, som kanskje er det mest kjente oppdrettsselskapet blant forbrukerne. De er heller ikke inne i en prosess for å utvikle merkevaren slik som MOWI er i gang med.

Selskapsstruktur

I dette punktet vil vi se på hvordan NRS er strukturert og hvordan dette kan være verdifullt. Vi vil se nærmere på struktur og finansiering i regnskapsanalysen.

Selskapet har lav gjeld, noe som er typisk i oppdrettsbransjen. Stor årlig profitt har gjort at oppdrettsselskapene har god likviditet, og ofte kan bruke egne penger når de skal gjennomføre investeringer. NRS har gjeldsgrad på rundt 0,3, mens børsnoterte konkurrenter som Lerøy og SalMar ligger henholdsvis rundt 0,2 og 0,8.

MOWI har en noe høyere gjeldsgrad som ligger jevnt rundt 1, dette skyldes i stor grad at MOWI over tid har delt ut store deler av resultatet i utbytte. Nye investeringer krever derfor en del ekstern kapital.

Som et børsnotert selskap har NRS god tilgang på kapital, som gir stor verdi med tanke på mulighetene for videre vekst. Det vil også gi verdi for nye og gamle eiere ved at det er mye enklere å kjøpe og selge aksjer i selskapet. Å være notert på Oslo Børs vil også ha verdi som et kvalitetsstempel, som kan gi ekstra trygghet til kundene og leverandørene. Det er mange krav som må oppfylles for å kunne notere selskapet på børs, blant annet knyttet til lønnsomhet og størrelse. Dette vil sammen med kostnader knyttet til børsnotering, og kostnader knyttet til medfølgende økt informasjonskrav gjøre at det i hvert fall kreves en del arbeid å imitere fordelene.

Det finnes over 100 oppdrettsselskap i Norge i 2020, der rundt 10 er børsnoterte. Så på den måten kan man si at det er en viss sjeldenhet på børsnoterte oppdrettsselskaper. Disse selskapene står dog for en veldig stor del av produksjonen. Så andelen produsert laks som er produsert av børsnoterte selskap blir veldig høy, som gjør at fordelene ikke kan anses som sjelden.

En stor del av fordelene ved børsnotering kommer automatisk. NRS har snart vært notert på Oslo Børs i 10 år, og har nytt godt av fordelene børsnoteringen medfører. Blant annet ved innhenting av kapital til vekstplaner. Vi vil derfor si at ressursen er organisert.

Oppsummering av VRIO

Ut fra vurderingene ovenfor har vi utarbeidet en tabell som oppsummerer NRS sine ressurser, og hvilken type konkurransefordel disse kan gi.

	V	R	I	O
Størrelse og grad av integrasjon	X			X
Innovasjonskompetanse	X			X
Lokasjon	X	X		X
Merkevare	X		X	
Selskapsstruktur				X

Figur 8. Oppsummering VRIO

Vi har kommet fram til at NRS har få ressurser som kan gi konkurransefortrinn sammenlignet med de andre selskapene i bransjen. Det er gunstig at alle konsesjonene er lokalisert i nord, som gjør at de blir mindre plaget av laksedødelighet. Her vil vi særlig trekke frem satsingen i Arctic Fish på Island. Det virker å foreligge ett solid vekstpotensial i dette selskapet. Det er også positivt at selskapet har en viss grad av integrering med noe egenproduksjon av smolt, men neppe nok til å gi en konkurransefordel kontra konkurrentene. Etter analysen sitter vi igjen med ett inntrykk av at selskapets interne ressurser er i tråd med det som er vanlige i bransjen. Dette gjør at selskapet er kapable til å være konkurransedyktige i bransjen, uten at de skiller seg ut med noen store konkurransefordeler.

6 Regnskapsanalyse

Som et ledd i den fundamentale analysen av selskapet er regnskapsanalysen sentral. Her vil vi få innsikt i selskapets stilling i dag og historisk. Formålet med analysene er å opparbeide god nok innsikt i selskapets økonomiske stilling til å kunne utarbeide prognoser for selskapets fremtidige inntjening. Før vi begynner med analysene er det flere beslutninger som må tas. Blant annet på hvilket bedriftsnivå analysen skal gjennomføres på, og hvor lang analyseperioden skal være. Når det kommer til innhenting av regnskapsinformasjon, vil vi bruke selskapets årsrapporter. Vi vil senere omgruppere regnskapet på en måte som optimaliserer analyseformålet, samt normalisere regnskapstallene som vil hjelpe oss med å utarbeide mer korrekte prognoser.

6.1 Analysenivå

Vi har i denne oppgaven valgt å analysere regnskapet på et samlet analysenivå. Selskapet har i utgangspunktet to ulike forretningsområder med oppdrett av laks og salg av laks, som i utgangspunktet kan tale for separate analyser. Disse områdene er derimot så integrerte at vi anser det som mest hensiktsmessig og oversiktlig å benytte et analysenivå som ser på konsernet som én helhet. Tilgjengeligheten av regnskapsinformasjon på datternivå er uansett begrenset, slik at dette ville vært vanskelig. Vi benytter konsernregnskapet og får derfor informasjonen som om mor- og datterselskapene er ett selskap.

6.2 Analyseperiode

I valget av analyseperioden må det tas flere hensyn. Det er i utgangspunktet en fordel med mange år, da man får fanget mer informasjon. Problemet med for mange år vil være at gammel informasjon kan ha liten relevans for hvordan selskapet gjør det i dag. I laksebransjen har det vært store endringer over lang tid, slik at gamle regnskap ikke vil være godt sammenlignbare med de nyere regnskapene. Laksebransjen som i utgangspunktet er en syklisk bransje (Asche & Sikveland, 2015), og har de siste 10 årene (ref. 2.5) hatt nesten utelukkende positiv utvikling. Først i koronaåret 2020 ser vi et brudd på denne lange veksten. På grunn av en lang vekstperiode, vil perioden med unntak av koronasituasjonen hovedsakelig bære preg av å være i en oppgangssyklus. På grunn av den lange stabile vekstperioden, er det

ingen sykliske endringer som gjør at vi må strekke analyseperioden mer enn nødvendig. Vi velger derfor en mellomlang analyseperiode på 6 perioder, fra 2015 til 2020.

6.3 Presentasjon av offentlig regnskapsdata

Vi har laget en oversikt over balanse, resultat og endringer i egenkapitalen for konsernet mellom 2015 og 2020. Hensikten er at leseren skal få et innblikk i tallene som danner grunnlaget for våre videre analyser.

NRS benytter IFRS som regnskapsstandard.

6.3.1 Resultatregnskap

RESULTATREGNSKAP i hele 1000 (ÅR)	2020	2019	2018	2017	2016	2015
DRIFTSINNETEKTER						
Sum driftsinntekter	5 118 867	5 586 670	5 080 806	4 937 798	4 224 340	3 210 548
DRIFTSKOSTNADER						
Varekostnad	4 393 881	4 586 500	3 994 231	3 889 102	3 230 927	2 707 071
Lønnskostnader	166 995	154 466	158 713	138 596	155 468	113 268
Ordinære avskrivninger	100 747	86 804	89 299	82 063	61 063	53 697
Andre driftskostnader	210 992	216 098	196 839	200 178	136 269	134 618
(Flytter unormal driftskost)	-	- 11 000	- 34 000	- 46 547	- 20 322	- 31 330
Sum varekostnader	4 872 615	5 032 868	4 405 082	4 263 392	3 563 405	2 977 324
Driftsresultat før unormale poster	246 252	553 802	675 726	674 406	660 935	233 224
Nedskrivning driftsmidler		- 4 379				
Virkelig verdijustering	- 136 657	- 132 023	152 259	- 194 799	164 151	24 416
Unormal driftskost pga enkeltstående hendelser	-	- 11 000	- 34 000	- 46 547	- 20 322	- 31 330
Driftsresultat EBIT	109 595	406 400	793 985	433 060	804 764	226 310
Korrigerings drifttilknyttet selskap						
Netto normal resultat tilknyttet selskap	13 562	34 208	4 545	62 171	51 049	21 642
Netto unormal resultat tilknyttet selskap	- 15 547	- 17 307	9 208	- 9 514	20 816	1 113
FINANSPOSTER						
Renteinntekt (normal)	2 503	7 466	3 983	1 694	1 803	882
Gevinst av finansielle eiendeler (unormal)	- 8 165	78 375	82 030	- 142 252	313 286	47 430
Andre finanskostnader (unormal)	- 13 198	- 8 915	- 5 368	- 1 303	- 1 277	- 2 436
Netto rentekostnad	- 15 779	- 25 452	- 18 545	- 21 262	- 18 020	- 24 860
Ordinært resultat før skatt	72 971	474 775	869 838	322 594	1 172 421	270 081
SKATT OG RESULTATER						
Resultat før skatt	72 971	474 775	869 838	322 594	1 172 421	270 081
Skattekostnad (normal)	9 156	- 83 732	- 162 311	- 86 829	- 164 312	- 32 341
Skattekostnad (unormal)	- 7 439	- 546	1 563	649	- 3 395	- 158
Ordinært resultat	74 688	390 497	709 090	236 414	1 004 714	237 582
Regnskapsmessig gevinst salg Region Sør		922 600				
Årsresultat	74 688	1 313 097	709 090	236 414	1 004 714	237 582
Resultat minoritet	5 426	- 6 376	- 3 780	- 7 878	- 16 706	- 7 950
Årsresultat majoritet	80 114	1 306 721	705 310	228 536	988 008	229 632
Andre resultatelementer drift	4 018	- 7 686	- 1 154	- 4 623	- 1 361	4 749
Andre resultatelementer finans	29 534	16 242	- 18 558	860	34 325	- 362
Totalresultat	113 666	1 315 277	685 598	224 773	1 020 972	234 019

Tabell 1. Presentasjon av resultat

6.3.2 Presentasjon av balanse

BALANSEREGNSKAP i hele 1000	2020	2019	2018	2017	2016	2015
EIENDELER						
Immatrielle eiendeler						
Konsesjoner	948 616	713 947	846 807	648 887	648 887	648 887
Sum immaterielle midler	948 616	713 947	846 807	648 887	648 887	648 887
Varige driftsmidler						
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	124 897	55 085	37 780	30 624	19 579	12 866
Maskiner/anlegg/biler	1 222 618	799 625	313 584	224 770	182 110	168 641
Båter og flåter	941 283	302 586	299 614	270 845	197 285	163 698
Driftsløsøre/ inventar/ verktøy/ Biler	62 962	18 272	21 599	17 767	18 522	12 743
Sum varige driftsmidler	2 351 759	1 175 568	672 577	544 006	417 496	357 948
Finansielle anleggsmidler						
Investering i tilknyttede selskaper	721 856	607 886	568 443	580 510	531 503	169 991
Investeringer i aksjer og andeler	3 999	463	367	367	395	395
Andre langsiktige fordringer	46 904	68 374	87 191	32 640	16 000	20 000
Sum finansielle anleggsmidler	772 759	676 723	656 001	613 517	547 898	190 386
Sum anleggsmidler	4 073 134	2 566 238	2 175 385	1 806 410	1 614 281	1 197 221
Omløpsmidler						
Varelager	104 275	80 123	81 376	99 326	101 635	40 630
Biologiske eiendeler	1 282 006	1 231 662	1 240 393	1 177 678	1 205 399	829 928
Sum varer	1 386 281	1 311 785	1 321 769	1 277 004	1 307 034	870 558
Fordringer						
Kundefordringer	150 539	416 910	369 030	546 082	478 214	500 689
Andre kortsiktige fordringer	166 002	233 288	68 997	73 888	244 596	100 438
Sum fordringer	316 541	650 198	438 027	619 970	722 810	601 127
Kontanter og kontantekvivalenter	38 753	152 317	155 652	151 779	69 257	201 339
Sum omløpsmidler	1 741 575	2 114 300	1 915 448	2 048 753	2 099 101	1 673 024
Sum eiendeler	5 814 709	4 680 538	4 090 833	3 855 163	3 713 382	2 870 245

	2020	2019	2018	2017	2016	2015
EGENKAPITAL OG GJELD						
Egenkapital						
Aksjekapital	43 572	43 572	43 572	43 572	43 572	43 572
Egne aksjer	-653	-141	-58	-82	-98	-72
Annen innskutt og opptjent egenkapital	3 048 177	3 267 659	2 235 729	1 769 778	1 970 509	1 070 288
Sum egenkapital henført eierne av morselskap	3 091 096	3 311 090	2 279 243	1 813 268	2 013 983	1 113 788
Ikke kontrollerende eierinteresser	39 596	45 949	41 542	37 762	33 034	72 730
Total egenkapital	3 130 692	3 357 039	2 320 785	1 851 030	2 047 017	1 186 519
Langsiktig gjeld og forpliktelser						
Pensjonsforpliktelser	23 703	27 638	19 005	16 728	11 383	12 480
Utsatt skatt	365 569	358 208	385 754	364 557	394 786	303 485
Langsiktig rentebærende gjeld	1 378 514	200 933	551 054	461 241	303 781	653 361
Sum langsiktig gjeld og forpliktelser	1 767 786	586 779	955 813	842 526	709 950	969 326
Kortsiktig gjeld og forpliktelser						
Kortsiktig rentebærende gjeld	226 819	47 927	102 514	342 617	47 635	46 519
Leverandørgjeld	617 937	575 895	446 993	549 526	646 515	530 430
Betalbar skatt	3 752	42 537	134 777	113 485	79 350	3 180
Annen kortsiktig gjeld	67 723	70 359	129 951	155 979	182 915	134 271
Sum kortsiktig gjeld og forpliktelser	916 231	736 718	814 235	1 161 607	956 415	714 400
Sum gjeld og forpliktelser	2 684 017	1 323 497	1 770 048	2 004 133	1 666 365	1 683 726
Sum egenkapital og gjeld	5 814 709	4 680 536	4 090 833	3 855 163	3 713 382	2 870 245

Tabell 2. Presentasjon av balanse

6.3.3. Endringer i egenkapitalen

ENDRING I EK i hele 1000 (ÅR)	2020	2019	2018	2017	2016	2015
IB Egenkapital	3 311 090	2 279 243	1 813 268	2 013 983	1 113 788	949 125
Totalresultat	113 666	1 315 277	685 600	224 773	1 020 972	234 019
Utbytte	- 212 752	- 258 259	- 224 710	- 408 475	- 111 773	- 65 353
Netto kapitalinnskudd	- 130 206	- 27 890	3 589	- 16 790	- 25 867	- 3 838
Dirty surplus - drift	9 298	2 719	1 496	226	16 862	
Dirty surplus - finans						- 165
UB Egenkapital	3 091 096	3 311 092	2 279 243	1 813 268	2 013 983	1 113 788

Tabell 3. Presentasjon endring i egenkapital

6.4 Omgruppering av regnskap

Omgrupperingen vil ha to formål. Det første og viktigste formålet med omgrupperingen er å gjøre regnskapet bedre egnet for historiske analyser, som gjør at de fremtidige prognosene vi skal utarbeide senere blir mest mulig nøyaktige. Dette vil være en del av den fundamentale verdsettelsen. Det andre formålet med å omgruppere regnskapet er å gjøre det mer sammenlignbart med andre selskap. I en komparativ analyse er det viktig at man sammenligner like verdier for å få en nøyaktig sammenlikning.

Når vi skal analysere selskapet over flere år er det viktig at verdier i de eldre regnskapene har samme underliggende faktorer som i de nyere regnskapene. For eksempel at det er brukt samme regnskapsregler i verdsetting av eiendelene. Når man sammenligner et selskap med seg selv over tid vil det være en tidsserieanalyse.

6.4.1 Omgruppere resultatregnskap

Vi starter regnskapsanalysen med å omgruppere regnskapstallene vi har presentert. Resultatregnskapet er i seg selv ikke utarbeidet på en måte som gjør verdsettelse hensiktsmessig i første omgang. Resultatregnskapet deler ikke opp elementer som verdiskapning eller verdiutdeling. Målet vårt er å gjennom omgrupperingen få et årsregnskap skreddersydd for analyseformål, som i vårt tilfelle vil være rettet mot verdsettelsen. Ideelt sett ønsker vi å beholde et risikofokusert regnskap, samtidig som vi retter regnskapet slik at det kan forklare årsaker, rentabilitet og vekst. Vi vil dele opp resultatet slik at vi skiller mellom resultater som kommer fra operasjonelle- og finansielle aktiviteter, samt dele opp resultatposter ut fra om de anses som normale eller unormale (Gjesdal & Johnsen, 1999). Vi vil nå utarbeide et omgruppert resultatregnskap ut ifra de offentlig tilgjengelige regnskapsopplysningene til NRS. Dette gjør vi igjennom følgende fire steg:

- 1. Identifiserer et fullstendig nettoresultat
- 2. Fordeler fullstendig nettoresultat
- 3. Identifiserer poster ut fra om de anses som unormale- og normale
- 4. Fordeler skattekostnaden

Steg 1: Identifisering av fullstendig nettoresultat

For å finne det fullstendige nettoresultatet må vi gjøre noen korrigeringer. Vi tar utgangspunkt i totalresultatet, altså årsresultatet for majoriteten der vi korrigerer for andre resultatelementer i form av utvidet resultat. Utvidet resultat (OCI) bryter i utgangspunktet med en grunnleggende regel i IFRS om at alle inntekter og kostnader skal føres mot årsresultatet. Disse postene er derimot poster som oppfyller krav til unntak og blir ført direkte mot egenkapitalen. I vårt tilfelle oppstår disse av reklassifiseringer og kontantstrømsikring.

Videre ved utarbeidelse av fullstendig nettoresultat må vi korrigere for såkalte dirty surplus poster som også føres direkte mot egenkapitalen. Dirty surplus er i årsrapporten omtalt som enten egenkapital endring tilknyttede selskap (driftsrelatert) eller andre endringer i tilknyttede selskap (finansregulert). Dirty surplus kan oppstå av mange årsaker, som for eksempel kostnader ved emisjon eller verdiregulering i forbindelse med endring av prinsipp. Tabellen nedenfor viser det fullstendige nettoresultatet.

Steg 1						
FULLSTENDIG TOTALRESULTAT						
År	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Resultat majoritet	80 114	1 306 721	705 310	228 536	988 008	229 632
OCI	33 552	8 556	- 19 712	- 3 763	32 964	4 387
Totalresultat	113 666	1 315 277	685 600	224 773	1 020 972	234 019
Dirty surplus relatert til drift	9 298	2 719	1 496	- 226	16 862	-
Dirty surplus relatert til finans					-	165
Fullstendig nettoresultat	122 964	1 317 996	687 096	224 547	1 037 834	233 854

Tabell 4. Identifisering av fullstendig nettoresultat

Steg 2: Fordeling av fullstendig nettoresultat

Det fullstendige nettoresultatet vi beregnet i steg 1 kan deles opp i driftsrelaterte og finansrelaterte poster, med formål om å finne kilder til verdiskapning. Vi deler de nevnte postene på balansens ulike "kapitaler". Grovt sett vil kildene til resultatet være driftsresultat og finansinntekter, disse skal fordeles på finansieringssiden som under illustreres i

sammenheng med resultat til EK, minoritetsresultat, finanskostnad og skattekostnad. I figuren har vi knyttet disse resultatpostene opp mot balansen slik at vi ser hvordan hvert ledd i kapitaldelen av balansen får tildelt sitt resultat før skatt. I sammenkoblingen mellom resultat og balanse, skiller vi mellom drift og finans.



Figur 9. Sammenheng mellom omgruppert resultat og omgruppert balanse

Vi ser altså hvordan driftseiendelene har tilknytning til driftsresultatet, mens finansinntektene har tilknytning til finansieringsresultatet. Videre har vi utarbeidet et fullstendig drifts- og finansresultat. Vi har for 2015 plassert dirty surplus som en finansrelatert kostnad fordi den kommer av endringer i tilknyttede selskap. For de resterende årene anser vi den som driftsrelatert fordi posten kommer av EK-endringer i de tilknyttede selskapene. Virkelig verdiregulering klassifiseres som driftsrelatert. Denne endringen kommer av at IAS 41 krever at all laks over 1 kg skal verdsettes til virkelig verdi ved utgangen av året. Posten inneholder også verdiregulering i forbindelse med salgs- og Fish Pool-kontrakter.

Posten OCI er delt opp i finans- og driftsdel. Finansdelen består av kontantstrømsikring og omregningsdifferanser, mens driftsdelen består av regulering i form av ytelsesbasert pensjonsordning. Nedskrivningen i 2019 er også klassifisert som driftsrelatert i og med at den kommer fra driftsmidlene.

Steg 2						
FULLSTENDIG DRIFTSRESULTAT	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Driftsinntekter	5 118 867	5 586 670	5 080 806	4 937 798	4 224 340	3 210 548
Virkelig verdjustering+ nedskrivning (2019)	-136 657	-136 402	152 259	-194 799	164 151	24 416
Driftskostnader	-4 872 615	-5 043 868	- 4 439 081	- 4 309 938	- 3 583 727	-3 008 654
Driftsresultat EBIT	109 595	406 400	793 985	433 060	804 764	226 310
Resultat driftstilknyttet selskap (normalt + unormalt)	-1 985	16 901	13 753	52 657	71 865	22 754
Driftsresultat fra annet fullstendig resultat	4 018	- 7 686	- 1 154	- 4 623	-1361	4 749
Driftsrelatert dirty surplus	9 298	2 719	1 496	- 226	16 862	-
Fullstendig driftsresultat før skatt	120 926	418 334	808 080	480 868	892 130	253 813
FULLSTENDIG FINANSRESULTAT	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Finansinntekt (rente + gevinst)	-5 662	85 841	86 013	- 140 558	315 089	48 312
Finanskostnad (annen + netto)	- 28 977	- 34 367	- 23 913	- 22 565	-19297	-27 296
Finansrealtert OCI	29 534	16 242	- 18 558	860	34 325	- 362
Dirty surplus finans	-	-	-	-	-	165
Netto resultat salg av virksomhet + gev. Salg av virksomhet		922 600				
Fullstendig finansresultat før skatt	- 5 105	990 316	43 542	- 162 263	330 117	20 489

Tabell 5. Fordeling av fullstendig nettoresultat

Steg 3 Identifisere unormale- og normale poster

Ved en gjennomføring av verdsettelse er det vanlig å skille mellom poster som er normale og unormale. Grunnen er at vi ønsker å ta utgangspunkt i et normalt driftsresultat for å predikere utviklingen i fremtiden. Poster som vi anser som normale er de som kommer fra ordinær drift, med andre ord vil de samme postene kunne antas å inntreffe i fremtiden også. Unormale poster er derimot ekstraordinære, diskontinuerlige eller av en annen art at som gjør at de kun forekommer i ett eller få år. Poster som er unormale vil ha lite relevans i en verdsette fordi de ikke kan legges til grunn i en god prognose på framtidens resultater. Vurderingen om en post er normal eller unormal skjer til syvende og sist etter en skjønnsmessig vurdering. Vi presenterer først tallene våre, før vi begrunner valgene etterpå. Disse vurderingene er svært viktige, fordi feilinformasjon her vil påvirke verdiestimatet i den fundamentale verdsettelsen. Det å treffe på skille mellom normale og unormale poster er avgjørende med tanke på å ha historiske data som er egnet for framtidsprognoser (Kaldestad & Møller, 2011).

Steg 3: Identifisering av normale og unormale poster							
	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
Unormalt driftsresultat							
Unormal driftskost enkeltstående hendelser	-	11 000	- 34 000	- 46 547	- 20 322	- 31 330	
Virkelig verdijustering	- 136 657	- 132 023	152 259	- 194 799	164 151	24 416	
Nedskrivning		4 379					
Virkelig verdijustering i tilknyttet selskap	- 15 547	-17 307	9 208	- 9 514	20 816	1 113	
Andre driftsrelaterte resultatetelementer	4 018	7 686	- 1 154	- 4 623	- 1 361	4 749	
Driftsrelatert dirty surplus	9 298	2 719	1 496	- 226	16 862		
Unormalt driftsresultat	- 138 888	- 169 676	127 809	- 255 709	180 146	- 1 052	
UNORMALT FINANSRESULTAT	2020	2019	2018	2017	2016	2015	
Gevinst av finansielle eiendeler (unormal)	- 8 165	78 375	82 030	- 142 252	313 286	47 430	
Andre finanskostnader (unormal)	- 13 198	8 915	- 5 368	- 1 303	- 1 277	- 2 436	
Salg av virksomhet		922 600					
Unormalt finansresultat før utvidelse	- 21 363	992 060	76 662	- 143 555	312 009	44 994	
Andre resultatetelementer finans	29 534	16 242	- 18 558	860	34 325	- 362	
Finansrelatert dirty surplus						165	
Unormalt finansresultat	8 171	1 008 302	58 104	- 142 695	346 334	44 467	
Normalt driftsresultat							
Normal driftsinntekt	5 118 867	5 586 670	5 080 806	4 937 798	4 224 340	3 210 548	
Normal driftskostnad	- 4 872 615	- 5 032 868	- 4 405 082	- 4 263 392	- 3 563 405	- 2 977 324	
Netto normal resultat tilknyttet selskap	13 562	34 208	4 545	62 171	51 049	21 642	
Normalt driftsresultat	259 814	588 010	680 269	736 577	711 984	254 866	
NORMALT FINANSRESULTAT							
Renteinntekt	2 503	7 466	3 983	1 694	1 803	882	
Netto rentekostnad	- 15 779	- 25 452	- 18 545	- 21 262	- 18 020	- 24 860	
Normalt finansresultat	- 13 276	- 17 986	- 14 562	- 19 568	- 16 217	- 23 978	

Tabell 6. Identifisering av normale- og unormale poster

Unormale poster relatert til drift:

Nedskrivning: En nedskrivning skjer som følge av enkelthendelser og vil dermed ikke anses å være normal. Dette forsterkes av at vi kun har hatt nedskrivning i ett enkeltår med et forholdsvis uvesentlig beløp.

Virkelig verdijustering: Denne posten består av verdijustering av biomasse, avsetning av tap i salgsinntekter og endringer knyttet til virkelig verdi i Fish Pool kontraktene. Denne posten oppstår hver periode, men er svært ustabil og trendløs. Lakseprisen er her en sterk driver til verdien av biomassen og Fish Pool kontraktene. Lakseprisen er som nevnt ganske ustabil, noe som fører til økt usikkerhet ved verdsettelse av disse postene.

Andre unormale driftskostnader: De resterende postene består av engangskostnader. Disse relateres til uforutsette hendelser som for eksempel rømming eller biologiske problemer.

Resterende er annet OCI og dirty surplus, som vi allerede har skrevet om og som er unormale.

Unormale finansrelaterte poster

Unormalt finansresultat: Her har vi både finansinntekter og finanskostnader. Postene som er inkludert her består hovedsakelig av gevinst/tap på valuta, verdijusteringer på rentebytteavtaler, nedskrivning av finansielle eiendeler, finansielle resultatelementer og dirty surplus. Flere av disse postene går igjen, men har ingen observerbar trend.

Steg 4: Fordeling av skattekostnader

Det neste steget er å fordele skattekostnadene. I regnskapet står denne kostnaden i en samlet post, i en verdsettelse ønsker vi å fordele denne inn i en andel til drift og en til finans.

Grunnen til dette er at finansielle og operasjonelle inntekter har ulike skattekonsekvenser (Penman, 2010). Først og fremst må vi beregne driftskattesatsen, fordi fritaksmetoden gjør at gevinst og utbytte ikke er skattepliktig og dermed en lav effektiv skattesats på finansadelen. I og med at NRS kun har renteinntekter som finansinntekt benytter vi selskapsskattesatsen som finansskattesats.

År	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Normal skattesats	22 %	22 %	23 %	24 %	25 %	27 %

Når vi skal beregne driftskattesatsen er målsetningen å få frem en skattesats som er justert ut ifra det omgrupperte resultatet, altså verdiskapning generert fra drift. Vi benytter følgende formel:

$$dss = \frac{NSK - FI * fis - ufrss - FK * fkss}{\text{Driftsresultat før skatt}}$$

dss = driftskattesats

NSK = netto skattekostnad

FI = normale finansinntekter

fis = finansinntektsskattesats

UFR = unormalt finansresultat

ufrss = unormalt finansresultatsskattesats

FK = normale skattekostnader

fkss = finanskostnadsskattesats

Ved valg av driftsskattesats har vi valgt gjennomsnittet av årlige driftsskattesatser. Vi kunne også valgt median da denne noen ganger er mindre ekstrem, men forskjellen er i dette tilfelle ubetydelig. Se vedlegg 1 for beregning av årlige driftsskattesatser. Med andre ord er gjennomsnittet på 13,5% benyttet som normalisert driftsskattesats (ndss) på unormale poster (se vedlegg 2). Enkelte av postene i skatteberegningen under benytter årlig driftsskattesats (dss). Skatt på finansposter er som sagt behandlet med vanlig selskapsskattekostnad (sss).

Steg 4 Fordeling av skattekostnader	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Normal driftsskattekostnad = Normalt driftsresultat * ndss	- 35 158	- 79 568	- 92 053	- 99 672	- 96 344	- 34 488
Skatt på normale finansinntekter = Normale finansinntekter * sss	3 471	5 599	4 265	5 103	4 505	6 712
Normal skatt finanskostnader	- 551	- 1 643	- 916	- 407	- 451	- 238
Skatt på unormalt driftsresultat = unormalt driftsresultat * dss	- 1 763	29 369	- 23 413	66 991	- 18 247	111
Unormal skatt på normalt driftsresultat = Normalt driftsresultat * (dss-ndss)	38 456	- 22 208	- 32 562	- 93 297	24 227	7 711
Skatt unormalt finansresultat = Unormalt finansresultat * sss	4 700	- 15 281	- 17 632	34 453	- 78 002	- 12 148
Unormal skatt	- 7 439	- 546	1 563	649	- 3 395	- 158
Sum skatt (i henhold til årsrapport)	1 717	- 84 278	- 160 748	- 86 180	- 167 707	- 32 499

Tabell 7. Fordeling av skattekostnader

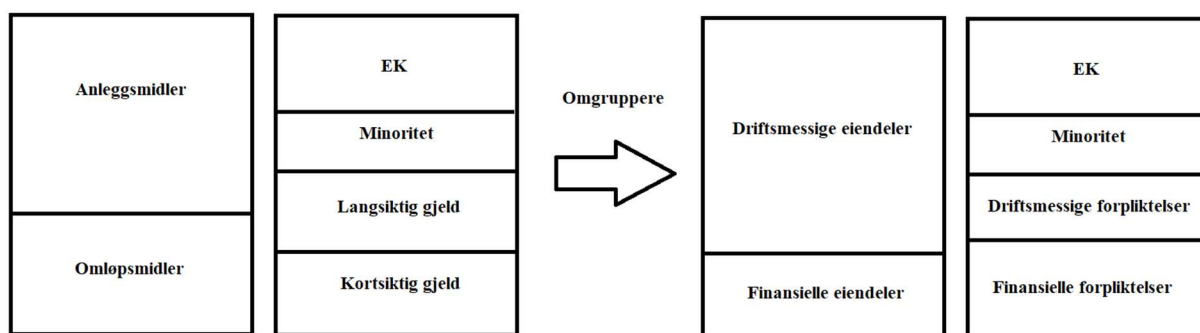
Vi presenterer det fullstendige omgrupperte resultatregnskapet i punkt 6.6 når vi har korrigert for eventuelle målefeil og justeringer i punkt 6.5.

6.4.2 Omgruppere balanse

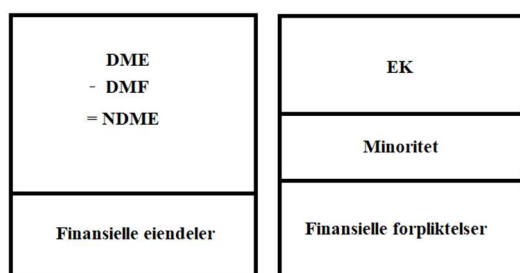
Den tradisjonelle inndelingen av balansen er først og fremst utarbeidet med kreditor i sentrum. Vi har alle eiendelene på den ene siden av balansen, og hvordan eiendelene er finansiert på den andre siden. Dette er en god måte å fremstille soliditeten i et selskap, og vise hvordan selskapet er finansiert med EK, kortsiktig- og langsiktig gjeld. For banker og andre kreditorer vil dette være svært nyttig.

Når vi skal analysere balansen med mål om å utarbeide prognoser til verdsetting må regnskapet gjøres investororientert (Gjesdal, 2007). I motsetning til resultatregnskapet som er best egnet til å analysere og prosjektere lønnsomhet, vil balansen være best egnet til å analysere og prosjektere selskapets risiko.

Vi ønsker å bygge balansen rundt selskapets sysselsatte eiendeler og kapital. I dette oppsette vil vi fremheve de nette driftsmessige eiendelene som er sentrale i verdsettingen av selskapet.



Flytter driftsmessige forpliktelser over for å finne netto driftsmessige forpliktelser.



Figur 10. Illustrasjon av omgruppering etter teorien til Gjesdal (2007)

Vi finner først driftsmessige eiendeler (DME) og gjeld (DMF), ved å sortere eiendeler vi mener hører til selskapets daglige drift samt tilhørende driftsrelaterte forpliktelser. Når vi trekker DMF fra DME sitter vi igjen med de netto driftsmessige eiendelene (NDME). Legger vi til de finansielle eiendelene (FE) vil vi komme fram til de sysselsatte eiendelene.

Den sysselsatte kapitalen finner vi ved å sortere konsernets egenkapital og selskapets finansielle forpliktelser (FF). De sysselsatte eiendelene skal bli like store som den sysselsatte kapitalen. Den omgrupperte balansen er presentert i punkt 6.6.

6.5 Kommentarer til omgrupperingen

Driftsmessige vs. Finansielle eiendeler

For noen poster vil det ikke være helt klart om de burde klassifiseres som driftsmessige- eller finansielle eiendeler. En av disse postene er kontanter og kontantekvivalenter. På den ene siden vil kontanter helt klart være en finansiell eiendel av natur, men som Gjesdal (2007) bemerker kan det argumenteres for at en viss kontantbeholdning er nødvendig for den daglige driften av selskapet. En måte å ta hensyn til dette på kunne vært å fordele kontantene etter driftsrelatert- og overskuddslikviditet. Vi velger uansett å gruppere alle kontantene som FE, på grunn av usikkerhetene rundt et “tilfeldig” estimat.

Investering i tilknyttede selskap

NRS sine tilknyttede selskaper driver innen smolt-produksjon, lakseoppdrett og slakt. Selskapene er strategisk utnyttet av NRS, for eksempel ved at smolt-produksjonsselskapet sikrer NRS langsiktig tilgang på smolt. VI velger derfor å behandle de tilknyttede selskapene som driftsrelaterte eiendeler.

I teorien kunne vi ha omgruppert balansen til disse selskapene for å skille ut deres finansielle eiendeler, men dette ville vært veldig vanskelig med tanke på hvilken informasjon som er tilgjengelig. Vi har av den grunn klassifisert hele investeringen under operasjonelle eiendeler i samsvar med Penmans anbefalinger (Penman, 2012).

Derivater

Selskapet bruker tre forskjellige derivater for å redusere risiko og for å tilføre ønsket risikoeksponering. I regnskapet er alle derivatene regnet som driftsrelaterte.

Valutaterminkontraktene brukes for å redusere valutaeksponering i fordringsmassen og gevinst/tap på kontrakten inngår i salgsinntekter. Vi regner derfor denne som driftsmessig.

Finansielle Fish Pool kontrakter brukes for å sikre marginer i tilfeller der det er inngått avtale om fastpris med kunden. Realisering av kontraktene føres i driftsresultatet under virkelig verdijustering. Vi regner kontrakten som driftsmessig.

Total return swap avtalen mot egne aksjer brukes for å øke den økonomiske eksponeringen av selskapet. Altså at konsernet tjener penger når aksjeprisen for konsernet øker. Realisasjon av disse derivatene føres som finanspost i resultatregnskapet, og vi vil i den omgrupperte balansen klassifisere posten som en finansiell eiendel/forpliktelse. Vi har derfor valgt å trekke ut balanseposter knyttet til avtalen og omgruppere til finansielle eiendeler/forpliktelser.

Driftsmessige forpliktelser eller finansielle eiendeler

Pensjonsmidler er en annen post som det ofte er uklarer ved når det kommer til klassifiseringen. Hos NRS har selskapet netto pensjonsforpliktelser i regnskapet. Av note 19 i årsrapportene ser vi behandlingen av pensjonsforpliktelser og pensjonsmidlene hver for seg. Dersom vi hadde valgt å klassifisere pensjonspostene som finansielle ville ikke resultatet og balansen samsvare. Dette skyldes at avkastningen på pensjonsmidlene kommer til fradrag i pensjonskostnadene, som igjen er en del av lønnskostnadene. Det vil si at dersom vi hadde

valgt å klassifisere pensjonspostene som finansielle, ville vi vært nødt til å klassifisere avkastningen på disse postene som en finansinntekt. Vi har valgt å klassifisere pensjonspostene som driftsrelaterte. Selv om pensjonsforpliktelsene vil ha en implisitt rentekostnad som kan utarbeides fra en nåverdiberegning, vil forpliktelsen jf. Gjesdal (2007) anses som rentefri siden man fører rentekostnadene under pensjonskostnadene.

Justering av målefeil ved biologiske eiendeler.

I en fundamental verdsettelse må man være klar over sentrale målproblemer som kan foreligge i regnskapet. Slike feil kan ha stor påvirkning på forholdstallene. I dette regnskapet er virkelig verdi benyttet for biologiske eiendeler jf. IAS 41, som standard for landbruk. Vi har sett i resultatet at virkelig verdijustering har stor påvirkning på resultatet. Dette henger sammen med at lakseprisen er volatil, dermed vil også virkelig verdi ha store variasjoner. Her oppstår det derfor ett stort avvik mellom historisk kost og virkelig verdi. Fra et rent investorperspektiv vil trolig historisk kost gi et mer stabilt bilde på lønnsomheten med mindre støy. Inntektsføring finner sted under hele prosessen fra fisken er i merd, altså før det i det heletatt har skjedd ett salg. Når prisen på laks er såpass volatil på salgstidspunktet mener vi at verdiregulering vil være misvisende. Med andre ord mener vi at lønnsomheten blir mer korrekt lagt fram dersom vi benytter historisk kost.

		2020	2019	2018	2017	2016	2015
Biologiske eiendeler VV (Egen)		1 282 006	1 231 662	1 240 393	1 177 678	1 205 399	829 928
Biologiske eiendeler HK (Egen)		1 172 790	1 013 394	887 123	950 700	813 888	632 534
Differanse		109 216	218 268	353 270	226 978	391 511	197 394
Årets justering * dss		12 312	- 2 445	- 20 713	- 3 623	- 25 888	380
Netto justering balanse (egen)		121 528	215 823	332 557	223 355	365 623	197 774
Biologisk eiendeler tilnyttet		- 11 231	4 316	21 623	12 415	21 929	1 113
Total justering balanse		110 297	220 139	354 180	235 770	387 552	198 887
DSS	-13,53 %						
		2020	2019	2018	2017	2016	2015
Differanse egen biomasse		109 216	218 268	353 270	226 978	391 511	197 394
Årets endring (IB-UB)		- 109 052	- 135 002	126 292	- 164 533	194 117	- 2 808
Skatt (DSS)		- 14 757	- 18 268	17 090	- 22 264	26 268	- 380
Netto justering av egen biomasse		94 295	116 734	- 109 202	142 269	- 167 849	2 428

Tabell 8. Justering for målefeil ved biologiske eiendeler

Vi starter med å justere egen biomasse til historisk kost i balansen. Endringen består av differansen mellom historisk kost og virkelig verdijustering for egen biomasse, minus akkumulert skatt på årets justering. Vi skulle gjerne ha behandlet biologiske eiendeler i tilknyttede selskap på samme måte som selskapets egne, altså med virkelig verdi minus historisk kost, men disse opplysningene er mangelfulle i årsrapporten. Vi har derfor korrigert for akkumulert netto endring. Ved å benytte akkumulert sikrer vi at endringen i egenkapital

(uten minoritetsinteresser) blir sammensvarende med endring i egenkapitalen fra omgruppert resultat.

I balansen medfører dette endringer i biologiske eiendeler, investering i tilknyttede selskaper, utsatt skatt og egenkapitalen. Vi velger å trekke i fra endringen i tilknyttende selskap og biologiske eiendeler direkte, mens vi for utsatt skatt og egenkapital lager en ekstra linje.

I resultatet legger vi sammen endring i netto biologiske eiendeler og endring i netto biologiske eiendeler i tilknyttede selskap. Vi justerer dette opp mot det unormale driftsresultatet.

6.6 Ferdig omgruppert regnskap

Etter å ha gjort alle korrigeringer som vi anser som nødvendige presenterer vi nå endelig det omgrupperte resultatregnskapet og den omgrupperte balansen.

OMGRUPPERT RESULTATREGNSKAP (1000)	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Driftsinntekter	5 118 867	5 586 670	5 080 806	4 937 798	4 224 340	3 210 548
Varekostnader	- 4 393 881	- 4 586 500	- 3 994 231	- 3 889 102	- 3 230 927	- 2 707 071
Lønn og pensjonskostnader	- 166 995	- 154 466	- 158 713	- 138 596	- 155 468	- 113 268
Andre driftskostnader	- 210 992	- 205 098	- 162 839	- 153 631	- 115 947	- 103 288
Avskrivninger	- 100 747	- 86 804	- 89 299	- 82 063	- 61 063	- 53 697
Driftsresultat fra egen virksomhet	246 252	553 802	675 724	674 406	660 935	233 224
Driftsrelatert skattekostnad	- 35 158	- 79 568	- 92 053	- 99 672	- 96 344	- 34 488
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	211 094	474 234	583 671	574 734	564 591	198 736
Netto driftsres fra driftstilknyttet virksomhet	13 562	34 208	4 545	62 171	51 049	21 642
Netto driftsresultat	224 656	508 442	588 216	636 905	615 640	220 378
Netto finansinntekt	1 952	5 823	3 067	1 287	1 352	644
Netto resultat til sysselsatt kapital	226 609	514 265	591 283	638 192	616 992	221 022
Netto finanskostnad	- 12 308	- 19 853	- 14 280	- 16 159	- 13 515	- 18 148
Netto minoritetsinteresse	5 426	- 6 376	- 3 780	- 7 878	- 16 706	- 7 950
Normalt nettoresultat til egenkapital	219 727	488 036	573 223	614 155	586 771	194 924
Unormal netto driftskosresultat	208	- 29 020	- 45 013	- 129 584	- 5 934	7 926
Unormal netto finansresultat	12 871	993 021	40 472	- 108 242	268 332	32 319
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	232 806	1 452 037	568 682	376 330	849 169	235 169
Netto utbytte	- 342 958	- 286 149	- 221 121	- 425 265	- 137 640	- 69 191
Endring i egenkapital	- 110 152	1 165 888	347 561	- 48 935	711 529	165 978

Tabell 9. Ferdig omgruppert resultatregnskap

Det som er verdt å merke seg er her at endringen i egenkapitalen er noe ulik det vi presenterte i starten av analysedelen. Dette skyldes at verdiregulering er endret til historisk kost. Netto utbytte består her av utbetalt utbytte og kapitalinnskudd, fordi dirty surplus er flyttet inn i resultatet, og skal dermed ikke lenger inngå som en del av utbyttet. (Se vedlegg 3).

Selskapet har hatt varierende resultater i analyseperioden. Driftsinntektene har økt hvert år, med unntak av covid-19 året 2020. Variasjonen i selve resultatet skyldes i stor grad gevinster ved salg av finansielle eiendeler samt virksomhetssalget i 2019. Ser vi på normalt

driftsresultat og normalt finansresultat har selskapet en god utvikling det første året, før resultatene er relativt jevne fram til 2020.

Omgruppering balanse						
Omgruppering av regnskap: Balanse	2020T	2019	2018	2017	2016	2015
Common size						
Netto driftsmessige eiendeler						
Konsesjoner	948 616	713 947	846 807	648 887	648 887	648 887
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	124 897	55 085	37 780	30 624	19 579	12 866
Maskiner/anlegg/biler	1 222 618	799 625	313 584	224 770	182 110	168 641
Båter og flåter	941 283	302 586	299 614	270 845	197 285	163 698
Driftsløsøre/ inventar/ verktøy/ Biler	62 962	18 272	21 599	17 767	18 522	12 743
Varelager	104 275	80 123	81 376	99 326	101 635	40 630
Biologiske eiendeler historisk kost	1 172 790	1 013 394	887 123	950 700	813 888	632 534
Skattevirkning av justering	- 12 312	2 443	20 713	3 623	25 888	- 381
Kundefordringer	150 539	416 910	369 030	546 082	478 214	500 689
Andre kortsiktige fordringer	166 002	180 434	68 997	73 888	61 323	63 680
Investering i tilknyttede selskaper	733 087	603 570	546 820	568 095	509 574	168 878
DME	5 614 756	4 186 389	3 493 443	3 434 607	3 056 905	2 412 865
Leverandørgjeld	617 937	575 895	446 993	549 526	646 515	530 430
Pensjonsforpliktelser	23 703	27 638	19 005	16 728	11 383	12 480
Betalbar skatt	3 752	42 537	134 777	113 485	79 350	3 180
Utsatt skatt	365 569	358 208	385 754	364 557	394 786	303 485
Annen kortsiktig gjeld	67 723	70 359	100 620	91 901	182 915	134 271
DMF	1 078 684	1 074 637	1 087 149	1 136 197	1 314 949	983 846
NDME	4 536 072	3 111 752	2 406 294	2 298 410	1 741 956	1 429 019
FE						
Andre finansielle eiendeler	3 999	463	367	367	395	395
Andre langsiktige fordringer	46 904	68 374	87 191	32 640	16 000	20 000
Kontanter og kontantekvivalenter	38 753	152 317	155 652	151 779	69 257	201 339
Finansielle derivater		52 854			183 273	36 758
FE	89 656	274 008	243 210	184 786	268 925	258 492
Sysselsatte eiendeler	4 625 728	3 385 760	2 649 504	2 483 196	2 010 881	1 687 511
EK og FF						
Aksjekapital	43 572	43 572	43 572	43 572	43 572	43 572
Egne aksjer	-653	-141	-58	-82	-98	-72
Annen innskutt og opptjent egenkapital	3 048 177	3 267 659	2 235 729	1 769 778	1 970 509	1 070 288
Ikke kontrollerte eierinteresser	39 596	45 949	41 542	37 762	33 034	72 730
Justering biologiske eiendeler	-110 297	-220 139	-354 180	-235 770	-387 552	-198 887
EK Konsern	3 020 395	3 136 900	1 966 605	1 615 260	1 659 465	987 631
Langsiktig rentebærende gjeld	1 378 514	200 933	551 054	461 241	303 781	653 361
Kortsiktig rentebærende gjeld	226 819	47 927	102 514	342 617	47 635	46 519
Finansielle derivater			29 331	64 078		
FF	1 605 333	248 860	682 899	867 936	351 416	699 880
Sysselsatt kapital	4 625 728	3 385 760	2 649 504	2 483 196	2 010 881	1 687 511

Tabell 10. Ferdig omgruppert balanseregnskap. (Gult viser påvirkningen fra de virkelige verdi-justeringene)

Vi velger å plassere korrigeringen av utsatt skatt/skattefordel ved justering som en eiendel, fordi denne i de fleste år er en skattefordel. Det vil uansett ikke ha betydning for netto driftsmessige eiendeler, hvorvidt denne plasseres som forpliktelse eller eiendel. Det mest korrekte ville kanskje ha vært å endre utsatt skatt, men vi ønsker å plassere posten for seg selv, slik at det blir enklere for leser å se virkningene av endringen.

7. Risikoanalyse

En viktig del av den fundamentale verdsettelsen, er analysen av de historiske regnskapstallene. Analysene vil bestå av risikoanalyser og lønnsomhetsanalyser. I analysene vil vi sammenligne NRS' risiko og lønnsomhet med seg selv og mot bransjen i et historisk perspektiv. I risikoanalysen vil vi skille mellom den kortsiktige og langsiktige risikoen. Kortsiktig vil den største risikoen ligge i selskapets likviditet, mens det langsiktig vil være størst risiko knyttet til selskapets soliditet. Ved å gjennomføre analysen over seks år, bør vi ha nok data til å få kartlagt trender i laksebransjen og innad i NRS. En annen fordel ved å se på mange år, er at vi også minsker risikoen for at uoppdagede feil i regnskapet vil være ødeleggende for kvaliteten av analysen.

I analysene vil vi også sammenligne selskapet mot bransjen. Som en proxy for bransjen vil vi finne noen selskap som ligner på NRS i forretningsområdet og struktur, for deretter å bruke snitt-tall av disse selskapene som et bransjemål. Ved beregning av bransjemål velger vi selskap der offentlig informasjon er lett tilgjengelig og som bruker samme regnskapsspråk som NRS. Vi velger derfor å sammenligne med selskap fra Oslo Børs, der regnskapsinformasjon er offentlig og utført i tråd med IFRS-rammeverket. Selskapene vi har valgt for å estimere bransjen er MOWI, Lerøy og SalMar. I tillegg har vi tatt med NRS, på grunn av enkelheten ved at vi allerede hadde tilgang til alle tallene. Optimalt sett skulle vi hatt flere selskap, men vi ser at tidsbruken i å hente inn flere regnskap vil koste mer enn det vil gi oss.

Når vi sammenligner med andre selskap er det viktig at tallene vi sammenligner viser det samme med tanke på regnskapsregler og estimatbeslutninger. Tidsbruken det tar å omgruppere fire-fem lakseselskap fra Oslo Børs for å estimere bransjetall vil være veldig tidskrevende. Vi velger derfor å opptre som eksterne analytikere, der den offentlige regnskapsinformasjon vil danne grunnlaget for de historiske analysene. Det er ikke uvanlig praksis for eksterne analytikere å bruke offentlige regnskapstall i utarbeidingen av en bransje-benchmark. Dette vil være mindre nøyaktig enn om vi hadde omgruppert regnskapene på forhånd, men ut ifra et kost- nytte perspektiv tror vi tidsulempen ved dette ville vært større enn nytten.

7.1 Risikoanalyse

Laksebransjen har vært preget av høye resultatmarginer over lang tid, noe som har ført til at selskapene har bygd opp mye egenkapital og store pengereserver. Under pandemien i 2020 har disse oppsparte reservene vært viktige for å holde selskapene gåene. Pandemien har svekket økonomien i lakseselskapene, som gjør at risikoanalysen blir enda viktigere enn om bransjen var inne i en stabil periode. Vår risikoanalyse vil bestå av likviditets- og soliditetsanalyser, som vil gi oss god innsikt i selskapets risiko på kort og lang sikt. Den samlede risikoen vil til slutt oppsummeres i en syntetisk rating.

7.1.1 Likviditetsanalyse

Formålet med likviditetsanalysen vil være å se om de likvide midlene til selskapet er nok til å betale de kortsiktige kravene før de forfaller. Og hvorvidt det foreligger fare for at selskapet kan gå konkurs. Vi vil se på nøkkeltallene likviditetsgrad 1 og 2, som er en enkel måte å sammenligne selskapets likviditet mot bransjen. I hvilken grad selskapet er i stand til å betale sine rentekostnader vil vi se på ved å måle selskapets og bransjens rentedekningsgrad. Til slutt vil vi gjennomføre en kontantstrømsanalyse som vil gi et detaljert bilde over hvordan selskapets likviditet har endret seg de siste årene, samt hva som har ført til endringene.

Likviditetsgrad

Vi utfører en likviditetsanalyse av både likviditetsgrad 1 og 2. Dette gjøres for å vurdere hvorvidt et selskap har likviditet til å innfri kravene sine når de forfaller, samt om det foreligger konkursfare for selskapet.

Likviditetsgrad 1 og 2:

Likviditetsgrad er et nøkkeltall som viser forholdet mellom totale omløpsmidler og kortsiktig gjeld. For grad 1 benyttes totale omløpsmidler, mens for grad 2 benyttes kun de mest likvide midlene i form av de finansielle omløpsmidlene.

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

Likviditetsgrad 1	2020	2019	2018	2017	2016	2015
NRS	1,90	2,87	2,35	1,76	2,19	2,34
Bransje	2,42	2,84	2,76	2,35	2,61	2,78

Tabell 11. Likviditetsgrad 1, 2015-2020

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

Likviditetsgrad 2	2020	2019	2018	2017	2016	2015
NRS	0,39	1,09	0,73	0,66	0,83	1,12
Bransje	0,72	0,95	0,87	0,84	0,82	0,99

Tabell 12. Likviditetsgrad 2, 2015-2020

Det er vanlig å ønske en likviditetsgrad rundt 2, men for mange selskap kan en likviditetsgrad rundt 1 også være brukbar (Eklund & Knutsen, 2011). Likviditetsgrad 1 som består av alle omløpsmidlene vil være sterkt preget av oppdrettsselskapenes store biologiske varelagre, altså selve fisken. Vi ser at nøkkeltallet er ganske stabilt både for NRS og for bransjen, men at NRS virker å ligge jevnt over noe lavere. Vi ser en sterkere nedgang for NRS enn bransjen mellom 2019 og 2020, som tyder på at NRS har blitt rammet hardere av covid-19 pandemien enn bransjen for øvrig. Av regnskapet ser vi at hovedgrunnen til fallet er reduksjonen i de finansielle omløpsmidlene, der kundefordringene og kontantbeholdningen står for den største nedgangen.

For likviditetsgrad 2 ser vi kun på de mest likvide omløpsmidlene, og måler opp mot den kortsiktige gjelden. Vi ser at tallene er ganske like mellom 2015 og 2019 og over tid mellom NRS og bransjen. I 2020 derimot, i koronaåret, ser tallene mer alvorlige ut. For mens bransjen som helhet hadde en liten nedgang i nøkkeltallet, hadde NRS et stort fall. Fallet skyldes nok at NRS ikke har tatt opp nok lån i finansieringen av de nye prosjektene, som har ført til at kontantbeholdningen i selskapet er blitt kraftig redusert. Selv om tallet alene ser alvorlig ut, vil nok NRS med sin store egenkapital og relativt lave gjeld ha få problemer med å innhente kapital dersom det skulle være nødvendig.

7.1.2 Rentedeckningsgrad

Dette forholdstallet gir oss en indikasjon på hvordan selskapet er stilt med tanke på å betale rentekostnadene sine, og hvor mye gjeld de faktisk kan påta seg i årene som kommer. Vi ønsker en rentedeckningsgrad på minimum 1, slik at de er i en situasjon der de er i stand til å betale rentekostnadene 1 gang. En rentedeckningsgrad under 1 derimot, vil bety at selskapet trenger ny kapital i form av egenkapital eller gjeld for å finansiere rentekostnadene sine.

$$\text{Rentedeckningsgrad} = \frac{\text{Ordinært resultat} + FK}{FK}$$

FK = Finansielle kostnader

Rentedeckningsgrad	2020	2019	2018	2017	2016	2015
NRS	3,82	15,52	36,58	12,33	53,07	9,70
Bransje	4,60	10,62	22,75	11,46	25,98	8,46

Tabell 13. Rentedeckningsgrad, 2015-2020

Vi ser av tabellen at rentedeckningsgraden i selskapet og i bransjen har variert mye de siste årene, og at de til tider er svært høye. Det virker å være typisk for bransjen at man har lave rentekostnader og gode resultater. Rentene i Norge har vært lave i en lang periode, som gjør at rentekostnaden til mange selskap er forholdsvis lave. Laksebransjen har også over tid hatt solide resultater, som har gjort at gjelden ikke er like stor som i andre store bransjer. I 2020 ser vi at nøkkeltallet synker mye. Dette kommer av de reduserte resultatene etter covid-19 pandemien. Men selv med en sterk reduksjon i 2020 er rentedeckningsgraden fortsatt solid.

7.1.3. Kontantstrømanalyse

I kontantstrømanalysen vil vi kartlegge selskapets kontantstrøm mellom 2015 og 2020. Med tanke på risiko vil ha et ekstra fokus på endringene som skyldes endringer i finansielle eiendeler og gjeld. Siden kontantstrømmen viser de faktiske inn og utbetalingene for selskapet, vil den ikke inneholde skjønsmessige periodiseringer og avsetninger.

	2020	2019	2018	2017	2016
Netto driftsresultat	224 656	508 442	588 216	636 905	615 640
Unormalt netto driftsresultat	208 -	29 020 -	45 013 -	129 584 -	5 934
Endring i netto driftsiendeler	1 424 320	705 458	107 884	556 454	312 937
FKS fra drift	- 1 199 456 -	226 036	435 319 -	49 133	296 769
Netto finanskostnad	12 308	19 853	14 280	16 159	13 515
Endring i finansiell gjeld	1 356 473	-434 039	-185 037	516 520	-348 464
Netto minoritet resultat	5 426	-6 376	-3 780	-7 878	-16 706
Endring minoritetsinteresser	-6 353	4 407	3 780	4 728	-39 696
FKS til EK fra drift	143 782	-681 897	236 002	448 078	-121 612
Netto betalt utbytte	342 958	286 149	221 121	425 265	137 640
FKS til finansielle investeringer fra drift	-199 176	-968 046	14 881	22 813	-259 252
Netto finansinntekt	1 952	5 823	3 067	1 287	1 352
Unormalt netto finansresultat	12 871	993 021	40 472 -	108 242	268 332
Endring i finansielle eiendeler	-184 353	30 798	58 420	-84 142	10 432
Inngående finansielle eiendeler	274 008	243 210	184 786	268 925	258 492
Utgående finansielle eiendeler	89 656	274 008	243 210	184 786	268 925

Tabell 14. Kontantstrømsanalyse, 2015-2020

Endring i finansielle eiendeler vil fungere som et mål på endring i likviditet for selskapet. De finansielle eiendeler er som tidligere nevnt de mest likvide eiendelene selskapet eier. I tabellen ser vi at likviditeten har vært ganske jevn de siste fem årene, bortsett fra i 2020. I 2020 sank likviditeten kraftig etter et urolig år. Fra en økning på rundt 30 000' i 2019 til en nedgang på 180 000' i 2020. Dersom 2021 er i nærheten av 2020 nivå, vil NRS trenge frisk kapital. Vi vil se nærmere på hvordan NRS ligger an med tanke på gjeld litt senere.

Ser vi litt bak tallene, ser vi at den frie kontantstrømmen fra driften er negativ på rundt en milliard i 2020, dette dekkes av en økning i finansiell gjeld. Vi kan se at den negative kontantstrømmen fra driften i hovedsak skyldes nye investeringer i driftseiendeler. Et annet punkt det kan være greit å merke seg er at NRS har utbetalt 342 985' i utbytte i 2020, som viser at det er enkelt for selskapet å dempe fremtidige negative likviditetsendringer ved å kutte i fremtidig utbytte. I utbytte har vi også regnet inn tilbakebetaling av innskutt egenkapital.

7.2 Soliditetsanalyse

I en soliditetsanalyse ønsker vi å finne ut om selskapet har økonomiske ressurser nok, til at de kan tåle en lengre periode med tap. Historisk sett har ikke dette vært et problem i bransjen på grunn av superprofitt, men uforutsette situasjoner kan allikevel komme slik som covid-19 gjorde i starten av 2020. Soliditeten analyserer vi ved å se på egenkapitalprosent og i hvilken grad selskapet har mulighet til å innhente ny kapital, gjerne i form av lån fra bank.

7.2.1 Egenkapitalprosent

Egenkapitalen i prosent gir oss en indikasjon på andelen eiendeler som er blitt finansiert med egenkapital. Dette nøkkeltallet vil også si oss hvor mye kapital selskapet kan tape før det går på bekostning av fremmedkapitalen.

Egenkapitalprosent	2020	2019	2018	2017	2016	2015
NRS	0,54	0,72	0,57	0,48	0,55	0,41
Bransje	0,52	0,59	0,58	0,54	0,50	0,47

Tabell 15. Egenkapitalprosent, 2015-2020

Vi ser at NRS har en egenkapitalprosent på 54% i 2020. Prosentene i NRS har i likhet med bransjen vært god i hele analyseperioden. Det ser ut som om selskapene ønsker en egenkapitalprosent på rundt 50%, som er veldig solid. NRS finansierte nye investeringer i 2020 med å øke gjeld. Dette ga en nedgang i prosenten fra 72% til 54%. Selskap ønsker ofte ikke for høy egenkapitalprosent da de ønsker å utnytte en viss giring ved hjelp av gjelden.

7.3 Oppsummering risiko

Det er ingen tvil om at NRS har gode nøkkeltall når det kommer til den økonomiske risikoen. Likviditeten i selskapet er god, med en solid likviditetsgrad 1 og høy rentedekningsgrad. Selv om likviditetsgrad 2 er ganske lav, vil den sterke soliditet i selskapet kompensere farene.

Til slutt har vi oppsummert risikoanalysen i en syntetisk rating, der vi bruker ratingsystemet til Standard and Poor (vedlegg 4). Dette er et enkelt ratingsystem som tar utgangspunkt i likviditetsgrad 1, egenkapitalprosent og rentedekningsgrad.

Syntetisk rating	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Likviditetsgrad 1 (tall)	1,90	2,87	2,35	1,76	2,19	2,34
Likviditetsgrad 1 (rating)	BBB+	A	A	BBB+	A-	A-
Egenkapitalprosent (tall)	0,54	0,72	0,57	0,48	0,55	0,41
Egenkapitalprosent (rating)	A-	AA-	A	BBB+	A	BBB
Rentedekningsgrad (tall)	3,82	15,52	36,58	12,33	53,07	9,70
Rentedekningsgrad (rating)	A	AAA	AAA	AAA	AAA	AA+
Gjennomsnitt rating	A-	AA-	AA-	A+	AA-	A

Tabell 16. syntetisk rating, 2015-2020

I denne ratingen får vi underbygd påstandene våre om soliditeten til NRS. De har hatt solide ratinger hvert år de siste fem årene, og selv om 2020 var et dårlig år, var ratingen fortsatt god.

8. Lønnsomhetsanalyse

I lønnsomhetsanalysen ønsker vi å skaffe oss kunnskap om selskapets historiske forhold, slik at vi lettere også kan si noe om framtidig forhold. Ou og Penman (1989) har tidligere vist at man med hjelp av selskapenes årsregnskap kan predikere ganske nøyaktige prognoser kort tid frem i tid (Ou & Penman, 1989). Selv om verdsettelsesmetoden som ble utarbeidet i artikkelen har fått kritikk fra flere hold, står fortsatt teorien om at historiske regnskapstall kan spå fremtiden godt. Våre fremtidsprognoser vil derfor til en viss grad basere seg på historiske tall fra regnskapet, i tillegg til den strategiske analysen. Vi vil nå gjennomføre en analyse av lønnsomheten til NRS og sammenligne denne med bransjen. Disse funnene vil også bli sett opp mot den strategiske analysen.

I den strategiske analysen kom vi frem til flere faktorer som vil spille en rolle for selskapets lønnsomhet. Den eksterne analysen viste at bransjen hadde moderat konkurranse, med få store aktører. På grunn av den statlige reguleringen av mengden selskapet kan drive oppdrett med, begrenses muligheten for nye konkurrenter samtidig som det intensiverer konkurransen om vekst mellom de etablerte selskapene. Det bør derfor være gode muligheter for NRS å opprettholde en stabil lønnsomhet, samtidig som det vil være krevende for selskapet å øke markedsandelen.

I den interne analysen så vi på hvilke interne ressurser som gir NRS konkurransefordeler i markedet. Langsiktige fordeler vil være viktig for å opprettholde lønnsomheten. Det er lite forskjell i produktet som produseres, og prisen er ofte den samme fra selskap til selskap. En godt utviklet merkevare kunne ha påvirket prisen noe. En av NRS sine styrker når det kommer til lønnsomhet ligger i selskapets integrerte salgavdeling. Denne delen av selskapet gjør at fisken som produseres effektivt blir solgt videre, samt at den "stjeler" lønnsomhet fra mindre selskap ved å videreselge deres fiskeprodukter. Selskapets teknologiske og biologiske innovasjoner er også fordeler som kan gi lavere kostnader og bedre lønnsomhet for NRS.

8.1 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten er et mål på hvor stor avkastningen er på den investerte egenkapitalen i selskapet. Dette målet vil gi oss innsikt i selskapets lønnsomhet for eierne. I vår utregning kommer vi til å bruke ordinært resultat etter skatt. Vi mener det er fornuftig å benytte resultat etter skatt, siden det er denne delen av resultatet som kommer eierne til gode. Siden formålet med analysen er å etter hvert utarbeide fremtidsprognoser bruker vi det normalresultatet i stedet for totalresultatet. Dette fordi det unormale resultatet ikke vil gi noe innsikt i hvordan NRS kommer til å gjøre det i fremtiden. Vi vil i tillegg gjøre beregninger basert på de offentlige regnskapene, for å sammenligne like tall med bransjen.

Normalisert egenkapitalrentabilitet NRS

Egenkapitalrentabilitet	2020	2019	2018	2017	2016	2015
NRS	7,4 %	16,2 %	29,9 %	39,4 %	37,1 %	22,3 %

Egenkapitalrentabilitet NRS og bransje

Egenkapitalrentabilitet	2020	2019	2018	2017	2016	2015
NRS	2,5 %	10,6 %	32,2 %	14,5 %	50,9 %	14,3 %
Bransje	7,6 %	17,1 %	29,4 %	20,2 %	37,0 %	11,3 %

Tabell 16. EK-rentabilitet NRS og bransje, Normalisert EK-rentabilitet NRS, 2015-2020

Dersom vi tar utgangspunkt i den normaliserte egenkapitalrentabiliteten til NRS ser vi at de i noen år har veldig høy lønnsomhet mens de i 2020 er nede på en mer normal lønnsomhet. Den reduserte lønnsomheten i 2020 kan til en viss grad tilskrives pandemien. Ser man på fallet i den totale egenkapitalrentabiliteten mot bransjen, ser vi at NRS faller mye mer en bransjen.

Nå har vi ikke utarbeidet normalresultater for bransjen, men ved å sammenstille flere selskap i et felles bransjetall vil vi kanskje få diversifisert vekk en del av de unormale resultatene.

Dersom dette argumentet holder, vil vi kunne sammenligne den normaliserte egenkapitalrentabiliteten med bransjens. Da ser vi også at NRS er mye nærmere bransjen i 2019 og 2020. Et urovekkende signal for bransjen etter korona, er fallet i rentabiliteten i 2019. Både NRS og bransjen som helhet fikk redusert rentabiliteten mye fra 2018 til 2019. Dette kan skyldes at 2016-2018 hadde unormal høy lønnsomhet, og at man i 2019 kom nærmere den «normale» lønnsomheten.

8.2 Avkastning på sysselsatt kapital

I denne beregningen ønsker vi å finne rentabiliteten til de eiendelene vi forventer skal generere avkastningen. Her tar vi utgangspunkt i de omgrupperte regnskapstallene. En fordel med å benytte denne metoden, er at vi ikke skiller på hvordan selskapet er finansiert. På denne måten skiller vi ut gjeldsgiringen, som gjør at vi ser den faktiske lønnsomheten til selskapet.

Netto normalresultat/sysselsatt kapital:

Avkastning på sysselsatt kapital	2020	2019	2018	2017	2016	2015
NRS	4,2 %	13,4 %	18,9 %	22,3 %	24,2 %	10,2 %

Netto totalresultat/sysselsatt kapital:

Avkastning på sysselsatt kapital	2020	2019	2018	2017	2016	2015
NRS	2,6 %	12,5 %	19,0 %	13,8 %	35,5 %	12,5 %

Tabell 17. Avkastning på sysselsatt kapital (normalresultat og totalresultat) NRS, 2015-2020

Beregningene for avkastning på sysselsatt kapital er veldig lik beregningene vi har gjennomført for egenkapitalrentabiliteten. I dette tilfelle legger vi til den rentebærende gjelden til EK for å finne den sysselsatte kapitalen. Tallene vi kommer frem til vil derfor bli litt lavere da avkastningen fordeles på mer kapital i dette nøkkeltallet. Dette tallet viser oss bedre hvordan selskapet utnytter selskapskapitalen. Egenkapitalrentabiliteten er mest relevant for eierne, siden dette er deres avkastning. Rentabiliteten på den sysselsatte kapitalen vil kanskje være mer relevant for selskapet som helhet, siden dette viser hvor godt selskapet utnytter hele den sysselsatte kapitalen. Tendensene i nøkkeltallene er ganske like, men vi ser at toppene er lavere og at vi derfor får frem en mer stabil lønnsomhet.

9 Beregning av avkastningskrav

Et avkastningskrav kan defineres som forventet avkastning i kapitalmarkedet på alternative plasseringer der risikoen er tilsvarende risikoen i selskapet. Med andre ord vil avkastningskravet være lik den avkastningen eiere og kreditorer får ved en alternativ plassering der risikoen er lik. For bedrifter brukes avkastningskravet som et instrument både innen beslutnings- og kontrollformål. Ofte brukes avkastningskravet her til å vurdere om en investering er lønnsom. Her ønskes det at kapitalen som bindes gir høyere avkastning enn avkastningskravet. Det å anslå et avkastningskrav har ifølge Gjesdal og Johnsen (1999) ingen vitenskapelig fasit, her bør en blanding av teori og skjønnsmessige vurderinger anvendes. Avkastningskravets viktigste egenskap er å kompensere for risiko, inflasjon og tidsverdi (Kaldestad & Møller, 2016).

I en verdsettelse vil avkastningskravet være svært sentralt. Avkastningskravet blir benyttet som en diskonteringsfaktor når vi skal beregne netto nåverdi av de fremtidige kontantstrømmene. I denne oppgaven har vi valgt å fokusere på to avkastningskrav, ett for egenkapitalen og ett for selskapskapitalen. Videre vil vi gå innpå komponentene som inngår i disse. For egenkapitalen bruker vi kapitalverdimodellen (CAPM) og for selskapskapitalen bruker vi weighted average cost of capital modellen (WACC).

9.1 Kapitalverdimodellen

Kapitalverdimodellen er en teoretisk og enkel modell som skal forklare hva som driver den forventede avkastningen i det finansielle markedet. Denne modellen er den mest brukte, til tross for kritikk ved noen kompliserte aspekter (Norli, 2011).

Ved investeringer snakkes det ofte om systematisk og usystematisk risiko, disse utgjør til sammen den totale risikoen for investeringen. Systematisk risiko omhandler rente, konjunktur, inflasjon og arbeidsledighet osv. Med andre ord den generelle markedsrisikoen. Usystematisk risiko er bedriftsspesifikk, altså at den knytter seg til forhold spesifikt for selskapet. Denne kan elimineres ved å diversifisere investeringene (Evans & Archer, 1968).

Kapitalverdimodellen bygger på tre grunnleggende forutsetninger. Først og fremst må en investor være veldiversifisert, altså ha forskjellige verdipapirer i porteføljen slik at bedriftsspesifikk risiko reduseres. Den neste forutsetningen er at nye prosjekter utgjør en forholdsvis lav andel av markedsporteføljen. Den siste forutsetningen går på at

markedsporteføljen inneholder alle prosjekter som er risikable i økonomien, noe som anses som urealistisk selv om en børsporteføljes risiko kan være representativ for andre risikable aktiva (Gjesdal & Johnsen, 1999). Modellen krever med andre ord at markedet er perfekt, slik at investorer kun får kompensasjon for systematisk markedsrisiko, i og med at usystematisk risiko diversifiseres bort.

Kapitalverdimodellen før skatt:

$$k_E = R_f + \beta * (R_m - R_f) + LP$$

Her er:

k_E = Avkastningskrav til egenkapitalen

R_f = Risikofri rente

β = Aksjens systematiske risiko

R_m = Markedsporteføljen

$(R_m - R_f)$ = Markedspremie

LP = Likviditetspremie

Avkastningskravet vil her bli beregnet etter skatt fordi det skal inngå som en komponent under WACC. Kapitalverdimodellen etter skatt blir dermed:

$$k_E = R_f * (1 - s) + B * MP$$

9.1.1 Risikofri rente

Risikofri rente er forventet avkastning på verdipapirer eller porteføljer av verdipapirer der det ikke foreligger noen risiko for mislighold eller konkurs (Damodaran, 2012). Vi vil se på et utvalg måter å finne risikofri rente på.

Den ene tilnærmingen for risikofri rente er ifølge PwC og Norsk finansanalytikerforening langsiktig rente i form av 10 års statsobligasjoner (PwC, 2020). Man trekker her fra risikopremie for konkurs, tiltros for at denne er svært liten (om ikke null) for statsobligasjonene. Gjesdal og Johnsen (1999) hevder at den lange renten har mindre variasjon og er mer stabil enn den korte, noe som taler for bruk av denne.

En annen tilnærming er Nibor-renten, som er en kortsiktig lånerente bankene bruker seg imellom. Denne svinger mer enn langsiktig rente, men påvirkes ikke av likviditetspremier eller risikopremier knyttet til inflasjon. Vi presenterer først et eksempel for bruk av Nibor-renten, før vi tar en helhetsvurdering om vårt valg av risikofri rente.

I og med at vi i denne oppgaven følger ett fundamentalt rammeverk legger vi i utgangspunktet til grunn 3 mnd. effektiv NIBOR-rente. Vi hensyntar videre kredittrisikopremie og skatt. Ratingen til NIBOR 3M er AA, noe som medfører en lav kredittrisikopremie (Moody, 2020). Et konkret fasitsvar finnes ikke, men det er vanlig å benytte ca. 0,5%.

	2020	2019	2018	2017	2016	GJ
3 mnd NIBOR-rente	0,66	1,55	1,07	0,89	1,07	1,05
Kredittrisikopremie	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Risikofri rente f.s.	0,16	1,05	0,57	0,39	0,57	0,55
Skatt	0,04	0,23	0,13	0,09	0,14	0,13
Risikofri rente e.s.	0,12	0,82	0,44	0,30	0,43	0,42

Tabell 18 beregning av risikofri rente:

Vi har kommet fram til at snittet av Nibor 3M er varierende med ett snitt på 1,05%, og dermed er risikofri rente etter skatt på 0,42. Variasjonen er korrelert med utviklingen i styringsrenten. Denne renten kan neppe forsvares i og med at den har vært rekord lav under pandemien, vi frykter dette vil medføre en urimelig overestimering av selskapets verdi. På nåværende tidspunkt foreligger det ekstra begrensninger med tanke på hvor mye vi kan stole på markedet (PwC, 2020). Dette må vi ta høyde for.

Hadde vi benyttet 10 års statsobligasjonsrente, hadde denne for 2020 vært 0,82% og avkastningskravet ville ha blitt høyere og selskapets verdsette verdi lavere. I nasjonal sammenheng vil det være mest nærliggende med 5 års obligasjonsrenter til grunn i en lønnsomhetsanalyse/verdsettelse (Kjærland, 2020). Dette har sammenheng med at 10 års renten er noe overdrevet og har innbakt likviditetspremie i beregningen. En 5-årig rente på statsobligasjoner ville gitt 0,56% rente.

Det er varslet at renten i Norge vil øke mot slutten av 2021, dermed anser vi 1% risikofri rente før skatt til å være et minimum i oppgaven. Dette vil også være mer samstemmende med daglige noteringer på statsobligasjoner i 2021 (Norges-Bank, 2021). Etter skatt blir denne derfor 0,78%.

9.1.2 Beta

Egenkapitalbetaen til selskapet er et uttrykk for systematisk risiko tilknyttet investering i et selskap. Det er altså denne risikoen som ikke kompenseres, i og med at markedet ikke belønner investorer for å ta på seg risiko utover markedsrisiko. Beta fanger opp hvert enkelt selskaps systematiske risiko, ved å se på korrelasjon mellom aksjen og markedsporteføljen. En beta på 1 betyr at selskapets aksjekurs svinger i takt med markedets svingninger, lavere beta gir lavere svingninger enn markedet og motsatt (Kaldestad & Møller, 2016).

NRS er børsnotert slik at vi har tilgang til historisk aksjekurs. Dette gjør at vi kan finne beta som et estimat basert på historisk data. Vi foretar derfor en regresjonsanalyse mellom avkastningen til selskapet og markedet. Vi estimerer beta ved siste observasjon månedlig over 5 år (Kjærland, 2020), det vil si 60 observasjoner. Ved valg av sammenligningsindeks står valget mellom Oslo børs sin hovedindeks (OSEBX) eller indeksen for sjømat.

Sjømatsindeksen inneholder data fra selskap innen sjømat og oppdrett, noe som sånn sett styrker sammenligningsgrunnlaget. OSEBX består av mange oljeselskap, noe som kan være forstyrrende i analysen. Vi velger allikevel OSEBX fordi vi ønsker data som er sammenlignbare med markedet som helhet. Analysen er utført i Excel, og gir en beta på 0,42 (se vedlegg 5 for utregning).

I utgangspunktet er oppdrett innen matbransjen, noe som gjør en lav beta forsvarlig. Vi rimelighetsvurderer derfor vår beregnede beta opp mot NRS sin egen beta fra E24 og andre selskaps beta i bransjen. Vi har hentet dataen fra Infront analytic (mars), hvor 3 årlig beta var tilgjengelig (Infrontanalytics, 2021).

Selskap (3 årlig)	Justert	Ikke justert
NRS	0,66	0,56
Mowi	0,77	0,64
Lerøy	0,81	0,74
Salmar	0,56	0,52

Tabell 19 Sammenlignbare selskapers beta

Vi ser at dataen støtter at betaen i bransjen er lav, men kanskje ikke så lav som 0,42. Vi velger derfor å ta i bruk en justering mellom selskapsbeta og markedsbeta i form av en Meryll Lynch-justering (Klemkosky & Martin, 1975). Poenget med denne er å vekte betaen mer normal og mindre ekstrem. Vi benytter her vår beta multiplisert med 2/3, og adderer 1/3 multiplisert med 1.

Justert beta blir dermed: 0,61

Vi benytter denne betaen som NRS sin endelige beta til egenkapitalen, noe som betyr at aksjekursen svinger en del mindre enn markedet. Aksjen er sånn sett mindre risikofylt. Hovedindeksen blir i stor grad påvirket av oljeselskapene, noe som gjør korrelasjonen med oppdrettsbransjen lavere.

9.1.3 Markedets risikopremie

En investor har begrenset villighet til å ta risiko, noe som medfører at risiko bør kompenseres knyttet til markedsporteføljens avkastning. Denne risikopremien kalles markedspremie, og er differansen mellom forventet avkastning i markedet og risikofri rente etter skatt (Kaldestad & Møller, 2016). Med andre ord er markedets risikopremie meravkastningen man får for investeringen på børs kontra en risikofri plassering, som for eksempel statsobligasjoner.

Vi velger i vår oppgave å benytte en historisk risikopremie. I utgangspunktet varierer denne på grunn av børsens risikonivå og investorers holdning til risiko, men den har de siste årene vært relativt stabil på ca. 5% (PwC, 2020). Vi velger derfor en markedspremie på 5% etter skatt. Dette støttes også av Gjesdal og Johnsen sine anbefalinger (1999) og i praksis fra Kjærland (2020).

PwC undersøkelsen inneholder også en drøftelse på om markedsriskopremie bør økes dersom risikofri rente øker. Dette er et aktuelt tema i og med at Covid-19 har gitt en rekordlav rente. Vi har kommet fram til at vi ikke gjør noe ytterligere korrigeringer knyttet til dette. Først og fremst fordi vi allerede har oppjustert estimert risikofri rente, samt at undersøkelsen til PwC ikke ga noe klart flertall på hva investorer velger.

9.1.4 Likviditetspremie

Likviditetspremie fungerer som et risikotillegg og skal kompensere for innlåsningsrisikoen i et selskap der det kan være begrenset hvor enkelt aksjer kan omsettes (Kaldestad & Møller, 2016). NRS er børsnotert, og vil derfor være lettere omsettelige fordi børsen nettopp er en plattform for kjøp og salg av eiendeler i selskap som er noterte. De aller største selskapene har høy omsettelighet og derfor likviditetspremie på 0%. Gjesdal & Johnsen (1999) anslår at en mindre likvid børsnotert selskap bør ha ca. 2-3% likviditetspremie.

For å vurdere om NRS er en likvid aksje, ser vi på differanse mellom kjøpspris og salgspris, samt omsetning per dag. På nåværende tidspunkt er differansen mellom kjøp og salg på Oslo

børs for NRS på 2,4 kr (mars 2021). Dette taler for at aksjen er noe mindre likvid. Aksjen er derimot forholdsvis hyppig omsatt daglig, uten å være helt i «toppsjiktet». Dette taler for at aksjen er forholdsvis likvid, men også noe bak de største konkurrentene i oppdrettsbransjen.

Vi mener 2% kunne vært passende ut fra selskapets størrelse og differansen mellom kjøp- og salgspris. Samtidig synes vi dette blir noe høyt, ut fra at aksjens omsettelighet er relativt solid. På bakgrunn av disse opplysningene ender vi derfor opp med en likviditetspremie på 1,5% for majoriteten av selskapet. Minoriteten vil ha noe mer innlåst fordi en større andel av minoritetene ikke er notert på børs. Vi anser derfor at likviditetspremien her blir ca. 3%.

9.1.5. Beregning av avkastningskrav til egenkapitalen for NRS

$$K_E = R_f * (1 - s) + \beta * MP + LP$$

For majoriteten:

$$CAPM = 0,78\% + (5\% * 0,61) + 1,5\% = 5,33\%$$

For minoriteten;

$$CAPM = 5,33\% + 1,5\% = 6,83\%$$

9.2 Avkastningskrav til selskapskapitalen

Avkastningskravet til total kapitalen beregnes ved bruk av WACC. Selskapskapitalkravet blir beregnet veid gjennom avkastningskrav til egenkapital, minoriteten og gjeld. Her benyttes markedsverdier. Vi bruker her netto driftskrav under brøkstreken. Sysselsatt kapital kunne også vært benyttet. Eneste forskjell på metodene er at finansiell gjeld er netto i driftskravet, samt at nevner benytter henholdsvis netto driftsmessige eiendeler og sysselsatt kapital.

WACC ville blitt omtrent lik uansett metode.

$$WACC = K_E * EK/NDK + K_{MI} * MI/NDK + K_D * NFG/NDK$$

Her er:

$$\frac{EK}{NDK} = \text{Egenkapitalandel}$$

$$\frac{MI}{NDK} = \text{Minoritetsintsandel}$$

$$\frac{NFG}{NDK} = \text{Gjeldsandel}$$

$$K_E = \text{Avkastningskrav til egenkapitalen}$$

$$K_{MI} = \text{Avkastningskrav til minoritetsinteressene}$$

$$K_D = \text{Avkastningskrav til gjeld}$$

Av formelen trenger vi avkastningskrav til henholdsvis gjeld, minoritet og egenkapital. Avkastningskravet til egenkapital og minoriteten har vi allerede beregnet. For gjeld benyttes renten kreditor gir selskapet. Kreditor har ingen mulighet for avkastning utover tilbakebetaling av lån og renter. Vi estimerer gjeldsrentene ved å ta risikofri rente + kredittrisikopremie. Kredittrisikopremien skal ta høyde for sannsynligheten for at et selskap går konkurs eller på en annen måte ikke greier å tilbakebetale lånet. Risikofri rente er beregnet til 0,72% etter skatt. Vi legger til langsiktig kredittrisiko med A-rating ettersom selskapet hovedsakelig har langsiktige lån. Denne ligger på 0,01 altså 1%. I utgangspunktet medfører dette 1,78% i renter på langsiktig gjeld, noe som er unormalt lavt. Dette kan forsvares i og med at dagens rentenivå er unormalt, men samtidig forventes det også en økning i rentene i løpet av 2021. Vi velger derfor å ta hensyn til at renten nå er rekordlav, derfor runder vi opp til 2%.

$$WACC = 5,33\% * 0,66 + 6,83\% * 0,01 + 2\% * 0,33 = 4,23\%$$

Vi har benyttet tall fra omgruppert balanse til å finne andel for gjeld, minoritetsinteresser og egenkapital. Se vedlegg 6 for nærmere beregning.

Vi har kommet fram til en WACC på 4,23%. Dette er i utgangspunktet lavere enn forventet, men kommer av at vi legger til grunn ett lavt gjeldskrav. Dette må vi ta høyde for under fundamental verdsettelse, i og med at lave avkastningskrav medfører høyere verdi ved verdsettelse. Samtidig kan dette forsvares i og med at renten er lav, og at vi også oppjusterte gjeldsrenten vi beregnet noe. WACC pleier generelt å være noe lavere enn CAPM, fordi avkastningskrav til gjeld etter skatt ofte ligger under avkastningskrav til egenkapitalen. Sånn sett er 4,23% innenfor rimeligheten. Et avkastningskrav er et estimat basert på antagelser. To desimaler fremstår derfor som lite hensiktsmessig. Vi runder derfor opp og benytter et avkastningskrav på 4,3% senere i oppgaven.

10. Prognoser for fremtiden

Når vi skal gjennomføre en verdsettelse trenger vi å estimere kontantstrømmer for en periode fremover i tid. Det er umulig å lage en fasit på fremtiden, men ved hjelp av tall fra regnskapsanalysen og de strategiske analysene vil vi gjøre et forsøk på å lage et best mulig estimat. Prognosen må altså forankres i både fakta og annen pålitelig informasjon (Gjesdal & Johnsen, 2012). Målsetningen er at dette estimatet vil gi oss den innputten vi trenger når vi i selve verdsettelsen skal neddiskontere tallene til en nåverdi. I regnskapsanalysen utarbeidet vi normaliserte regnskap for å gi oss et best mulig grunnlag i utarbeidelsen av fremtidsprognosene. Disse postene legges til grunn. Vi har i våre estimater forsøkt å ha en kritisk holdning til all informasjon som er innhentet, fordi empiriske undersøkelser ofte har en tendens til å bli overoptimistiske og medføre overpris.

10.1 Eksplisitt periode

For å utføre prognoser frem i tid må vi bestemme oss for når selskapet vil nå en «steady state». Her er det to forutsetninger som ligger til grunn. Den første er at selskapet etter hvert vil komme i en fase der de har «evig» stabil vekst. Den andre er at det er utfordrende å skulle predikere variasjoner i fremtiden på lengre sikt (Gjesdal & Johnsen, 2012).

Vi kom i vår strategiske analyse fram til at selskapet er i en fase der det går fra å være i høy til mer stabil vekst. Dette ser vi også i analysen av egenkapitalrentabiliteten der både selskapet og bransjen hadde en nedgang i 2019. Nedgangen i 2020 velger vi å ikke legge for stor vekt på. Etterspørselen etter laks er imidlertid stor og antas å vokse noe mer på grunn av økt kjøpekraft og at laks er et helsemessig sunt produkt.

At selskapet og bransjen fortsatt er i vekst, vil tale for en lengre prognoseperiode. Det samme gjør de mange syklusene i bransjen, som skyldes den volatile lakseprisen. Strenge krav knyttet til konsesjoner gir derimot mer forutsigbarhet med tanke på begrensning av nye konkurrenter. Det å skulle verdsette og gjøre prediksjon langt fram i tid for et selskap som NRS kan være svært krevende og vanskelig. Muligheter for fremtidig superprofitt eksisterer, men neppe i like stor grad som tidligere. Rentabiliteten er noe på vei ned, mens avkastningskravet kan øke pga. renteøkninger. Denne usikkerheten er enda større etter covid-19. Vi velger derfor å beregne kontantstrømmene for 6 år fremover, for så å beregne en «steady state»-vekst videre.

10.2 Utarbeidelse av prognose for driftsinntekter og driftsresultat

Videre vil vi estimere prognoser for driftsinntekter og netto driftsresultat. Disse tallene blir sentrale når vi skal beregne superprofitt i verdsettelsen. Også her vil kombinasjonene mellom historiske tall og strategisk analyse være avgjørende.

10.2.1. Prognose for driftsinntekter

Veksten i driftsinntekter beregnes ut fra et snitt av tallene fra 2016-2020, dette tilsvarer 13%. Det er imidlertid ikke tallene fra fortiden som ene og alene skal predikere fremtiden. Vi vil derfor kombinere historiske tall med andre forhold vi har drøftet i oppgaven, særlig fra den strategiske analysen. Mye av argumentasjonen som ble brukt vedrørende valget av eksplisitt periode kan også brukes her. En vekst på 13% er snittet av år der selskapets vekst fortsatt er høy. Våre analyser tyder derimot på at de nå er i en fase der de nærmer seg en slags modning, og at en vekst på 13% virker litt høyt.

Som vi diskuterte i den strategiske analysen, tror vi den generelle befolkningsveksten, større middelklasse og satsingen i datterselskapet Arctic Fish vil bidra til å opprettholde en viss vekst i NRS sitt totale produserte volum. Vi tror derimot at lakseprisen kommer til å stabilisere seg rundt 60 kroner, som er lavere enn i årene NRS oppnådde sine beste resultater. I tillegg ser vi ikke for oss ytterligere fall i kroneprisen fremover, noe som historisk sett har bidratt til stor vekst i inntektene tidligere.

På veldig kort sikt tror vi uansett at veksten i driftsinntektene vil være solide. 2020 var et svært svakt år på grunn av pandemien. Vi anser derfor 2021 som ett mellomår der inntekter vil hente seg bra inn igjen, i og med at restriksjoner trolig blir mindre.

ÅR	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	Gjennomsnitt	GJ (uten 2020)
Driftsinntekter	5 118 867	5 586 670	5 080 806	4 937 798	4 224 340	3 210 548	2 599 799	4 989 696	4 957 404
Årlig vekst driftsinntekter	-8,4 %	10,0 %	2,9 %	16,9 %	31,6 %	23,5 %		13 %	15 %

Tabell 20. Utvikling i driftsinntekter 2015-2020

Vi ser at det i utgangspunktet er betenkelig at 2018 og 2019 er såpass svake, her er det imidlertid verdt å nevne at Region Sør nylig hadde blitt solgt. Salget medførte nedgang i driftsinntekter på kort sikt, men vil senere gi avkastning gjennom nye investeringer, særlig i Arctic Fish. Dette er et argument for at veksten i de siste årene ikke nødvendigvis må vektlegges mer enn de foregående. I 2021 tror vi veksten vil være ca. 6% slik at driftsinntektene i større grad nærmer seg nivået før pandemien, samt at lakseprisen er økt. Dette argumentet styrkes av at lakseprisen har hentet seg inn i 2021. Vi tror 2022 vil bli det

mest solide året med tanke på vekst i og med at pandemien etter alle solemerker vil være over. Her antas en vekst på 8%. Dette kan forsvares ytterligere med at bransjen fortsatt er noe i vekst, kjøpekraften generelt blir bedre og at selskapet har hatt solide investeringer de siste årene.

Lakseprisen antas som nevnt å stabilisere seg på ca. 60 kr. Fishpool sine prognoser på laksepris hadde ett utgangspunkt om at prisen ville falle inn mot 2023, men pandemien gjorde at dette skjedde på forskudd istedenfor. Vi tror derfor at også driftsinntektene vil stabilisere seg mer etter 2023. Vi antar derfor en vekst på henholdsvis 5% fra 2023 – 2026.

Fra 2026 trenger vi en fast vekst for å hensynta den fremtidige økningen i driftsinntekter. Denne veksten vil bestå av inflasjon (resultatvekst) og vekst i superprofitt (ekspansjonsvekst) (Kaldestad & Møller, 2016). Inflasjonen var i 2020 på 1,15%, noe som er ekstremt lavt. Vi forventer at denne vil hente seg inn i år, slik at vi benytter 1,5% i denne oppgaven. Dette kan forsvares med at Kalstad og Møller mente inflasjonen som historisk sett ofte blir lagt til grunn på 2-3 i BNP % er høy, og at den antagelig vil synke noe. I tillegg til inflasjonen trenger vi å estimere en potensiell superprofitt. Denne kan være både positiv og negativ, ut fra om bransjen er i vekst eller ikke.

Som sett i de eksterne analysene, vil det være vanskelig for laksebransjen å opprettholde den historiske superprofitten i fremtiden. Blant annet fordi vi ikke ser for oss at de store makroøkonomiske mekanismene vil hjelpe bransjen like mye som tidligere.

NRS har investert mye i ny teknologi de siste årene, og vi tror at avkastningen fra disse investeringene vil kunne bidra til at selskapet kan opprettholde en viss superprofitt. At de nordlige lokasjonene er preget av mindre sykdom, vil også være en fordel for NRS med tanke på superprofitt. Totalt sett tror vi at selskapet og bransjen vil vokse noe mer enn den forventede inflasjonen, og velger derfor å sette en langsiktig vekst for selskapet til 2%.

En overvurdering av vekst i superprofitt er en vanlig fallgrube som fort kan føre til overvurdering av verdien. Vi tror kontantstrømmen i terminalleddet begynner å bli normalisert, noe som taler for lav vekst. Sett i lys av at avkastningskravet vårt er noe lavt, vil det være ekstra viktig og ikke overvurdere veksten i tillegg.

10.2.2 Prognose for netto driftsresultat

Neste steg i verdsettelsen er å utarbeide en prognose for driftsresultatet. Her er det vanlig å forutsette at driftsmargin er konstant over tid, altså at driftsresultatet utgjør en konstant andel av salgsinntektene (Gjesdal & Johnsen, 2012).

ÅR	2020	2019	2018	2017	2016	2015	Gjennomsnitt	GJ (uten 2020)
Driftsinntekter	5 118 867	5 586 670	5 080 806	4 937 798	4 224 340	3 210 548	4 989 696	4 957 404
Netto normalt driftsresultat	224 656	508 442	588 216	636 905	615 640	220 378	465 706	587 300
Netto normal driftsmargin	4 %	9 %	12 %	13 %	15 %	11 %	11 %	12 %

Tabell 21. Driftsmargin 2015-2020

Vi har i henhold til omgrupperingen benyttet driftsmargin fra normalt driftsresultat. Dette gjør at tallene skal være mer egnet for prediksjon. Vi ser at driftsmarginen er best i 2016, før den jevnt synker mot 2020. I de siste årene har det vært høyere produksjonskostnader, som i kombinasjon med en lavere laksepris har medført lavere marginer.

I prognosene for driftsinntektene kom vi frem til at selv om produsert volum vil øke i fremtiden, så vil en lakseprisen holde veksten lav og stabil. Når det kommer til kostnadene, ser vi ikke for oss at bransjen med det første vil finne løsningene på rømnings- og lakselus problemene. Vi tror også at nye krav til fiskefor og lakseavgiften vil redusere marginene noe.

Når produksjonskostnadene øker og bransjen på sikt nærmer seg en modningsfase er det naturlig med en stabilt lav margin. Vi tror derfor driftsmarginen vil være 10% i 2021, for deretter å synke med 1% årlig ned mot ett nivå på 7%. Vi mener en margin lavere enn 7% vil være urimelig lavt for oppdrettsbransjen. Ny teknologi vil trolig bedre produksjonskostnadene på lang sikt, slik som NRS sine avtaler med Microsoft og ABB.

Våre predikerte driftsinntekter, driftsmarginer og driftsresultater for fremtiden blir derfor:

ÅR	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Driftsinntekter	5 425 999	5 860 079	6 153 083	6 460 737	6 783 774	7 122 963
Netto normalt driftsresultat	542 600	527 407	492 247	452 252	474 864	498 607
Netto normal driftsmargin	10 %	9 %	8 %	7 %	7 %	7 %

Tabell 22. Prognose for netto driftsresultat

10.2.3 Minoritetsinteresser

Endringer i minoritetsinteressene har i de siste årene vært jevne. Rent teoretisk vil det være gunstig for NRS å holde disse lave, men ved underskudd kan de allikevel være en fordel. En stor endring vil sannsynligvis heller ikke forekomme i fremtiden heller. Vi velger derfor å

holde dem stabile. Nåverdien av minoritetsinteressene som vi trekker i fra nåverdien av egenkapitalen vil uansett være såpass lave, at de uansett ikke vil ha en betydning for verdien.

10.2 Prognose for balansen

Vi vil i denne delen av oppgaven komme med prognoser for hvordan de netto driftsmessige eiendelene vil utvikle seg fremover. Dette er en viktig del av superprofittmodellen, da vi vil bruke NDME og WACC til å beregne normalresultatet.

Balanseprognosen gir oss også mulighet til å beregne ROIC og ROCE for prognoseperioden, og se om våre prosjekteringer er realistiske.

Vi vil bruke det historiske regnskapet som en base for prognosene. Med tanke på koronasituasjonen, forventer vi at en del tall vil være unormale i 2020. I disse tilfellene vil vi bruke en kombinasjon av tallene og skjønn for å komme frem til gode prognoser som reflekterer den strategiske analysen godt. Vi vil også ha inntekts- og resultatprognosene i bakhodet, da disse vil være relevante med tanke på de fremtidige investeringene.

Som sagt ønsker vi å finne selskapets NDME. En enkel metode å gjennomføre dette på, kunne vært å beregne et nøkkeltall der NDME beregnes som en prosent av driftsinntektene. For så å beregne fremtidig NDE basert på de fremtidige prognosene for driftsinntekten. Dette hadde blitt en veldig forenkling, og vil fungere dårlig for NRS på grunn av de store investeringene i 2020. En slik metode ville i praksis betydd at vi måtte ha forutsatt at investeringene i 2020 ville blitt reversert i 2021. Vi velger derfor en litt mer detaljert modell, der vi ser på hver post for seg selv.

10.2.1 Driftsmessige anleggsmidler

NRS har de siste årene, spesielt i 2019 og 2020 gjennomført store investeringer i de driftsmessige eiendelene. Som nevnt tidligere tror vi den aller største veksten i laksebransjen er forbi, og at selskapet på grunn av fallende resultater de siste årene vil være nødt til å begrense de fremtidige investeringene.

For konsesjoner har fiskeridirektoratet lagt til rette for at selskapene kan øke størrelsen på de grønne konsesjonene hvert andre år. Disse årene gjennomføres det også auksjonssalg av nye konsesjoner, som totalt skal sørge for at veksten i lakseproduksjon skjer i et kontrollert tempo.

De siste to utdelingsårene sikret NRS seg konsesjoner for rundt 200 millioner per auksjon, og vi forventer at NRS vil prøve å sikre seg omtrent samme mengde i neste auksjon. Etter dette tror vi at NRS vil redusere investeringene i konsesjonene noe, på grunn av stabiliseringen av laksebransjen og de reduserte resultatene.

For eiendom, maskiner, flåter og inventar vil det ofte være en sammenheng mellom selskapets resultat og selskapets investeringer. Når man ser på de tidligere årene ser man derimot ingen klar sammenheng mellom disse tallene, se vedlegg 7. Ved å se på veksten i anleggsmidlene fra år til år fikk vi tall som hadde en viss sammenheng, men store investeringer i maskiner i 2019 og eiendom, flåter og inventar i 2020 ga store utslag. Ved å ta utgangspunkt i den gjennomsnittlige veksten de siste fem årene ville de store investeringene gitt urealistisk stor økning i eiendelene. Vi valgte derfor å trekke ut det året med størst vekst i de forskjellige anleggsmidlene, da vi ser det som usannsynlig at NRS kommer til å fortsette å investere i samme tempo. Vi tror derimot at NRS kommer til å redusere investeringene årlig, slik at vi vil få en avtakende vekst i anleggsmidler. Vi tror at de siste årenes investeringer i kombinasjon med fallende resultater, gjør at NRS vil vegre seg for å fortsette den store investeringsveksten. Prognoseestimatene er beregnet i vedlegg 8.

10.2.2 Driftsmessige omløpsmidler

Kundefordringer og andre kortsiktige fordringer kan i stor grad knyttes opp mot salgsinntekter. Dersom salgsinntektene øker, er det naturlig at kundefordringene også øker dersom fordringene har konsistent varighet. Vi har først beregnet dager på fordringene basert på det historiske regnskapet, som viser at det er en klar sammenheng, se vedlegg 9.

Beregningen er gjort med formelen:

$$\text{Antall dager} = \frac{\text{Fordringer}}{\text{Salgsinntekter}} * 365$$

For andre fordringer har vi estimert 5,5 dager, mens for kundefordringer har vi estimert 25 dager. Regner vi dette forholdstallet mot de prognostiserte salgsinntektene vil vi få prognosene for fordringene.

$$\text{Prognose fordringer} = \frac{\text{Estimert antall dager}}{365} * \text{Prognose salgsinntekter}$$

Samme prinsipp brukes på varelageret. Fordringer byttes ut med varer og salgsinntekter byttes ut med varekost. Disse beregningene gir oss prognoser for fordringer og varelager.

Vi får disse prognosene for de driftsmessige eiendelene.

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Konsesjoner	948 616	1 148 616	1 148 616	1 298 616	1 298 616	1 398 616
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	180 401	233 849	280 036	316 910	344 729	364 904
Maskiner/anlegg/biler	1 601 092	1 931 516	2 197 259	2 398 796	2 545 477	2 649 244
Båter og flåter	1 104 637	1 232 439	1 327 498	1 395 759	1 443 606	1 476 597
Driftsløsøre/ inventar/ verktøy/ Biler	70 429	75 997	80 003	82 814	84 754	86 078
Investering i tilknyttede selskaper	733 087	733 087	733 087	733 087	733 087	733 087
Driftsmessige anleggsmidler	4 638 262	5 355 504	5 766 500	6 225 982	6 450 269	6 708 526
Varelager	1 401 840	1 532 451	1 628 460	1 730 238	1 816 750	1 907 588
Kundefordringer	371 644	401 375	421 444	442 516	464 642	487 874
Andre kortsiktige fordringer	81 762	88 303	92 718	97 354	102 221	107 332
Driftsmessige omløpsmidler	1 855 246	2 022 129	2 142 621	2 270 108	2 383 614	2 502 794
Driftsmessige eiendeler	6 493 508	7 377 633	7 909 121	8 496 090	8 833 883	9 211 320

Tabell 23. Prognose for driftsmessige eiendeler

10.2.3 Driftsmessige forpliktelser

Etter vi nå har kommet frem til de driftsmessige eiendelene, må vi finne de driftsmessige forpliktelsene for å finne selskapets NDME. De driftsmessige forpliktelsene kan beregnes på forskjellige måter. For eksempel vil vi for leverandørgjeld benytte samme metode som vi gjorde for fordringer og varelager. Vi regner dagene for leverandørgjeld etter varekostnadene i stedet for salgsinntektene. For betalbar skatt bruker vi et estimat på 10% av driftsresultatet. Dette er en veldig forenkling av de faktiske variasjonene, men på grunn av størrelsen vil ikke utslagene være signifikante. Utsatt skatt har vært stabile de siste årene, og vi er ikke i posisjon til å spå noen store endringer i disse. Vi velger derfor å beholde utsatt skatt på 2020 nivå ut prognoseperioden. For at den estimerte balanse skal gå opp vil vi bruke posten annen kortsiktig gjeld som en slags residual, slik at balansen går opp. Store utslag i denne posten, kan tyde på at andre estimater er unøyaktige. I vedlegg 10 har vi estimert resten av balansen. Vi beregner annen kortsiktig gjeld basert på denne. Den fulle balansen sikrer også at det er en viss konsistens mellom eiendelene og finansieringen.

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Leverandørgjeld	609 496	666 283	708 026	752 278	789 891	829 386
Pensjonsforpliktelser	24 417	26 370	27 689	29 073	30 527	32 053
Betalbar skatt	54 260	52 741	49 225	45 225	47 486	49 861
Utsatt skatt	377 881	377 881	377 881	377 881	377 881	377 881
Annen kortsiktig gjeld	0	77 307	117 459	216 039	148 865	92 149
Driftsmessige forpliktelser	1 066 054	1 200 582	1 280 280	1 420 496	1 394 651	1 381 331

Tabell 24. Prognose for driftsmessige forpliktelser

10.2.4 Netto driftsmessige eiendeler

Etter utarbeidelsen av de driftsmessige eiendelene og forpliktelsene, har vi alt vi trenger for å estimere de netto driftsmessige eiendelene.

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Driftsmessige eiendeler	6 493 508	7 377 633	7 909 121	8 496 090	8 833 883	9 211 320
Driftsmessige forpliktelser	1 066 054	1 200 582	1 280 280	1 420 496	1 394 651	1 381 331
NDME	5 427 454	6 177 050	6 628 841	7 075 594	7 439 232	7 829 990

Tabell 25. Prognose for netto driftsmessige eiendeler

Vi ser at NDME øker mest de første årene, før den stabiliserer seg mer mot slutten av prognoseperioden. De første årenes økning gir en viss kontinuitet med de store økningene vi så i det historiske regnskapet. Den avtakende veksten illustrerer hvordan vi tror bransjen kommer til å stabilisere seg mot slutten av prognoseperioden. At NDME fortsetter å øke mot slutten av prognoseperioden ser vi som naturlig. Med tanke på den harde konkurransen i bransjen, må nok NRS fortsette å investere i ny teknologi for å holde seg konkurransedyktige. Det vil også være påregnelig at netto driftsmessige eiendeler totalt sett vil ha en viss proporsjonalitet med driftsinntektene. Denne prognosen støttes derfor av våre prognoser om en avtakende vekst i driftsinntekter.

10.2.5 Utarbeidelse av den resterende balansen

De finansielle eiendelene er vanskelige å beregne som en andel av drift, siden de i utgangspunktet er uavhengig av driften. Vi velger derfor å holde de finansielle eiendelene like som 2020 verdien også i fremtiden. For kontanter ser vi at NRS i mange år har 150 millioner i kontanter og kontantekvivalenter tilgjengelig jf. omgruppert balanse. Vi tolker dette som en bevisst strategi, og at NRS i fremtiden vil prøve å ha en lignende kontantbeholdning i fremtiden.

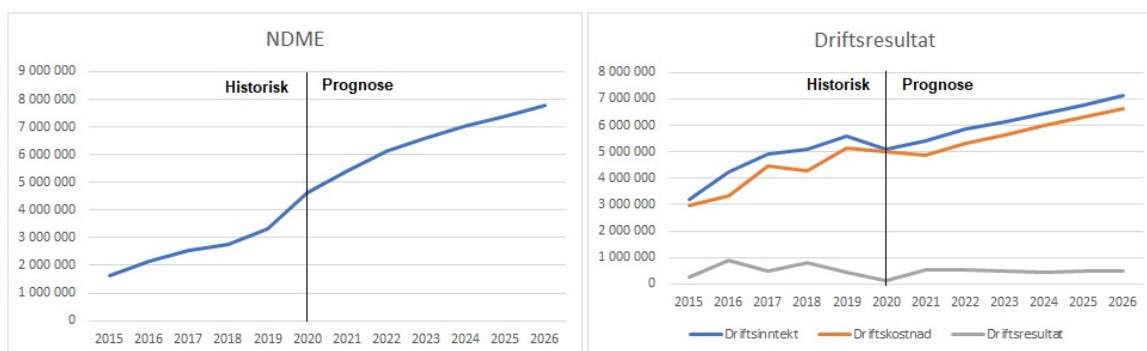
Egenkapitalen til konsernet er veldig avhengig av hvordan annen innskutt og opptjent egenkapital forandrer seg. For å estimere denne posten vil vi ta utgangspunkt i prognosene av resultatet, for så å trekke ut utbytte. Dette vil vise hvilken del av resultatet som vil bli ført mot annen egenkapital. Resultatberegningene har vi gått igjennom tidligere og utbytteberegningene finnes i vedlegg 11.

Vi har beregnet et litt lavere utbytte enn de har hatt de siste årene. Vi tror at kombinasjonene av korona-årene, samt en stabiliserende bransje vil gjøre at NRS senker utbytteandelen noe de neste årene. For de andre egenkapitalpostene har vi beholdt 2020 verdiene.

De finansielle forpliktelsene består av den kortsiktige og den langsiktige rentebærende gjelden. De finansielle derivatene varierer mye, men vi forutsetter at de over tid gjennomsnittlig vil ligge rundt 0. Vi ser derfor bort ifra disse derivatene i prognosene. Den kortsiktige gjelden vil vi måles som en andel av omløpsmidler, mens den langsiktige gjelden vil måles som en andel av anleggsmidler. Beregningene vises i vedlegg 12. På grunn av de store konsekvensene av korona, har vi forutsatt en ekstra engangs økning i langsiktige lån på 700 millioner.

10.3 Pålitelighet av prognoser

Prognosene vi har gjennomført vil være selve grunnlaget for den faktiske verdsettelsen. Prognosene er langt fra eksakt vitenskap, da vi i utarbeidelsen i stor grad baserer oss på historiske tall og skjønn. De skjønsmessige vurderingene har dog hatt en sterk base i regnskapsanalysen og den strategiske analysen. Under har vi slått sammen de historiske tallene med tallene fra prognosene, slik at vi får en enkel sammenligning mellom de historiske tallene og våre prognoser. Vi vil først se på NDME og driftsresultat.



Figur 11. NDME for NRS, 2015-2026 og Figur 12. Driftsresultat for NRS, 2015-2026

Disse tallene er de som direkte danner grunnlaget for vår verdsettelse. Vi ser at tallene har en naturlig utvikling basert på de historiske tallene, både for NDME og for driftsresultat. For NDME ser vi at det er avtakende vekst utover i prognoseperioden, som stabiliserer seg mot slutten. Dette er en endring fra det historiske regnskapet, der NDME ser ut til å være i eksponentiell vekst.

For driftsresultatet er det spådd en jevnere utvikling enn i årene før, men med høyere inntekter og en litt lavere resultatmargin enn det historiske snittet. Det historiske driftsresultatet har vært høyt og ustabilt, mens prognosene viser litt lavere og mer stabilt driftsresultat.

Av NDME og det tilhørende driftsresultatet kan vi utarbeide et diagram som viser avkastningen på den sysselsatte kapitalen.



Figur 13. Avkastning på sysselsatt kapital for NRS, 2015-2026

Avkastning på sysselsatt kapital er ikke noe vi prognostiserer direkte. Denne grafen er utarbeidet indirekte ved hjelp av prognosene om NDME og driftsresultat. Grafen vil derfor egne seg godt for tolkning, da vi kan se utviklingen i de to tallene i sammenheng. En økning i driftsresultat vil øke avkastningen på sysselsatt kapital, mens en økning i NDME vil redusere den. At grafen gjør et stort hopp etter 2020 ser vi på som naturlig, da vi tror at markedet vil ta seg fort inn igjen etter korona-situasjonen. Den avtakende veksten er også i tråd med våre forutsetninger om at markedet begynner å modne. Vi ser også at avkastningen er svært stabil i slutten av prognoseperioden.

I og med at tallene vi kommer fram til er spådommer av fremtiden i et marked som i 2021 er mer uoversiktlig enn på lenge, vil ikke påliteligheten av tallene kunne være veldig høye. Tallene vi har kommet fram til er uansett velbegrunnede, både i et historisk perspektiv og med tanke på den strategiske analysen.

Vi har i tillegg gjort fremtidsberegninger av de samme nøkkeltallene som vi analyserte i risikoanalysen. Disse ligger i vedlegg 13. Disse viser en relativt stabil utvikling, som vil si at vi ikke ser noen økt likviditets- og konkurrisiko i fremtiden.

11 Verdsettelse

I dette kapitlet vil vi beregne den virkelige verdien av egenkapitalen til NRS. Dette vil vi gjøre ved å fullføre den fundamentale analysen med å gjennomføre superprofittmetoden, som vil gi oss virkelig verdi for selskapet 1.1.2021.

I tillegg til den fundamentale verdsettelsen, vil vi gjennomføre en komparativ analyse. Denne vil brukes som et supplement til den fundamentale analysen og gi ett litt grundigere bilde av selskapets verdi.

11.1 Fundamental verdsettelse

I kapitlet «valg av verdsettelsesmetoder» bestemte vi oss for å bygge opp oppgaven på en måte som ville gi oss mulighet til å gjennomføre superprofittmetoden på best mulig måte. Vi endte med denne metoden på grunn av dens egnethet til å kombinere en solid grunnmur i egne eiendeler, samtidig som den vektlegger selskapets fremtidige superprofitt.

Som en utfyllelse av superprofittmetoden vil vi gjennomføre fri kontantstrøm metoden og AEG metoden. I disse metoden vil vi ta utgangspunkt i de samme tallene, som gjør at verdien av selskapet skal bli det samme så lenge de blir utført på riktig måte. Siden de forskjellige modellene baserer seg på de samme tallene, vil vi ikke bruke modellene til å underbygge superprofittmetoden. Vi vil heller se på hvordan selskapsverdien er bygd opp i de forskjellige modellene.

11.1.1 Superprofittmetoden

I Superprofittmetoden vil vi ta utgangspunkt i de netto driftsmessige eiendelene og det tilhørende driftsresultatet. Vi bruker formelen under til å regne verdien av egenkapitalen til NRS 1.1.2021.

$$\text{Verdi } NRS_0 = NDME - FF + \sum_{t=1}^T \frac{RI_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{\text{Terminal}_T}{(1 + WACC)^T}$$

Hvor:

$$\text{Terminal}_T = \frac{RI_{T+1}}{(WACC - vekst)}$$

Residual income	ÅR	01.01.2021	2021	2022	2023	2024	2025	2026	Konstant vekst = 2%
Driftsresultat etter skatt			542 600	527 407	492 247	452 252	474 864	498 607	508 580
Netto driftsmessige eiendeler		4 536 072	5 427 454	6 177 050	6 628 841	7 075 594	7 439 232	7 829 990	7 986 589
Normalinntekt			195 051	233 381	265 613	285 040	304 251	319 887	336 690
Residual inntekt			347 549	294 027	226 633	167 211	170 614	178 720	171 890
WACC	4,3 %								
Diskonteringsfaktor			1,04	1,09	1,13	1,18	1,23	1,29	
Nåverdi av RI			333 220	270 283	199 743	141 296	138 227	138 825	
Terminalledd									7 473 477
Terminalledd nåverdi									5 805 196
Selskapets verdi Σ		4 536 072	333 220	270 283	199 743	141 296	138 227	138 825	5 805 196
Total verdi (i tusen)		11 562 861							
FF		1 605 333							
Minoritetsinteresse		42 362							
Virkelig verdi EK til mor		9 915 166							
Antall aksjer		43 572 191							
Verdi per aksje		227,56							

Tabell 26. Superprofittmodellen

Den fundamentale verdsettelsen gir en verdi per aksje på 227,6 kroner per 1.1.2021.

Vi ser at oppbygningen av selskapets totalverdi, fordeler seg ganske likt. Rundt halvparten av verdien kommer fra terminalleddet, mens den andre halvparten kommer fra NDME og residualinntektene i prognoseperioden. Vi ser også at påstanden vår om at selskapet i tråd med bransjen nærmer seg en stabilisering reflekteres i residualinntektene.

11.1.2 Diskusjon med grunnlag i de andre metodene

Som et supplement til superprofittmetoden, har vi også gjennomført verdsettingen etter fri kontantstrøm metoden og AEG metoden. Disse verdsettelsene er vedlagt i vedlegg 14.

I fri kontantstrøm metoden vil hele prognoseperioden totalt sett være negativ med tanke på kontantstrøm. De to første årene har stor negativ kontantstrøm, før vi får positive kontantstrømmer etter 2022. På grunn av vår forutsetning om at investeringene vil fortsette, men i et avtakende tempo gjør at kontantstrømmen vil utvikle seg positivt i prognoseperioden. Dette fører til at all verdien blir generert utenfor prognoseperioden, i den konstante veksten.

Når vi verdsetter etter AEG metoden, vil utviklingen være helt motsatt av den frie kontantstrøm metoden. I AEG metoden vil nesten hele verdien stamme fra driftsresultatet i 2021. Resten av prognoseperioden varierer mellom økning og nedgang i AEG, men regner totalt sett en ganske stor nedgang i AEG i prognoseperioden. I slutten av prognoseperioden har vi en lav positiv AEG som gjør at terminalleddet blir positiv med en naturlig størrelse.

Vi ønsker å bruke en verdsettelsesmetode, som har en naturlig utvikling og som det er mulig å forklare. I dette tilfelle vil verdien etter fri kontantstrøm metoden komme fra terminalleddet, mens verdien i AEG metoden vil komme fra resultatet i 2021. For superprofittmetoden blir

det derimot en mer naturlig oppbygning, der verdien kommer fra både eiendelene og de fremtidige resultatene.

11.2 Sensitivitetsanalyse

Vi har i vår fundamentale verdsettelse kommet fram til en verdi på egenkapitalen på ca. 10 milliarder. I en slik oppgave foreligger det stor usikkerhet knyttet til verdiestimatet. Vi ønsker derfor å teste hvordan små endringer i ulike faktorer vil påvirke verdien vi har kommet fram til. Her er det mest hensiktsmessig å teste de verdidriverne som har størst innvirkning på egenkapitalen i vår fundamentale verdsettelse. Vi har derfor valg å gjøre denne analysen på vekst, avkastningskrav, driftsmargin og laksepris.

11.2.1 Endringer i vekst og avkastningskrav

Analysen av vekst og avkastningskrav vil bli foretatt sammen, fordi marginale endringer i disse faktorene begge vil påvirke neddiskonteringsfaktoren. Økning i avkastningskrav vil gjøre nåverdien av terminalleddet (samt residualene) lavere, mens en høyere vekst vil gjøre terminalleddet høyere i nåverdi. Disse to faktorene vil normalt ha størst påvirkning på verdien.

		Vekst									
		Millioner	0 %	0,5 %	1,0 %	1,5 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %	3,5 %	4,0 %
WACC	4,10 %	7 775 491	8 274 716	8 934 981	9 849 194	11 198 747	13 391 771	17 578 452	28 742 936	151 552 260	
	4,20 %	7 630 188	8 105 117	8 730 817	9 592 631	10 855 288	12 883 191	16 674 489	26 298 554	100 083 048	
	4,30 %	7 215 075	7 623 641	8 156 015	8 878 524	9 915 166	11 527 720	14 380 701	20 799 907	48 616 470	
	4,40 %	6 954 477	7 323 669	7 801 447	8 443 977	9 354 226	10 743 554	13 125 260	18 153 304	35 751 461	
	4,50 %	6 705 789	7 039 034	7 467 493	8 038 770	8 838 559	10 038 243	12 037 715	16 036 660	28 033 495	
		Vekst									
		Millioner	0 %	0,5 %	1,0 %	1,5 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %	3,5 %	4,0 %
WACC	4,10 %	178	190	205	226	257	307	403	660	3 478	
	4,20 %	175	186	200	220	249	296	383	604	2 297	
	4,30 %	166	175	187	204	228	265	330	477	1 116	
	4,40 %	160	168	179	194	215	247	301	417	821	
	4,50 %	154	162	171	184	203	230	276	368	643	

Tabell 27. Sensitivitet for endring i WACC og vekst

En slik metode har noen iboende forutsetninger. Er vekst større eller lik WACC vil ikke modellen gi noen mening. Vi har derfor valgt bort dette mulighetsområdet for analysen. I dette verdiområdet kan ikke Gordons vekstformel benyttes (Gjesdal & Johnsen, 2012).

Vi ser også av analysen at denne formelen vil ha en svakhet når vekst og WACC er omtrent like stor, fordi det gir et terminalledd som vil gå mot uendelig. For eksempel får vi en verdi på

over 3000 per aksje om det legges til grunn 4,1% WACC og 4% vekst. Dette kommer av at den budsjetterte rentabiliteten som forekommer i steady state, er høyere enn avkastningskravet på 4,3%. Dersom WACC økes med 0,1% vil verdien falle fordi differansen mellom WACC og vekst i avkastningskravet blir større. Vi legger også merke til hvor følsom verdivurderingen faktisk er. Reduseres vekst med 0,5% vil konklusjonen gå over til underpris. Vi mener derimot at veksten vi har lagt til grunn er forsiktig sett opp mot økonomisk teori, bransjen og andre verdivurderinger. Risikoen er antagelig større med tanke på at 0,2% høyere WACC endrer konklusjonen. Vi mener derimot at avkastningskravet er godt begrunnet, og at forhold innad i avkastningskravet som f.eks. rente er oppjustert noe i og med at vi tror renten øker i fremtiden.

11.2.2 Endring i driftsmargin.

Ved prognoser for fremtiden forutsatte vi for driftskostnadene en driftsmargin som er fallende, med en viss proporsjonalitet med netto driftseiendeler. Dette er forankret i historisk regnskap og hvordan vi i vår strategiske analyse tolket bransjen.

Vi drøftet under prognosen for fremtiden hva vi estimerer driftsmarginene til i de kommende årene. I sensitivitetsanalysen har vi endret marginen årlig med gitte prosentsetser.

	Prosentvis endring i driftsmargin										
	-5%	-4%	-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%
Verdi egenkapital	-3 978 521	-1 199 784	1 578 954	4 357 691	7 136 428	9 915 166	12 693 903	15 472 640	18 251 377	21 030 115	23 808 852
Verdi per aksje	- 91	- 28	36	100	164	228	291	355	419	483	546

Tabell 28. Sensitivitet for endring i driftsmargin

Tabellen viser at NRS er rimelig følsom for endringer i driftsmargin. Rent intuitivt er dette rimelig i og med at driftsmargin påvirker netto driftsresultat som er hovedårsaken til endring i selskapets egenkapital. Dette forsterker inntrykket av hvor følsomt et verdiestimat er. Vi vet at produksjonskostnader akkurat nå er økende og at en ekstra skatt på 40 øre per kilo produsert laks blir innført. Vi føler den driftsmarginen vi har lagt til grunn er godt argumentert for med tanke på den strategiske analysen. Sett i sammenheng med historisk regnskap og de kommende forbedringene på teknologiområdet, mener vi selv at vi har vært mer forsiktig enn optimistiske med driftsmarginen vi har lagt til grunn. Totalt sett frykter vi derfor ikke at det vil forekomme fall i driftsmarginen som vil skade verdiestimatet vårt.

11.2.3 Endring i laksepris og volum

Vi har flere ganger i oppgaven nevnt at laksepris er den største verdidriveren. Vi velger her å lage en analyse der vi predikerer verdien per aksje ved endringer i henholdsvis laksepris og solgt volum. Første steg blir å finne ut sammenhengen mellom volum og laksepris.

Vi ser i vedlegg 15 at laksepris multiplisert med volum gir en estimert driftsinntekt som er veldig lik den faktiske driftsinntekt. Estimert forklarer 90-97% av driftsinntektene for analyseperioden. For fremtiden legger vi derfor til grunn en forenkling, der vi antar at driftsinntekt = volum * laksepris.

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Predikerte driftsinntekt	5 425 999,02	5 860 078,94	6 153 082,89	6 460 737,03	6 783 773,88	7 122 962,58
Antatt laksepris	60,00	60,00	60,00	60,00	60,00	60,00
Antatt volum	90 433	97 668	102 551	107 679	113 063	118 716

Tabell 29. Estimert driftsinntekt, laksepris og volum for prognoseperioden.

Vi har allerede predikert driftsinntektene, samt at vi har forutsatt en stabil laksepris på 60 kroner. Dette gjør at vi finner estimert volum ved å dele driftsinntekt på laksepris. Dette blir input til vår sensitivitetsanalyse.

Under selve analysen ville vi i utgangspunktet forutsette at driftskostnaden ble uendret ved en endring i laksepris. Dette kommer av at driftskostnaden i praksis drives av volum, og ikke selve prisen laksen selges for. Her hadde det ha medført at marginene ville blitt eliminert ved svært små endringer i lakseprisen. Eksempelvis ville en laksepris på 57,5 gitt en verdi per aksje på -38,16, på grunn av negativ superprofitt i slutten av den eksplisitte perioden. Dette virker ikke særlig realistisk.

Vi velger derfor å beholde den samme driftsmarginen som vi brukte i fremtidsprognosen. Dette gjør at endring i volum/laksepris også påvirker driftskostnadene.

		Laksepris								
		-10,0 %	-7,5 %	-5,0 %	-2,5 %	0,0 %	2,5 %	5,0 %	7,5 %	10,0 %
Volum	-20 %	101	110	119	128	137	146	155	164	173
	-10 %	141	152	162	172	182	192	203	213	223
	0 %	182	194	205	216	228	239	250	262	273
	10 %	223	235	248	260	273	285	298	310	323
	20 %	264	277	291	305	318	332	346	359	373

Tabell 30. Sensitivitet for endring i volum og laksepris

Ved å redusere volum og/eller laksepris vil vi få en nedgang i driftsresultatet, og motsatt. Vi har for alle scenariene i tabellen estimert nye driftsinntekter, der vi har benyttet

driftsmarginene fra fremtidsprognosene til å estimere nye driftsresultat. Disse driftsresultatene er satt inn i superprofittmetoden, slik at vi har funnet verdien per aksje. Vi ser at relevansen av tabellen er noe begrenset. Forutsetningen om konstant driftsmargin, gjør at verdiene endrer seg proporsjonalt. I praksis vil antagelig denne forutsetningen være fornuftig for volum, der driftskostnaden henger sammen med hva de totalt sett produserer og kjøper inn til videresalg. For laksepris vil neppe denne forutsetningen være holdbar. Vi tror derfor at endringen i verdi per aksje er noe større ved endring i laksepris, enn det tabellen tilsier. Vi mener allikevel at svarene gir en viss pekepinn på hvor følsom verdien er for endringer i laksepris og volum.

11.3 Komparativ verdsettelse

I dette kapittelet vil vi gjennomføre en enkel komparativ verdsettelse av NRS. Dette vil fungere som en komplementerende verdsettelse til den fundamentale verdsettelsen. Ved å se på nøkkeltallene P/E, P/B og EV/EBITDA vil vi se hvordan NRS er verdsatt sammenlignet med konkurrentene. Formålet og teorien bak nøkkeltallene gikk vi igjennom da vi presenterte verdsettelsesmodellene i kapittel 4.

Vi vil bruke de samme komparative selskapene som vi brukte i til å sammenligne med i regnskapsanalysen. Der samlet vi MOWI, SalMar, Lerøy og NRS til et bransjetall. Her vil vi se på nøkkeltallene for hvert selskap før vi bestemmer hvordan vi skal overføre det til NRS.

Verdsettelse basert på P/E og P/B:

01.01.2021	MOWI	SalMar	Lerøy	Estimat*
Aksjepris	193,16	503,6	60,56	
Antall aksjer	517 111 091	113 299 999	595 773 680	
Verdi basert på børs	99 885 178 338	57 057 879 496	36 080 054 061	
Bokført EK	28 928 497 500	9 851 000 000	16 757 051 000	
Årsresultat	45 037 125	2 220 200 000	795 501 000	
P/E	2218	26	45	45
P/B	3,45	5,79	2,15	3,80
Verdi NRS basert på P/E og P/B				
EK Basert på P/E	5 114 970 000			
EK Basert på P/B	11 744 152 088			
Snitt:	8 429 561 044			
Per aksje:	193,46			

Tabell 31. Komparativ verdsettelse basert på P/E og P/B multipler

Børsverdien til NRS 1.1.2021 var på 214,6. At vår beregning ga en lavere aksjeverdi har ikke så veldig stor betydning. Vi ser av tallene at de er veldig påvirket av at 2020 var et unntaksår,

på grunn av korona-pandemien. Det beste eksempelet ser vi i P/E verdien for MOWI, der det lave resultatet i 2020 førte til en enorm P/E ratio. I beregningen av vår P/E verdi må vi nesten se helt bort ifra denne verdien. Vi velger å ha den i bakhode, og lander på den høyeste P/E verdien fra SalMar og Lerøy, 45. P/B multiplene er mer stabile fra selskap til selskap og vi velger derfor å bruke et snitt fra de tre selskapene som gir oss en P/B verdi på 3,80.

På grunn av de store variasjonene i 2020 multiplene, har vi valgt å supplementere disse med en beregning av 2019 multiplene. Dette er gjort i vedlegg 16. Fra disse beregningene får vi en verdi på egenkapitalen til NRS i starten av 2020 på 240 kroner per aksje. Noe som er litt lavere enn aksjeprisen på tidspunktet som var på 244 kroner. Så selv om vi ikke skal legge mye vekt på disse beregningene, kan det basert på P/E og P/B multiplene for 2019 og 2020 tyde på at NRS er marginalt overpriset i forhold til konkurrentene.

EV/EBITDA

Tidligere i oppgaven har vi forklart formålet med EV/EBITDA multippelen. Der nevnte vi at en av fordelene med multippelen er at vi får målt verdien basert på selskapets underliggende verdier. For at vi skulle utnyttet dette til det fulle, måtte vi ha omgruppert alle selskapene. Vi har valgt en litt forenklet EV verdi av to grunner. For det første har ikke alle selskapene kommet med sin årsrapport for 2020, og vi ville derfor ikke hatt informasjonen vi trenger for å omgruppere regnskapene. For det andre ville det vært en veldig tidskrevende oppgave.

01.01.2021	MOWI	SalMar	Lerøy	Estimat*
Aksjepris	193,16	503,6	60,56	
Antall aksjer	517 111 091	113 299 999	595 773 680	
Markedsverdi EK	99 885 178 338	57 057 879 496	36 080 054 061	
Minoritetsinteresser	21 995	1 135 900 000	875 718 000	
Gjeld - kontanter	31 155 216 750	10 787 900 000	9 563 920 000	
EV	131 040 417 082	68 981 679 496	46 519 692 061	
EBITDA	5 285 054 250	3 819 600 000	3 109 000 000	
EV/EBITDA	24,79	18,06	14,96	19,27
Verdi basert på EV/EBTIDA				
EBITDA NRS	346 999 000			
EV/EBITDA NRS	34,68			
EV/EBITDA Bransje	19,27			
EV/EBTIDA - verdi	6 687 522 073			

Tabell 32. Komparativ verdsettelse basert på EV/EBITDA

Som vi kan se, er det et stort sprik i EV/EBITDA verdiene 1.1.2021. Som man kanskje skulle forvente har korona-pandemien truffet selskapene forskjellig, som gjør at noen har fått redusert EBITDA mer enn andre. Dette fører igjen til at EV/EBITDA verdien blir veldig varierende. Vi har som et supplement gjort de samme beregningene på 2020 tall, der vi ser en mye jevnere EV/EBITDA verdi mellom selskapene. Beregningene er gjennomført i vedlegg 17. EV verdien vil være relativt stabil for selskapene i unntaksår som 2021. De største variasjonene vil derfor skyldes EBITDA. I 2020 har NRS en EV/EBITDA verdi litt høyere, men fortsatt ganske nærme bransjen. I 2021 derimot er verdien langt over gjennomsnittet av bransjen, dette betyr at selskapet hadde en større nedgang i bruttofortjeneste enn resten av bransjen. Man kan også se det fra en annen side. At EV/EBITDA tallet til NRS er litt høyere enn bransjen, kan være en indikasjon på at investorene forventer at NRS skal øke sin fremtidige bruttofortjeneste litt mer enn resten av markedet. Dette kan i så fall stemme overens med våre forventninger om kursoppgang.

12. Oppsummering

Vi har i vår masteroppgave utført en fundamental verdsettelse av egenkapitalen til Norway Royal Salmon, med en komparativ verdsettelse som en supplerende metode. Selskapet er en mellomstor aktør i oppdrettsbransjen. En bransje som historisk sett kjennetegnes av sterk vekst og superprofitt. Den aller største verdidriveren er lakseprisen.

Oppgaven består av flere deler, som til syvende og sist resulterer i vår verdivurdering. Grovt sett har vi utført en strategisk analyse, omgruppering av regnskap, prognose av fremtiden og verdivurdering. Vår strategiske analyse viser at det fortsatt kan forventes vekst i oppdrettsbransjen. Denne antas derimot å være svakere enn den historisk sett har vært. Begrensninger med tanke på konsesjoner, økt konkurranse og dermed lavere marginer, samt ulemper med å ikke være stordrift taler imot vekst. Alt i alt vil det være utfordrende å oppnå særlig stor vekst etter eksplisitt periode, noe vi også har lagt til grunn ved å benytte en forholdsvis lav vekst. Vi ser også at rentabiliteten har vært fallende.

I fremtidsprognosene benytter vi regnskapsdata fra omgrupperingen til å estimere nåverdi, slik at vi får normale data uten påvirkning av engangsposter. Her benytter vi kombinerte data fra strategisk analyse, nøkkeltallsanalyse og omgruppering til å finne prognoser for fremtiden. Fallende driftsmargin, avtakende investeringer i driftsmessige eiendeler og lav vekst i superprofitt dannet grunnlaget for vårt verdiestimat av egenkapitalen på 9,92 milliarder i den fundamentale verdsettelsen. Vi utførte deretter en sensitivitetsanalyse for å belyse usikkerheten i estimatene. WACC, driftsmargin, laksepris og særlig vekst var utslagsgivende for verdien.

Vi utførte deretter en komparativ verdsettelse som et supplement til den fundamentale verdsettelsen. Målsetningen var her å få en dypere innsikt i verdien, og få en revurdering av rimeligheten i vårt estimat. Vi benyttet her multiplikatormodellene P/B, P/E og EV/EBITDA. Verdiene vi fant her var vesentlig lavere enn de vi kom fram til i fundamental verdsettelse. Vi mener dette i hovedsak skyldes at akkurat 2020 var et avvikende år. Ser vi på 2019 tall så viker estimatet vårt å være mer fornuftig.

Vi har flere steder funnet det relevant å tone ned 2020 ved vektingen i fremtidsprognose. Vi mener det er begrenset hvor mye de langsiktige effektene av pandemien vil påvirke verdsettelsen. Vi anser dette som en av årsakene til at vi har kommet fram til en høyere verdi enn markedsprisen. Dette ser vi også i den komparative verdsettelsen, der vi kom fram til helt andre verdier når vi la all vekt på tall fra 2020.

13. Konklusjon og implikasjon

For å konkludere med en verdi på egenkapitalen vil vi legge til grunn en usikkerhetsmargin på 5%. Dette gjør vi for å ta høyde for at estimatet er svært følsomt, fordi våre forutsetninger underveis påvirker estimatet. Vi konkluderer derfor med at den virkelige verdien av egenkapitalen for Norway Royal Salmon er mellom 9,42 og 10,42 milliarder. Dette er verdier som er høyere enn markedsverdien 1.1 2021 på 9,35. Per aksje betyr det at vi kommer fram til en verdi mellom 216 og 239 som er høyere en kursen på 214,6.

En underpris kan ses på som en kjøpsanbefaling. Vi mener en slik anbefaling kun gjør seg gjeldene for en investering på minst ett år. En kortsiktig investering vil inneholde større usikkerhet, i og med at pandemien fortsatt pågår. Vi ser også at kursen i 2021 har vært fallende. Vi mener at den fallende kursen ikke taler imot en slik anbefaling, derimot kan profitten ved å investere i dag bli større dersom selskapet om ett år har en verdi tilsvarende vårt estimat.

Vi ønsker å understreke at dette verdiestimatet inneholder en del usikkerhet, i og med at det baserer seg på våre forutsetninger om selskapets fremtid. Vi har i løpet av oppgaven funnet få faktorer som skiller NRS fra de andre selskapene i bransjen. Til tross for dette, tror vi at selskapet til en viss grad er underpriset. Denne påstanden underbygges av våre forutsetninger om at bransjen vil fortsette å gå bra, der det mest sentrale for NRS blir å ikke ligge bak bransjen med tanke på de interne og de eksterne forholdene. Dermed kan våre prediksjoner tyde på at oppdrettsmarkedet generelt er underpriset etter pandemien. Hva som kan ligge til grunn for denne underprisingen vil vi diskutere under.

Et naturlig sted å starte en slik diskusjon er i sensitivitetsanalysen. Vi drøftet der hvor følsomt verdiestimatet vårt er. Vi ønsker derfor å trekke frem at små endringer i valg vi tok knyttet til vekst og avkastningskrav vil får store utslag på verdien. For eksempel så vi i PwC-undersøkelsen at var det mange som brukte en risikofri rente på mer enn 1%. Dette er interessant da vi i sensitivitetsanalysen så at en økning i WACC på 0,2% poeng, gjorde at aksjen gikk fra underpris til normalpris.

En annen faktor vi ønsker å reflekter over er effektene av covid-19 pandemien. I den forrige økonomiske krisen i 2007, hadde laksebransjen i Norge stor økonomisk vekst. Som til dels skyldtes produksjonsfall i andre land. Laksebransjen ble derfor sett på som en trygg havn for aksjonærer i starten av koronaperioden. Det kan virke som at markedet hadde en forventning om at NRS og resten av laksebransjen skulle berge seg på samme måte i 2020 som de gjorde i

2007. De strenge koronarestriksjonene har derimot stengt restauranter og spisesteder over hele verden, noe som har gått hardt utover eksport og laksepris. I vår oppgave har vi tonet tallene for 2020 regnskapet noe ned. Dette fordi vi, med utgangspunkt i våre analyser, tror situasjonen vil bedre seg ganske raskt etter pandemien.

Det er også interessant å merke seg hvordan aksjemarkedet som helhet er høyere i mai 2021 enn det var før pandemien startet. Samtidig er laksebransjen, som tidligere har vært nærmest kriseresistente, lavere i mai 2021 enn før pandemien. Vår oppfatning er at laksebransjen ikke vil rammes hardere enn markedet som helhet på lang sikt. Dersom vi forutsetter at markedets vekst i perioden er rimelig, mener vi at det er sannsynlig at laksebransjen også burde ha dratt nytte av denne veksten og vært høyere i 2021 enn i 2020. Det kan nesten virke som om laksebransjens suksess i tidligere kriser, gjør at aksjonærer nå er ekstra følsomme nå som laksebransjen påvirkes av krisen i samme grad som resten av markedet.

Litteratur

Bøker

- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of any Asset, University Edition*: Wiley.
- Eklund, T., & Knutsen, K. (2011). *Regnskapsanalyse: aktiv bruk av regnskapet*: Gyldendal akademisk.
- Erichsen, M., Solberg, F., & Stiklestad, T. (2017). *Ledelse i små og mellomstore virksomheter*: Fagbokforl.
- Gjesdal, F., & Johnsen, T. (1999). *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering* (12 ed.): Cappelen akademiske forlag.
- Gjesdal, F., & Johnsen, T. (2012). *Verdivurdering - Vedlegg til Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. I: *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*.
- Gripsrud, G., Olsson, U. H., & Silkoset, R. (2010). *Metode og dataanalyse: beslutningsstøtte for bedrifter ved bruk av JMP*: Høyskoleforl.
- Johannessen, A., Christoffersen, L., & Tufte, P. A. (2016). *Introduksjon til samfunnsvitenskapelig metode*: Abstrakt.
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2016). *Verdivurdering: teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*: Fagbokforl.
- Penman, S. H. (2012). *Financial Statement Analysis and Security Valuation*: McGraw-Hill Education.
- Postholm, M. B., & Jacobsen, D. I. (2018). *Forskningsmetode for masterstudenter i lærerutdanningen*: Cappelen Damm akademisk.
- Trigeorgis, L. (1996). *Real Options: Managerial Flexibility and Strategy in Resource Allocation*: MIT Press.

Forskningsartikler

- Anesten, S., Möller, N., Skogsvik, K., & Skogsvik, S. (2020). The pricing accuracy of alternative equity valuation models: Scandinavian evidence. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 31(1), 5-34. doi:<https://doi.org/10.1111/jifm.12097>
- Asche, F., & Sikveland, M. (2015). The Behavior of Operating Earnings in the Norwegian Salmon Farming Industry. *Aquaculture Economics & Management*, 19(3), 301-315. doi:<https://doi.org/10.1080/13657305.2015.1057880>
- Barney, J. (1991). Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99-120. doi:<https://doi.org/10.1177/014920639101700108>
- Dahl, G. A. (2011). Oversikt over ulike verdsettelsesmodeller. *Praktisk økonomi & finans*, 27(2), 3-14. doi:10.18261/ISSN1504-2871-2011-02-02 ER
- Evans, J. L., & Archer, S. H. (1968). DIVERSIFICATION AND THE REDUCTION OF DISPERSION: AN EMPIRICAL ANALYSIS*. *The Journal of Finance*, 23(5), 761-767. doi:<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1968.tb00315.x>
- Farrell, J. (1985). The Dividend Discount Model: A Primer. *Financial Analysts Journal - FINANC ANAL J*, 41, 16-25. doi:<https://doi.org/10.2469/faj.v41.n6.16>
- Gjesdal, F. (2007). Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse. *Praktisk økonomi & finans*, 23(2), 3-17. doi:10.18261/ISSN1504-2871-2007-02-02 ER
- Ho, K.-C., Lee, S.-C., Lin, C.-T., & Yu, M.-T. (2017). A comparative analysis of accounting-based valuation models. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 32(4), 561-575. doi:<https://doi.org/10.1177/0148558X15623043>
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2011). Kritisk lys på utarbeidelse av prognoser ved verdsettelse. *Praktisk økonomi & finans*, 27(2), 57-68. doi:10.18261/ISSN1504-2871-2011-02-06 ER
- Klemkosky, R. C., & Martin, J. D. (1975). The Adjustment of Beta Forecasts. *The Journal of Finance*, 30(4), 1123-1128. doi:10.2307/2326729

- Misund, B., & Nygård, R. (2018). Big Fish: Valuation of the World's Largest Salmon Farming Companies. *Marine Resource Economics*, 33(3), 245 - 261. Retrieved from <https://EconPapers.repec.org/RePEc:ucp:mressec:doi:10.1086/698447>
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48. doi:10.2307/1809766
- Norli, Ø. (2011). Praktisk bruk av Kapitalverdimodellen. *Praktisk økonomi & finans*, 27(2), 15-21. doi:10.18261/ISSN1504-2871-2011-02-03 ER
- Ou, J. A., & Penman, S. H. (1989). Financial statement analysis and the prediction of stock returns. *Journal of Accounting and Economics*, 11(4), 295-329. doi:[https://doi.org/10.1016/0165-4101\(89\)90017-7](https://doi.org/10.1016/0165-4101(89)90017-7)
- Penman, S. H. (2010). Financial Forecasting, Risk and Valuation: Accounting for the Future. *Abacus*, 46(2), 211-228. doi:<https://doi.org/10.1111/j.1467-6281.2010.00316.x>
- Stein Emil, V., Emily, G., Chun-Wei, Y., Jackie, C., Amanda, E. S., Thomas, H., . . . Christopher, J. L. M. (2020). Fertility, mortality, migration, and population scenarios for 195 countries and territories from 2017 to 2100: a forecasting analysis for the Global Burden of Disease Study. *The Lancet*, 396(10258), 1285-1306. doi:[https://doi.org/10.1016/S0140-6736\(20\)30677-2](https://doi.org/10.1016/S0140-6736(20)30677-2)

Fagartikler

- Dyrnes, S. (2011). Leder. *Praktisk økonomi & finans*, 27(2), 2-2. doi:10.18261/ISSN1504-2871-2011-02-01 ER
- Forskning.no. (2020). Oppdrettslaksen kveles av varmere hav. *forskning.no*. Retrieved from <https://forskning.no/fisk-fiskehelse-hav-og-fiske/oppdrettslaksen-kveles-av-varmere-hav/1681682>
- Helsedirektoratet. (2020). Kostråd om å spise variert. *Helsenorge.no*. Retrieved from <https://www.helsenorge.no/kosthold-og-ernaring/kostrad/spis-variert/>
- Kinserdal, F. (2017). Verdsettelse – ulike metoder gir samme verdi. *MAGMA*(6/2017), 12.
- Kjærland, F. (2020). BOKO4030 – PP - Verdsettelse og lønnsomhetsanalyse - Avkastningskrav. Retrieved from https://ntnu.blackboard.com/bbcswebdav/pid-1107622-dt-content-rid-29795496_1/xid-29795496_1
- Laksefakta. (2020a). laks og miljø. Retrieved from <https://laksefakta.no/laks-og-miljo/lus/>
- Laksefakta. (2020b). laks og miljø - rømming. Retrieved from <https://laksefakta.no/laks-og-miljo/romming/>
- Mattilsynet. (2020). Varsel om nye krav ved eksport av sjømat til Kina. *Mattilsynet.no*. Retrieved from https://www.mattilsynet.no/mat_og_vann/eksport_utenfor_EU_EOS/eksport_av_fisk_av_sjomat/varsel_om_nye_krav_ved_eksport_av_sjomat_til_kina.41297-12

Nyhetsartikler

- DN.no. (2020). Bruk av «rensefisk» i oppdrettsanleggene bør forbys. *dn.no*. Retrieved from <https://www.dn.no/innlegg/oppdrett/havbruk/rensefisk/bruk-av-rensefisk-i-oppdrettsanleggene-bor-forbys/2-1-725761>
- E24. (2014). TROSSER KRISEN: Søkkrike midt i finanskrisen. *E24*. Retrieved from <https://e24.no/internasjonaoekonomi/i/e8Ozjg/trosser-krisen-soekkrike-midt-i-finanskrisen>
- E24. (2016). NRS i strid om steril laks. *e24.no*. Retrieved from <https://aksjelive.e24.no/nrs-i-strid-om-steril-laks/1460352190>
- E24. (2018). Marine Harvest-sjefen håper ny merkevare vil gi milliardhopp. *E24*. Retrieved from <https://e24.no/boers-og-finans/i/e1pBgy/marine-harvest-sjefen-haaper-ny-merkevare-vil-gi-milliardhopp>
- E24. (2020). Nå nekter norske oppdrettere å kjøpe soya fra selskaper som hugger regnskog. *E24*. Retrieved from <https://e24.no/hav-og-sjoemat/i/PR5Moe/naa-nekter-norske-oppdrettere-aa-kjoepe-soya-fra-selskaper-som-hugger-regnskog>

- Finansavisen. (2021). NRS avvikler oppdrett av steril laks. *Finansavisen*. Retrieved from <https://finansavisen.no/nyheter/sjomat/2021/04/29/7665097/nrs-avvikler-oppdrett-av-steril-laks>
- ilaks.no. (2020a). 30 oppdrettselskaper kjøpte laksevekst for nær seks milliarder kroner. *ilaks.no*. Retrieved from <https://ilaks.no/30-oppdrettselskaper-kjopte-laksevekst-for-naer-seks-milliarder-kroner/>
- Ilaks.no. (2020b). Dette er verdens 20 største lakseoppdrettere. *ilaks.no*. Retrieved from <https://ilaks.no/dette-er-verdens-20-storste-lakseoppdrettere-2/>
- ilaks.no. (2020c). Er ikke fisk lengre en trygg havn på børsen? Retrieved from <https://ilaks.no/er-ikke-fisk-lengre-en-trygg-havn-pa-borsen/>
- ilaks.no. (2020d). NRS på lag med Microsoft og ABB for fiskeoppdrett med kunstig intelligens. *ilaks.no*. Retrieved from <https://ilaks.no/nrs-pa-lag-med-microsoft-og-abb-for-fiskeoppdrett-med-kunstig-intelligens/>
- Ilaks.no. (2020e). Nytt fall sender lakseprisen til sitt laveste niva på fem år. Retrieved from <https://ilaks.no/nytt-fall-sender-lakseprisen-til-sitt-laveste-niva-pa-fem-ar/>
- Kyst.no. (2017). - Anleggene er bedre sikret enn før, men det er enda mer å hente. *Kyst.no*. Retrieved from <https://www.kyst.no/article/anleggene-er-bedre-sikret-enn-foer-men-det-er-enda-mer-aa-hente/>
- Kyst.no. (2019a). Fredrikstad Seafoods setter snart ut første fisken. *Kyst.no*. Retrieved from <https://www.kyst.no/article/fredrikstad-seafoods-setter-ut-foerste-fisken/>
- Kyst.no. (2019b). NRS satser stort på offshore oppdrettsanlegg. *Kyst.no*. Retrieved from <https://www.kyst.no/article/nrs-satser-stort-paa-offshore-oppdrettsanlegg/>
- Kyst.no. (2020). Salmon Evolution henter inn 258 millioner. *Kyst.no*. Retrieved from <https://www.kyst.no/article/salmon-evolution-henter-inn-258-millioner/>
- laks.no. (2021). Lakseproduksjon. Retrieved from <https://laks.no/lakseproduksjon/>
- Sjømatråd, N. (2019). Vil selge mer laks til Japan. *seafood.no*. Retrieved from <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/vil-selge-mer-laks-til-japan/>

Rapporter

- fishpool.no. (2021). price information. Retrieved from <https://fishpool.eu/price-information/forward-prices-3/>
- Fiskeridirektoratet. (2015). *Vurdering av rømmingshendelser etter orkanen «Nina»*. Retrieved from Fiskeridirektoratet: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Dokumenter/Rapporter/Vurdering-av-roemningshendelser-etter-orkanen-Nina>
- FN. (2019). *Befolkning, migrasjon og urbanisering*. fn.no: fn.no Retrieved from <https://www.fn.no/tema/fattigdom/befolkning>
- Infrontanalytics. (2021). *Levered/Unlevered Beta of Norway Royal Salmon ASA (NRS | NOR)*. Retrieved from infrontanalytics.com: <https://www.infrontanalytics.com/en/40001SN/Norway-Royal-Salmon-ASA/Beta>
- Moody. (2020). *Rating Scale and Definitions*. Retrieved from https://www.moody.com/sites/products/productattachments/ap075378_1_1408_ki.pdf
- Nofima. (2019). *Kostnadsutvikling og forståelse av drivkrefter i norsk lakseoppdrett* (ISSN 1890-579X). Retrieved from <https://www.fhf.no/prosjekter/prosjektbasen/901335/?fileurl=https://fhfno.sharepoint.com/sites/pdb/Publisertedokumenter/309652Rapport%20nr%2035-2019-%20Kostnadsutvikling%20og%20forst%C3%A5else%20av%20drivkrefter%20i%20norsk%20lakseoppdrett%20-%20faglig%20sluttrapport.pdf.PDF&filename=Sluttrapport:%20Kostnadsutvikling%20og%20forst%C3%A5else%20av%20drivkrefter%20i%20norsk%20lakseoppdrett>
- Norges-Bank. (2021). *Statsobligasjoner daglige noteringer*. Retrieved from <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/>
- NRS. (2016). *Årsrapport 2016 - Norway Royal Salmon*. Retrieved from Norwayroyalsalmon.com:

- NRS. (2019). *Årsrapport 2019 - Norway Royal Salmon*. Retrieved from Norwayroyalsalmon.com: https://norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS_2020_A%CC%8Ar rapport_siste_NO.pdf
- NRS. (2020). *Årsrapport 2020 - Norway Royal Salmon*. Retrieved from Norwayroyalsalmon.com:
- PwC. (2020). *Risikopremien i det norske markedet 2020*. Retrieved from pwc.no: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html>
- SSB. (2020). *Bråstopp for norsk økonomi*. SSB. Retrieved from <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/brastopp-for-norsk-okonomi>

Rapporter fra regjeringen og forskrifter

- EØS-avtalen - Protokoll 9 om handel med fisk og andre produkter fra havet. (1992). In. Forskrift om tillatelse til akvakultur for laks, ørret og regnbueørret (laksetildelingsforskriften), Nærings- og fiskeridepartementet (2004).
- Regjeringen. (2015). *Forutsigbar og miljømessig bærekraftig vekst i norsk lakse- og ørretoppdrett*. regjeringen.no Retrieved from <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld.-st.-16-2014-2015/id2401865/>
- Regjeringen. (2020a). *Havbrukskommunene får langsiktige og stabile inntekter fra havbruksnæringen*. Regjeringen.no Retrieved from <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/havbruk/id2702028/>
- Regjeringen. (2020b). *Kina -frihandelsavtale*. Regjeringen.no. Retrieved from <https://www.regjeringen.no/no/tema/naringsliv/handel/nfd---innsiktsartikler/frihandelsavtaler/partner-land/kina/id457436/>
- Regjeringen. (2020c). *Ny dato for auksjon av laksevekst*. Regjeringen.no Retrieved from <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/stor-oppslutning-om-laksevekst/id2701184/>

Vedlegg

Vedlegg 1

År	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Normal skattesats	22 %	22 %	23 %	24 %	25 %	27 %
År	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Skatt normale finansinntekter	- 551	- 1 643	- 916	- 407	- 451	- 238
Skatt normale finanskostnader	3 471	5 599	4 265	5 103	4 505	6 712
Skatt unormalt finansresultat	4 700	- 15 281	- 17 632	34 453	- 78 002	- 12 148
Normal skattekostnad	9 156	- 83 732	- 162 311	- 86 829	- 164 312	- 32 341
"Over brøkstreken"	1 535	- 72 408	- 148 028	- 125 979	- 90 364	- 26 667
Driftsres før skatt (under brøkstrek)	120 926	418 334	808 080	480 868	892 130	253 813
	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Driftsskattesats	1,27 %	-17,31 %	-18,32 %	-26,20 %	-10,13 %	-10,51 %
Normalisert driftsskattesats (Gjennomsnitt)	-13,5 %	-13,5 %	-13,5 %	-13,5 %	-13,5 %	-13,5 %
Median	-13,9 %	-13,9 %	-13,9 %	-13,9 %	-13,9 %	-13,9 %

Vedlegg 2

Dette gir følgende tallstørrelser:

	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Driftsskattesats	1,27 %	-17,31 %	-18,32 %	-26,20 %	-10,13 %	-10,51 %
Normalisert driftsskattesats (Gjennomsnitt)	-13,5 %	-13,5 %	-13,5 %	-13,5 %	-13,5 %	-13,5 %
Median	-13,9 %	-13,9 %	-13,9 %	-13,9 %	-13,9 %	-13,9 %

Vedlegg 3

Fra presentasjon

ENDRING I EK i hele 1000 (ÅR)	2020	2019	2018	2017	2016	2015
UB Egenkapital	3 091 096	3 311 092	2 279 243	1 813 268	2 013 983	1 113 788
Endring EK	- 219 996	1 031 849	465 975	- 200 715	900 195	164 663

Etter omgruppering

År	2 020	2 019	2 018	2 017	2 016	2 015
Endring EK	- 110 152	1 165 888	347 561	- 48 935	711 529	165 978
Verdijustering	109 842	134 041	- 118 410	151 783	- 188 665	1 315
Sum	- 219 994	1 031 847	465 971	- 200 718	900 194	164 663
Fra presentasjon	- 219 996	1 031 849	465 975	- 200 715	900 195	164 663
Diff	2	- 2	4	- 3	1	0

Differanser kommer av avrundinger under omgrupperingsprosessen. Disse anses uvesentlige.

Vedlegg 4

Rating	Likviditetsgrad 1	Rentedekningsgrad (etter skatt)	Egenkapitalandel	Netto driftsrentabilitet
AAA	11,600	16,900	0,940	0,350
	8,900	11,600	0,895	0,308
AA	6,200	6,300	0,850	0,266
	4,600	4,825	0,755	0,216
A	3,000	3,350	0,660	0,166
	2,350	2,755	0,550	0,131
BBB	1,700	2,160	0,440	0,096
	1,450	1,690	0,380	0,082
BB	1,200	1,220	0,320	0,068
	1,050	1,060	0,270	0,054
B	0,900	0,900	0,220	0,040
	0,750	0,485	0,175	0,026
CCC	0,600	0,070	0,130	0,012
	0,550	-0,345	0,105	-0,002
CC	0,500	-0,760	0,080	-0,016
	0,450	-1,170	0,030	-0,030
C	0,400	-1,580	-0,020	-0,044
	0,350	-1,995	-0,100	-0,058
D	0,300	-2,410	-0,180	-0,072

Vedlegg 5

	NRS (justert)	Avkastning (NRS)	OSEBX	Avkastning (indeks)	ST1X	ST1X avkastning	NRS meravkast	OSEBX meravkast
Feb 01, 2021	200,00		971,83		3513,23		0,0000 %	0,0000 %
Jan 01, 2021	195,60	-2,2000 %	965,95	-0,6050 %	3513,17	-0,0017 %	-2,1983 %	-0,6033 %
Dec 01, 2020	214,60	9,7137 %	934,91	-3,2134 %	3512,89	-0,0080 %	9,7217 %	-3,2054 %
Nov 01, 2020	205,60	-4,1938 %	823,55	-11,9113 %	3512,75	-0,0040 %	-4,1899 %	-11,9073 %
Sep 30, 2020	204,80	-0,3891 %	856,09	3,9512 %	3513,65	0,0256 %	-0,4147 %	3,9256 %
Aug 31, 2020	214,00	4,4922 %	859,26	0,3703 %	3512,64	-0,0287 %	4,5209 %	0,3990 %
Jul 31, 2020	221,20	3,3645 %	826,23	-3,8440 %	3512,28	-0,0102 %	3,3747 %	-3,8338 %
Jun 30, 2020	226,00	2,1700 %	795,22	-3,7532 %	3512,05	-0,0065 %	2,1765 %	-3,7466 %
May 31, 2020	248,26	9,8496 %	796,77	0,1949 %	3512,12	0,0020 %	9,8476 %	0,1929 %
Apr 30, 2020	235,10	-5,3009 %	775,11	-2,7185 %	3509,78	-0,0666 %	-5,2343 %	-2,6518 %
Mar 31, 2020	203,56	-13,4156 %	707,13	-8,7704 %	3508,75	-0,0293 %	-13,3862 %	-8,7410 %
Mar 01, 2020	203,76	0,0983 %	833,83	17,9175 %	3497,45	-0,3221 %	0,4203 %	18,2395 %
Feb 01, 2020	210,22	3,1704 %	913,99	9,6135 %	3492,92	-0,1295 %	3,2999 %	9,7430 %
Jan 01, 2020	230,60	9,6946 %	941,27	2,9847 %	3491,29	-0,0467 %	9,7413 %	3,0314 %
Dec 01, 2019	234,32	1,6132 %	890,81	-5,3608 %	3486,66	-0,1326 %	1,7458 %	-5,2282 %
Nov 01, 2019	234,91	0,2518 %	903,64	1,4403 %	3482,73	-0,1127 %	0,3645 %	1,5530 %
Sep 30, 2019	212,77	-9,4249 %	886,60	-1,8857 %	3478,26	-0,1283 %	-9,2965 %	-1,7574 %
Aug 31, 2019	191,81	-9,8510 %	861,29	-2,8547 %	3475,08	-0,0914 %	-9,7596 %	-2,7633 %
Jul 31, 2019	182,60	-4,8016 %	859,14	-0,2496 %	3471,38	-0,1065 %	-4,6952 %	-0,1432 %
Jun 30, 2019	190,14	4,1292 %	864,63	0,6390 %	3467,67	-0,1069 %	4,2361 %	0,7459 %
May 31, 2019	173,71	-8,6410 %	852,09	-1,4503 %	3464,92	-0,0793 %	-8,5617 %	-1,3710 %
Apr 30, 2019	188,42	8,4681 %	880,91	3,3823 %	3461,36	-0,1027 %	8,5709 %	3,4850 %
Mar 31, 2019	177,29	-5,9070 %	873,06	-0,8911 %	3458,08	-0,0948 %	-5,8123 %	-0,7964 %
Mar 01, 2019	190,13	7,2424 %	866,56	-0,7445 %	3455,85	-0,0645 %	7,3069 %	-0,6800 %
Feb 01, 2019	191,55	0,7469 %	837,32	-3,3743 %	3453,43	-0,0700 %	0,8169 %	-3,3042 %
Jan 01, 2019	193,45	0,9919 %	803,42	-4,0486 %	3451,82	-0,0466 %	1,0385 %	-4,0020 %
Dec 01, 2018	170,16	-12,0393 %	874,42	8,8372 %	3450,51	-0,0380 %	-12,0013 %	8,8752 %
Nov 01, 2018	187,85	10,3961 %	884,96	1,2054 %	3447,77	-0,0794 %	10,4755 %	1,2848 %
Sep 30, 2018	235,76	25,5044 %	938,26	6,0229 %	3445,60	-0,0629 %	25,5673 %	6,0858 %
Aug 31, 2018	186,70	-20,8093 %	906,69	-3,3647 %	3444,39	-0,0351 %	-20,7742 %	-3,3296 %
Jul 31, 2018	192,50	3,1066 %	896,40	-1,1349 %	3442,50	-0,0549 %	3,1615 %	-1,0800 %
Jun 30, 2018	196,78	2,2234 %	879,14	-1,9255 %	3440,29	-0,0642 %	2,2876 %	-1,8613 %
May 31, 2018	169,23	-14,0004 %	875,52	-0,4118 %	3437,74	-0,0741 %	-13,9263 %	-0,3376 %
Apr 30, 2018	173,23	2,3636 %	859,96	-1,7772 %	3436,57	-0,0340 %	2,3977 %	-1,7432 %
Mar 31, 2018	175,82	1,4951 %	805,32	-6,3538 %	3435,38	-0,0346 %	1,5297 %	-6,3192 %
Mar 01, 2018	148,64	-15,4590 %	810,11	0,5948 %	3435,08	-0,0087 %	-15,4503 %	0,6035 %
Feb 01, 2018	139,58	-6,0953 %	787,53	-2,7873 %	3433,88	-0,0349 %	-6,0603 %	-2,7523 %
Jan 01, 2018	114,44	-18,0112 %	811,01	2,9815 %	3432,79	-0,0317 %	-17,9794 %	3,0132 %
Dec 01, 2017	124,33	8,6421 %	814,45	0,4242 %	3432,40	-0,0114 %	8,6534 %	0,4355 %
Nov 01, 2017	125,25	0,7400 %	796,83	-2,1634 %	3431,01	-0,0405 %	0,7805 %	-2,1229 %
Sep 30, 2017	146,51	16,9741 %	806,95	1,2700 %	3429,81	-0,0350 %	17,0090 %	1,3050 %
Aug 31, 2017	154,83	5,6788 %	783,09	-2,9568 %	3428,66	-0,0335 %	5,7123 %	-2,9233 %
Jul 31, 2017	157,14	1,4920 %	739,87	-5,5192 %	3427,48	-0,0344 %	1,5264 %	-5,4847 %
Jun 30, 2017	124,79	-20,5867 %	732,51	-0,9948 %	3426,47	-0,0295 %	-20,5573 %	-0,9653 %
May 31, 2017	111,89	-10,3374 %	698,58	-4,6320 %	3424,86	-0,0470 %	-10,2904 %	-4,5850 %
Apr 30, 2017	127,06	13,5580 %	710,34	1,6834 %	3422,90	-0,0572 %	13,6152 %	1,7406 %
Mar 31, 2017	137,04	7,8546 %	697,66	-1,7851 %	3422,08	-0,0240 %	7,8785 %	-1,7611 %
Mar 01, 2017	124,03	-9,4936 %	687,85	-1,4061 %	3420,12	-0,0573 %	-9,4363 %	-1,3489 %
Feb 01, 2017	148,31	19,5759 %	690,27	0,3518 %	3418,70	-0,0415 %	19,6174 %	0,3933 %
Jan 01, 2017	159,59	7,6057 %	693,12	0,4129 %	3417,02	-0,0491 %	7,6548 %	0,4620 %
Dec 01, 2016	179,53	12,4945 %	683,87	-1,3345 %	3415,06	-0,0574 %	12,5519 %	-1,2772 %
Nov 01, 2016	172,59	-3,8656 %	656,63	-3,9832 %	3414,19	-0,0255 %	-3,8402 %	-3,9577 %
Sep 30, 2016	158,72	-8,0364 %	638,20	-2,8068 %	3412,67	-0,0445 %	-7,9919 %	-2,7622 %
Aug 31, 2016	122,29	-22,9524 %	622,69	-2,4303 %	3410,97	-0,0498 %	-22,9026 %	-2,3805 %
Jul 31, 2016	107,98	-11,7017 %	618,93	-0,6038 %	3409,72	-0,0366 %	-11,6650 %	-0,5672 %
Jun 30, 2016	121,42	12,4467 %	612,63	-1,0179 %	3407,97	-0,0513 %	12,4981 %	-0,9666 %
May 31, 2016	106,25	-12,4938 %	602,86	-1,5948 %	3406,07	-0,0558 %	-12,4381 %	-1,5390 %
Apr 30, 2016	93,44	-12,0565 %	617,31	2,3969 %	3404,87	-0,0352 %	-12,0212 %	2,4321 %
Mar 31, 2016	88,05	-5,7684 %	606,28	-1,7868 %	3404,29	-0,0170 %	-5,7514 %	-1,7698 %
Mar 01, 2016	92,71	5,2924 %	577,75	-4,7057 %	3402,18	-0,0620 %	5,3544 %	-4,6438 %
Alfa (skjæringspunkt)		-	0,00393					
Beta (stigningstall)			0,42					
Justert Beta			0,61					
Alternativt								
Korrelasjon			0,17					
Std NRS			10,3295 %					
Std Osebx			4,3294 %					
Beta			0,42					

Vedlegg 6

Total egenkapital (uten minoritetsinteresser)	2 980 799
Minoritetsinteresser	39 596
Netto finansiell gjeld (FF-FE)	1 515 677
Netto driftskapital	4 536 072
EK/NDK	0,66
NFG/NDK	0,33
MI/NDK	0,01

Vedlegg 7

Anleggsmidler vekst fra året før	2020	2019	2018	2017	2016	
Tomter, bygninger og annen fast ei	126,7 %	45,8 %	23,4 %	56,4 %	52,2 %	
Maskiner/anlegg/biler	52,9 %	155,0 %	39,5 %	23,4 %	8,0 %	
Båter og flåter	211,1 %	1,0 %	10,6 %	37,3 %	20,5 %	
Driftsløsøre/ inventar/ verktøy/ Bil	244,6 %	-15,4 %	21,6 %	-4,1 %	45,4 %	
Total vekst	100,1 %	74,8 %	23,6 %	30,3 %	16,6 %	
Anleggsmidler i % av inntekter	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Tomter, bygninger og annen fast eiend	2,4 %	1,0 %	0,7 %	0,6 %	0,5 %	0,4 %
Maskiner/anlegg/biler	23,9 %	14,3 %	6,2 %	4,6 %	4,3 %	5,3 %
Båter og flåter	18,4 %	5,4 %	5,9 %	5,5 %	4,7 %	5,1 %
Driftsløsøre/ inventar/ verktøy/ Biler	1,2 %	0,3 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %
Total	45,9 %	21,0 %	13,2 %	11,0 %	9,9 %	11,1 %
Anleggsmidler i % av Resultat						
Tomter, bygninger og annen fast eiend	59,8 %	11,0 %	6,5 %	4,9 %	3,2 %	5,9 %
Maskiner/anlegg/biler	585,8 %	159,2 %	54,0 %	35,7 %	29,9 %	77,4 %
Båter og flåter	451,0 %	60,2 %	51,5 %	43,0 %	32,4 %	75,2 %
Driftsløsøre/ inventar/ verktøy/ Biler	30,2 %	3,6 %	3,7 %	2,8 %	3,0 %	5,9 %
Total	1126,8 %	234,0 %	115,7 %	86,4 %	68,6 %	164,4 %

Vedlegg 8

Gj.snitt de 4 årene med minst vekst	/1,5	/1,5	/1,5	/1,5	/1,5
44,4 %	29,6 %	19,8 %	13,2 %	8,8 %	5,9 %
31,0 %	20,6 %	13,8 %	9,2 %	6,1 %	4,1 %
17,4 %	11,6 %	7,7 %	5,1 %	3,4 %	2,3 %
11,9 %	7,9 %	5,3 %	3,5 %	2,3 %	1,6 %
26,2 %	17,5 %	11,7 %	7,8 %	5,2 %	3,5 %

Vedlegg 9

Driftsmessige eiendeler							
Andre fordringer dager	11,84	11,79	4,96	5,46	5,30	7,24	Forslag om 5,5
Prognose andre fordringer	81 762	88 303	92 718	97 354	102 221	107 332	
Kundefordringer dager	10,73	27,24	26,51	40,37	41,32	56,92	Forslag om 25
Prognose kundefordringer	371 644	401 375	421 444	442 516	464 642	487 874	
Leverandørgjeld dager	51,33	45,83	40,85	51,57	73,04	71,52	Forslag om 50
Prognose leverandørgjeld	609 496	666 283	708 026	752 278	789 891	829 386	
Varelager dager	106,09	87,02	88,50	98,55	103,43	90,76	Forslag 115
Prognose varelager	1 401 840	1 532 451	1 628 460	1 730 238	1 816 750	1 907 588	

Vedlegg 10

Full prognostisert balanse	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Konsesjoner	948 616	1 148 616	1 148 616	1 298 616	1 298 616	1 398 616
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	180 401	233 849	280 036	316 910	344 729	364 904
Maskiner/anlegg/biler	1 601 092	1 931 516	2 197 259	2 398 796	2 545 477	2 649 244
Båter og flåter	1 104 637	1 232 439	1 327 498	1 395 759	1 443 606	1 476 597
Driftsløsøre/ inventar/ verktøy/ Biler	70 429	75 997	80 003	82 814	84 754	86 078
Varelager	1 401 840	1 532 451	1 628 460	1 730 238	1 816 750	1 907 588
Kundefordringer	371 644	401 375	421 444	442 516	464 642	487 874
Andre kortsiktige fordringer	81 762	88 303	92 718	97 354	102 221	107 332
Investering i tilknyttede selskaper	733 087	733 087	733 087	733 087	733 087	733 087
DME	6 493 508	7 377 633	7 909 121	8 496 090	8 833 883	9 211 320
Leverandørgjeld	609 496	666 283	708 026	752 278	789 891	829 386
Pensjonsforpliktelse	24 417	26 370	27 689	29 073	30 527	32 053
Betalbar skatt	54 260	52 741	49 225	45 225	47 486	49 861
Utsatt skatt	377 881	377 881	377 881	377 881	377 881	377 881
Annen kortsiktig gjeld		77 307	117 459	216 039	148 865	92 149
DMF	1 066 054	1 200 582	1 280 280	1 420 496	1 394 651	1 381 331
NDME	5 427 454	6 177 050	6 628 841	7 075 594	7 439 232	7 829 990
Andre finansielle eiendeler	3 999	3 999	3 999	3 999	3 999	3 999
Andre langsiktige fordringer	46 904	46 904	46 904	46 904	46 904	46 904
Kontanter og kontantekvivalenter	299 284	150 000	150 000	150 000	150 000	150 000
Finansielle derivater	0	0	0	0	0	0
FE	350 187	200 903	200 903	200 903	200 903	200 903
Sysselsatte eiendeler	5 777 642	6 377 953	6 829 744	7 276 497	7 640 135	8 030 893
EK og FF						
Aksjekapital	43 572	43 572	43 572	43 572	43 572	43 572
Egne aksjer	-653	-653	-653	-653	-653	-653
Annen innskutt og opptjent egenkapital	3 244 766	3 541 492	3 816 836	4 067 046	4 329 619	4 605 156
Ikke kontrollerende eierinteresser	42 362	42 362	42 362	42 362	42 362	42 362
EK Konsern	3 330 047	3 626 774	3 902 117	4 152 328	4 414 900	4 690 438
Langsiktig rentebærende gjeld	2 262 070	2 548 967	2 713 365	2 897 158	2 986 873	3 090 175
Kortsiktig rentebærende gjeld	185 525	202 213	214 262	227 011	238 361	250 279
Finansielle derivater						
FF	2 447 595	2 751 180	2 927 627	3 124 169	3 225 234	3 340 455
Sysselsatt kapital	5 777 642	6 377 953	6 829 744	7 276 497	7 640 135	8 030 893

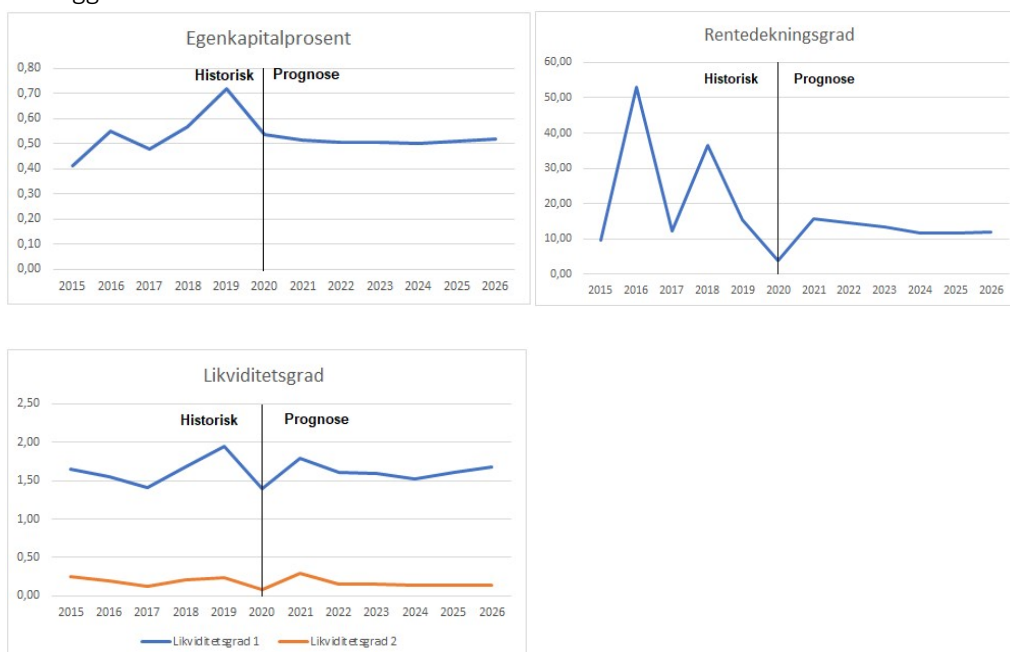
Vedlegg 11

Utbytte						
Historisk	342 958	286 149	221 121	425 265	137 640	69 191
% av resultat	171,8 %	59,4 %	39,1 %	70,1 %	23,8 %	36,0 %
Vårt estimat av utbytte: 40%						
Resultat til annen EK						
Salg prognose	5 425 999	5 860 079	6 153 083	6 460 737	6 783 774	7 122 963
Driftsresultat	542 600	527 407	492 247	452 252	474 864	498 607
Finansresultat	-27 164	-28 507	-28 550	-29 963	-31 446	-33 002
Økning minoritet	-3 960	-4 356	-4 791	-5 270	-5 797	-6 377
Årsresultat	511 476	494 544	458 906	417 018	437 621	459 229
Utbytte	204 590	197 818	183 562	166 807	175 048	183 692
Resultat til EK	306 886	296 727	275 343	250 211	262 573	275 537

Vedlegg 12

FF						
Langsiktig rentebærende gjeld	1 378 514	200 933	551 054	461 241	303 781	653 361
% av langsiktige eiendeler	41,8 %	10,6 %	36,3 %	38,7 %	28,5 %	64,9 %
Estimat: 40%	1 562 070	1 848 967	2 013 365	2 197 158	2 286 873	2 390 175
Kortsiktig rentebærende gjeld	226 819	47 927	102 514	342 617	47 635	46 519
% av omløpsmidler	14,2 %	2,8 %	7,3 %	20,5 %	3,3 %	3,8 %
Estimat: 10%	185 525	202 213	214 262	227 011	238 361	250 279

Vedlegg 13



Vedlegg 14

Fri kontantstrøm	ÅR	01.01.2021	2021	2022	2023	2024	2025	2026	Konstant vekst = 2%
Driftsresultat etter skatt			542 600	527 407	492 247	452 252	474 864	498 607	508 580
Netto driftsmessige eiendeler		4 536 072	5 427 454	6 177 050	6 628 841	7 075 594	7 439 232	7 829 990	7 986 589
Fri kontantstrøm			- 348 782	- 222 189	40 456	5 499	111 226	107 849	351 980
WACC	4,3 %								
Diskonteringsfaktor			1,04	1,09	1,13	1,18	1,23	1,29	
Nåverdi av kontantstrøm			- 334 403	- 204 246	35 656	4 647	90 112	83 775	
Terminalledd									15 303 467
Terminalledd nåverdi									11 887 321
verdi Σ			- 334 403	- 204 246	35 656	4 647	90 112	83 775	11 887 321
Total verdi (i tusen)		11 562 861							
FF		1 605 333							
Minoritetsinteresse		42 362							
Virkelig verdi EK til mor		9 915 166							
Antall aksjer		43 572 191							
Verdi per aksje		227,56							

AEG	ÅR	01.01.2021	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027*	Konstant vekst = 2%
Driftsresultat etter skatt			542 600	527 407	492 247	452 252	474 864	498 607	508 580	518 751
Netto driftsmessige eiendeler		4 536 072	5 427 454	6 177 050	6 628 841	7 075 594	7 439 232	7 829 990	7 986 589	8 146 321
Fri kontantstrøm (utbytte)			-348 782	-222 189	40 456	5 499	111 226	107 849	351 980	359 019
Avkastning på utbytte				-14 998	-9 554	1 740	236	4 783	4 638	15 135
Driftsres innkl. Avk. På utbytte			542 600	512 409	482 693	453 991	475 101	503 390	513 217	533 886
Normalresultat				565 932	550 086	513 413	471 698	495 283	520 047	530 448
AEG				-53 522	-67 393	-59 422	3 402	8 107	-6 830	3 438
WACC	4,3 %									
Diskonteringsfaktor				1,04	1,09	1,13	1,18	1,23	1,29	
Nåverdi av AEG				-51 316	-61 951	-52 371	2 875	6 568	-5 306	
Terminalledd										149 470
Terminalledd nåverdi										116 104
Grunnlag for kapitalisering: Σ			542 600	-51 316	-61 951	-52 371	2 875	6 568	-5 306	116 104
Grunnlag for kapitalisering		497 203								
1/WACC		23								
Total verdi (i tusen)		11 562 861								* 2027 har 2% vekst fra året før, trengs for å få med den normale avkastningen på utbytte
FF		1 605 333								
Minoritetsinteresse		42 362								
Virkelig verdi EK til mor		9 915 166								
Antall aksjer		43 572 191								
Verdi per aksje		227,56								

Vedlegg 15

	2020	2019	2018	2017	2016	2015
Driftsinntekter	5 118 867,00	5 586 670,00	5 080 806,00	4 937 798,00	4 224 340,00	3 210 548,00
Volum	88 904,00	89 879,00	82 420,00	77 799,00	66 808,00	69 971,00
Laksepris	54,50	59,96	59,97	59,42	62,68	41,45
Volum*Lakspris	4 845 268,00	5 389 144,84	4 942 727,40	4 622 816,58	4 187 525,44	2 900 297,95
Korrelasjon	0,95	0,96	0,97	0,94	0,99	0,90

Vedlegg 16

01.01.2020	MOWI	SalMar	Lerøy	Estimat*
Aksjepris	231,76	443,51	58,81	
Antall aksjer	517 111 091	113 299 999	595 773 680	
Verdi basert på børs	119 845 666 450	50 249 682 556	35 037 450 121	
Bokført EK	28 661 702 000	9 007 710 000	16 850 632 000	
Årsresultat	5 338 517 000	2 584 387 000	1 902 881 000	
P/E	22	19	18	20
P/B	4,18	5,58	2,08	3,95

Verdi NRS basert på P/E og P/B				
EK Basert på P/E	7 849 724 653			
EK Basert på P/B	13 066 887 758			
Snitt:	10 458 306 206			
Per aksje:	240,02			

Vedlegg 17

01.01.2020	MOWI	SalMar	Lerøy	Estimat*
Aksjepris	231,76	443,51	58,81	
Antall aksjer	517 111 091	113 299 999	595 773 680	
Markedsverdi EK	119 845 666 450	50 249 682 556	35 037 450 121	
Minoritetsinteresser	3 964	732 391 000	912 674 000	
Gjeld - kontanter	29 478 286 000	8 014 966 000	9 563 920 000	
EV	149 323 956 414	58 997 039 556	45 514 044 121	
EBITDA	8 666 295 000	3 786 000 000	3 746 000 000	
EV/EBITDA	17,23	15,58	12,15	14,99
Verdi basert på EV/EBTIDA				
EBITDA NRS	629 606 000			
EV/EBITDA NRS	18,83			
EV/EBITDA Bransje	14,99			
EV/EBTIDA - verdi	9 436 411 379			

