

Andreas Osnes
Adrian Magnus Jacobsen
Ola Nymoen Aas

Verdivurdering av Norway Royal Salmon ASA

Semesteroppgave i finansiell styring [AF3015]

Semesteroppgave i finansiell styring

Veileder: Are Oust

April 2021

Andreas Osnes
Adrian Magnus Jacobsen
Ola Nymoene Aas

Verdivurdering av Norway Royal Salmon ASA

Semesteroppgave i finansiell styring [AF3015]

Semesteroppgave i finansiell styring
Veileder: Are Oust
April 2021

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet
Fakultet for økonomi



Kunnskap for en bedre verden

FORORD

Denne semesteroppgaven ble utarbeidet i forbindelse med avslutning av vår bachelorgrad i økonomi og administrasjon ved NTNU Handelshøyskolen våren 2019. Omfanget av oppgaven er på 7,5 studiepoeng, og oppgaven er skrevet med utgangspunkt i vår hovedprofil finansiell styring.

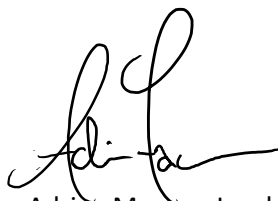
Prosessen med å skrive semesteroppgave har sørget for at vi har fått økt innsikt og forståelse rundt hvordan finans og økonomifagene fungerer i praksis. Den har også synliggjort viktigheten av å ha god kompetanse innenfor de ulike fagfeltene. Skrivningen har vært krevende, men lærerik. Totalt sett er vi fornøyde med resultatet av oppgaven.

Vi ønsker også å takke vår veileder Are Oust for konstruktiv kritikk og god hjelp underveis.

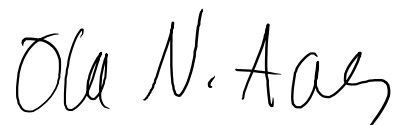
NTNU Handelshøyskolen, Trondheim, april 2021



Andreas Osnes



Adrian Magnus Jacobsen



Ola Nymoen Aas

Sammendrag

Semesteroppgaven er skrevet som helheten av et emne på NTNU Handelshøyskolen i Trondheim for studenter som har valgt Finansiell Styring som sin spesialisering. Formålet med denne oppgaven har vært å verdsette Norway Royal Salmon ASA, et selskap som er børsnotert på Oslo Børs. Dette gjøres ved hjelp av tre analyser. Først en strategisk analyse, etterfulgt en regnskapsanalyse og til slutt en finansiell analyse. Som en oppsummering av disse tre analysene vil vi presentere den estimerte verdsettelse av selskapet. Hele verdsettelsen konkluderes i hvor mye en aksje i selskapet er verdsatt til 31.12.2020, noe som også besvarer oppgavens problemstilling. Informasjonen som er tatt i bruk i oppgaven er hentet av offentlig tilgjengelige kilder.

Oppgaven starter med en presentasjon av motivasjonen, problemstillingen og avgrensninger for verdsettelsen. Videre er NRS presentert ved å se på dagens situasjon og selskapets historie. Den tredje delen av oppgaven er den strategiske analysen. Her har det blitt sett på hvordan eksterne og interne forhold er, ved hjelp av PESTEL-modellen, Porters fem konkurransekrefter, VRIO-modellen og SWOT-analyse. I den fjerde delen av oppgaven, regnskapsanalysen, har det blitt konkludert med et NRS har en sterk og solid økonomi, og at de er rustet for fremtidig drift.

Oppgavens siste og femte del er den fundamentale analysen. Her er også oppgaven sin problemstilling forsøkt besvart. Problemstillingen blir besvart ved at vi kommer frem til en aksjekurs på selskapet. For å kunne gjennomføre en verdsettelse har det blitt utarbeidet et avkastningskrav og estimerte fremtidige kontantstrømmer. På bakgrunn av dette har oppgaven kommet frem til en aksjekurs på NRS per 31.12.20 på 214,76. Den virkelige verdien av aksjen var per 31.12.20 på 214,6. Vår verdsettelse er altså 0,079% høyere enn den virkelige verdien.

Abstract

This thesis is written as the entirety of a course at NTNU Handelshøyskolen for students that have specialized in finance. The main goal of this project has been to value Norway Royal Salmon ASA, a company listed on Oslo Stock Exchange. This has been done by the help of three different analyses. Firstly, a strategic analysis, secondly, an accounting analysis and finally a financial analysis. As a summary of these three analyses, we will present the estimated valuation of the company. The entire valuation is concluded in how much a share in the company is valued at the 31.12.2020, which also reflects the purpose of our paper. The information used is obtained solely from publicly available sources.

The thesis starts off with a presentation of the motivation for writing the thesis, the thesis statement we are trying to solve and the limitations of the valuation. Furthermore, NRS is presented by looking at their situation today and the company's history. The third part of the thesis is the strategic analysis. Here, the internal and external conditions are analysed using the Pestel model, Porter's five forces, the VRIO model and a SWOT analysis. In the fourth part of the thesis, the accounting analysis, it has been concluded that NRS has a strong and solid economy, and that they are well set for future operations.

The final and fifth part of the thesis is the valuation itself. Here, the thesis statement is attempted answered. This is answered with us estimating a share price of the company. To be able to do this, we have calculated a required rate of return and estimated the future cash flows. Based on this we ended up with a share price as of 31.12.20 of 214,76. The true value at 31.12.20 was 214,6. Thus, our valuation is 0,079 % higher than the true value.

INNHOLDSFORTEGNELSE

1. Innledning.....	7
1.1 Motivasjon.....	7
1.2 Problemstilling.....	7
1.3 Avgrensing.....	7
1.4 Oppbygging.....	8
2. Presentasjon av bransjen og selskapet	8
2.1 Presentasjon av bransjen	8
2.1.1 Historisk utvikling	8
2.1.2 Produksjon av laks	11
2.1.3 Utfordringer.....	12
2.1.4 Lakseprisen	12
2.1.5 Konkurrenter	15
2.2 Presentasjon av selskapet	15
2.2.1 Historie	15
2.2.2 Utvikling.....	16
3. Strategisk analyse.....	18
3.1 PESTEL – Makroøkonomisk analyse	18
3.1.1 Politiske forhold.....	19
3.1.2 Økonomiske forhold	20
3.1.3 Sosiokulturelle forhold	21
3.1.4 Teknologiske forhold	22
3.1.5 Miljømessige forhold.....	22
3.1.6 Juridiske forhold	23
3.2 Porters fem konkurransekrefter – Mikroøkonomisk analyse	24
3.2.1 Leverandørens forhandlingsmakt	24
3.2.2 Kundenenes forhandlingsmakt.....	25
3.2.3 Potensielle inntrengere	26
3.2.4 Potensielle substitutter	28
3.2.5 Dagens konkurrenter.....	30
3.3 VRIO – Intern analyse	31
3.3.1 Lokalisering.....	32
3.3.2 Salgsvirksomheten.....	32
3.3.3 Integrering i verdikjeden	33
3.3.4 Innovasjonsevne.....	33
3.4 Oppsummering av analysene – SWOT	34

3.4.1	Styrker	35
3.4.2	Svakheter	35
3.4.3	Muligheter	35
3.4.4	Trusler.....	35
4.	Regnskapsanalyse.....	36
4.1	Lønnsomhet.....	36
4.1.1	Egenkapitalrentabilitet	36
4.1.2	Totalkapitalrentabilitet.....	37
4.1.3	Driftsmargin.....	38
4.2	Finansiering	40
4.2.1	Finansieringsgrad 1.....	40
4.2.2	Arbeidskapital.....	41
4.3	Soliditet	41
4.3.1	Egenkapitalandel	41
4.3.2	Gjeldsgrad.....	42
4.3.3	Rentedekningsgrad.....	43
4.4	Likviditet- & betalingsevne.....	44
4.4.1	Likviditetsgrad 1	44
4.4.2	Likviditetsgrad 2	45
4.5	Oppsummering regnskapsanalyse	46
5.	Fundamental Analyse.....	46
5.1	Prognose av fremtidige kontantstrømmer.....	47
5.1.1	Inntekter	47
5.1.2	Kostnader	49
5.2	Avkastningskrav.....	54
5.2.1	Kapitalverdimodellen (CAPM)	54
5.2.2	Risikofri rente	55
5.2.3	Beta (β)	55
5.2.4	Markedets risikopremie ($r_m - r_f$)	55
5.2.5	Beregning av kapitalverdien (CAPM).....	55
5.2.6	Beregning av avkastningskrav for totalkapitalen (WACC).....	56
5.3	Diskontering	57
6.	Markedsbasert verdsettelse.....	58
6.1	Sammenlignbare selskaper	58
6.2	Price/Earnings.....	59
6.3	Price/Book	59

6.4 EV/KG.....	60
6.5 EV/EBIT	61
6.6 EV/EBITDA	61
6.7 Oppsummering av multipler og estimert aksjeverdi.....	62
7. Sensitivitetsanalyse og diskusjon	63
8. Konklusjon	65
Figur- og tabelloversikt.....	66
Figuroversikt:.....	66
Tabelloversikt:	66
Kilder.....	67
Faglitteratur.....	67
Offentlige kilder.....	68

1. INNLEDNING

1.1 Motivasjon

I denne oppgaven har vi valgt å foreta en verdsettelse av Norway Royal Salmon ASA, heretter omtalt som NRS. NRS er blant de største selskapene i Norge innen lakseoppdrett og har hovedkontor i byen vi studerer i, Trondheim. Det er flere årsaker til at vi har valgt nettopp dette selskapet. For det første syntes vi oppdrettsnæringen er en spennende bransje vi tror vil fortsette å ha stor betydning for Norge i årene fremover. Det vi finner ekstra interessant er de nye satsningsområdene i oppdrettsnæringen, som landbasert oppdrett og offshore oppdrett. Ved å verdsette et av Norges fremste oppdrettsselskap, håper vi å sitte igjen med større innsikt innenfor disse spennende satsningsområdene som trolig vil være en viktig bidragsyter til den norske velferdsstaten i årene fremover.

1.2 Problemstilling

I denne verdsettelsesoppgaven skal vi forsøke å komme fram til en verdsettelse av det børsnoterte selskapet NRS. Dette legger grunnlaget for oppgavens problemstilling:

«Hva er en aksje i Norway Royal Salmon ASA verdsatt til per 31.12.2020?»

Det stilles tre krav til enhver problemstilling, den skal være spennende, enkel og fruktbar (Jacobsen, 2015). Problemstillingen blir spennende i den forstand at det blir interessant å se om vi klarer å estimere en verdi som faktisk representerer den virkelige markedsprisen. Videre er problemstillingen relativt sett enkel, i og med at det er en konkret aksjepris vi skal komme fram til. På bakgrunn av at vi kan bruke regnskapstallene til selskapet for å gjennomføre empiriske undersøkelser, kan vi si at problemstillingen også er fruktbar.

1.3 Avgrensing

Alt materialet i denne oppgaven vil være hentet fra eksterne kilder. Årsrapporten presenteres 26.04.21, noe som betyr at vi primært bruker tall fra tidligere årsrapporter og kvartalsrapporter. De nyeste tallene vi har tatt i bruk er tall presentert i den fjerde kvartalsrapporten til NRS. Vi har videre valgt å begrense analyseperioden fra 2015 til 2020, da vi mener at dette er en fornuftig analyseperiode som inkluderer både opp- og nedkonjunkturer.

Selskapene vi har valgt å benytte i sammenlikninger med NRS er; SalMar, Grieg Seafood, Mowi og Lerøy Seafood Group. Disse selskapene skal sammen med NRS, danne bransjestandarden i denne oppgaven. Vi har valgt å avgrense valg av komparative selskap til utelukkende norske selskap, slik at analysen er konsentrert rundt det norske markedet.

1.4 Oppbygging

Oppgaven deles inn i åtte forskjellige kapitler. Første del av oppgaven vil ta for seg selskapet og bransjen det opererer i. Deretter vil det bli gjennomført en strategisk analyse der fokuset vil ligge både internt og eksternt. Denne analysen vil gi oss innsikt i NRS sin strategiske fordel, ved å avdekke underliggende økonomiske forhold. Videre vil det bli gjennomført en regnskapsanalyse av selskapet. Her vil vi vurdere om selskapets lønnsomhet, finansiering, soliditet og likviditet er tilfredsstillende, sett i forhold til historiske krav og bransjestandard. Etter regnskapsanalysen vil det bli gjennomført en finansiell analyse. Den finansielle analysen er todelt, først vil det bli presentert en fundamental analyse og deretter en markedsbasert analyse. Den fundamentale analyse vil inneholde en prognose av fremtidige kontantstrømmer, avkastningskrav og diskontering, mens den markedsbaserte analysen vil ta for seg multipler, sett i sammenheng med de komparative selskapene som ble nevnt i delkapittelet ovenfor. Avslutningsvis blir det presentert en sensitivitetsanalyse med diskusjon, før det hele rundes opp i en konklusjon.

2. PRESENTASJON AV BRANSJEN OG SELSKAPET

Vi vil i det følgende kapittelet fremlegge en presentasjon av oppdrettsbransjen og NRS. Her vil vi først ta en titt på den historiske utviklingen rundt spesifikke forhold ved bransjen. Dette vil hjelpe med å danne et grunnlag før det utøves en kvalitativ og kvantitativ analyse. Videre vil vi se mer spesifikt på NRS, og dets utvikling, samt se på hva som skiller NRS fra andre virksomheter i bransjen.

2.1 Presentasjon av bransjen

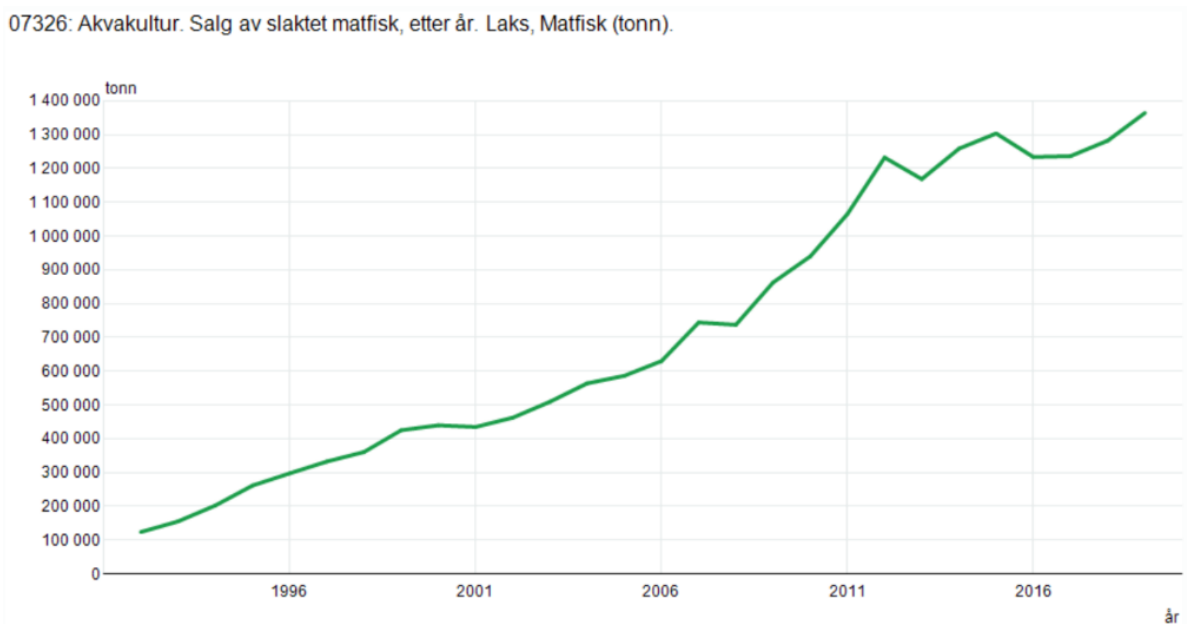
2.1.1 Historisk utvikling

Norge har en lang og utstrakt kystlinje med en rekke fjorder der vi har gunstig temperaturer og saltholdighet som danner optimale forhold for lakseoppdrett. Utviklingen i Norsk oppdrettsnæring kan i all hovedsak deles inn i 3 faser: pionerfasen, gjennombrudds- og vekstfasen og til slutt konsentrasjon- og restruktureringsfasen.

Den første fasen, pionerfasen, strekker seg fra begynnelsen av 1950 tallet og frem til 1970-årene. I denne perioden eksperimenterte man med produksjon av laks og ørret i avstengte poller og bukter. Den andre perioden, gjennombrudds- og vekstfasen, strekker seg fra 1970 tallet og frem til 1991. I denne perioden fikk Norge gjennombruddet i oppdrett av atlantisk laks. Her ble det blant annet tatt i bruk flytemerder i sjøen som gjorde oppdrett mer profitabelt gjennom mindre risiko og lavere driftskostnader. Den tredje fasen startet i 1992. Dette var starten på en periode med konsentrasjon og restrukturering. Årsaken til dette er at det fra 1992 ble tillat å ha mer enn én konsesjon per eier, i tillegg blir kravene om lokalt eierskap svekket. Denne konsentrasjonen og restruktureringen kom som

følge av en krise i oppdrettsnæringen, da man slet med overproduksjon i forhold til etterspørselen. Dette førte følgelig til en lav laksepris. Den lave lakseprisen og krisen i bransjen førte til konkurser og store strukturelle endringer. Denne krisen gjorde at man gikk fra å ha mange små virksomheter til å få færre, men større virksomheter. Dette resulterte i at det norske havbruk fikk en sterkere eierkonsentrasjon, som vi også tydelig ser i dag (*Norges fiskeri- og kysthistorie » Band 5, 2016*).

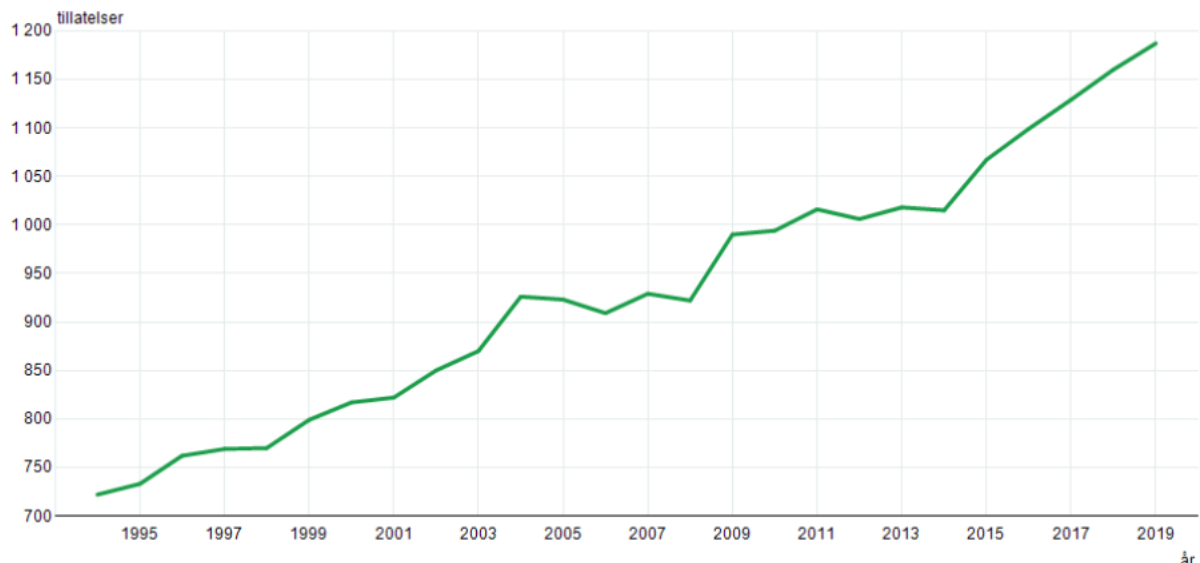
Norsk lakseoppdrett har siden 1992 og frem til i dag hatt en formidabel vekst. Som illustrert av figuren under viser har produksjonen økt fra 131 000 tonn 1992 til 1 364 044 tonn i 2019 (SSB, 2020). Men man ser også at veksten fra 2012 og til i dag har stagnert sammenlignet med perioden fra 1992 til 2012. Dette er en konsekvens av problemer knyttet til blant annet sykdommer og rømt oppdrettslaks. Som en følge av dette, har antallet nye konsesjoner blitt begrenset. En konsesjon er en tillatelse eller godkjenning til å etablere oppdrettsvirksomhet (Eriksen, 2020), dette vil bli forklart grundigere i kapittel 3.1.1. I tillegg til konsesjonene er det også krav til mengde fisk, utslipp, påvirkning på miljøet, antall lakselus osv.



Figur 2.1: Norsk lakseproduksjon (Statistisk sentralbyrå (SSB, 2020)

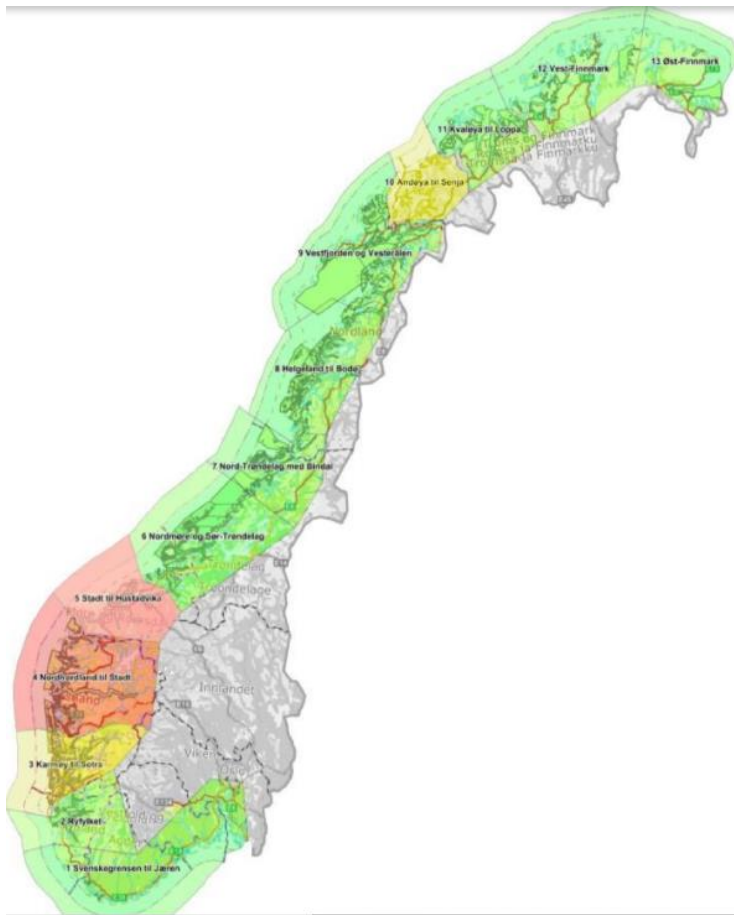
Under ser vi en oversikt over utviklingen i antall konsesjoner. Man ser at antallet konsesjoner har økt jevnt siden 1990 tallet, men at økningen har vært noe sterkere siden 2014 og til i dag. Økningen skyldes at det har blitt utstedt grønne konsesjoner og utviklingskonsesjoner. Disse vil bli redegjort for i kapittel 3.1.1. De grønne konsesjonene og utviklingskonsesjonene er utstedt som tiltak for å gå i retning av en mer bærekraftig lakseproduksjon, samt sikre muligheten til fremtidig vekst i produksjonsvolumene.

08967: Akvakultur. Antall tillatelser i drift, etter år. Hele landet, Matfisk laks og regnbueørret, Tillatelser.



Figur 2.2 Utvikling av antall konsesjoner (SSB, 2020)

Bransjen i dag preges av et fokus på å bekjempe miljøproblemene som er nevnt ovenfor, og dermed gå i retning av en mer bærekraftig produksjon. Staten har derfor innført en rekke tiltak for å imøtekomme målet om en mer bærekraftig produksjon. Det har blant annet blitt etablert et trafikklyssystem som deler de ulike områder inn etter fargene rød, gul og grønn. Har området rød farge må produksjonen av fisk reduseres, er fargen gul kan man opprettholde nivåene, og er de grønne vil man annethvert år få tilbud om økt produksjonskapasitet (Misund, 2021). Nedenfor ser man hvordan dagens fordeling av områder er i trafikklyssystemet. Her ser man at hele Nord-Norge stort sett er farget grønt, mens det er noen områder rundt Møre og Romsdal som er røde.



Figur 2.3 Trafikklyssystemet (Troms og Finnmark fylkeskommune, 2020)

2.1.2 Produksjon av laks

Verdikjeden i lakseoppdrett strekker seg fra to til tre år og kan i all hovedsak deles inn i 5 ulike steg. Dette danner også grunnlaget for de totale kostnadene for lakseproduksjonen, som fordeler seg over de 5 ulike stegene som følger under (Mowi, 2019)

Stamfisk

Første steg er å befrukte rognen fra stamfisk, omtrent 2 måneder senere klekkes rognen og yngelen settes fri, denne prosessen foregår i ferskvann ved landbaserte anlegg.

Settefisk

Her fores og vaksineres yngelen ved settefiskanlegg, når yngelen veier omkring 60-100 gram etter 10-16 måneder er den klar for å settes ut i merder i sjøen, nå kalles yngelen for smolt.

Matfisk

Når smolten er satt ut i merdene vokser den her i 15-24 måneder til den veier mellom 3 og 7 kg. Da er den slakteklar.

Slakt og videreforedling

Laksen fraktes til land hvor den slaktes, sløyes og pakkes. I noen tilfeller fryses den også for senere salg. Når laksen videreforedles, blir den delt opp i filetter skiver eller andre produkter.

Salg og eksport

Laksen selges gjennom salgavdelinger hos de ulike oppdretterne, her selges den enten innenlands eller eksporteres ut til utenlandske markeder.

2.1.3 Utfordringer

Oppdrettsbransjen har en rekke utfordringer knyttet til miljø og bærekraft. Oppdrettsbransjen har hatt store problemer med sykdommer og parasitter som lakselus. Et stort problem er at laksen blir resistent mot sentrale behandlinger som antibiotika. Et annet problem har vært rømminger, dette er en utfordring både av økonomiske årsaker, men også av økologiske årsaker fordi det påvirker villaksens genetikk og levemåte. Dette er grundigere gjennomgått i kapittel 3.1.5. I tillegg møter bransjen mulige politiske utfordringer gjennom barrierer som konsesjoner som gjør at vekst i tilfeller kan være vanskelig. På samme tid bidrar det til å holde tilbudet nede og dermed en høyere laksepris. Andre politiske utfordringer er at man er avhengig av handelsavtaler, og når slike avtaler blir brutt, får dette konsekvenser for salget av laksen. Eksempelvis, da Kina stoppet den politiske kontakten med Norge i 2010, etter fredsprisutdelingen til Liu Xiabo (Kristiansen, 2017).

2.1.4 Lakseprisen

Lakseprisen er av stor betydning for et lakseoppdrettsselskaps inntjening og dermed også verdi og aksjekursen, vi vil derfor se på hvilke faktorer som påvirker lakseprisen.

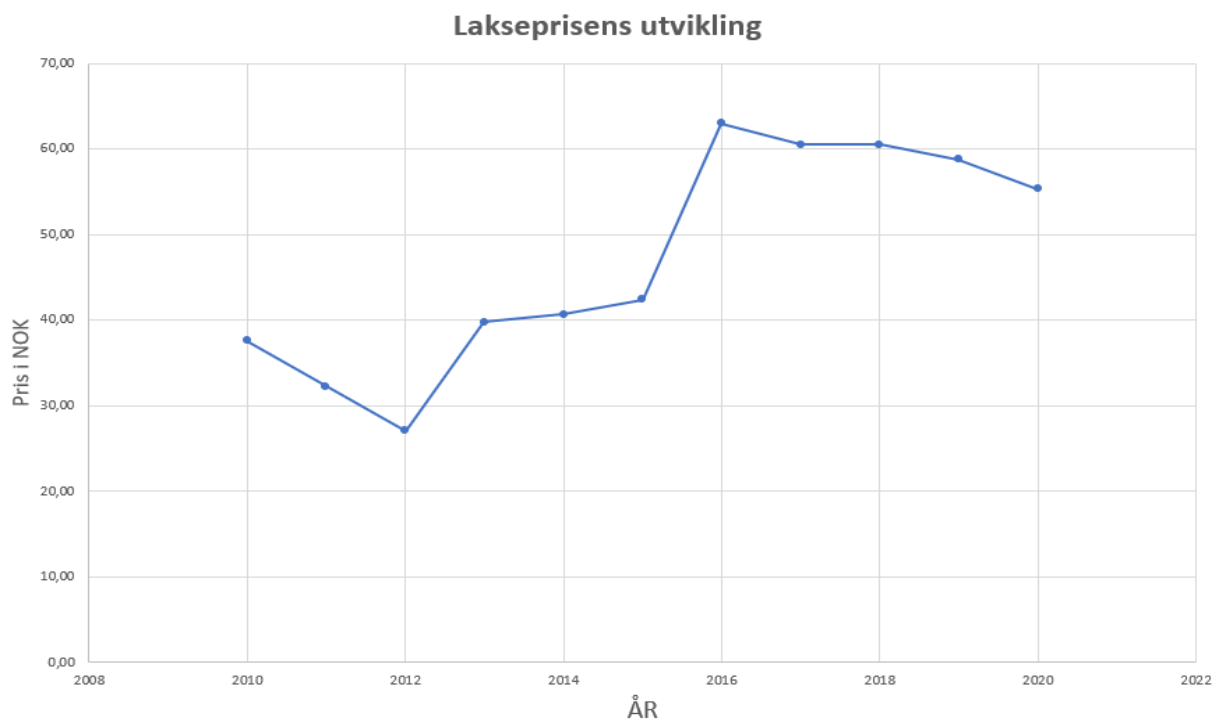
Lakseprisen bestemmes i all hovedsak av tilbud og etterspørsel, og nærmere bestemt markedskrysset. Noe som vil si at om tilbudet er høyere enn etterspørselen, vil det gi lavere laksepriser, og motsatt vil en høyere etterspørsel føre til en høyere laksepris. Tilbudet påvirkes i stor grad av selskapenes produksjon, mens etterspørselen styres av hvor mye laks som etterspørres av markedet.

Faktorer som bidrar til å begrense tilbudet av laks er myndighetenes reguleringer gjennom konsesjoner, samt mangel på egnede lokaliteter. Som en konsekvens av dette har produksjonsveksten de siste årene har vært lav. De siste årene har man også hatt en høy laksepris, dette har ført til at det har vært produsert så mye laks det er kapasitet til. En noe lavere eller høyere laksepris vil ikke ha stor betydning for tilbudet på kort sikt. Det kan også nevnes at produksjonen av laks er lite fleksibel, da det tar rundt 3 år fra produksjonen av laks starter til den er slakteklar. Faktorer som kan bidra til økt tilbud av laks er ny teknologi som gjør produksjonen billigere eller mer effektiv. Eksempler på slik teknologi kan være behandlinger eller vaksiner som gjør at man unngår sykdommer som for eksempel lakselus

og andre parasitter. En lavere produksjonskostnad kan videre bidra til å øke tilbudet fordi det er lønnsomt å selge laksen til en lavere pris. Andre forhold som kan spille inn på produksjonen er klimatiske forhold, som variasjon i temperaturen i sjøen og oksygentilførsel. Avslutningsvis kan vi nevne at et økt tilbud kan redusere prisen, dersom etterspørselen er den samme (Capia, 2019).

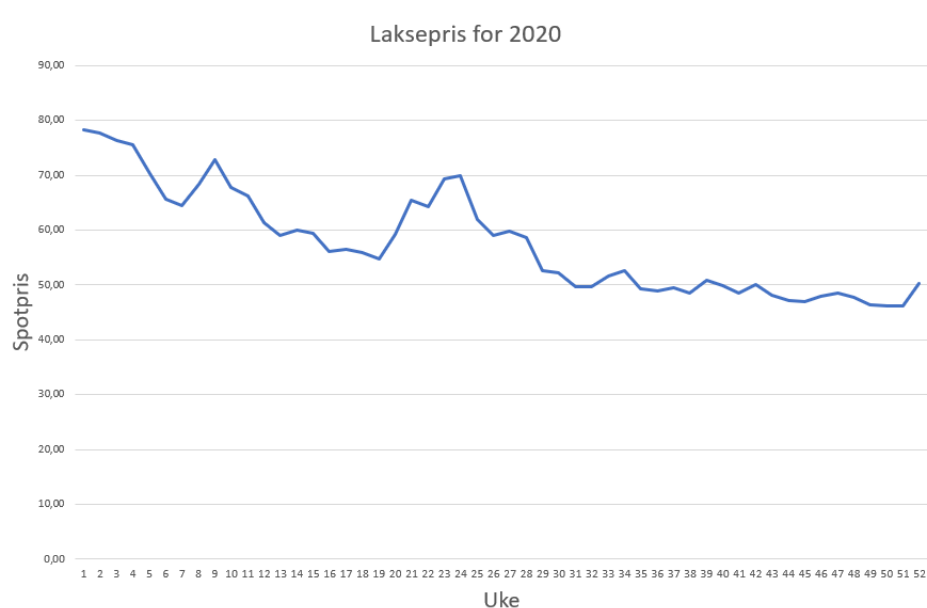
Etterspørselen påvirkes av hvor mye laks konsumentene er villige til å kjøpe til forskjellige priser, isolert sett vil alltid en reduksjon i prisen øke konsumet. Faktorer som kan påvirke etterspørselssiden er endringer i sosiale trender, produktinnovasjon, distribusjonen og økonomisk utvikling. Sosiale trender påvirker hvor populært/etterspurt laks er i samfunnet, mens produktinnovasjonen også påvirker laksens popularitet gjennom at det kommer nye spennende produkter som utvider laksens bruksområde. Distribusjonen påvirker laksekonsumet gjennom at laksen blir tilgjengelig for flere mennesker i nye markeder. Mens en inntektsvekst også kan føre til økt etterspørsel, som følge av at den økte inntekten gjør at populasjonen har råd til å konsumere mer laks, og slik øker også etterspørselen (Guttormsen, 2013). I tillegg vil prisen på substitutter påvirke etterspørselen, substitutter til laks kan være annen fisk, kylling, kjøtt, eller plantebaserte produkter som også er gode kilder til proteiner. Etterspørselen vil da påvirkes av laksens relative pris sett opp mot prisen for de andre proteinkildene (Capia, 2019).

Lakseprisen preges også av variabler som påvirker andre råvarer, dette kan være variabler som sesongvariasjoner, valutakurser, klimatiske forhold, bruk av forwardkontrakter og grad av differensiering av produktet (Guttormsen, 2013). Etterspørselen etter laks har de siste årene økt kraftig og mer enn produksjonsveksten, noe som har gjort at man har fått en høyere laksepris enn tidligere år. Tilbudsveksten har vært begrenset av at de to største lakseprodusentene, Norge og Chile, har hatt liten vekst. Norge ser sine begrensninger gjennom myndighetenes reguleringer, mens Chile har slitt med sykdomsproblemer. Dette har begrenset det globale tilbudet. Under ser vi utviklingen i gjennomsnittlig laksepris fra perioden 2010-2020, hentet fra Fish Pool Index (FPI) vist i NOK. FPI er utarbeidet for å gi en nøytral og åpen refleksjon av lakseprisen. Vi ser videre at man har hatt en oppgang fra 2012 og frem til toppåret 2016, fra 2016 og til i dag har lakseprisen gått svakt nedover.



Figur 2.4 Lakseprisens utvikling (SSB, 2021)

Til slutt kan vi se på lakseprisen i 2020 sett mot tidligere år. Av figuren under ser vi at prisen har gått jevnt nedover med unntak av en liten oppgang i uke 7-9 og en oppgang mellom uke 19 og 25 der prisen steg fra 49 til 73 nok/kg. Gjennomsnittlig spotpris (FPI) ble på 55,34 NOK/kg. Om man sammenligner med 2019 er dette en nedgang på ca. 6%, og en nedgang på ca. 12% fra toppåret 2016. Årets nedgang skyldes i stor grad lavere etterspørsel som følge av covid-19, og da spesielt et bortfall i restaurant og hotellbransjen, noe av dette er motvirket av økt etterspørsel i retailbransjen, men alt i alt har tilbudet vært høyere enn etterspørselen sammenlignet med tidligere.



Figur 2.5 Lakseprisen i 2020 (SSB, 2021)

2.1.5 Konkurrenter

Som tidligere nevnt besto bransjen av en rekke små aktører frem til 1990-tallet, etter det har det vokst frem flere større selskaper som er ledende både på nasjonal og internasjonal basis. De store selskapene er i all hovedsak Mowi, SalMar og Lerøy Seafood. I tillegg har vi Grieg Seafood og NRS, som regnes som mellomstore aktører. Mowi er den desidert største aktøren og produserte 435 904 tonn i 2019 (Mowi, 2019). Det som skiller Mowi fra NRS er i hovedsak størrelsen, utbredelsen og segmentene. Mowi driver også innenfor segmentene kveite og lakseolje og er et verdensledende selskap. SalMar som er den neste store spilleren er en ledende aktør både nasjonalt og internasjonalt og ligner mye på NRS, men SalMar opererer i en mye større skala. Lerøy skiller seg fra NRS ved at de også opererer innenfor segmenter som produktutvikling, foredling og produksjon av hvitfisk, i tillegg er de et mye større selskap, da de hadde en produksjon på 158 178 tonn i 2019 (Lerøy, 2019). Grieg Seafood er det selskapet som ligner mest på NRS da de i hovedsak også driver med lakseoppdrett og produksjonsvolumene er ganske like. Grieg Seafood hadde et produksjonsvolum på ca. 80 000 tonn i 2019 (Grieg Seafood, 2019).

2.2 Presentasjon av selskapet

Norway Royal Salmon ASA (NRS) er et fiskeoppdrattselskap grunnlagt i 1992 og er i dag et fullintegrert sjømat-selskap, med hensikt å produsere, markedsføre og selge oppdrettslaks. NRS er involvert i de fleste ledd i sin verdikjede som involverer smoltproduksjon, matfiskproduksjon, slaktevirksomhet og salgs- og markedsarbeid. I tillegg til å produsere og selge sin egen laks har de også en salgsavdeling som selger en betydelig mengde laks til over 50 land. I 2020 var denne mengden på 88 904 tonn laks. NRS sin strategi er å vokse fra et mellomstort til et stort oppdrettsselskap og bli Norges mest lønnsomme oppdrettsselskap, gjennom å være en foretrukket arbeidsgiver, gjennom bærekraftig vekst (NRS, 2020).

2.2.1 Historie

NRS ble som følge av regelendringen grunnlagt i 1992 av 34 lakseoppdrettere, med hensikt å drive salg og markedsføring av oppdrettslaks. I årene frem til 2000-tallet gjorde NRS en rekke oppkjøp av andeler i andre havbruks-selskaper, det viktigste oppkjøpet var en eierandel på 90,1% i Reinhardsen Seafood AS i 1996 og endret med det navn til NRS Sales AS. Samtidig etablerte de et investeringsselskap med navn Salmon Invest AS. I 2003 ble Salmon Invest og NRS sales fusjonert til NRS. I emisjoner foretatt i 2006 og 2008 ble det hentet henholdsvis 50 og 100 MNOK gjennom Pareto Private Equity. Selskapet kjøpte i årene etter 2006 opp en rekke selskaper som Feøy og Åmøy fiskeoppdrett AS, i tillegg til en eierandel på 82,5% i Nor Seafood AS. I 2006 ble det gjort en strategisk beslutning om at NRS også skulle etablere seg som oppdretter og med dette gikk selskapet fra å være en liten aktør som hovedsakelig

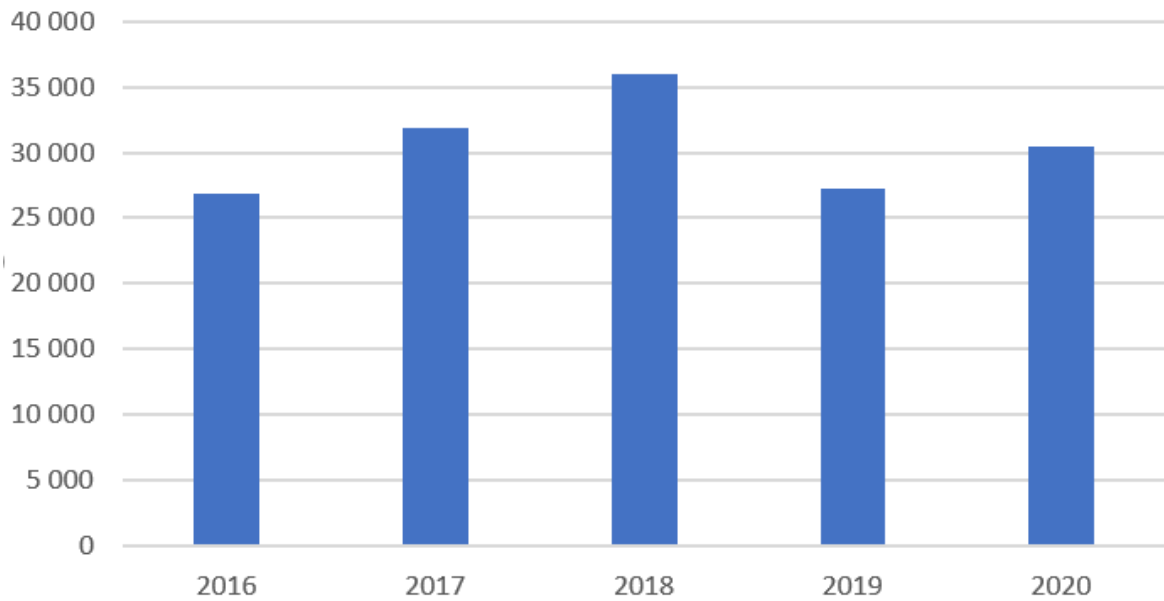
drev med markedsføring og salg av oppdrettslaks til også å bli en betydelig spiller innenfor oppdrett. Selskapet gikk fra å være et AS til å bli et ASA i 2010, og gikk på Oslo Børs 29. Mars i 2011 under tickerkodens NRS (NRS, 2020).

NRS har i dag en maksimal tillatt biomasse på 35 035 tonn, etter kjøp av 1% vekst i februar 2020. Den maksimale tillatte biomassen er fordelt på de operative selskapene NRS Farming AS og Nor Seafood AS, disse har en MTB på 28 984 tonn. I tillegg har Artic Offshore Farming en MTB på 6 051, etter at de fikk utdelt utviklingstillatelser i 2018. NRS har også en minoritetsandel i åtte selskaper i Norge med til sammen 11 konsesjoner. I tillegg har NRS en 51,3% eierandel i Artic Fish på Island, som har oppdrettslisenser for 11 000 tonn. Dette gjør at NRS har en milepæl for lakseproduksjonen på 66 500 tonn, der 50 000 tonn kommer fra NRS, 4 500 fra tilknyttede selskap og 12 000 tonn kommer fra Artic Fish (NRS, 2020).

2.2.2 Utvikling

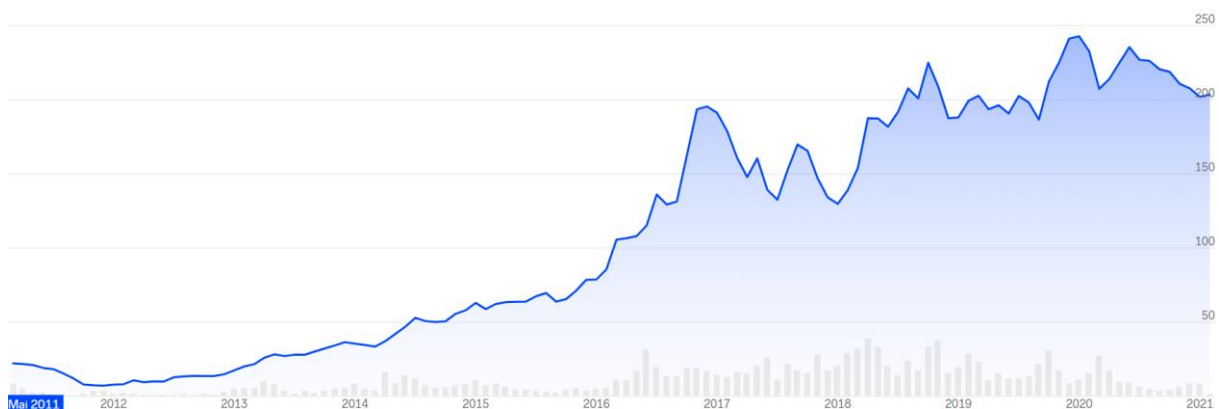
Om man ser på omsetningen for 2020 ser man at den er noe lavere enn tidligere år, omsetningen dikteres i stor grad av volum og laksepris, av figuren under ser man at produksjonsvolumet i 2020 var noe høyere enn i 2019, men noe lavere enn tidligere år. Omsetningen preges også av en noe lavere laksepris i 2020, lakseprisen er gjort rede for i kapittel 2.1.4. I 2020 ble driftsinntektene på 5 118 867 kr, noe som er en nedgang på 8,37%. Selskapets operasjonelle EBIT bærer preg av at selskapet har slitt noe med høyere produksjonskostnader, for Q4 2020 var produksjonskostnad per kg. På 43,69 kr, mot 40,44 kr/kg i Q4 2019. Som tidligere nevnt bidro også en lavere laksepris til en lavere operasjonell EBIT enn tidligere, dette gjorde at operasjonell EBIT for 2020 gikk ned 87,54% sammenlignet med 2019. Mens resultatet ble på 72 970 000 kr i 2020 mot 474 775 000 kr i 2019. Dette var en konsekvens av høyere produksjonskostnader og lavere laksepris, nedgangen ble noe motvirket av et høyere slaktet volum.

Slaktet volum



Figur 2.6 Utvikling i slaktet volum (SSB, 2020)

Dersom man ser på historisk utvikling av aksjekursen ser man at aksjekursen har steget jevnt og trutt. Fra figur 2.7 kan vi se at aksjekursen gikk fra 7 kr til 195 kr i perioden 2012 til 2017. Etter dette ser man av grafen at kursen vært mere volatil sammenlignet med årene 2012 til 2016, men at den fortsatt har steget noe og har stort sett vært stabil over 200kr. Om man ser på utviklingen i 2020 ser man at toppnoteringen for året, som også er toppnoteringen for selskapet siden oppstart var på 250,8 og kom 30. Juni. Mens bunnoteringen var på 186,2, og kom 16. mars etter bred nedgang på hele Oslo børs etter covid-19 sitt inntog. Aksjekursen første handelsdag i 2020 var på 250,2, mens siste handelsdag var kursen 214,6, altså en nedgang på 16,59%. Noe som vil si at selskapets markedsverdi har gått ned fra 10 738 MNOK til 9 210 MNOK. Dette er en nedgang på 1 527 MNOK.



Figur 2.7 Utvikling i aksjekurs (Nordnet, 2021)

Avslutningsvis vil vi nevne at NRS sin produksjon foregår i Nord-Norge, da NRS solgte sin virksomhet i sør i 2019. Årsaken til dette er at det er en prioritert region fra myndighetshold. I tillegg er det også her de beste betingelsene for å drive oppdrett ligger, med tanke på lønnsomhet og muligheter til fremtidig vekst (NRS, 2019). Årsaken til dette kommer vi mer inn på i 3.3.1.

3. STRATEGISK ANALYSE

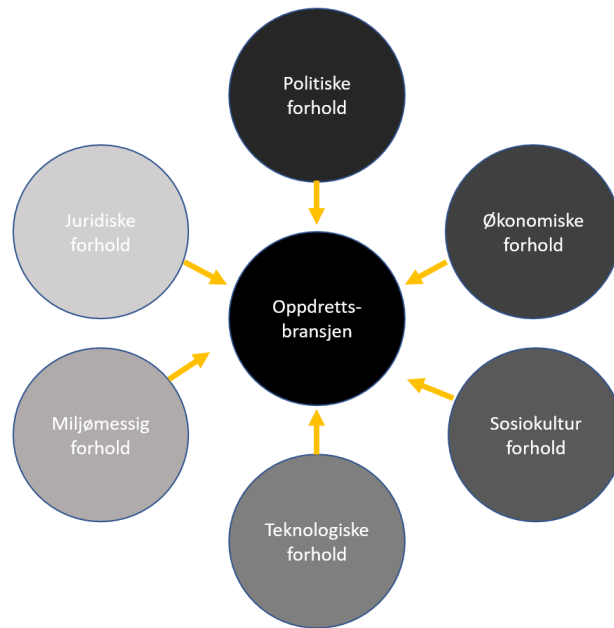
Årsaken til at vi ønsker å utføre en strategisk analyse er for å skaffe oss en oversikt over hvordan selskapet stiller i forhold til konkurrenter, samtidig som vi er interesserte i å se på deres utviklingsmuligheter. *Strategi er en bedrifts langsiktige retningsvalg og nedslagsfelt, som skaper en fordelaktig posisjon i omskiftelige omgivelser gjennom sammensetninger av ressurser og kompetanser som oppfyller behov i markedene og interessentenes forventninger* (Johnson, Scholes and Whittington, 2006). Forfatterne inkluderer ord som «langsiktige» og «fordelaktig posisjon», som kan knyttes tett opp mot NRS sitt fokus når det kommer til strategi. De drar også inn perspektivet rundt «omskiftelige omgivelser» noe som vil være veldig relevant i vår analyse, da lakseoppdrett blir regulert av diverse uforutsigbare faktorer. Vårt ønske ved å utføre denne strategiske analysen er å få et innblikk i hvilke interne og eksterne faktorer som vil ha direkte påvirkning på NRS sitt økonomiske resultat.

Vi vil gjennomføre vår strategiske analyse med hjelp av ulike verktøy og modeller. Modellene fokuserer både på de eksterne og interne omstendighetene til NRS. Den strategiske analysen deles opp i fire deler:

- PESTEL-modellen – som ser på de makroøkonomiske forholdene.
- Porters fem konkurransekrefter – som tar for seg konkurranseforholdene i laksenæringen.
- VRIO-modellen – som ser på NRS sine interne ressurser
- SWOT-analyse – som vil fungere som en oppsummering av de interne og eksterne forholdene til selskap/bransje

3.1 PESTEL – Makroøkonomisk analyse

PESTEL-analyse er et analyseverktøy som avdekker makroforhold i omgivelsene, og ser på hvordan disse forholdene påvirker virksomheten. Dette er forhold som virksomheten ikke kan påvirke eller kontrollere. Når det er sagt bør virksomheten forsøke å identifisere og analysere disse forholdene slik at de er best mulig rustet for å ta egne strategiske valg. PESTEL-analysen ser på seks ulike forhold; *Politiske-* (Political), *Økonomiske-* (Economical), *Sosiokulturelle-* (Social), *Teknologiske-* (Technological), *Miljømessige-* (Environmental) og *Juridiske* (Legal) forhold (Stiklestad et al. 2015. s. 261).



Figur 3.1: PESTEL

3.1.1 Politiske forhold

I Norge er politisk makt og myndighet fordelt mellom regjeringen, Stortinget og domstolene. Lover og reguleringer i oppdrettsvirksomhet blir vedtatt på Stortinget av våre politikere. Dette medfører at politiske og juridiske forhold har en tett sammenheng. Som følger av at NRS driver eksport til en rekke andre land vil det være internasjonale regler og reguleringer de vil måtte forholde seg til. I dette avsnittet vil hovedfokus være konsesjonssystemet i Norge og handesbarrierer som kan by på utfordringer for NRS.

Som vi nevnte i 2.1.1, er oppdrettsnæringen i Norge konsesjonsbelagt, hvilket betyr at NRS er underlagt strenge vilkår for drift av fiskeoppdrett i Norge. Virksomheten til NRS skal drives på allmenhetens areal, det stilles derfor strenge krav til at de miljø- og sikkerhetsmessige forholdene ved driften er bærekraftig. Myndighetene har begrenset utdelingen av konsesjoner de siste årene, hvilket har ført til at oppdrettsselskapene kjøper opp andre selskaper i bransjen for å få tak i nye konsesjoner og øke sin Maksimal Tillat Biomasse (MTB) (*Biomasse*, 2019).

Et viktig punkt i den strategiske analysen er hvordan konsesjonssystemet i Norge kommer til å påvirke bransjen i fremtiden. De siste årene har det vært et økt fokus på bærekraftig utvikling i oppdrettsnæringen. Havforskningsinstituttet har siden 2011 gitt ut en årlig risikorapport for norsk fiskeoppdrett med fokus på miljøeffekter og dyrevelferd (Risikorapport norsk fiskeoppdrett, 2020). Det er bred enighet blant både politikere og det som fremgår av rapportene fra havforskningsinstituttet,

at de miljømessige utfordringene som lakselus og rømming må løses, dersom bransjen skal kunne vokse på en bærekraftig måte.

I den senere tid har konsesjonstildelingene vært utelukkende basert på bærekraft og miljø. Grønne konsesjoner blir tildelt med formål om å redusere miljøutfordringene med rømming av oppdrettsfisk og spredning av lakselus (Grønne tillatelser, 2017). I 2017 ble det innført en handlingsregel basert på lakselus som miljøindikator som regulerer kapasitetsendringer i oppdrettsnæringen (Trafikklyssystemet) (Risikorapport norsk fiskeoppdrett 2020). Den nye utviklingen for konsesjonsutdelinger skaper en forutsigbarhet for oppdretterne, siden de kan forholde seg til objektive kriterier for utdelinger av konsesjoner og vekst. Trafikklyssystemet gir bransjen en reell mulighet for større vekst uten at antall konsesjoner øker. Samtidig fører de strenge reglene til at oppdrettsbransjen blir enda mer kapitalkrevende, noe som sannsynligvis fører til at det blir færre, men desto større oppdrettsselskaper i Norge, siden de små sliter med å skaffe den kapitalen som trengs.

Store deler av den norske oppdrettslaksen blir eksportert ut av landet, dette betyr at oppdrettsnæringen er sårbar når det kommer til handelsbarrierer mellom Norge og andre nasjoner. I de senere år har oppdrettsnæringen opplevd handelsboikotter fra Russland og Kina. Russland innførte i 2015 et importforbud av norsk laks, som et motsvar til de sanksjonene Norge hadde pålagt Russland i forbindelse med Krim-krisen i Ukraina. Som nevnt i punkt 2.1.3, valgte Kina å innføre importforbud på norsk laks som følger av at Liu Xiaobo fikk Nobels fredspris i 2010. Begge disse tilfellene kostet oppdrettsnæringen dyrt, de var vanskelig å håndtere for oppdretterne og ikke minst vanskelig å forutse. Forholdet til de to respektive landene har imidlertid forbedret seg i senere tid. I NRS sitt tilfelle viser tall fra kvartalsrapporten for Q4 i 2020 at importvolumet til Kina er redusert med 14% sammenlignet med Q4/19, mens importvolumet til Russland har økt med 8% i Q4/20 sammenlignet med Q4/19 (NRS, 2020).

3.1.2 Økonomiske forhold

Oppdrettsnæringen påvirkes av en rekke økonomiske faktorer. Vi har valgt å ta for oss de tre økonomiske faktorene vi anser som mest kritiske for NRS: lakseprisen, rentenivået og valutakursen.

I oppdrettsbransjen er lakseprisen den viktigste økonomiske faktoren, dette følger av at lakseprisen er den enkeltfaktoren med størst påvirkning på oppdrettsselskapenes inntekt. Dette medfører at lakseprisen har stor betydning for selskapets verdi og dermed aksjekursen til selskapet. Lakseprisen er grundig omtalt under punkt 2.1.4, som følger av dens betydning på lønnsomheten til oppdrettsbedrifter.

Som nevnt under punkt 3.1.1, fører de strenge reglene i oppdrettsnæringene til at det svært kapitalkrevende å overleve i bransjen. Dette krever store investeringer og store deler av bransjen er

finansiert gjennom gjeld. Rentenivået har derfor stor innvirkning på oppdrettsselskapenes økonomi. NRS har i dag flytende rente på sin rentebærende gjeld, hvilket betyr at konsernet er eksponert for renteendringer (NRS, 2019). Rentenivået blir direkte påvirket av styringsrenten, i skrivende stund er styringsrenten lik null, noe som aldri har vært tilfellet tidligere. Isolert sett betyr dette at NRS kan forvente lavere rente på sin rentebærende gjeld.

Ca. 85% av konsernets omsetning skjer i utenlandsk valuta, der den vesentlige eksponeringen er mot Euro, Britiske pund og Amerikanske Dollar (NRS, 2019). NRS sin eksponering for valutasvingninger vil påvirke konsernets resultat og kontantstrømmer. Oppdrettsnæringen får store deler av inntekten sin fra eksport, og vil derfor være tjent med en svak kronekurs ettersom en enhet med utenlandsk valuta vil utgjøre flere norske kroner i omsetning. Den norske kronen har svekket seg ganske betraktelig de siste årene, noe som har vært gunstig for eksportnæringen i Norge. NRS sikrer valutaeksponeringen i fordringsmassen gjennom å inngå terminkontrakter og ved å trekke opp kassekredittgjeld i samme valuta (NRS, 2019).

3.1.3 Sosiokulturelle forhold

Det er to sentrale sosiokulturelle forhold som påvirker virksomheten til NRS, det stadig økende befolkningstallet som skaper økt etterspørsel etter mat, samt det økende fokuset på kropp og helse.

Ved inngangen til 2021 var det drøyt 7,8 milliarder mennesker i verden, ifølge FNs beregninger (Solerød & Tønnessen, 2020). Innen 2050 er det sannsynlig at verdens befolkning vil være ni milliarder mennesker. Siden store deler av verdens befolkning allerede er underernært, må matproduksjonen økes betraktelig for å dekke fremtidens matbehov. Omtrent 70 prosent av jordkloden består av vann, men kun rundt 2 prosent av verdens matproduksjon skjer i havet (NRS, 2019). Dette skaper store muligheter for oppdrettsnæringen. For å gjøre plass til en populasjon som er i stadig vekst, vil det være nødvendig å flytte store deler av matproduksjonen til havet.

Det økende fokuset på kropp og helse i den vestlige verden er positivt for videre etterspørsel etter laks. Dette fordi laksens sunne næringsstoffer har ført til at det har blitt en del av den vestlige matkulturen. Sjømaten er en viktig ingrediens i et helsemessig sunt kosthold og laksen er en viktig kilde til animalsk protein og omega 3 (NRS, 2019). Det er også verdt å merke seg den økende interessen i befolkningen på klimavennlige valg og ønske om en bærekraftig utvikling. Oppdrettslaks har lavt karbonavtrykk hvis vi sammenligner den med andre husdyr, i tillegg til at den er en av de mest energieffektive husdyrene vi har (NRS, 2019). Samtidig er det en trend som vil kunne påvirke etterspørselen til oppdrettsselskapene negativt, dersom de i fremtiden forårsaker miljøkatastrofer eller miljøgifter.

3.1.4 Teknologiske forhold

For å holde tritt med de strenge kravene som stilles til oppdrettsnæringen når det gjelder klima- og samfunnsstandarder, må oppdrettsselskapene kontinuerlig jobbe med innovasjon og utvikling. I tillegg sitter eierne med et ønske om profitt på sine investeringer. Som nevnt i forrige avsnitt, ser vi et økende fokus på bærekraftig utvikling blant befolkningen. Presset fra myndigheter, investorer og befolkningen ellers, har blant annet ført til at flere av oppdrettsselskapene har sett til nye måter å drive oppdrett på. Hovedfokuset har vært på å redusere lakselus, minimere rømming og utslipp, samt at de har utviklet muligheter for å drive oppdrett på land og på mer værutsatte plasser.

I mars 2018 fikk NRS tildelt 8 utviklingstillatelser (5 990 tonn MTB) for utvikling av Arctic Offshore Farming. Arctic Offshore Farming er et prosjekt der NRS i samarbeid med Aker Solutions har utviklet et oppdrettsanlegg som gir laksen mulighet til å være i åpent hav. Arctic Offshore Farming er dimensjonert for værharde områder som er lengre unna kysten enn tradisjonelle anlegg. Anlegget kan senkes ned, slik at en unngår lakselus i stor grad. Hensikten med prosjektet er å bidra til en bærekraftig vekst for norsk havbruksnæring, samt bidra til FAO sine mål om vekst i akvakulturnæringen globalt (Arctic Offshore Farming, 2020)

3.1.5 Miljømessige forhold

Det er to sentrale forhold som blir diskutert når det er snakk om oppdrett og miljømessige forhold, det er lakselus og rømming.

Lakselus er en parasitt som setter seg på oppdrettslaksen og er det største sykdomsproblemet i næringen. Lakselusen finnes naturlig i alle havområder på den nordlige halvkule og spiser slim, hud og blod fra fisken. Dette påfører fisken skader, noen ganger så store at fisken dør. Dette går ikke bare utover oppdrettslaksen, men sprer seg også til villaksen. Dette medfører at det blir verre leveområder og svekket reproduksjonspotensiale for villaksen. Lakselus er derfor en utfordring for bærekraftig vekst i oppdrettsnæringen (*Lakselus*, 2018).

Rømming av fisk er uheldig for villaksstammene og ikke minst negativt for næringens omdømme. Oppdrettsfisk som rømmer er en trussel mot den genetiske integriteten til de ville fiskestammene, da oppdrettsfisken kun er tilpasset et liv i oppdrettsanlegget mens de ville fiskestammene har tilpasset seg økosystemer best mulig overlevelse. Oppdrettsfisken som rømmer og får avkom blant de ville fiskestammene vil utkonkurrere villfisken i den første fasen av livet, da den vokser mye raskere enn villfisken. NRS har utviklet en nullvisjon for rømming og har ikke hatt rømming de siste seks årene. Alle anleggene til NRS har anleggssertifikat som sier at anlegget er godkjent i henhold til standarden NS 9415. Dette sertifikatet er et bevis på at anlegget består av godkjente komponenter som er utviklet for å hindre situasjoner hvor fisken kan rømme (NRS, 2019).

Myndighetene har utviklet en rekke støttende tiltak for å hjelpe bransjen mot en bærekraftig utvikling, blant annet de grønne konsesjonene. De grønne konsesjonene har som formål å redusere oppdrettsbransjens miljømessige innvirkning på økosystemet. Det er et økende fokus i media på de overnevnte miljøproblemene knyttet til oppdrettsnæringen. Det er derfor viktig for oppdrettsselskapene å ta denne problematikken på alvor for å opprettholde omdømme og posisjonen i markedet. Dersom det ikke blir fulgt opp grundig nok kan myndighetene begrense antall utstedte konsesjoner, noe som vil være ødeleggende for hele bransjen.

3.1.6 Juridiske forhold

Som nevnt innledningsvis i kapittel 3.1, vil de politiske og de juridiske forholdene ha noen likhetstrekk. Under politiske forhold så vi på hvordan konsesjoner deles ut og hvordan oppdrettsselskapene er avhengig av disse tillatelsene for å kunne drive virksomhet på allmenheten sitt areal. Konsesjonsregimet for oppdrett av laks i Norge er innført av Stortinget og vedtatt i lov om Akvakultur også kalt Akvakulturloven (NRS, 2019). Store deler av oppdrettslaksen som produseres i Norge blir eksportert ut av landet, hvilket betyr at oppdrettsselskapene må forholde seg til internasjonale regler. Norges største marked for sjømateksport er EU, noe som betyr at norske oppdrettsselskaper i stor grad er regulert av egne protokoller i EØS-avtalen. Protokoll 9 omhandler reguleringer rundt toll av fiskeprodukter. En finner også regler rundt mattrygghet i EØS-avtalen, som har stor betydning for handel av matvarer, derav fisk (Regjeringen, 2018). I denne delen vil ta for oss den nasjonale lovgivningen.

Oppdrettsnæringen er regulert av en rekke lover og forskrifter. Akvakulturloven fra 2005 er som nevnt det gjeldende regelverket. Det er ut ifra denne loven at NRS får rett til produksjon av laks på avgrensede lokaliteter. Lovens forskrift har følgende ordlyd:

«Loven skal fremme akvakulturnæringens lønnsomhet og konkurransekraft innenfor rammene av en bærekraftig utvikling, og bidra til verdiskapning på kysten» (Akvakulturloven, 2005).

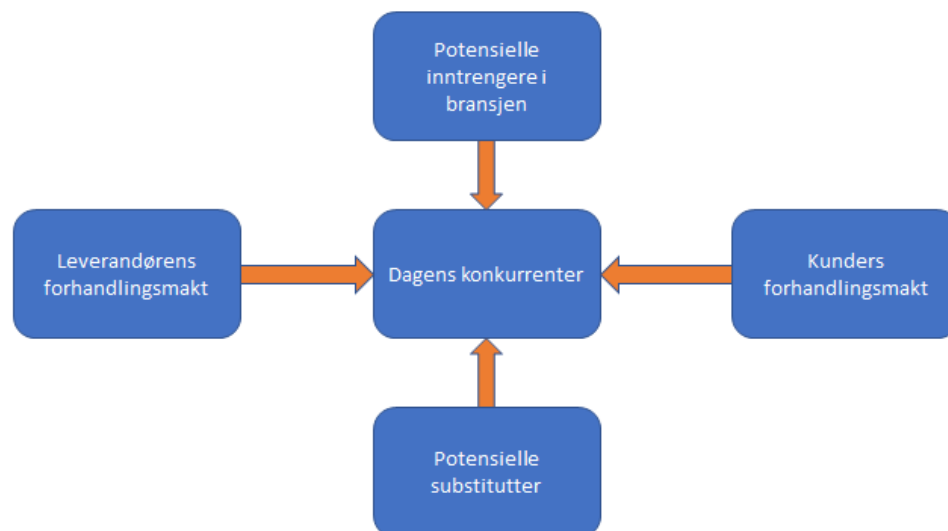
I tillegg til Akvakulturloven er laksetildelingsforskriften relevant å nevne. Forskriften har stor påvirkning på bransjen med reguleringer rundt tillatt biomasse i merdene og spesifikasjoner rundt søknadsprosessen til konsesjoner (Laksetildelingsforskriften, 2014). En annen forskrift som er verdt å nevne er NYTEK-forskriften som inneholder krav til den tekniske standarden for akvakulturanlegg. Den skal bidra til å forebygge rømming av fisk fra flytende akvakulturanlegg (NYTEK-forskriften, 2011)

3.2 Porters fem konkurransekrefter – Mikroøkonomisk analyse

Porters fem konkurransekrefter tar for seg de mikroøkonomiske omgivelsene i bransjen et selskap opptrer i. Gjennom modellen kan organisasjoner se på hvilke ulike muligheter de har til å opparbeide seg nye konkurransefortrinn, samtidig som de beholder de gamle. Modellen vil også være en veiledning for organisasjonen når det kommer til posisjonering i forhold til sine nåværende konkurrenter (Stiklestad et al. 2015. s. 262).

I figur 3.2 fremgår det hva de ulike kreftene er, og hvordan de påvirker bransjen. De fem kreftene er:

1. Leverandørens forhandlingsmakt, hvilken situasjon leverandørene er i.
2. Kunders forhandlingsmakt, hvilken situasjon kundene er i.
3. Potensielle inntrengere i bransjen, trussel fra nye aktører som vil etablere seg.
4. Potensielle substitutter, trussel fra produkter som kan erstatte varene eller tjenestene.
5. Dagens konkurrenter, rivalisering mellom de allerede eksisterende aktøren i bransjen.



Figur 3.2: Porters fem konkurransekrefter

3.2.1 Leverandørens forhandlingsmakt

Leverandørene i en bransje kan i ulik grad være med på å bestemme overskuddet til produsentene. I dette tilfellet baserer leverandørens makt seg på hvilken posisjon de har ovenfor NRS til å forhandle på pris og produkt som skal leveres. NRS ønsker selvsagt ikke at leverandørene har for mye makt, slik at de selv kan påvirke forhandlingene. Hvor stor forhandlingsmakt leverandørene har vil påvirkes sterkt av antall leverandører i bransjen. Hvis det er få leverandører i bransjen, vil det være færre alternativer

å velge mellom, og leverandørene vil ha mye makt. Er det derimot mange leverandører av like produkter vil man selv kunne velge mellom disse og da besitter kunden mer makt. Hvis det er forskjellige produkter og kostbart å bytte leverandør vil dette også føre til at leverandøren får mer makt (Framnes, 2018). De aller fleste aktører ønsker naturligvis å ha mye makt ovenfor sine leverandører, men det er samtidig viktig at dette maktforholdet ikke går på bekostning av kvaliteten som blir levert.

NRS, og de andre aktørene i oppdrettsbransjen, er avhengige av sine leverandører for å kunne drive med oppdrett. Leverandører står for leveranser av merder, flytebrygger, fôringsautomater osv. I nyere tid har også utstyr rettet mot behandling av lus blitt mer og mer aktuelt. NRS har uttalt seg på sine nettsider om en «zero vision» rundt bruk av antibiotika for å kurere lus. Leverandører som klarer å utvikle en løsning som tilfredsstiller dette kravet vil oppnå større makt. Det finnes et stort antall av leverandører for de forskjellige produktene NRS benytter seg av. Da NRS skulle utvikle Arctic Offshore Farming var det aktuelt å velge mellom hele 25 forskjellige verft, både norske og internasjonale. NRS endte opp med å velge Fosen Yards på bakgrunn av en kombinasjon av erfaring, kvalitet, leveransetidspunkt og pris (NRS, 2019).

Ifølge en rapport om kostnadsutvikling og forståelse av drivkrefter i norsk lakseoppdrett øker fortsatt kostnadene knyttet til lakseoppdrett. Kostnader knyttet til lus er fortsatt viktige, men det er fôrkostnadene som har stått for den største kostnadsøkningen i kroner, grunnet blant annet dyrere fôrpriser og økt fôrfaktor. Gjennom de siste tiårene har fôrproduksjonen blitt mer og mer slått sammen, og den dag i dag er det fire store aktører som produserer fôr til lakseoppdrett. Disse er Mowi, Skretting, EWOS og BioMar (MOWI, 2020).

En konsekvens av at det kun er fire store aktører som leverer fôr blir at disse fire får økt makt. Det vil fortsatt være hensiktsmessig å se på perspektivet rundt det at disse fire aktørene også vil ønske å øke sine markedsandeler. Dette vil gi oppdretterne mulighet til å kunne forhandle seg til bedre avtaler og gi de makt ovenfor de andre aktørene i bransjen.

Det er utallige leverandører som opererer innenfor oppdrettsbransjen, da det kreves ekstremt mye forskjellige produkter og utstyr for å bedrive oppdrett. Vi vil si at leverandørene sin makt generelt sett vil ligge midt på treet, da det generelt sett er mange leverandører, men også mange spesifikke produkter.

3.2.2 Kundernes forhandlingsmakt

Videre skal vi se på kundernes forhandlingsmakt, som gjør at vi må snu situasjonen fra forrige avsnitt på hodet. Oppdrettsnæringen har kunder som kan inndeles i direkte og indirekte kunder. Selskapene selger generelt ikke ferdig-laks i butikken, med mindre dette gjøres av et datterselskap eller liknende.

De direkte kundene vil være foredlingsindustrien, restauranter og grossister. Den direkte kunden er da Ola Normann, som går på butikken og kjøper seg en foredlet laks som er oppdratt hos oppdretteren. Den største andelen av kundene vil være foredlingsindustrien. I 2019 var den samlede eksportverdien av laks på 72,5 milliarder kroner, hvor 75 % av dette er blitt eksportert til Europa. I Europa er det mange mindre aktører som jobber med foredling av laks, så deres forhandlingsmakt er relativt liten. Det er flere årsaker til at laksen blir foredlet utenfor Norge, toll og høye lønninger gjør det vanskelig for norsk fiskeindustri å foredle fisken i Norge (SSB, 2020). Når det kommer til selve produktet laks er en viktig faktor at det er et homogent produkt. Det betyr at det er vanskelig å skille laksen til de ulike produsentene fra hverandre for kundene. Noen av oppdretterne merker laksen med ulike kvaliteter og sertifiseringer, men i bunn og grunn er det nærmest umulig å skille en laks produsert av Mowi og NRS. I og med at produktet er såpass lite differensiert vil de assosierte byttekostnadene være minimale. Når dette er tilfellet har kundene full mulighet til å bytte mellom de ulike produktene, kun basert på de som leverer den beste prisen/vilkårene.

En kombinasjon av at foredlingsindustrien har ganske liten makt, og at kunden har relativt stor makt, gjør at vi også vurderer denne trusselen til middels stor.

3.2.3 Potensielle inntrengere

Porter mener også at det er viktig å se på potensialet for nye inntrengere i en bransje. Aktørene i en bransje er ikke bare nødt til å ta hensyn til sine allerede eksisterende konkurrenter, men også potensielle konkurrenter. I bransjer hvor det er mye vekst og potensiell gevinst vil dette være spesielt relevant. De eksisterende aktørene kan etablere sterke merkevarer for å sikre sin posisjon i markedet. Videre vil det være naturlig å se på etableringsbarrierene i bransjen, og se på kapitalkostnadene som er nødvendige for å starte opp innad i den (Framnes, 2018). Delen rundt etablering og kostnader er de som vil være mest aktuelle for NRS og denne oppgaven.

Som vi har diskutert i 3.1.1 og 3.1.6 er oppdrettsbransjen sterkt regulert av politiske og lovmessige krav. For å kunne bedrive virksomhet innenfor oppdrettsnæringen er man avhengig av tillatelser, også kjent som konsesjoner. Prisene på disse konsesjonene har økt enormt de siste årene og vi ser at enkelte betaler hele 200 millioner kroner per konsesjon. Det er flere faktorer som vil være med å påvirke prisen på konsesjonene; geografisk beliggenhet, størrelse, og hvilket marked det er kjøpt på (førstehånds eller andrehånds) (Fiskeridepartementet, 2018).

Regjering la i 2018 frem tall fra en auksjon som fant sted i juni 2017. Det var totalt 13 ulike selskap som kjøpte samlet vekst for i alt 2,3 milliarder kroner. Dette var kun to dager uti auksjonen, som hadde 3 480 tonn utestående kapasitet.

Produksjonsområde	Budgiver	Antall tonn	Pris per tonn
1. Svenskegrensen til Jæren	EIDE FJORDBRUK AS	100	kr 132 000,00
	MARINE HARVEST NORWAY AS	493	kr 132 000,00
7. Nord-Trøndelag med Bindal	EMILSEN FISK AS	400	kr 226 000,00
	NORSK HAVBRUKSSENTER OPPDRETT AS	265	kr 226 000,00
7. Helgeleand til Bodø	LOVLUNDLAKS AS	1 850	kr 252 000,00
9. Vestfjorden og Vesterålen	BALLANGEN SJØFARM AS	200	kr 232 000,00
	CERMAQ NORWAY AS	2 000	kr 232 000,00
	EIDSFJORD SJØFARM AS	200	kr 232 000,00
	LOFOTEN SJØPRODUKTER AS	53	kr 232 000,00
10. Andøya til Senja	EIDSFJORD SJØFARM AS	517	kr 164 000,00
	MARINE HARVEST NORWAY AS	806	kr 164 000,00
	SALMAR FARMING AS	333	kr 164 000,00
	STINGRAY MARINE SOLUTIONS AS	25	kr 164 000,00
11. Kvaløya til Loppa	EIDSFJORD SJØFARM AS	357	kr 163 000,00
	MARINE HARVEST NORWAY AS	566	kr 163 000,00
	NRK FINNMARK AS	300	kr 163 000,00
	SALMAR FARMING AS	333	kr 163 000,00
12. Vest-Finnmark	CERMAQ NORWAY AS	1 200	kr 166 000,00
	MARINE HARVEST NORWAY AS	832	kr 166 000,00
	NRS FINNMARK AS	400	kr 166 000,00
	SALMAR FARMING AS	333	kr 166 000,00
13. Øst-Finnmark	SALMAR FARMING AS	316	kr 166 000,00

Tabell 3.1: Oversikt over de to første dagene av regjeringen sin auksjon for konsesjoner

I auksjonen ser vi blant annet at NRS FINNMARK AS har kjøpt 823 tonn til en pris av 166 000 NOK per tonn. Det er med andre ord snakk om store summer for å kjøpe seg rettighetene til å bedrive oppdrett. I tillegg til konsesjonene kommer andre kostnader som også er nødvendige for å bedrive oppdrett. En vanlig merd kunne i 2018 kjøpes for ned mot 5 millioner kroner, men hvis en ønsker en som er mer sikker, smart og innovativ kan man være nødt til å måtte gå ut med mer enn 30 millioner kroner (TU Maritim, 2018).

Vi har vurdert trusselen fra potensielle inntrengere til å være lav, da det allerede er flere store aktører i bransjen, og det også er høye etableringskostnader for å inntre den.

3.2.4 Potensielle substitutter

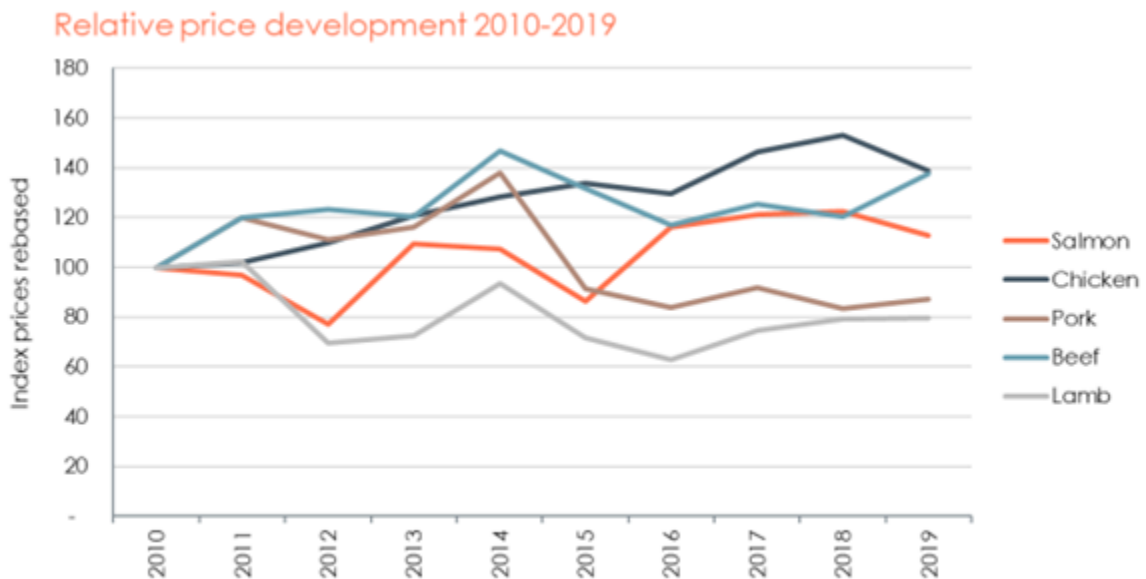
Vi er også interesserte i å studere kundenes tilbøyelighet til substitusjon, altså studere produkter som dekker det samme behovet som skal tilfredsstilles. En av de viktigste faktorene her blir å se på prisen i forhold til substituttene, som ofte vil være avgjørende når kunde skal velge sitt produkt (Framnes, 2018). Det vil selvfølgelig være flere faktorer som påvirker trusselen fra en substitutt, differensiering er også en nevneverdig, men vi tar utgangspunkt i pris når vi fortsetter i dette avsnittet. Vi ser på hovedproduktet til NRS, laks, kontra andre proteinkilder.

I Mowi sin håndbok om lakseoppdrett blir laks sammenliknet med fire andre typer kjøtt; kylling, svin, storfe og lam. Vi blir presentert flere fordeler ved lakseproduksjon i forhold til de andre. Laks utklasser kylling, svin og storfe når det kommer til spiselig kjøtt per 100 kg fôr, i tillegg til at den også krever mye mindre ferskvann per kilo i produksjon (Mowi, 2019). Dette er helt klart nevneverdig, men for kundene vil det høyst sannsynlig ikke ha stor betydning. Den enkelte kunde er generelt ikke veldig opptatt av hvor miljøvennlig kjøttet er i dag, og vi velger derfor å bruke pris som den avgjørende faktoren.

En viktig fordel som laksen har ovenfor de andre proteinkildene, er næringsinnholdet sitt. Laksen skiller seg fra de landlige dyrene ved at den har meget høyt innhold av omega 3-fettsyrer, B1, D-vitaminer og mineraler. Ved å bytte ut rødt kjøtt med fisk vil man erstatte mettet fett med umettet fett. Økt fokus på helse, og sunnhetsbølgen vi opplever i nyere tid gjør at laks har blitt mer attraktivt for forbrukere som er opptatt av dette (Helsedirektoratet, 2018).

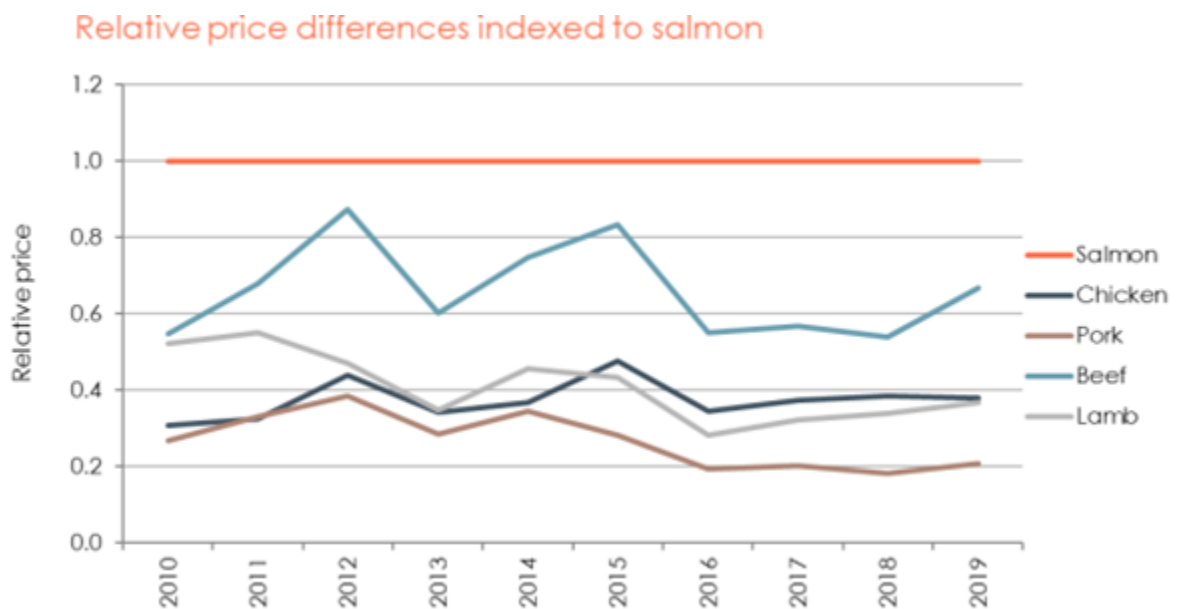
Det finnes også substitutter for laks i annen sjømat. Fisk som torsk, sild, sei og ørret er fisk det konsumeres mye av i Norge, og dette er fisk som også har et næringsinnhold som består av viktig innhold. Laks har dog en fordel i at den er relativt enkel å bedrive kommersielt oppdrett av i forhold til de overnevnte. Flere av fiskeartene er sesongbaserte, mens lakseproduksjonen er relativt stabil hele året rundt. Omega 3-fettsyrene finner du også mindre av i den magre fisken som for eksempel sild (Mowi, 2019) & (Helsedirektoratet, 2018).

Mowi presenterer den relative prisendringen for de 5 store proteinkildene vi tidligere har nevnt. Her kan vi se at laks, storfe og kylling har relativt sett blitt dyrere over det siste tiåret (MOWI, 2019).



Figur 3.3: Prisendringer sentrale proteinkilder (Mowi, 2019)

Mowi presenterer også en oversikt hvor vi kan se at laks generelt sett har vært et dyrere produkt i dagligvarehyllene det siste tiåret.



Figur 3.4: Oversikt over den relative prisforskjellen på proteinkildene (Mowi, 2019)

Laks er altså generelt sett en dyr proteinkilde, så om man kun er ute etter mest protein for pengene sine, vil man naturligvis ikke gå til innkjøp av laks. Den relative prisutvikling er dog ikke skremmende, og lakseprisene har ikke økt like mye som det kylling- og storfepreisene relativt sett har. De

helsebringende effektene som laksen medbringer, gjør at man ikke nødvendigvis anser de andre proteinkildene som fullverdige substitutter. Innenfor sjømat er laks også en av fiskeartene det er enklest å bedrive oppdrett av, i tillegg til at den har et av de høyeste innholdene av omega 3-fettsyrer. Basert på den helhetlige vurderingen mener vi at potensielle substitutter er en middels trussel.

3.2.5 Dagens konkurrenter

Dagens konkurrenter, også kjent som konkurranseintensitet, består i første rekke av antall konkurrenter man har i definert bransje. Dette vil sterkt påvirke lønnsomheten til bransjen. Hvis det er bransje med flere jevnstore aktører som alle produserer relativt like produkter, vil vi ha en høy grad av rivalisering som igjen vil føre til at bedriftene har relativt lite makt. Man ser at i de aller fleste bransjer så ønsker aktørene å øke sine markedsandeler, som automatisk gjør situasjonen kompetitiv. Vi har tidligere snakket om at laks er et homogent produkt, som gjør at det automatisk vil være relativt lite kundelojalitet i bransjen. Prisen på laks bestemmes av etterspørsel og tilbud, noe som tilsier at selskapene er pristaker i markedet. Markedet bestemmer prisen, og de store selskapene sliter med å utkonkurrere hverandre via prisdumping.

En faktor som påvirker oppdrettsbransjen i Norge, er systemet med konsesjoner. Konsesjonene gjør at det er begrenset hvor mye en kan vokse, og at det er vanskeligere for nykommere å etablere seg i bransjen, slik vi diskuterte tidligere. Dette medfører at selskapene nærmest er nødt til å slå seg sammen til større konsern for å øke veksten sin. Oppdrettsbransjen har de 2-3 siste tiårene vært sterkt preget av flere konsolideringer. I utgangspunktet tilsier mye at oppdrettsbransjen skal være preget av høy konkurranseintensitet, men dette er ikke nødvendigvis tilfellet i dag. Oppdrettsbransjen har de siste tiårene opplevd stor vekst. Dette har medført at aktørene har hatt muligheten til å vokse simultant, uten å frata hverandre store markedsandeler.

Et spennende aspekt ved bransjen er veksten fremover. Fra 2009 til 2019 har lakseeksporten mer enn tredoblet seg, noe som er ekstremt mye. I 2019 var den samlede eksportverdien av laks 72,5 milliarder kroner. Spørsmålet er hvorvidt denne veksten vil fortsette, og da eventuelt hvor stor veksten vil være. Hvis bransjen stagnerer, eller begynner å oppleve nedgang vil vi få et helt annet konkurransebilde enn hva vi har i dag, med mye større konkurranseintensitet (SSB, 2020).

Da det både er faktorer som argumenter for og imot høy konkurranseintensitet i oppdrettsbransjen lander vi på at truslene fra dagens konkurrenter er moderat. Dette kan dog fortløpende endre seg de kommende årene, når bransjen er veldig avhengig av generell vekst for å beholde en slik konkurranseintensitet.

3.3 VRIO – Intern analyse

Formålet med en VRIO-analyse, utviklet av Barney (1997), er å identifisere og etablere konkurransefortrinn som har potensial til å bli langvarige. Ved bruk av analyseverktøyet kan en vurdere interne ressurser opp mot fire dimensjoner. Selskapet bør stille seg følgende fire spørsmål:

1. V (value/verdi)
 - Hvor verdifulle er våre ressurser for våre kunder/interessenter?
2. R (rarity/sjeldenhet)
 - Hvor sjeldne/unike er våre ressurser i markedet?
3. I (imitability/imiterbarhet)
 - Hvor enkle er våre ressurser å kopiere eller imitere for våre konkurrenter?
4. O (organization/organisering)
 - Hvordan er vi organisert for å ivareta eller videreutvikle våre ressurser?

Barney konkluderer med at de immaterielle ressursene har størst mulighet til å bli relativt varige, som følger av at de er krevende å gjennomskue, forstå og etterligne for konkurrentene (Stiklestad et al. 2018. s. 277). VRIO-modellen er illustrert nedenfor:



Figur 3.5: VRIO-analyse (Expert Program Management, 2019).

Basert på de svarene vi får fra de fire spørsmålene, vil vi kunne kategorisere NRS sine interne ressurser som vist i figuren ovenfor. Dersom ressursen er verdifull, kan man gå videre å stille seg spørsmålet om ressursen er sjelden. Neste steg dersom den er verdifull og sjelden, vil være å se på om ressursen er imiterbar. Dersom den er verdifull, sjelden og imiterbar kan man til slutt spørre seg hvorvidt selskapet er organisert for å ivareta ressursen. Hvis dette er tilfellet besitter selskapet en ressurs som gir de et varig konkurransefortrinn.

Vi har valgt å fokusere på følgende interne ressurser: lokalisering, salgsvirksomheten, integrering i verdikjeden og innovasjonsevne. Som følger av at dette er viktige interne ressurser for oppdrettsbransjen og NRS.

3.3.1 Lokalisering

NRS har tidligere vært lokalisert i Troms og Finnmark (Region Nord) og i Hordaland (Region Sør). I 2019 ble en ny strategisk beslutning tatt, og oppdrettsvirksomheten i Region Sør ble solgt. Etter at Region Sør ble solgt, er all produksjonskapasitet lokalisert i Troms og Finnmark. Årsaken er at Troms og Finnmark har de beste betingelsene for oppdrettsvirksomhet både lønnsomhetsmessig og for fremtidige vekstmuligheter (NRS, 2019). En ulempe ved denne strategien er at alle anleggene ligger i umiddelbar nærhet, noe som fører til at et sykdomsutbrudd vil ramme en stor andel av oppdrettsfisken til NRS.

Dette er en verdifull ressurs da det skaper fremtidige vekstmuligheter, samt at det er mest lønnsomt å drive oppdrett i Troms og Finnmark. Den er derimot ikke sjelden, siden flere av de andre aktørene er lokalisert i samme område. Som nevnt i PESTEL-analysen er det vanskelig for nye aktører å komme inn i markedet. Dette gjelder også når det kommer til lokalisering i de ettertraktede områdene. Lokaliseringen i Norge bestemmes av fiskedirektoratet, hvilket betyr at det er vanskelig å kopiere eller imitere ressursen. For NRS er dette en ressurs som er viktig å opprettholde for å være konkurransedyktig mot de andre store aktørene i bransjen. Lokalisering kan derfor sies å være en verdifull ressurs, men som ikke kan anses å være sjelden, og som er mulig å imitere. Ressursen gir dermed NRS konkurranseparitet, men ikke et konkurransefortrinn.

3.3.2 Salgsvirksomheten

Som nevnt i kapittel 2.2 har NRS en egen salgssavdelning som står for brorparten av salgsinntektene til selskapet, gjennom salg av både ferdigprodusert og egenprodusert fisk til over 50 land. Den største delen av salget kommer fra salg av ferdigprodusert laks (NRS, 2020). Dette betyr at utbrudd av lakselus eller andre sykdommer ikke vil være ødeleggende for hele salgsvolumet til NRS.

Fordelen ved at store deler av salget består av ferdigprodusert fisk, er at de reduserer risikoen for inntektsfall. Årsaken er at den operasjonelle risikoen i selskapets salgsvirksomhet er noe mer begrenset enn i oppdrettsvirksomheten, og omfatter blant annet handelsmarginer, kontrakts-risiko og kredittrisiko. Selv om lakseprisen svinger blir vanligvis ikke handelsmarginene påvirket i betydelig grad. Det som påvirker marginene er den generelle konkurransesituasjonen mellom oppdrettere, eksportører og kunder (NRS, 2019). Salgssavdelingen til NRS kan derfor sies å være en verdifull ressurs, da den sikrer en god og stabil verdiskapning for selskapet.

Salgsavdelingen har et bredt og verdifullt nettverk, og som nevnt innledningsvis selger de fisk til over 50 land. Denne salgsspredningen begrenser risikoen knyttet til handelshindringer. Konkurrentene i oppdrettsnæringen har også egne salgsavdelinger, men de er per dags dato ikke like omfattende som NRS sin avdeling. Vi kan derfor si at ressursen også er sjelden i bransjen.

Nettverket av kunder og leverandører er en verdifull og sjelden ressurs, men vi kan ikke si at den er umulig å imitere for andre oppdrettsselskap. Vi anser derfor salgsvirksomheten til NRS som en selskapsspesifikk fordel som skaper konkurranseparitet for selskapet.

3.3.3 Integrering i verdikjeden

Fremtidig vekst i NRS skal komme gjennom at de tar større kontroll over verdikjeden. De er per dags dato involvert i de fleste ledd i verdikjeden (NRS, 2019). Det å være integrert i verdikjeden har vist seg å være viktig om man skal være konkurransedyktig i oppdrettsnæringen. En sterk integrasjon gir gode muligheter for stordriftsfordeler med lave produksjonskostnader for selskapet, da det vil være færre leverandører som skal ha sin del av kaken. Et stort konsern der store deler av verdikjeden er integrert i konsernet, vil være en god plattform for innovasjon og produksjonseffektivisering. NRS sin integrasjon i verdikjeden er derfor en verdifull ressurs. Omfanget av integrasjonen er derimot ikke sjelden, da de største konkurrentene har en like stor grad av integrasjon, om ikke større. Det vil kreve mye kapital å imitere en slik ressurs da en vil være nødt til å kjøpe seg inn i selskap som er en del av verdikjeden eller opprette egne selskap som kan gjøre samme jobben. Dette er kapitalkrevende, men ikke umulig. NRS sin integrasjon i verdikjeden kan derfor sies å være verdifull, men er verken sjelden eller umulig å imitere. Graden av integrasjon i verdikjeden er dermed en ressurs som gir NRS konkurranseparitet.

3.3.4 Innovasjonsevne

De strenge restriksjonene som er satt av myndighetene når det gjelder bærekraftig utvikling og fiskevelferd, gjør at innovasjon står i høysetet hos oppdrettsselskapene. Bransjen er i stadig endring og selskapene må derfor evne å være innovativ for å holde seg konkurransedyktig. Mange av oppdrettsselskapene fokuserer på at fisken skal være miljøsertifisert av ASC standarden. Dette er en standard som signaliserer at en driver på en måte som reduserer miljømessig påvirkning, samt at en tar hensyn til nærområdene og har gode arbeidsforhold for de ansatte i selskapet (ASCs standard for ansvarlig lakseoppdrett, 2019).

Vi kan dele opp NRS sin innovasjonsevne i biologisk og teknologisk innovasjon. Der hovedmålet er å løse utfordringene knyttet til lakselus, rømming, arealproblemer og andre sykdommer. Innovasjonsevnen kan derfor sies å være en svært verdifull ressurs, da den er nødvendig for å sikre fremtidige markedsandeler.

NRS har siden 2014 satt ut steril (triploid) laks i sjø (NRS, 2019). Dette er den fremste biologiske innovasjonen for NRS. Steril laks vil ikke påvirke villaksen sine gener, dersom den skulle rømme fra oppdrettsanleggene. Dette er en innovasjon som er med å støtte opp under myndighetenes ønske om en bærekraftig vekst. Oppdrettselskap som jobber med dette, kan få tildelt konsesjoner fra fiskedirektoratet. Denne innovasjonen er derfor verdifull og ikke minst lønnsom, da den øker produksjonskapasiteten til NRS som følger av at de får utdelt konsesjoner for oppdrett av steril laks. Per dags dato har ingen av konkurrentene til NRS fått innvilget tillatelse til å sette ut steril laks. Dette kan derfor ansees som en sjelden ressurs og vil være en midlertidig konkurransefordel for NRS, da den ikke er umulig å imitere.

Teknologisk innovasjon skal være med å løse miljø- og arealproblemer i oppdrettsnæringen. Den viktigste teknologiske innovasjonen er Arctic Offshore Farming, som ble omtalt under PESTEL-analysen. NRS har sammen med Aker Solution utviklet et halvt nedsenkbart offshore oppdrettsanlegg som er dimensjonert for værharde områder. Dette vil gi økt arealutnyttelse av norske farvann, samt at det miljømessige fotavtrykket vil begrenses. Anlegget vil ligge på lokaliteter der det er god vannutskiftning, noe som sikrer god fiskevelferd (NRS, 2019). Vi anser derfor dette som en verdifull innovasjon. NRS er for øvrig ikke alene når det kommer til teknologisk innovasjon i oppdrettsnæringen. SalMar har blant annet utviklet Ocean Farm 1, som er verdens første oppdrettsanlegg til havs. Ocean Farm 1 er utviklet ved bruk av verdensledende norsk ekspertise innen fiskeoppdrett og offshore, og vil bli brukt til å teste ut hvordan havbasert fiskeoppdrett kan vokse på en bærekraftig måte (*Havbasert fiskeoppdrett*, 2020). Arctic Offshore Farming kan derfor ikke regnes som en sjelden ressurs, og vil derfor kun gi NRS en kompetitiv paritet.

For å runde av den interne analysen kan vi konkludere med at de største selskapene i bransjen drar nytte av stordriftsfordelene og sitter ofte på mange av de samme ressursene. NRS sitter likevel på enkelte ressurser som potensielt kan gi dem midlertidige konkurransefortrinn. I tiden fremover vil det være viktig for NRS å henge med på den innovative utviklingen, dersom de skal evne å være konkurransedyktig mot de andre aktørene i bransjen.

3.4 Oppsummering av analysene – SWOT

Avslutningsvis vil vi oppsummere den strategiske analysen av NRS i en SWOT-analyse. Ved hjelp av denne analysen vil vi identifisere nøkkelfaktorer, og presentere de på en oppsummerende måte. Analysen tar for seg interne og eksterne faktorer og består av følgende komponenter:

- Styrker (Strengths)
- Svakheter (Weaknesses)
- Muligheter (Opportunities)

- Trusler (Threats)

De to første punktene retter seg mot bedriften og er interne faktorer, mens de to siste punktene ser på bransjen i sin helhet og de eksterne faktorene. Ved å kombinere det interne og eksterne perspektivet på selskap/bransje får man dannet seg et vurderingsgrunnlag rundt om strategien til selskapet vil være både relevant og gjennomførbare.

3.4.1 Styrker

Av de interne styrkene til NRS vil vi trekke frem blant annet lokaliseringen deres og de fordelene drift langs Norges kyst byr på. I tillegg er NRS et stort selskap og vil som alle andre store selskap ha stordriftsfordeler. Salgsavdelingen deres og det at de er innovative er også to nevneverdige styrker vi mener NRS besitter.

3.4.2 Svakheter

Blant svakheter velger vi også å nevne lokaliseringen. NRS bedriver mesteparten av oppdrett veldig langt nord i Norge, noe som medfører at det er en lengre transportvei ned mot Sentral-Europa hvor mesteparten av foredlingen foregår. Det er også nevneverdig at hvis det blir et stort sykdomsutbrudd i Nord-Norge, så vil NRS rammes hardt av dette. NRS har heller ikke en egen fôrprodusent, i motsetning til for eksempel Mowi (Mowi, 2019).

3.4.3 Muligheter

Av mulighetene til NRS velger vi å trekke blant annet befolkningsvekst, lav norsk krone og høyere laksepriser. Dette er tre faktorer NRS ikke direkte kan påvirke, men som vil ha direkte påvirkning på oppdrettsbransjen. Av faktorer NRS kan kontrollere velger vi å rette fokuset mot vekstpotensialet. NRS la frem tre vekstområder på sitt webinar i sammenheng med Q4. Disse områdene var smoltanlegget deres, Arctic Offshore og Arctic Fish (NRS, 2020).

3.4.4 Trusler

Det er flere trusler som kan begrense NRS sitt potensiale. For å starte med trusler som er utenom Norge vil vi nevne Kina og Russland som har vist tidligere at det brått kan oppstå handelskonflikter mellom de og Norge. En sterk norsk krone vil også begrense lønnsomheten til NRS. Trusler som kan oppstå innad i landet er nye lover og regler/reguleringer. På merdene vil trusler være sykdomsutbrudd og rømming. En nedgang i lakseprisen er også en trussel.

4. REGNSKAPSANALYSE

I de foregående kapitlene har vi foretatt en kvalitativ analyse av NRS. Videre skal vi foreta en kvantitativ analyse av selskapet. Det første punktet i denne analysen er en regnskapsanalyse. En regnskapsanalyse er ifølge NDLA: “en gjennomgang av regnskapet for å få en oversikt over bedriftens økonomiske tilstand og utvikling” (NDLA, 2018). Innenfor regnskapsanalysen skal vi ha fokus på egnede nøkkeltall under de fire hovedpunktene; lønnsomhet, finansiering, soliditet og likviditet. I denne analysen benytter vi oss av tall som er gitt fra tidligere årsrapporter og Q4 20, når vi gjør en vurdering av dagens situasjon. En regnskapsanalyse vil gjøre det enklere for oss å verdsette NRS, og da samtidig hjelpe oss med å besvare problemstillingen vår.

4.1 Lønnsomhet

I første del av analysen skal vi se på forskjellige nøkkeltall for lønnsomhet. Lønnsomheten sier noe om et selskaps evne til å generere overskudd, altså å skape større inntekter enn man har kostnader. Dette er avgjørende for en bedrifts overlevelsessevne over tid (Kristoffersen, 2016, s. 450). For å analysere NRS sin lønnsomhet vil vi i vår analyse i hovedsak fokusere på de mest kjente nøkkeltallene egenkapitalrentabilitet, totalkapitalrentabilitet og driftsmargin. Dette er avgjørende nøkkeltall som mange investorer bruker i sin analyse av selskaper.

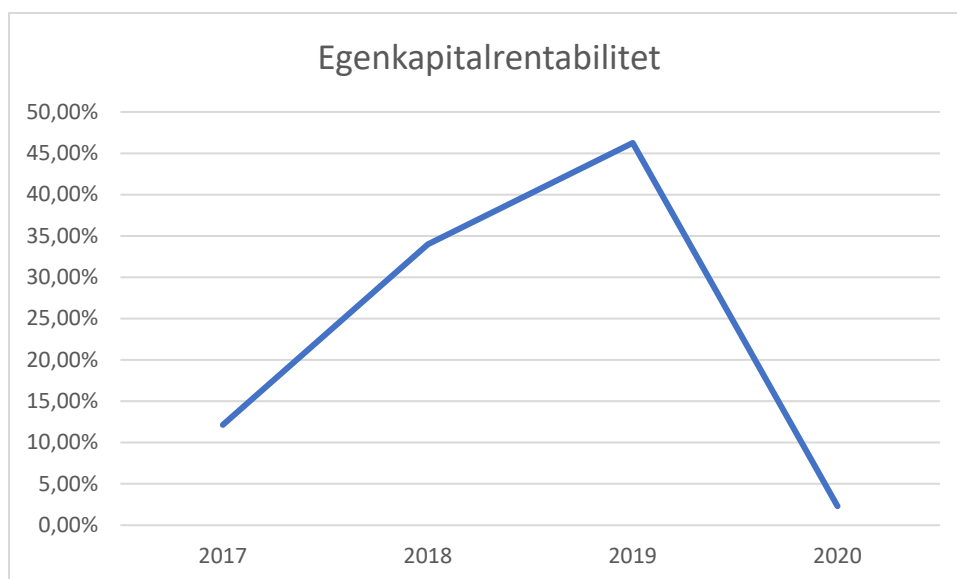
4.1.1 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten måler selskapets lønnsomhet ved å avdekke hvor mye fortjeneste som genereres basert på aksjonærenes investeringer. Høyere rentabilitet indikerer høyere lønnsomhet. Generelt bør egenkapitalrentabiliteten overstige totalkapitalrentabiliteten som følge av den økte risikoen egenkapitaleierne har. Egenkapitalrentabiliteten sammenlignes også mot andre alternative investeringer som f.eks. renter og aksjemarkeder (Kristoffersen, 2016, s. 456). Man kan måle egenkapitalrentabilitet både før og etter skatt, men siden det er egenkapitalrentabiliteten etter skatt som er mest interessant for investorene, velger vi å se på etter skatt. Formelen for egenkapitalrentabilitet etter skatt er:

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

Tall i tusen	2017	2018	2019	2020
Ordinært resultat	236 414	709 091	1 313 097	74 687
Gjennomsnittlig egenkapital	1 949 024	2 085 908	2 838 912	3 243 866
Egenkapitalrentabilitet etter skatt	12,13 %	33,99 %	46,25 %	2 %

Tabell 4.1 Egenkapitalrentabilitet etter skatt



Figur 4.1 Egenkapitalrentabilitetens utvikling

Av figurene ser man at egnekapitalrentabiliteten var på 12,13% i 2017, før den økte til 33,99% i 2018. Dette skyldes i all hovedsak at gjennomsnittlig egenkapital økte lite, mens det ordinære resultatet økte med 199%. Dette skyldes en økning i eksportverdien av laksen, dette kom som en konsekvens av gode laksepriser. Gjennomsnittlig laksepris for 2018 var på 59,97kr/kg. I tillegg var generelt høy etterspørsel viktig (NRS, 2018). Videre økte egnekapitalrentabiliteten opp til 46,25% i 2019, noe som var et svært godt år for NRS. Økningen i egnekapitalrentabilitet skyldes en økning i ordinært resultat på 85%, men gjennomsnittlig egenkapital økte med bare 36,1%. Økningen i ordinært resultat skyldes mye av de samme faktorene, som i 2018, men i tillegg spiller også en svak norsk krone inn positivt (NRS, 2019). I 2020 gikk egnekapitalrentabiliteten ned til 2% i, dette skyldes en nedgang på 94% i det ordinære resultatet, samt en oppgang i gjennomsnittlig egenkapital på 14%. 2020 ble påvirket av en svak laksepris og i tillegg slet NRS med høye produksjonskostnader, knyttet til produksjonen av oppdrettslaksen. En annen faktor som også spilte inn var vanskelig logistikk som følge av covid-19, dette påvirket arbeidet til salgsavdelingen i stor grad (NRS, 2020). Oppsummert kan vi si at egnekapitalrentabiliteten har vært god frem til 2019, men dårlig i 2020

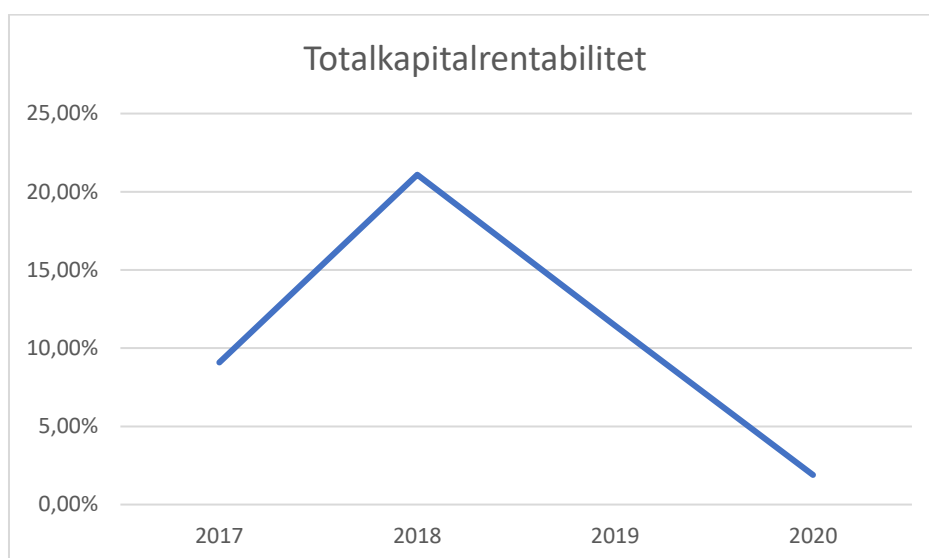
4.1.2 Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabilitet måler selskapets avkastning på den samlede kapitalen i bedriften. Denne viser avkastningen på egenkapitalen og gjelden. Dette vil si at om totalkapitalrentabiliteten er større enn lånerenten, vil dette gi økt avkastning på egenkapitalen (Kristoffersen, 2016, s. 454). Formelen for totalkapitalrentabilitet er vist under, der gjennomsnittlig totalkapital finnes ved å ta gjennomsnittet av inngående og utgående eiendeler.

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Driftsresultat} + \text{Finansinntekter}}{\text{Gjennomsnittlig total kapital}} * 100\%$$

Tall i tusen	2017	2018	2019	2020
Driftsresultat	485 719	755 901	423 301	107 609
Finansinntekter	-142 252	82 030	78 375	-8165
Gjennomsnittlig total kapital	3 784 273	3 972 998	4 385 685	5 247 624
Totalkapitalrentabilitet	9,08 %	21,09 %	11,44 %	1,90 %

Tabell 4.2 totalkapitalrentabilitet



Figur 4.2 Totalkapitalrentabilitetens utvikling

Ovenfor ser vi at totalkapitalrentabiliteten har vært varierende i perioden, den gikk fra 9,08% i 2017 til 21,09% i 2018. Dette var en konsekvens av økt driftsresultat og økte finansinntekter, mens total kapitalen kun økte litt. Deretter gikk totalkapitalrentabiliteten ned til 11,44% i 2019 og videre ned til 1,9% i 2020. Dette skjedde som en konsekvens av lavere driftsresultat, samt noe nedgang i finansinntekter, i tillegg økte gjennomsnittlig total kapital mye. En rentabilitet på 10% anses som godt, mens 20% anses som svært godt. NRS rentabilitet var mellom 9 og 21% fra 2017 til 2019, men gikk som kjent ned til 1,9% i 2020, som må anses å være dårlig da det kun er marginalt over en rekordlav risikofri rente, men det må nevnes at 2020 ble et ekstraordinært år med tanke på covid-19, som har hatt stor innvirkning på den økonomiske lønnsomheten.

4.1.3 Driftsmargin

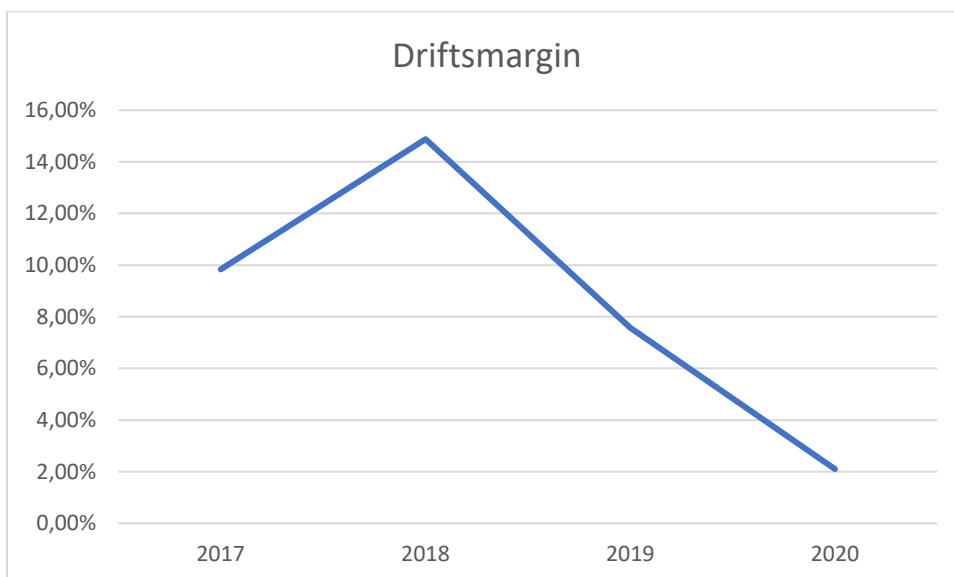
Driftsmargin viser driftsresultat i prosent av driftsinntekter. Driftsmarginen sier noe om hvor lønnsom bedriften er, og forteller hvor mye bedriften får igjen for hver omsatt krone før renter og skatt. En høyere driftsmargin vil si at bedriften tjener mer per omsatte krone. Det som er viktig er

driftsmarginens utvikling over tid og marginen sammenlignet med andre konkurrerende selskaper. Vi vil derfor også sammenligne NRS sin driftsmargin med noen av de tidligere nevnte konkurrerende selskapene. Formelen for driftsmargin er:

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

Tall i tusen	2017	2018	2019	2020
Driftsresultat	485 719	755 901	423 301	107 609
Driftsinntekter	4 937 798	5 080 806	5 586 670	5 118 867
Driftsmargin %	9,84 %	14,88 %	7,58 %	2,10 %

Tabell 4.3 Driftsmargin



Figur 4.3 Driftsmarginens utvikling

Av tabellen ser vi at driftsinntektene har økt jevnt fra 2017 til 2019, mens fra 2019 til 2020 har det vært en nedgang i driftsinntektene, dette skyldes i stor grad covid-19, som nevnt har dette ført til en lavere etterspørsel og laksepris. Driftsresultatet gikk opp fra 2017 til 2018, før det gikk noe ned i 2019 og enda mere ned i 2020. Årsaken til nedgangen i 2019 var knyttet til økte kostnader, mens i 2020 var det knyttet til lavere driftsinntekter.

På bakgrunn av disse nøkkeltallene kan vi påstå at NRS har vært et forholdsvis lønnsomt selskap, og har hatt fin utvikling frem til 2019, men har slitt noe i 2020. En stor del av forklaringen til dette er som tidligere covid-19 som har gjort 2020 til et ekstraordinært år knyttet til covid-19. Men når det er sagt

er det konkurrenter som klarer seg vesentlig bedre, om man ser på Mowi og SalMar ser man at de i 2020 hadde en egenkapitalrentabilitet på henholdsvis 4,24 og 18,5%, mens driftsmarginen var på 4,8 og 21,9% (SalMar, 2020) (Mowi, 2020). Med andre ord er spesielt SalMar et vesentlig mer lønnsomt selskap enn NRS og har klart seg vesentlig bedre gjennom covid-19.

4.2 Finansiering

Finansiering sier noe om hvordan et selskap anskaffer og anvender kapital. En analyse av finansieringen tar utgangspunkt i balansen på et gitt tidspunkt, der en ser på hvordan eiendelene er finansiert. Eiendelene kan være finansiert enten langsiktig eller kortsiktig. Med langsiktig finansiering er det snakk om langsiktig gjeld og egenkapital, mens eiendeler som er kortsiktig finansiert er finansiert med kortsiktig gjeld (Kristoffersen, 2019, s. 459). Gjeld som skal tilbakebetales i løpet av ett år regnes som kortsiktig, mens gjeld som har lengre forfallstid regnes som langsiktig. I denne analysen skal vi se på finansieringsgrad 1 og arbeidskapital.

4.2.1 Finansieringsgrad 1

Dette nøkkeltallet viser i hvilken grad anleggsmidlene er finansiert med langsiktig gjeld. Finansieringsgrad bør være mindre enn 1, siden langsiktig kapital i bedriften bør finansiere både anleggsmidlene og deler av omløpsmidlene (Kristoffersen, 2019, s. 460). Dette er en tommelfingerregel som ikke vil bli gjort gjeldende i alle tilfeller. Langsiktig kapital er summen av langsiktig gjeld og egenkapital.

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

Tall i tusen	2017	2018	2019	2020
Anleggsmidler	1 806 410	2 175 385	2 566 238	4 073 134
Langsiktig kapital	2 693 556	3 276 598	3 943 818	4 898 478
Finansieringsgrad 1	0,67	0,66	0,65	0,83

Tabell 4.4: Finansieringsgrad 1 (Proff forvalt & NRS Q4/20)

Vi ser at finansieringsgrad 1 holder seg under 1 i hele perioden. Den har holdt seg relativt stabil fra 2015 til 2019, men økte ganske kraftig i 2020. Årsaken til dette er at den langsiktige rentebærende gjelden har økt fra 200 933 000 kr per 31.12.19 til 1 378 514 000 kr per 31.12.20 og at denne kapitalen har vært med å økt beholdningen av anleggsmidler fra 2 566 238 kr per 31.12.19 til 4 073 134 kr per 31.12.20. Dette betyr at NRS kan finansiere en eventuell investering i anleggsmidler med langsiktig kapital.

I og med at finansieringsgrad 1 er 0,83 ved utgangen av 2020 vil noen av omløpsmidlene som er mindre likvid være finansiert med langsiktig kapital. Dette er et godt tegn, da den langsiktige kapitalen i selskapet bør finansiere både anleggsmidlene og deler av omløpsmidlene (Kristoffersen, 2019, s.460). Årsaken til dette er at de mindre likvide omløpsmidlene bruker litt tid før de blir omgjort til penger, hvilket betyr at de ikke nødvendigvis vil være omgjort til penger når den kortsiktige gjelden forfaller.

4.2.2 Arbeidskapital

Arbeidskapitalen er en viktig størrelse i regnskapet til selskapet. Den viser differansen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. En tommelfingerregel er at kapital som er bundet i anleggsmidler, ikke skal være finansiert med kortsiktig gjeld. Arbeidskapitalen bør derfor ikke være negativ. Dersom arbeidskapitalen er negativ, vil likviditeten som regel være dårlig. Arbeidskapital og finansieringsgrad 1 henger sammen. Dersom arbeidskapitalen er positiv, vil finansieringsgrad 1 være under 1 (Kristoffersen, 2019, s.238). Formelen for arbeidskapital er:

$$\text{Arbeidskapital} = \text{Omløpsmidler} - \text{Kortsiktig gjeld}$$

Tall i tusen	2017	2018	2019	2020
Omløpsmidler	2 048 753	1 915 448	2 114 300	1 741 575
Kortsiktig gjeld	1 161 607	814 235	736 720	916 231
Arbeidskapital	887 146	1 101 213	1 377 580	825 344

Tabell 4.5: Arbeidskapital (Proff forvalt & NRS Q4/20)

Arbeidskapitalen til NRS er lavere i 2020 enn den har vært de foregående fem årene. Dette kommer av at verdien av omløpsmidler er redusert mens den kortsiktige gjelden er økt. Arbeidskapitalen til NRS må likevel kunne sies å være tilfredsstillende. Finansieringsgrad 1 er i samme periode 0,36. Årsaken til at finansieringsgrad 1 er så lav, er som nevnt at NRS tok opp et nytt langsiktig lån i 2020.

4.3 Soliditet

Soliditet handler om et selskaps evne til å tåle tap. Soliditeten viser mer konkret hvor stor andel av eiendelene som er finansiert med egenkapital. (Kristoffersen, 2016, s.465). For å analysere NRS sin soliditet vil vi benytte oss av nøkkeltallene egenkapitalandel, gjeldsgrad og rentedekningsgrad.

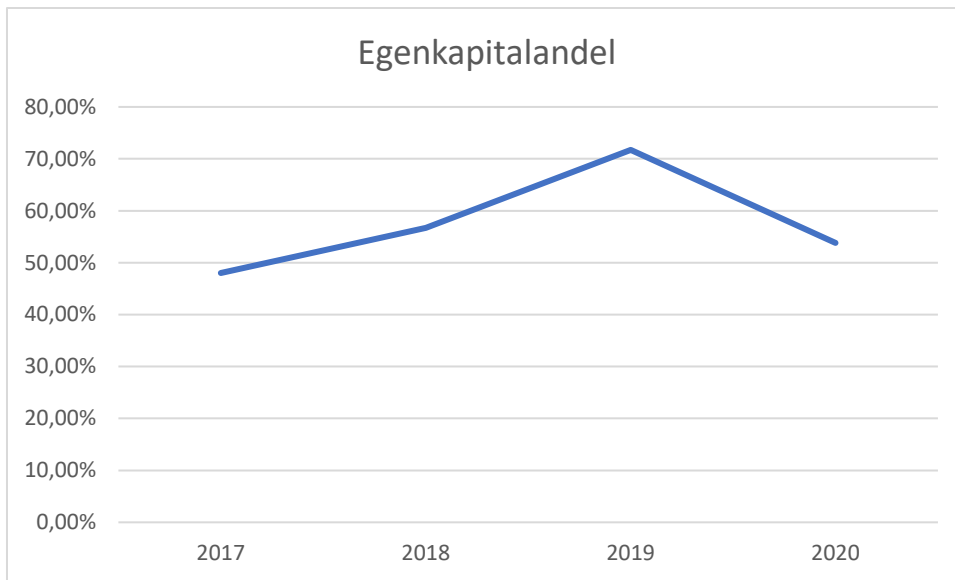
4.3.1 Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen viser hvor stor andel av eiendelene som er finansiert med egne midler. Med andre ord viser det hvor stor andel av totalkapitalen som består av egenkapital (Kristoffersen, 2016, s.465). Formelen for egenkapitalandelen er:

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

Tall i tusen	2017	2018	2019	2020
Egenkapital	1 851 030	2 320 785	3 357 040	3 130 692
Totalkapital	3 855 163	4 090 834	4 680 537	5 814 710
Egenkapitalandel	48,01 %	56,73 %	71,72 %	53,84 %

Tabell 4.6 Egenkapitalandel



Figur 4.4 Utvikling av egenkapitalandel

Man ser av figuren at egenkapitalandelen i 2017 var på 48,01%, deretter økte den til 71,72% i 2019, før den i 2020 gikk ned igjen til 53,84%. Ifølge Kristoffersen bør egenkapitalandelen minst være 25-30%, en egenkapitalandel mellom 30-35% vil være tilfredsstillende, mens en andel på over 40% anses som meget bra. Dette vil bidra til lavere risiko for eiere, men det vil også kunne medføre bedre lånebetingelser som følge av lavere risiko. NRS sin egenkapitalandel må anses som meget god da denne i perioden har vært godt over 40% og er i 2020 på over 50%, dette gjør at NRS står godt rustet til å møte fremtidige utfordringer.

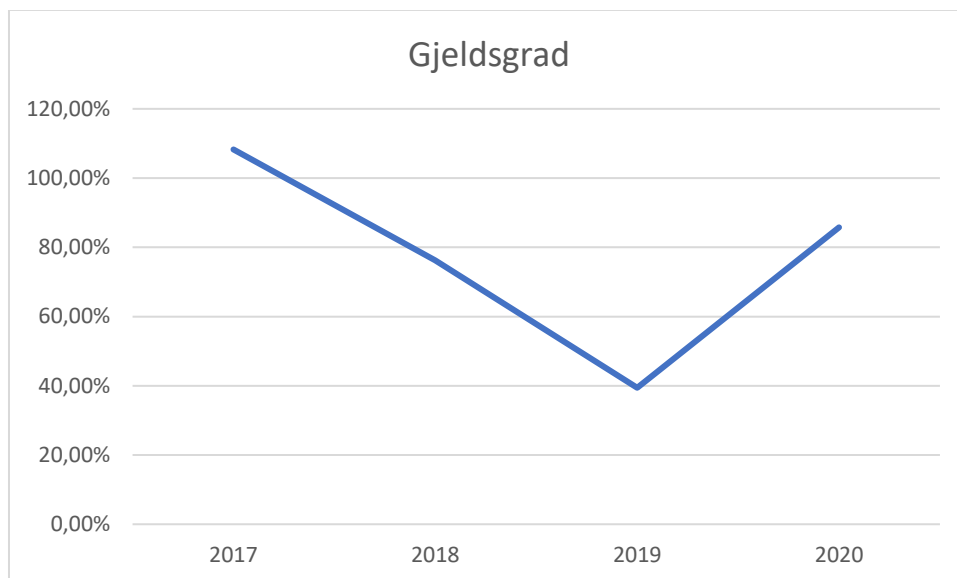
4.3.2 Gjeldsgrad

Gjeldsgraden viser forholdet mellom gjeld og egenkapital, altså forholdet mellom kapital finansiert av utenforstående og kapital finansiert av eierne. Jo lavere gjeldsgraden er desto mer solid er bedriften (Kristoffersen, 2019). Formelen for gjeldsgrad er:

$$Gjeldsgrad = \frac{Gjeld * 100\%}{Egenkapital}$$

tall i tusen	2017	2018	2019	2020
Gjeld	2 004 133	1 770 049	1 323 498	2 684 018
Egenkapital	1 851 030	2 320 785	3 357 040	3 130 692
Gjeldsgrad	108,27 %	76,27 %	39,42 %	85,73 %

Tabell 4.7 Gjeldsgrad



Figur 4.5 Utvikling av gjeldsgrad

Gjeldsgraden har hatt en positiv utvikling fra 2017 og til 2019, i perioden har gjeldsgraden gått ned fra 108% til 39%, men gikk i 2020 opp igjen til 85%. Det er negativ korrelasjon mellom egenkapitalandel og gjeldsgrad, noe som vil si at dersom egenkapitalandelen øker vil gjeldsgraden gå ned. Om man sammenligner de to grafene ser vi at de har motsatt utvikling.

4.3.3 Rentedeckningsgrad

Rentedeckningsgrad er et mål på et selskaps evne til å betale sine renteforpliktelser. Mer konkret viser det selskapets overskudd i forhold til renteforpliktelser, samtidig sier det noe om evnen til å ta på seg økte renteforpliktelser med dagens lønnsomhetsnivå. Ifølge Kristoffersen bør dette nøkkeltallet helst være større enn 3, man ser også av formelen at om resultatet til bedriften er negativt vil nøkkeltallet bli lavere enn 1. Generelt kan man si at jo større tallet er jo mer lønnsom er bedriften (Kristoffersen, 2016, s. 467). Formelen for rentedeckningsgrad er:

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

Tall i tusen	2017	2018	2019	2020
Ordinært res før skatt	322 596	818 571	474 775	72 970
Rentekostnader	21 262	18 544	25 451	
Rentedekningsgrad	16,17	45,14	19,65	

Tabell 4.8 Rentedekningsgrad NRS

NRS har også her i perioden frem til 2019 hatt god lønnsomhet og relativt lave rentekostnader, derfor har de også hatt en høy rentedekningsgrad. Det har foreløpig ikke kommet tall for rentekostnaden i 2020, men resultatet har falt mye og det er naturlig å anta at rentedekningsgraden er vesentlig lavere i 2020. 2020 er likevel et ekstraordinært år og NRS vil trolig likevel stå godt rustet til å betale sine renteforpliktelser i fremtiden. En annen ting som også påvirker rentedekningsgraden i positiv retning er den lave renta, som fører til lavere rentekostnader. Renta forventes trolig å være på et lavt nivå også de kommende årene, og vil derfor bidra positivt på NRS sin rentedekningsgrad.

Som soliditetsanalysen nå har vist, har vi overordnet sett en positiv utvikling i nøkkeltallene fra 2017 og frem til 2019, men i 2020 har nøkkeltallene hatt negativ utvikling sammenlignet med 2019. Likevel vil vi si at NRS har god soliditet gjennom god egenkapital, og står derfor godt rustet til å betjene gjelden i fremtiden.

4.4 Likviditet- & betalingsevne

En likviditetsanalyse tar for seg en bedrifts betalingsevne og innebærer en kartlegging av bedriftens evne til å betale sine forpliktelser ved forfall (Kristoffersen, 2019, s.466). Videre trekker Kristoffersen frem at det fort kan bli skapt et feilaktig bilde, dersom en bedrifts betalingsevne blir vurdert kun ut fra bedriftens regnskapsdata. Dette skyldes at balansen viser situasjonen på et bestemt tidspunkt og tar derfor ikke høyde for forfallstidspunkter eller bedriftens muligheter for å ta opp nye kreditter. I denne analysen skal vi benytte oss av de to mest sentrale nøkkeltallene for likviditet, likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2.

4.4.1 Likviditetsgrad 1

Nøkkeltallet viser i hvor stor grad omløpsmidlene er finansiert med kortsiktig gjeld. Ideelt sett skal likviditetsgrad 1 være større enn 2, men dette kravet er noe redusert i praksis og en velger i mange tilfeller å se til bransjesnittet i stedet (Kristoffersen, 2019, s. 468). Det er noen ulemper ved å bruke likviditetsgrad 1, blant annet at den viser et stillbilde per 31.12 og sier ingenting om hvordan den løpende likviditeten er resten av året. Formelen for likviditetsgrad 1 er:

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

Tall i tusen	2017	2018	2019	2020
Omløpsmidler	2 048 753	1 915 449	2 114 300	1 741 575
Kortsiktig gjeld	1 161 60	814 235	736 717	916 231
Likviditetsgrad 1	1,76	2,35	2,87	1,90

Tabell 4.9 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 har vært i området rundt kravet på 2 gjennom hele perioden. Ved utgangen av 2020 var det på 1,90. Det er ikke nødvendigvis slik at likviditeten til NRS dårlig, selv om den er under 2. Som nevnt innledningsvis i kapittel 4.4 kan slike nøkkeltall skape et feilaktig bilde og det vil i enkelte tilfeller være hensiktsmessig å se til bransjesnittet, fremfor det historiske kravet.

4.4.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 er på mange måter lik med likviditetsgrad 1, men vil skille seg ut ved at man utelukkende ser på de aller mest likvide omløpsmidlene. De mest likvide omløpsmidlene er kommet frem til ved å legge sammen kundefordringer, andre kortsiktige fordringer, forskuddsbetalte kostnader, kontanter og bankinnskudd. Likviditetsgrad 2 gir oss en indikasjon på den kortsiktige likviditeten til NRS. Ifølge Langli burde denne graden normalt sett ligge over 1. Hvis det er tilfellet kan man tolke at selskapet er i god stand til å tilbakebetale alle sine kortsiktige forpliktelser (Langli, 2005, s. 712).

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

Tall i tusen	2017	2018	2019	2020
Mest likvide omløpsmidler	771 749	593 680	802 516	355 294
Kortsiktig gjeld	1 161 60	814 235	736 717	916 231
Likviditetsgrad 2	0,66	0,73	1,09	0,39

Tabell 4.10 Likviditetsgrad 2

De mest likvide omløpsmidlene er kommet frem til ved å legge sammen kundefordringer, andre kortsiktige fordringer, forskuddsbetalte kostnader, kontanter og bankinnskudd. Av de siste 4 foregående årene er det kun i 2019 at NRS har tilfredsstillt det historiske kravet for likviditetsgrad 2. De generelle omløpsmidlene har ligget rundt 2 000 000, laveste av de siste 4 årene finner vi i 2020, men det er ingen vesentlig nedgang her. For de mest likvide omløpsmidlene ser vi en veldig stor nedgang fra 2019 til 2020. Her har de mest likvide omløpsmidlene halvert seg fra 2019, mens den kortsiktige

gjelden har økt med nesten 200 000. Kombinasjonen av dette gjør at NRS har en historisk dårlig likviditetsgrad 2.

4.5 Oppsummering regnskapsanalyse

Oppsummert kan vi konkludere med at NRS er et solid selskap som historisk har hatt god utvikling i lønnsomheten, med unntak av 2020 som har vært et ekstraordinært år. NRS har også en sunn finansiering med gode nøkkeltall de siste årene. Det er liten tvil om at 2020 har vært et tøft år for de aller fleste bransjer, inkludert oppdrettsbransjen. Covid-19 som inntraff Norge i mars 2020 har medbrakt store endringer i forbruksmønster og global etterspørsel av laks. Samtidig har omfattende restriksjoner også hatt stor innvirkning på nøkkeltallene til NRS i regnskapsåret 2020. Eksempelvis har driftsresultatet for fjerde kvartal 2020 falt fra 136,4 millioner i 2019 til 17 millioner kroner. Det er en generell negativ trend i utviklingen av nøkkeltallene fra 2019 til 2020, hvor vi finner det interessant å trekke frem spesielt likviditetsgrad 2 på 0,39, noe som er historisk svakt, og en driftsmargin på 2,1%, som også er vesentlig dårligere enn tidligere. Det er dog ikke utelukkende dårlige tall som blir presentert i 2020. Egenkapitalandelen er på 53,84 % noe som tilsier at NRS skal være godt rustet til fremtidig drift av selskapet.

5. FUNDAMENTAL ANALYSE

For å besvare problemstillingen, altså å verdsette NRS har vi valgt å starte med diskontert kontantstrømmetode (DCF). Diskontert konantstrømmetode tar utgangspunkt i fri kontantstrøm. Fri kontantstrøm kan defineres som mengden penger et selskap kan utbetale til investorer etter å ha betalt for alle investeringer som er nødvendig for vekst. Den frie kontantstrømmen blir videre neddiskontert til verdsettelsestidspunktet, altså 31.12.2020 i vårt tilfelle. Det store usikkerhetsmomentet med denne metoden er at man ikke vet sikkert hvordan kontantstrømmene blir i fremtiden, man må derfor bruke prognoser for å verdsette selskapet. Disse prognosene baserer seg på tidligere regnskap og forventninger om fremtiden, men dette er kun antakelser og det er derfor en usikkerhet knyttet til estimatene.

For å finne hvilket avkastningskrav vi skal bruke til å diskontere kontantstrømmen velger vi å bruke WACC (Weighted Average Cost of Capital), som er en metode for å finne avkastningskravet til totalkapitalen. For å komme frem til dette må vi først benytte kapitalverdimodellen (CAPM), her benytter man seg av risikofri rente, risikopremie og aksjens beta. Dette benyttes senere i WACC og avslutningsvis finner man avkastning på totalkapitalen, ved å benytte avkastning på egenkapitalen og gjennomsnittlig gjeldsrente. Til slutt bruker man avkastningskravet for totalkapitalen til å diskontere

kontantstrømmen (Brealey et al. 2019). I dette kapitlet vil vi i all hovedsak hente teorien fra boken *Principles of Corporate Finance* (2019) av Brealey, Myers og Allen, dersom annet ikke blir spesifisert.

5.1 Prognose av fremtidige kontantstrømmer

Gruppen har ikke vært i kontakt med NRS og antakelser er tatt på bakgrunn av tall presentert i årsrapportene deres. I dette kapitlet vil vi bruke DCF metoden for å verdsette NRS, noe som vil si at vi først vil estimere en kontantstrøm og finne terminalleddet ved bruk av Gordons formel, deretter vil vi diskontere kontantstrømmene og terminalleddet med avkastningskravet til totalkapitalen.

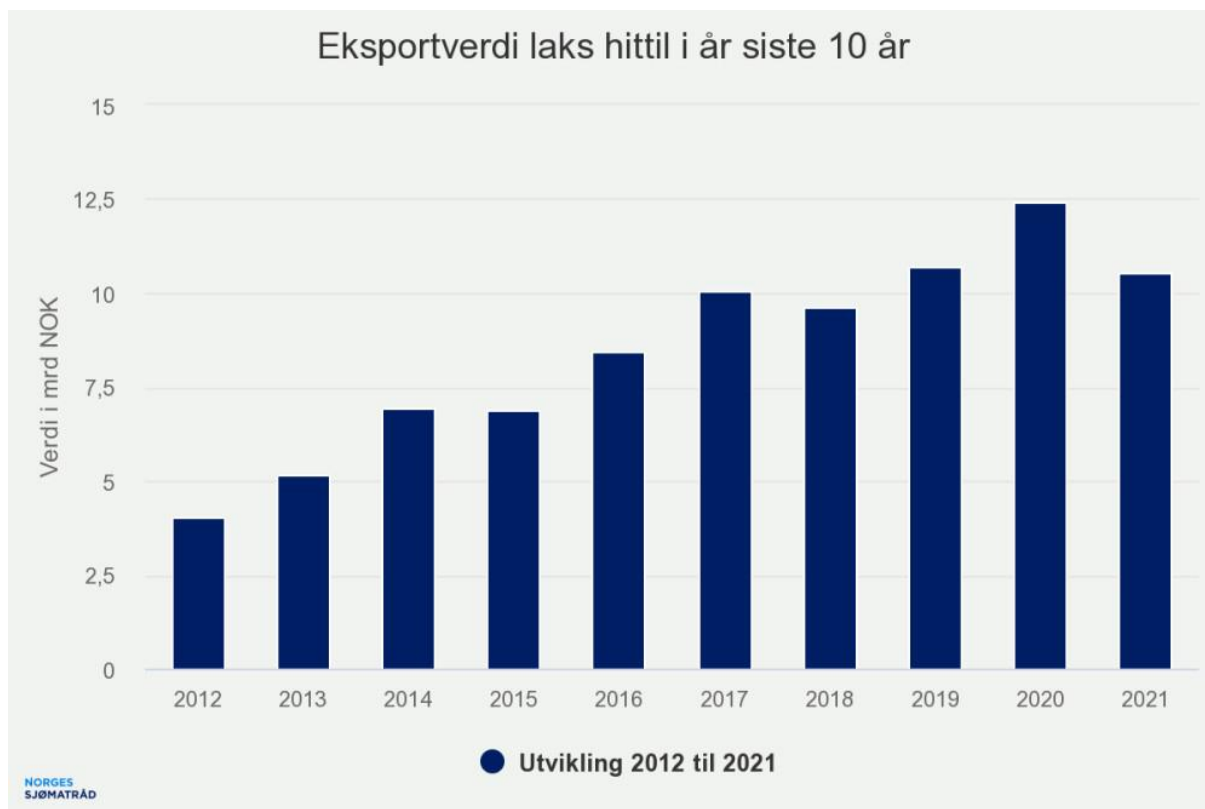
Terminalverdien beregnes ved bruk av Gordons formel. Gordons formel benytter kontantstrømmen i terminalåret, i tillegg til avkastningskravet og vekstraten. Terminalverdien beregnes ved følgende formel:

$$Terminalverdi = \frac{Kontantstrøm \text{ i terminalåret}}{(Avkastningskravet - konstant vekstrate)}$$

5.1.1 Inntekter

5.1.1.1 Volum

Når vi videre skal estimere solgt volumet for de 5 neste årene har vi sett på den gjennomsnittlige veksten de siste 4 årene fra 2017 til og med 2020. Det er svært vanskelig å gjøre et godt estimat på den fremtidige veksten, spesielt i den usikre og dynamiske perioden vi nå befinner oss i. Veksten fra 2017 til 2018 var på 7,65%, mens den fra 2018 til 2019 lå på 6,27%. Fra 2019 til 2020 har NRS hatt en vekst på -1,1% (NRS, 2020). Gjennomsnittet av disse vekstratene gir oss en vekstrate på 4,27% noe vi også mener kan være realistisk fremover. Under er en tabell presentert av Norges Sjømatråd som viser eksportverdi av laks i mars de siste 10 årene. Slik vi kan se er 2021 nesten kommet seg opp på nivå igjen med tallene fra 2019. Det er egentlig helt umulig å forutse fremtiden slik markedet er nå, men på bakgrunn av tabellen og utregningen, velger vi altså å benytte oss av 4,27% som vekstfaktoren til solgt volum av laks.



Figur 5.1 Eksportverdi laks per 3. mars (Mynewsdesk)

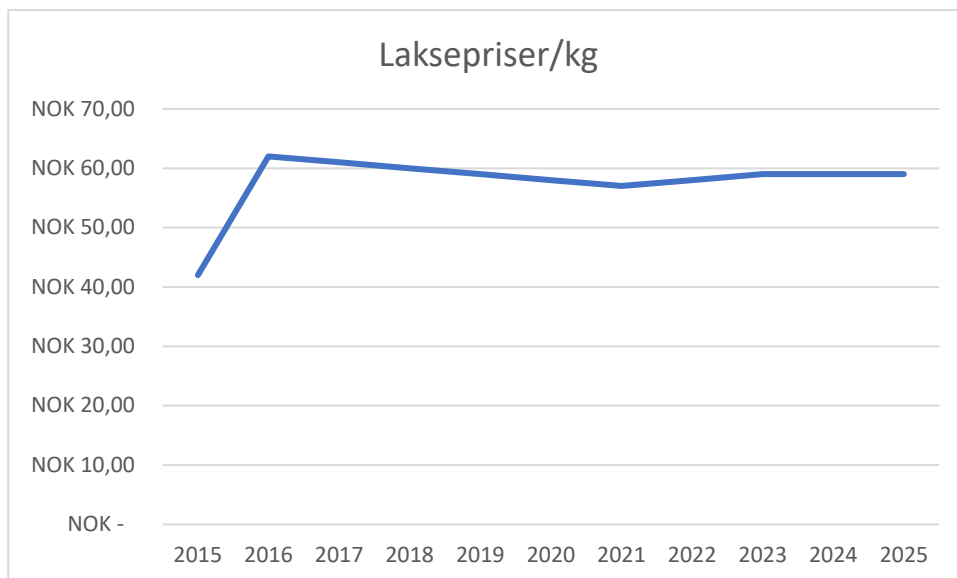
I utgangspunktet hadde det vært ønskelig å få tatt en titt på prognoser som er gjort av profesjonelle aktører, men det er særdeles lite informasjon om dette som er blitt publisert etter at coronaviruset kom i mars 2020. Vi velger derfor å benytte oss av vekstraten på 4,27 % som vi selv kom frem til ved å bruke de historiske tallene fra års- og kvartalsrapporter.

År	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Volum i tonn	88 904	92 704	96 667	100 799	105 107	109 600
Vekstrate:		4,27 %	4,27 %	4,27 %	4,27 %	-

Tabell 5.1 Estimert volum for salg

5.1.1.2 Laksepris

Estimering av fremtidig laksepris har blitt gjort ved hjelp av fishpools forwardpriser. Fishpool estimerer at lakseprisen vil ligge stabilt på 59 NOK/kg frem til 2025. Vi vil altså basere den fremtidige kontantstrømmen med denne prisen som vårt utgangspunkt. Dette prisestimatet er selvsagt en forenkling av virkeligheten, men det gjør det enklere for oss å utarbeide et estimat for fremtiden.



Figur 5.2 Estimert laksepris

5.1.1.3 Driftsinntekt

Salgsinntekt	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Solgt volum	92 704	96 662	100 790	105 094	109 581
Laksepris	57	58	59	59	59
Salgsinntekter	5 284 128	5 606 423	5 946 607	6 200 527	6 465 290

Tabell 5.2 Estimerte salgsinntekter

5.1.2 Kostnader

NRS sine kostnader består i hovedsak av varekostnader og lønnskostnader, der den klart største kostnaden er varekostnader knyttet til produksjon av laksen. Både varekostnadene og lønnskostnadene korrelerer i stor grad med driftsinntektene. I tillegg er avskrivninger og andre driftskostnader, store kostnader for NRS, disse korrelerer ikke i like stor grad med driftsinntekten.

5.2.2.1 Varekostnader

Selskapets varekostnad er i hovedsak knyttet til selve produksjonen av laks, der laksefôr er den største kostnaden. Denne kostanden vil i stor grad variere med volum produsert av laks og dermed også med driftsinntekten. Derfor vil vi i estimeringen av varekostnaden benytte oss av korrelasjonen mellom varekostnader og driftsinntekt. Korrelasjonen kan variere mellom -1 og 1 og jo nærmere yttergrensene man kommer jo sterkere er samvariasjonen. Er det positiv korrelasjon vil man for høye verdier av den ene variabelen også få høye verdier for den andre variabelen og motsatt ved negativ korrelasjon (Jacobsen, 2015, s. 337-339). For NRS sin del er korrelasjonen på 0,9782, noe som indikerer en sterk positiv korrelasjon mellom varekostnader og salgsinntekter. De siste årene har gjennomsnittlig årlig varekostnad utgjort 77,09% av salgsinntektene. Dette vil vi også benytte i våre estimater, dette gir oss følgende estimater av varekostnadene:

Varekostnad	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Salgsinntekt (i 1000)	3 210 548	4 224 340	4 937 798	5 080 806	5 586 670	5 118 867
Varekostnad (i 1000)	2 707 071	3 230 927	3 889 102	3 994 231	4 586 500	4 393 881
Varekostnad/Salgsinntekt	84,32 %	76,48 %	78,76 %	78,61 %	82,10 %	85,84 %
Gjennomsnittlig andel	77,09 %					
Korrelasjon	0,972					

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Varekostnad (i 1000)	4 073 534	4 321 991	4 584 239	4 779 986	4 984 092

Tabell 5.3 Estimerte varekostnader

5.2.2.2 Lønnskostnad

Ved estimering av fremtidige lønnskostnader skal vi koble lønnskostnadene opp mot salgsinntektene, slik som vi gjorde under varekostnader. Vi ser dette som hensiktsmessig, da det er høy korrelasjon mellom salgsinntekter og lønnskostnader. Vi ser under at lønnskostnadene i utgjør i snitt 3,19% av salgsinntektene. Ved å multiplisere denne prosentandelen med salgsinntektene kommer vi frem til følgende estimater for lønnskostnadene:

Lønnskostnad	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Salgsinntekt (i 1000)	3 210 548	4 224 340	4 937 798	5 080 806	5 586 670	5 118 867
Lønnskostnad	113 268	155 568	138 596	158 451	154 466	166 995
Lønnskostnad/Salgsinntekt	3,53 %	3,68 %	2,81 %	3,12 %	2,76 %	3,26 %
Gjennomsnittlig andel	3,19 %					
Korrelasjon	0,775					

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Lønnskostnad (i 1000)	168 769	179 063	189 928	198 038	206 494

Tabell 5.4 Estimerte lønnskostnader

5.2.2.3 Annen driftskostnad

Estimeringen av annen driftskostnad er noe mer komplisert å estimere, fordi annen driftskostnad og driftsinntektene har en mye lavere korrelasjon enn vare og lønnskostnadene. Korrelasjonen er her på 0,585. Vi velger likevel å benytte oss av gjennomsnittlig andel av salgsinntektene fordi det har veldig lite utslag på de frie kontantstrømmene, fordi det utgjør en liten del av kostnadene. Gjennomsnittlig andel av driftsinntektene har de 6 siste årene vært på 3,12%. Det gir følgende estimat av annen driftskostnad:

Annen driftskostnad	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Salgsinntekt (i 1000)	3 210 548	4224340	4 937 798	5 080 806	5 586 670	5 118 867
Annen DK (i 1000)	78 497	-99 746	335 459	197 211	216 098	210 992
Annen DK/Salgsinntekt	2,44 %	-2,36 %	6,79 %	3,88 %	3,87 %	4,12 %
Gjennomsnittlig andel	3,12 %					
Korrelasjon	0,585					

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Driftskostnad (i 1000)	165 119	175 190	185 820	193 755	202 028

Tabell 5.5 Estimering av annen driftskostnad

5.2.2.4 Avskrivninger

Avskrivninger er i likhet med andre driftskostnader, svært krevende å estimere. Ved å beregne den årlige veksten i avskrivninger siden 2015, får vi en årlig vekstrate på 13,62%. Alternativt kan vi benytte en avskrivningsverdi som er konstant gjennom hele perioden. Bakgrunnen for at dette er oppe til vurdering, er at NRS benytter seg av lineære avskrivninger, men siden avskrivninger historisk sett har økt, velger vi å benytte vekstraten for avskrivningene.

Avskrivninger	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Årlig avskrivning	54 697	61 063	82 063	89 299	86 804	100 747
Vekst		11,6 %	34,4 %	8,8 %	-2,8 %	16,1 %
Gjennomsnittlig vekst	13,62 %					

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Årlig avskrivning (i 1000)	114 472	130 067	147 786	167 919	190 794

Tabell 5.6 Estimerte avskrivninger

5.2.2.5 Skatt

Skattesatsen i Norge har fra 2019 vært på 22%. Siden NRS har mesteparten av sin virksomhet i Norge velger vi å benytte oss av 22% som fremtidig skattesats (Finansdepartementet, 2020).

5.2.2.6 Kundefordringer

Ved prognostisering av kundefordringer vil vi igjen finne forholdstallet mellom salgsinntekter og kundefordringer. Nedenfor er estimatene for fremtidige kundefordringer. Vi ser at fremtidige kundefordringer vil utgjøre i overkant av 10,72% av fremtidige salgsinntekter. Men det er endringen i kundefordringer som vil ha innvirkning på fri kontantstrøm og er derfor den som er interessant å se på.

Kundefordringer	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Kundefordringer	500 689	478 214	546 082	433 027	650 199	316 541
Salgsinntekter	3 210 548	4 224 340	4 937 798	5 080 806	5 586 670	5 118 867
Kundefordring/salgsinntekt	15,60 %	11,32 %	11,06 %	8,52 %	11,64 %	6,18 %
Gjennomsnittlig andel	10,72 %					
Korrelasjon	0,107					

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Kundefordringer	566 457	601 007	637 474	664 694	693 077
Endring i kundefordringer	-249 916	-34 550	-36 468	-27 220	-28 382

Tabell 5.7 Gjennomsnittlig andel kundefordringer av salgsinntekter

5.2.2.7 Varelager

Ved estimering av det fremtidige varelageret vil vi også benytte oss av forholdstall, men her vil vi benytte oss av varekostnad fremfor driftsinntekter, da dette gir et bedre bilde på varelageret enn driftsinntektene. Varelageret til NRS består i hovedsak av råvarer og ferdigvarer, der råvarer er fiskefôr til oppdrettsvirksomheten og ferdigvarer er transitt til kunder og ferdigvarelager, som består av fossen laks for videresalg. Der den egenproduserte fisken er verdsatt til virkelig verdi og varebeholdningen etter FIFO metoden. I tillegg inngår de biologiske eiendelene, altså fisken i sjøen i dette (NRS, 2019). Også her er det endringen i varelager som er det interessante, da det er endringen som har innvirkning på fri kontantstrøm.

Varelager	2015	2016	2017	2018	2019	2020
varelager	870 558	1 307 034	1 277 004	1 321 769	1 311 784	1 386 281
Varekost	2 707 071	3 230 927	3 889 102	3 994 231	4 586 500	4 393 881
varelager/varekost	32,16 %	40,45 %	32,84 %	33,09 %	28,60 %	31,55 %
Gjennomsnittlig andel	33,12 %					
Korrelasjon	0,792					

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Varelager	1 348 959	1 431 236	1 518 080	1 582 902	1 650 492
Endring i varelager	37 322	-82 277	-86 844	-64 822	-67 590

Tabell 5.8 Gjennomsnittlig andel varelager av varekostnad

5.2.2.8 Leverandørgjeld

Estimatene for den fremtidige leverandørgjelden beregnes også ved å se på forholdet mellom leverandørgjeld og varekostnad. Korrelasjonen fremgår i figuren under. En korrelasjon på 0,028 er i dette tilfellet svak. Også her er det endringen i leverandørgjeld som er interessant.

Leverandørgjeld	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Leverandørgjeld	530 436	646 515	549 526	446 993	575 895	617 937
Varekostnad	2 707 071	3 230 927	3889102	3 994 231	4 586 500	4 393 881
Leverandørgjeld/ Varekostnad	19,59 %	20,01 %	14,13 %	11,19 %	12,56 %	14,06 %
Gjennomsnittlig andel	15,26 %					
Korrelasjon	0,028					

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Leverandørgjeld	621 522	659 431	699 443	729 310	760 451
Endring i leverandørgjeld	3 585	37 908	40 013	29 866	31 142

Tabell 5.9 Gjennomsnittlig andel leverandørgjeld av varekostnad

Som nevnt er det endringen i arbeidskapital (kundefordringer, varelager og leverandørgjeld) som er interessant, da det er endringen som påvirker fri kontantstrøm, som vi benytter for å finne verdien av NRS. Våre estimater følger under:

Endring i arbeidskapital (i 1000)	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Kundefordringer	566 457	601 007	637 474	664 694	693 077
Endring i kundefordringer	-249 916	-34 550	-36 468	-27 220	-28 382
Varelager	1 348 959	1 431 236	1 518 080	1 582 902	1 650 492
Endring i varelager	37 322	-82 277	-86 844	-64 822	-67 590
Leverandørgjeld	621 522	659 431	699 443	729 310	760 451
Endring i leverandørgjeld	3 585	37 908	40 013	29 866	31 142
Endring i arbeidskapital	-209 008	-78 918	-83 299	-62 176	-64 831

Tabell 5.10 Estimert endring i arbeidskapital

5.2.2.9 Investeringer

For å finne fri kontantstrøm må vi estimere fremtidige investeringer. Dette gjør vi ved å se på andelen av investeringer fra tidligere års kontantstrømmer fra drift. Men vi vil også ta med i beregningen at NRS sitt mål er å gå fra å være et mellomstort til å bli et stort oppdrettsselskap, i tillegg til å bli Norges mest lønnsomme oppdrettsselskap. Selskapet har også prognostisert en vekst på ca. 35% fra dagens nivå til milepælnivået i MTB. Dette vil kreve tunge investeringer, det foretas og skal foretas store investeringer i NRS sine vekstprosjekter med nytt smolt anlegg og i Artic offshore farming, som vil gjøre at investeringsandelen blir noe større.

Investeringer	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Investeringer	-107 435	-282 311	-107 053	-411 818	491 595	-1 416 549
Investeringsrate	-31,58 %	-44,93 %	-62,79 %	-51,05 %	220,16 %	-373,75 %
Gjennomsnitt investeringsrate	-57,32 %					

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Investeringer	-286 620	-387 067	-412 026	-445 510	-466 514

Tabell 5.11 Estimerte investeringer

5.2 Avkastningskrav

Avkastningskravet er den avkastningene investorene krever for å låne ut sin kapital. Avkastningskravet skal reflektere den avkastningen investorer kan få ved å plassere kapitalen i alternative investeringer med samme risiko. For å finne dette avkastningskravet tar man gjerne utgangspunkt i risikofri rente og legger til en risikopremie, for den ekstra risikoen det er å investere i den aktuelle investeringen.

For å finne avkastningskravet til totalkapitalen, starter vi med å finne avkastningskravet for egenkapitalen r_{EK} . Dette gjøres ved å benytte kapitalverdimodellen (CAPM), som beskriver forholdet mellom systematisk risiko og forventet avkastning. Årsaken til at modellen kun tar hensyn til systematisk risiko er at den usystematiske risikoen kan diversifiseres bort ved å investere i flere selskaper. Mens den systematiske risikoen ikke er mulig å diversifisere bort, eksempler på systematisk risiko kan være økonomiske katastrofer, rentesvingninger, valutasvingninger osv. Det er denne typen systematisk risiko egenkapitalinvesteringer knytter seg til.

5.2.1 Kapitalverdimodellen (CAPM)

Kapitalverdimodellen (CAPM) brukes for å estimere egenkapitalkostnaden og estimerer forventet avkastning i forhold til påtatt risiko.

$$r_{ek} = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

R_{EK} = Avkastningskravet til egenkapitalen

R_f = Risikofri rente

β = Selskapets betaverdi

r_m = Markedsrisiko

$r_m - r_f$ = Markedets risikopremie

5.2.2 Risikofri rente

Risikofri rente er den renten man kan oppnå uten å påta seg noe risiko, i praksis er det veldig få investeringer som er helt risikofri, men statsobligasjoner fra stater som Norge regnes likevel som risikofrie investeringer, fordi risikoen for konkurs regnes som liten, og de regnes dermed som sikre betalere. Når vi skal diskontere kontantstrømmen 5 år frem i tid, samt terminalleddet, er det vanlig å bruke 10-årig statsobligasjon som risikofri rente (PWC, 2020) Renten på 10-årige statsobligasjoner er per 31.12.2020 på 0,82% (Norges bank, 2020). I tillegg var inflasjonsnivået på 2,5% (SSB, 2021). Dette regnes også med i den risikofrie renten og blir derfor 3,32%. Men i den samme undersøkelsen utført av PWC bruker størst andel 3%, mens medianen er 2,5%, vi velger derfor å benytte oss av 2,5% i våre prognoser.

5.2.3 Beta (β)

Beta er et mål på samvariasjon mellom en aksje og markedet, med andre ord hvor sensitiv en aksje er til markedssvingninger. Om beta er mellom 0 og 1 tenderer aksjen til å svinge i samme retning som markedet, men vil svinge mindre og vil derfor være mindre risikabel. Er beta 1 vil den svinge likt med markedet fordi 1 er markedets betaverdi, og er den større enn 1 vil den svinge mer enn markedet. Har man derimot negativ betaverdi vil aksjen svinge ned om markedet går opp og motsatt. Betaen til en aksje er gitt ved formelen:

$$\beta = \frac{\text{Kovarians}(R_i, R_m)}{\text{Varians}(R_m)}$$

DN investor opererer med en ettårig beta på 0,79 for NRS (Dagens Næringsliv, 2021), noe som vil si at aksjekursen til NRS tenderer til å bevege seg i samme retning som markedet, men noe mindre. Siden Aksjekursen til NRS svinger mindre enn markedet vil også risikoen være mindre i NRS.

5.2.4 Markedets risikopremie ($r_m - r_f$)

Markedets risikopremie er den ekstra avkastningen investorer krever for å påta seg ekstra risiko utenom markedsrisiko. Det vil si at jo høyere risiko en investering har desto høyere avkastning krever investorene for å gjøre den aktuelle investeringen. Ifølge PWC sin undersøkelse «risikopremien i det norske markedet» lå risikopremien i det norske markedet i 2020 på 5%, noe som også har vært medianen fra 2012 og til 2020 (PWC, 2020).

5.2.5 Beregning av kapitalverdien (CAPM)

Tallene vi nå har beregnet/funnet benyttes nå til å beregne avkastningskravet til egenkapitalen, ved å benytte CAPM. Vi ser at avkastningskravet blir 6,45%

$$r_{ek} = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

$$r_{ek} = 2,5\% + 0,79 * 5\%$$

$$= 6,45\%$$

5.2.6 Beregning av avkastningskrav for totalkapitalen (WACC)

Weighted Average Cost of Capital (WACC) eller kapitalkostnaden som det heter på norsk, blir brukt som avkastningskrav for totalkapitalen. Dette er et viktig mål for å neddiskontere de prognostiserte kontantstrømmene frem til i dag. Her er alle kategorier av kapital tatt med i avkastningskravet, der de ulike typene kapital blir vektet proporsjonalt etter størrelse. Noe som vil si at man benytter forventet avkastning på egenkapital og vektet denne med egenkapitalandelen, for deretter å legge til gjeldskostanden og vektet denne med andel rentebærende gjeld av totalkapitalen, til slutt tilpasses avkastningskravet til skattesatsen, slik at man beregner avkastningskravet etter skatt. Dette er viktig fordi våre prognostiserte kontantstrømmer også er etter skatt. WACC er gitt ved formelen:

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

E = Markedsverdi av selskapets egenkapital

D = markedsverdien av selskapets rentebærende gjeld

V = Summen av egenkapitalen og gjelden

r_e = Avkastningskravet til egenkapitalen etter skatt

r_d = Gjeldskostnad

T_c = skattesats

For å finne gjeldskostnaden benytter vi rentekostnaden og deler denne på netto rentebærende gjeld, her velger vi å benytte rentesatsen tilgjengelig fra de 5 siste tilgjengelige årsrapportene. Dette gjør at vi får en gjeldskostnad på 5,96%. Det må også tas med i regnestykket at rentekostnaden i 2019 er kunstig høy, som følge av at de solgte NRS Sør sent i 2019. I tillegg har styringsrenta gått ned i perioden, Mowi utsteder f.eks. obligasjoner til en kostnad av 4,3%. Historisk har Mowi hatt en noe lavere gjeldskostnad enn NRS, med bakgrunn i dette mener vi at en fremtidig gjeldskostnad på 5% vil være et rimelig estimat.

Gjeldskostnad	2015	2016	2017	2018	2019
Gjennomsnittlig rentebærende gjeld	249 590 192	390 350 500	457 819 500	526 588 500	226 385 500
Sum annen rentekostnad	24 860 000	18 020 000	21 262 000	13 992 000	17 986 000
Rente på gjeld	9,96 %	4,62 %	4,64 %	2,66 %	7,94 %
Gjennomsnittlig rente	5,96 %				

Tabell 5.12 Gjennomsnittlig gjeldskostnad

Av kvartalsrapporten for Q4 2020 fremgår det at egenkapitalandelen i 2020 var på 53,84%. Noe som vil si at gjeldsandelen er 46,16%, her er det markedsverdi av egenkapitalen som er benyttet.

I avkastningskravet for totalkapitalen benytter vi tallene beregnet ovenfor i tillegg til avkastningskravet til egenkapitalen. Avkastningskravet på totalkapitalen blir derfor:

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

$$WACC(\text{etter skatt}) = 53,84\% * 6,45\% + 46,16\% * 5,00\% * (1 - 0,22)$$

$$WACC(\text{etter skatt}) = 5,27\%$$

5.3 Diskontering

Basert på prognostiserte inntekter, kostnader og avkastningskrav, har vi etter neddiskontering og fratrukk av rentebærende gjeld kommet frem til en egenkapital på 10 963 323 TNOK. Selskapet har 43 572 191 utestående aksjer, noe som resulterer i en verdi per aksje på 214,77 kr.

Selskapet hadde per 31.12.2020 en aksjekurs på 214,6 kr. Vår verdsettelse er som det fremkommer av tabellen under, 0,079% høyere sammenlignet med dagens nivå.

År	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Driftsinntekter	5 284 128	5 606 423	5 946 607	6 200 527	6 465 290
Driftskostnader	4 521 895	4 806 311	5 107 774	5 339 698	5 583 409
Driftsresultat (EBIT)	762 233	800 111	838 833	860 829	881 881
Skattekost	167 691	176 025	184 543	189 382	194 014
Driftsresultat etter skatt	594 542	624 087	654 290	671 447	687 867
Avskrivninger	114 472	130 067	147 786	167 919	190 794
Endring arbeidskapital	-209 008	-78 918	-83 299	-62 176	-64 831
Kontantstrøm fra drift	500 006	675 235	718 777	777 189	813 831
Investeringer	-286 620	-387 067	-412 026	-445 510	-466 514
Fri kontantstrøm	213 386	288 168	306 750	331 679	347 316
terminalverdi					12 538 487
WACC	5,27 %				
g	2,50 %				
Nåverdi	10 963 323				
rentebærende gjeld	1 605 333				
Egenkapital	9 357 990				
antall aksjer	43 572 191				
Verdi per aksje	214,7697905				

Tabell 5.13 Kontantstrøm og verdsettelse

6. MARKEDSBASERT VERDSETTELSE

Markedsbasert verdsettelse er den andre hovedformen som benyttes for å verdsette aksjer. Her ser man på selskapets prising i sammenheng med sammenlignbare selskaper. Det man vanligvis gjør er å ta utgangspunkt i tall fra balansen eller resultatoppstillingen, og multiplisere det med et multiplikatorforholdstall. Dermed kan man sammenligne tallene til selskapet med bransjesnittet. Slik kan man vurdere om selskapet er overpriset eller underpriset, sett i sammenheng med de andre selskapene i bransjen. Metoden er enkel, men forutsetter at det er mulig å finne sammenlignbare selskaper. I praksis er dette sjeldent lett, og man må ofte nøye seg med grove sammenligninger (Kaldestad og Møller, 2016). Den markedsbaserte analysen er basert på tall hentet fra programvaren Eikon Refinitiv, samt årsregnskaper og kvartalsrapporter fra de respektive selskapene.

6.1 Sammenlignbare selskaper

Vi skal sammenligne NRS med tre sentrale aktører i oppdrettsnæringen, som alle er børsnoterte på Oslo Børs. Selskapene som skal benyttes i denne oppgaven er SalMar (SALM), Mowi og Lerøy Seafood Group (LSG). Tidligere i oppgaven har vi også benyttet Grieg Seafood til sammenligning, de har for øvrig hatt et særdeles svakt 2020 og vi har derfor valgt å unnlate dette selskapet i den markedsbaserte analysen som følger av at det vil kunne gjøre bransjesnittet urealistisk. Selskapene vi har valgt å benytte har relativt like forretningsmodeller og skal sammen med NRS danne grunnlaget for multiplikatorforholdstallene.

6.2 Price/Earnings

Price/Earnings (P/E) er blant de mest anvendte multiplene. Den er enkel å bruke og å kommunisere. For selskaper som NRS, som har nådd en stabil vekstfase, kan resultatet være et godt estimat på kontantstrømmen til egenkapitalen. En ulempe med metoden er at den ignorerer sentrale faktorer i verdivurderingen som forskjeller i risiko, kapitalstruktur og kapitalbehov (Kaldestad og Møller, 2016). Formelen for P/E:

$$\frac{\text{Price}}{\text{Earnings}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapitalen (aksjekursen)}}{\text{Resultat etter skatt (pr. aksje)}}$$

Beregning av estimert aksjekurs ved bruk av P/E:

P/E Ratio	Mowi	SalMar	Lerøy Seafood	Norway Royal Salmon
EPS	4,97	17,52	2,46	4,43
Aksjekurs 31.12.2020	190,71	503,60	60,56	214,60
P/E	38,37	28,74	24,62	48,44

Gjennomsnittlig P/E	35,04
---------------------	-------

Aksjekurs NRS	155,25
----------------------	---------------

Tabell 6.1 Estimert aksjekurs ved P/E

Fra tabellen ovenfor ser vi at NRS har en P/E som er relativt mye høyere enn bransjesnittet. Bransjesnittet ligger på 35,04, mens NRS har en P/E på 48,44. NRS sin høye P/E kan tyde på at det er forventninger om at selskapet skal ha en høy vekstgrad fremover, eller at selskapet var overpriset i desember 2020. Ved bruk av P/E finner vi en estimert aksjekurs på 155,25.

6.3 Price/Book

Price to book ratio (P/B) sammenligner virksomhetens verdi med bokført verdi av sysselsatt kapital. Metoden kan gi en indikasjon på selskapets evne til verdiskapning. Er P/B høy, er det en indikasjon på at markedet sitter med en forventning om at selskapet er kapabelt til å skape merverdier på selskapets eiendeler. En P/B under 1 betyr som regel at selskapet forventes å skape lav lønnsomhet, ettersom at markedsverdien av egenkapitalen er lavere enn den bokførte verdien. En ulempe med metoden er at to ellers identiske selskaper med ulik regnskapspraksis, vil kunne ende opp med ulik multiplikator (Kaldestad og Møller, 2016). Formelen for P/B er:

$$\frac{\text{Price}}{\text{Book}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Bokført verdi av egenkapital}}$$

Beregning av estimert aksjekurs ved bruk av P/B:

P/B Ratio	Mowi	SalMar	Lerøy Seafood	Norway Royal Salmon
Egenkapital (MNOK)	28 918 140 000,00	10 986 900 000,00	17 632 769 000,00	3 130 692 000,00
Antall aksjer	517 111 091	113 299 299	595 773 680	43 572 191
EK per aksje	55,92	96,97	29,60	71,85
Aksjekurs 31.12.2020	193,16	503,60	60,56	214,60
P/B	3,45	5,19	2,05	2,99

Gjennomsnittlig P/B	3,42
---------------------	------

Aksjekurs NRS	245,73
---------------	--------

Tabell 6.2 Estimert aksjekurs ved P/B

Ut fra tabellen ovenfor kan vi se at NRS har en P/B på 2,99, som er noe under bransjesnittet som ligger på 3,42. Gjennomsnittet trekkes kraftig opp av SalMar som har en P/B på 5,19. Dette kan bety at SalMar er priset høyt i forhold til sin bokførte egenkapital, eller at de andre selskapene er priset lavt i forhold til sin bokførte egenkapital. Dette er noe vanskelig å konkretisere, uten å studere selskapene nærmere.

6.4 EV/KG

EV/KG viser konsernverdi dividert på slaktevolum i kg. Dette er en god indikator på hvor mye fisk man får for pengene. Formelen for EV/KG er:

$$\frac{\text{Enterprise Value (EV)}}{\text{EBIT}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital + netto rentabærende gjeld}}{\text{Slaktevolum (kg)}}$$

Beregning av estimert aksjekurs ved bruk av EV/KG:

EV/KG	Mowi	SalMar	Lerøy Seafood	Norway Royal Salmon
Markedsverdi	114 104 485 337,56	61 726 726 976,40	36 634 645 060,80	10 606 393 188,60
Slaktevolum (kg)	439 829 000	161 500 000	239 268 000	30 509 000
EV/KG	259,43	382,21	153,11	347,65

Estimert Aksjekurs	
Gjennomsnittlig EV/KG	285,60
x Slaktevolum	30 509 000,00
= EV	8 713 350 499,46
- Netto gjeld	1 294 554 000,00
+ Kontantbeholdning	38 753 000,00
= Markedets verdi	7 457 549 499,46
/ Antall aksjer	43 572 191,00
= Estimert aksjekurs	171,15

Tabell 6.3 Estimert aksjekurs ved EV/KG

Vi ser fra tabellen ovenfor at NRS har en relativt høy EV/KG på 347,65, sammenlignet med bransjesnittet som er på 285,60. En høy EV/KG sammenlignet med bransjesnittet indikerer at selskapet er overpriset, mens et lavt forholdstall kan tyde på at selskapet er underpriset.

6.5 EV/EBIT

EV/EBIT kan brukes til å se sammenhengen mellom selskapsverdien og driftsresultatet. I tillegg tar denne multiplikatoren i viss grad hensyn til investeringsbehovet gjennom å inkludere avskrivninger. En ulempe med metoden er at den ignorerer forskjell i risiko (Kallestad og Møller, 2016). Multipelen er svært nyttig i mange sammenhenger, men bør brukes sammen med andre multipler for å få et helhetlig bilde av virksomheten. Formelen for EV/EBIT er:

$$\frac{\text{Enterprise Value (EV)}}{\text{EBIT}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital + netto rentabærende gjeld}}{\text{Driftsresultat}}$$

Beregning av estimert aksjekurs ved bruk av EV/EBIT:

EV/EBIT	Mowi	SalMar	Lerøy Seafood	Norway Royal Salmon
Markedsverdi	99 885 178 337,56	57 057 526 976,40	36 080 054 060,80	9 350 592 188,60
Netto gjeld	15 269 448 000,00	4 892 600 000,00	3 521 000 000,00	1 294 554 000,00
Kontantbeholdning	1 050 141 000,00	223 400 000,00	2 966 409 000,00	38 753 000,00
EBIT	1 921 245 000	3 007 500 000	1 950 000 000	107 609 000
EV/EBIT	59,39	20,52	18,79	98,56

Estimert Aksjekurs	
Gjennomsnittlig EV/EBIT	49,32
x EBIT	107 609 000,00
= EV	5 306 908 766,66
- Netto gjeld	1 294 554 000,00
+ Kontantbeholdning	38 753 000,00
= Markedets verdi	4 051 107 766,66
/ Antall aksjer	43 572 191,00
= Estimert aksjekurs	92,97

Tabell 6.4 Estimert aksjekurs ved EV/EBIT

Fra tabellen ovenfor ser vi at NRS har en høy EV/EBIT multiplenummer sammenlignet med bransjesnittet som ligger på 49,32. En høy EV/EBIT er en indikasjon på at selskapet kan være overvurdert, mens en lav EV/EBIT kan tyde på at selskapet er undervurdert. Estimert aksjekurs ved bruk av EV/EBIT ligger på 92,97.

6.6 EV/EBITDA

Dette er blant de mest anvendte multiplene ved kjøp og salg av selskaper. Metoden tar i likhet med EV/EBIT-multiplikatoren, utgangspunkt i selskapsverdien og er dermed en selskapskapitalmodell. I motsetning til EV/EBIT vil det her bli tatt hensyn til avskrivninger. Ved å måle driftsresultatet før

avskrivning, ekskluderes forskjeller som forekommer på grunn av ulik avskrivningsprofil og goodwill.

Formelen for EV/EBITDA er:

$$\frac{\text{Enterprise Value (EV)}}{\text{EBITDA}} = \frac{\text{Markedsverdi av EK} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat før avkastninger}}$$

Beregning av estimert aksjekurs ved bruk av EV/EBITDA:

EV/EBITDA	Mowi	SalMar	Lerøy Seafood	Norway Royal Salmon
Markedsverdi	99 885 178 337,56	57 057 526 976,40	36 080 054 060,80	9 350 592 188,60
Netto gjeld	15 269 448 000,00	4 892 600 000,00	3 521 000 000,00	1 294 554 000,00
Kontantbeholdning	1 050 141 000,00	223 400 000,00	2 966 409 000,00	38 753 000,00
EBITDA	5 461 152 000	3 819 600 000	3 109 000 000	208 356 000
EV/EBITDA	20,89	16,16	11,78	50,91

Estimert Aksjekurs	
Gjennomsnittlig EV/EBITDA	24,94
x EBITDA	208 356 000,00
= EV	5 195 509 825,08
- Netto gjeld	1 294 554 000,00
+ Kontantbeholdning	38 753 000,00
= Markedets verdi	3 939 708 825,08
/ Antall aksjer	43 572 191,00
= Estimert aksjekurs	90,42

Tabell 6.5 Estimert aksjekurs ved EV/EBITDA

Fra tabellen ovenfor ser vi at NRS sitt forholdstall som er på 50,91 er relativt mye høyere enn forholdstallene til de sammenlignbare selskapene. Bransjesnittet ligger på 24,94. Det at NRS har en såpass høy multiplertall sammenlignet med andre selskaper i samme bransje, kan tyde på at selskapet er overvurdert. Det kan også bety at de andre selskapene i bransjen er noe undervurdert.

6.7 Oppsummering av multipler og estimert aksjeverdi

Så langt i dette kapittelet har vi sett på en rekke ulike multipler, og sammenlignet de med sammenlignbare selskap i oppdrettsbransjen. En oppsummering av dette er illustrert i tabellen nedenfor:

Verdsettelse med multipler	
P/E	155,25
P/B	245,73
EV/EBITDA	90,42
EV/EBIT	92,97
EV/KG	171,15
Gjennomsnitt	151,11

Estimert aksjekurs 31.12.2020	151,11
--------------------------------------	---------------

Tabell 6.6 Estimert aksjekurs ved multipler

Fra tabellen ovenfor ser vi at NRS sin estimerte aksjekurs per 31.12.2020 ved bruk av multipler ligger på 151,11. Dette er et godt stykke under den faktiske aksjekursen per 31.12.2020, som lå på 214,6. Som det ble nevnt innledningsvis i dette kapittelet gir en multippelanalyse ofte et ganske grovt estimat. Det kan derfor være mer hensiktsmessig å bruke analysen for å sammenligne prisingen av NRS med tilsvarende selskap, fremfor å estimere en faktisk aksjeverdi.

Det er viktig å påpeke at 2020 var et ekstraordinært år, som medfører at multipler og aksjekurser kan ha en kunstig høy eller lav verdi. NRS hadde et solid år i 2019, med salgsinntekter på 5 586 MNOK. 2020 har åpenbart ikke matchet forventningene til markedet, noe som kan være en årsak til at de har flere multipler som er mye høyere enn bransjesnittet i 2020.

7. SENSITIVITETSANALYSE OG DISKUSJON

I dette kapittelet skal vi se på usikkerhetsmomenter knyttet til estimatene gjort i beregning av verdien til selskapet, som nevnt flere ganger i kapittel 5 er en del av estimatene usikre. Verdien på disse estimatene vil ha stor innvirkning på resultatet av den endelige analysen. Formålet med å gjennomføre en sensitivitetsanalyse er å se hvor følsom verdivurderingen av selskapet blir ved endring i enkelte av parameterne brukt i utregningen. De viktigste parameterne for verdivurderingen er avkastningskravet (WACC), vekstfaktoren, lakseprisen og solgt volum. Der avkastningskravet har stor betydning for den diskonterte verdien, vekstfaktoren er viktig for terminalleddet og laksepris og solgt volum dikterer i stor grad inntektene og dermed også kontantstrømmen.

Vi begynner med å se avkastningskravet (WACC) og vekstfaktoren. I sensitivitetsanalysen skal vi se på hvordan relativt små endringer i disse faktorene påvirker selskapskursen. I tabellen nedenfor kan man se hvordan aksjekursen endrer seg ved en endring i avkastningskravet og vekstfaktoren på 0,25%.

	WACC					
		4,77 %	5,02 %	5,27 %	5,52	5,77
Vekstrate	2,00 %	220,566	199,001	180,734	165,064	151,473
	2,25 %	243,181	217,648	196,343	178,298	162,817
	2,50 %	270,777	239,994	214,77	193,723	175,895
	2,75 %	305,203	267,263	236,852	211,932	191,139
	3,00 %	349,355	301,282	263,799	233,754	209,134

Tabell 7.1 Sensitivitetsanalyse av vekstrate og avkastningskrav

Fra figuren ovenfor kan vi se at et redusert avkastningskrav og økt vekstfaktor resulterer i en høyere aksjekurs, mens en kombinasjon med økt avkastningskrav og redusert vekstfaktor vil føre til en nedgang i aksjekursen.

Videre skal vi se hvordan endring i fremtidige laksepriser vil påvirke aksjekursen til NRS, lakseprisen vil som nevnt ha stor innvirkning på selskapets inntjening, og vil sammen med produksjonsvolumet diktere inntektene, og dermed også påvirke resultatet i stor grad. I figuren nedenfor ser vi hvordan en økning eller en reduksjon i estimatene for fremtidig laksepris vil påvirke aksjekursen. Der ser vi at en økning vil også øke vårt estimat av aksjekursen til NRS, og motsatt om lakseprisen går ned.

Endring i årlig pris	Aksjekurs	Endring i aksjekurs
-15 %	180,47	-15,97 %
-10 %	191,90	-10,65 %
-5 %	203,34	-5,32 %
0 %	214,77	0,00 %
5 %	226,20	5,32 %
10 %	237,64	10,65 %
15 %	249,07	15,97 %

Tabell 7.2 Sensitivitetsanalyse av prisendring

Vi ser av figuren at dersom man skulle få en økning eller reduksjon i lakseprisen vil aksjekursen øke/reduceres med litt mer enn 10%.

Utvikling solgt volum	Aksjekurs	Endring i aksjekurs
-6,27 %	149,66	-30,32 %
-4,27 %	160,68	-25,18 %
-2,27 %	172,10	-19,87 %
0,00 %	188,10	-12,42 %
2,27 %	202,08	-5,91 %
4,27 %	214,77	0,00 %
6,27 %	227,78	6,06 %
8,27 %	241,11	12,26 %
10,27 %	254,73	18,61 %
12,27 %	268,62	25,08 %
14,27 %	282,76	31,66 %

Tabell 7.3 Sensitivitetsanalyse av solgt volum

Videre vil vi se på hvilken betydning utviklingen i fremtidig vekst i solgt volum. Av figuren ovenfor ser vi at dersom veksten i solgt volum skulle være 6,27% istedenfor 4,27% vil dette bidra til en kursøkning på 6,06%. Viser den seg derimot å være kun på 2,27% vil dette redusere kursen med 5,91%

Gjennom sensitivitetsanalysen har vi belyst at vår verdsettelse av NRS er knyttet til stor usikkerhet spesielt knyttet til endringer i avkastningskrav, vekstrate, laksepris og utvikling i solgt volum, da små endringer i disse parameterne vil gi store utslag på aksjekursen.

8. KONKLUSJON

I denne semesteroppgaven var problemstillingen å finne ut hvor mye en aksje i Norway Royal Salmon ASA er verdsatt til per 31.12.2020. NRS har vært forsøkt vurdert gjennom flere ulike analyser. I starten av oppgaven ble NRS som selskap presentert, både historisk og slik det er i dag. Videre ble det utført en strategisk analyse av de interne og eksterne forholdene som påvirker NRS. Disse analysene ble gjennomført ved bruk av PESTEL-modellen, Porters fem konkurransekrefter og VRIO-modellen. Forholdene ble til slutt oppsummert i en SWOT-analyse. Etter den strategiske analysen ble det gjennomført en regnskapsanalyse som så på nøkkeltallene til NRS. Her ble det konkludert med at NRS generelt sett har en solid økonomi og at de er godt rustet for fremtidig drift. I del fem og seks av oppgaven har det blitt gjennomført en fundamental analyse og en markedsbasert verdsettelse.

Tyngden av verdsettelsen er lagt i den fundamentale analyse, og mer spesifikt i diskontert kontantstrømmetoden. Her er det kommet frem til en vekstfaktor, fremtidige estimerte kontantstrømmer og et avkastningskrav. På bakgrunn av dette har oppgaven kommet frem til en aksjekurs på NRS per 31.12.20 på 214,76. Den virkelige verdien av aksjen var per 31.12.20 på 214,6. Vår verdsettelse er altså 0,079% høyere enn den virkelige verdien. Ut ifra dette mener vi at vårt estimat er en god representasjon av den faktiske verdien til NRS.

I den sjette delen av oppgaven blir det gjennomført en markedsbasert verdsettelse. Her er det blitt gjort en verdsettelse basert på diverse multipler, for så å ta gjennomsnittet av disse multiplene. Gjennom denne metoden har vi fått en estimert aksjekurs på 151,11. Dette er ganske langt unna den sanne verdien. Det er nevneverdig at 2020 var et ekstraordinært år for NRS som da kan gjøre at aksjekursen vil kunne være kunstig høy eller lav. Det er også viktig å tenke på at den markedsbaserte verdsettelsen gjerne heller brukes til å sammenlikne selskaper i samme bransje opp mot hverandre.

Avslutningsvis er det blitt diskutert rundt en sensitivitetsanalyse. Her belyser vi at små endringer i viktige faktorer kan utløse store forskjeller og gi oss helt nye verdier for aksjekursen.

FIGUR- OG TABELLOVERSIKT

Figuroversikt:

- Figur 2.1: Norsk lakseproduksjon, tall hentet fra <https://www.ssb.no/statbank/table/07326/>
- Figur 2.2: Utvikling av antall konsesjoner, tall hentet fra <https://www.ssb.no/statbank/table/08967/>
- Figur 2.3: Trafikklyssystemet, hentet fra <https://www.tffk.no/tjenester/naringsutvikling/aktuelt-naringsutvikling/kapasitetsjustering-i-akvakultur-trafikklyssystemet.8472.aspx>
- Figur 2.4: Lakseprisens utvikling, hentet fra <https://www.ssb.no/statbank/table/03024/chartViewLine/>
- Figur 2.5: Lakseprisen i 2020, hentet fra <https://www.ssb.no/statbank/table/03024/chartViewLine/>
- Figur 2.6: Utvikling i slaktet volum, hentet fra <https://www.ssb.no/statbank/table/07326/chartViewLine/>
- Figur 2.7: Utvikling i aksjekurs, hentet fra <https://www.nordnet.no/market/stocks/16105294-norway-royal-salmon>

- Figur 3.1: PESTEL
- Figur 3.2: Porters fem konkurransekrefter
- Figur 3.3: Prisendringer sentrale proteinkilder, hentet fra <http://hugin.info/209/R/2246047/887370.pdf>, side 23.
- Figur 3.4: Oversikt over den relative prisforskjellen på proteinkildene, hentet fra <http://hugin.info/209/R/2246047/887370.pdf>, side 23.
- Figur 3.5: VRIO-analyse, hentet fra <https://expertprogrammanagement.com/2019/11/vrio-framework/>

- Figur 4.1: Egenkapitalrentabilitetens utvikling
- Figur 4.2: Totalkapitalrentabilitetens utvikling
- Figur 4.3: Driftsmarginens utvikling
- Figur 4.4: Utvikling av egenkapitalandel
- Figur 4.5: Utvikling av gjeldsgrad

- Figur 5.1: Eksportverdi laks per 3. mars, hentet fra <https://www.mynewsdesk.com/no/seafood/pressreleases/fall-i-eksportverdien-til-tross-for-volumvekst-for-enkeltarter-3078144>
- Figur 5.2: Estimert laksepris

Tabelloversikt:

- Tabell 3.1: Oversikt over de to første dagene av regjeringen sin auksjon for konsesjoner,

- Tabell 4.1: Egenkapitalrentabilitet etter skatt
- Tabell 4.2: Totalkapitalrentabilitet
- Tabell 4.3: Driftsmargin
- Tabell 4.4: Finansieringsgrad 1
- Tabell 4.5: Arbeidskapital
- Tabell 4.6: Egenkapitalandel

- Tabell 4.7: Gjeldsgrad
- Tabell 4.8: Rentedeckningsgrad
- Tabell 4.9: Likviditetsgrad 1
- Tabell 4.10: Likviditetsgrad 2

- Tabell 5.1: Estimert volum for salg
- Tabell 5.2: Estimerte salgsinntekter
- Tabell 5.3: Estimerte varekostnader
- Tabell 5.4: Estimerte lønnskostnader
- Tabell 5.5: Estimering av annen driftskostnad
- Tabell 5.6: Estimerte avskrivninger
- Tabell 5.7: Gjennomsnittlig andel kundefordringer og salgsinntekter
- Tabell 5.8: Gjennomsnittlig andel varelager av varekostnad
- Tabell 5.9: Gjennomsnittlig andel leverandørgjeld av varekostnad
- Tabell 5.10: Estimert endring i arbeidskapital
- Tabell 5.11: Estimerte investeringer
- Tabell 5.12: Gjennomsnittlig gjeldskostnad
- Tabell 5.13: Kontantstrøm og verdsettelse

- Tabell 6.1: Estimert aksjekurs ved P/E
- Tabell 6.2: Estimert aksjekurs ved P/B
- Tabell 6.3: Estimert aksjekurs ved EV/KG
- Tabell 6.4: Estimert aksjekurs ved EV/EBIT
- Tabell 6.5: Estimert aksjekurs ved EV/EBITDA
- Tabell 6.6: Estimert aksjekurs ved multipler

- Tabell 7.1: Sensitivitetsanalyse av vekstrate og avkastningskrav
- Tabell 7.2: Sensitivitetsanalyse av prisendring
- Tabell 7.3: Sensitivitetsanalyse av solgt volum

KILDER

Faglitteratur

Stiklestad et al. 2015. Ledelse i Små og Mellomstore Virksomheter. Fagbokforlaget.

Johnson, G., Scholes, K. and Whittington, R., 2006. *Exploring corporate strategy*. Harlow, England: FT/Prentice Hall.

Stiklestad et al. 2018. Ledelse i Små og Mellomstore Virksomheter. Fagbokforlaget.

Kristoffersen. 2019. Årsregnskapet (6.utgave). Fagbokforlaget.

Kristoffersen. 2016 Årsregnskapet (5.utgave). Fagbokforlaget.

Langli. 2005 Årsregnskapet (9. utgave). Gyldendal.

Brealey et al. 2020. Principles of corporate finance. McGrawHill

Kaldestad, Y. og Møller, B. (2016) Verdivurdering: teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper. 2. utg. utg. Bergen: Fagbokforlaget.

Offentlige kilder

08967: Akvakultur. Antall tillatelser i drift (F) (avslutta serie) 1994 - 2019. PX-Web SSB. Hentet 21. april 2021, fra <http://www.ssb.no/statbankstatbank/table/08967/>

Arctic Offshore Farming. Arctic Offshore Farming. Hentet 5. februar 2021, fra <https://www.arcticoffshorefarming.no>

ASCs standard for ansvarlig lakseoppdrett. (2019). DNV GL. Hentet 10. februar 2021, fra <https://www.dnvgl.no/services/ascs-standard-for-ansvarlig-lakseoppdrett-33619>

Biomasse. (2019). Fiskeridirektoratet. Hentet 3. februar 2021, fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Drift-og-tilsyn/Biomasse>

Capia. (2019, april 5). *Hvorfor har lakseprisen økt så kraftig?* - Kunnskapsbanken. Norsk. <https://www.kbnn.no/artikkel/hvorfor-har-lakseprisen-okt-sa-kraftig>

Eriksen, G. (2020). Konesjon. I *Store norske leksikon*. <http://snl.no/konesjon>

Expert Program Management. (2019, november 21). Expert Program Management. <https://expertprogrammanagement.com/2019/11/vrio-framework/>

Finansdepartementet. (2020, oktober 7). *Skattesatser 2021* [Innhold]. Regjeringen.no; regjeringen.no. <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2021/id2767458/>

Forskrift om tildeling av nye tillatelser til akvakultur med matfisk i sjø av laks, ørret og regnbueørret i 2018—Auksjon av restkapasitet—Kapittel 1. Innledende bestemmelser—Lovdata. (2018). Hentet 5. februar 2021, fra https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2018-08-30-1323/KAPITTEL_1#%C2%A72

Grønne tillatelser. (2017). Fiskeridirektoratet. Hentet 3. februar 2021, fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Kommersielle-tillatelser/Laks-oerret-og-regnbueoerret/Groenne-tillatelser>

Gutormsen, A. (2010). *HVA PÅVIRKER LAKSEPRISER*. Professor Atle G. Guttormsen Handelshøyskolen ved UMB - PDF Free Download. <https://docplayer.me/13889840-Hva-pavirker-laksepriser-professor-atle-g-guttormsen-handelshoyskolen-ved-umb.html>

Havbasert fiskeoppdrett. (2020). SalMar ASA. Hentet 10. februar 2021, fra <https://www.salmar.no/havbasert-fiskeoppdrett-en-ny-aera/>

Kristiansen, T. (2017, juni 26). *Derfor var Kina rystet og rasende*. NRK. <https://www.nrk.no/urix/derfor-var-kina-rystet-og-rasende-1.13576615>

Lakselus. (2018). Havforskningsinstituttet. Hentet 5. februar 2021, fra <https://www.hi.no/hi/temasider/arter/lakselus>

Lille, H. H. (2020). *Kapasitetsjustering i akvakultur – «Trafikklyssystemet»—Troms og Finnmark fylkeskommune*. Hentet 21. april 2021, fra <https://www.tffk.no/tjenester/naringsutvikling/aktuelt-naringsutvikling/kapasitetsjustering-i-akvakultur-trafikklyssystemet.8472.aspx>

Misund, B. (2021). Fiskeoppdrett. I *Store norske leksikon*. <http://snl.no/fiskeoppdrett>

Norges Bank. (2021, januar 4). *Statsobligasjoner daglige noteringer*. <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/>

Norges fiskeri og kysthistorie. (2009). *Norges fiskeri- og kysthistorie » Band 5: Havbruk*. <https://norges-fiskeri-og-kysthistorie.w.uib.no/bokverket/bind-5-havbrukshistorie/>

NYTEK-forskriften. (2017). Fiskeridirektoratet. Hentet 5. februar 2021, fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Drift-og-tilsyn/Roemming/NYTEK-forskriften>

PricewaterhouseCoopers. (2020, desember 1). *Risikopremien 2020*. PwC. <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html>

regjeringen.no. (2018, august 6). *Norges samarbeid med EU om toll, skatt og avgifter* [Redaksjonellartikkel]. Regjeringen.no; regjeringen.no. <https://www.regjeringen.no/no/tema/europapolitikk/tema/toll-skatt-avgifter/id686229/>

Risikopremien i det norske markedet 2019. (2019). 24

Risikorapport norsk fiskeoppdrett 2020. (2020). Havforskningsinstituttet. Hentet 3. februar 2021, fra

<https://www.hi.no/hi/nettrapporter/fisken-og-havet-2020-4>

Solerød, H., & Tønnessen, M. (2020). Verdens befolkning. I *Store norske leksikon*.

http://snl.no/verdens_befolkning

SSB. (2020, oktober 29). 2020-10-29. ssb.no. [https://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-](https://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/statistikker/fiskeoppdrett/aar/2020-10-29)

[fiskeri/statistikker/fiskeoppdrett/aar/2020-10-29](https://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/statistikker/fiskeoppdrett/aar/2020-10-29)

NDLA. (2018, May 16). *Regnskapsanalyse* - NDLA. ndla.no.

<https://ndla.no/subject:22/topic:1:187735/?filters=urn:filter:5b028a77-1c35-4774-8e10-49e1bac2d6fd>

