

Jakob Skaftun
Mats Hjorteland Andreassen
William Støkken
Tobias Monn Jensen

Verdsettelse av Norway Royal Salmon ASA

Semesteroppgave i Finansiell Styring V/2022

Bacheloroppgave i Økonomi og Administrasjon
Veileder: Hans Marius Eikseth
April 2022

Jakob Skaftun
Mats Hjorteland Andreassen
William Støkken
Tobias Monn Jensen

Verdsettelse av Norway Royal Salmon ASA

Semesteroppgave i Finansiell Styring V/2022

Bacheloroppgave i Økonomi og Administrasjon
Veileder: Hans Marius Eikseth
April 2022

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet
Fakultet for økonomi

Forord

Denne oppgaven er skrevet som en avsluttende oppgave for vår Bachelor i Økonomi og Administrasjon med fordypning i Finansiell Styring ved NTNU Handelshøyskolen.

Gjennom arbeidsprosessen har vi tilegnet oss en økt forståelse av finansfaget. Verdssettelse av et selskap var som vi forventet en omfattende utfordring, hvor vår evne til å knytte sammen de ulike fagfeltene som økonomifaget representerer har blitt testet. Utarbeidelsen av denne verdsettelsen har gitt oss mulighet til å anvende den kompetansen vi har opparbeidet oss gjennom NTNU Handelshøyskolen sine kurs, noe vi mener gjenspeiles i vår bacheloroppgave. Ved ferdigstilling av verdsettelsen satt vi igjen med en positiv følelse overfor vårt resultat.

Vi vil takke vår veileder Hans Marius Eikseth for god bistand i utformingen av oppgaven.

Sammendrag

Formålet med oppgaven har vært å verdsette oppdrettsselskapet Norway Royal Salmon per 31.12.2021, som er børsnotert på Oslo børs. For å kunne svare på problemstillingen har vi delt oppgaven opp i en strategisk-, regnskaps- og til slutt en finansiell analyse.

Før vi begynner på analysene har vi etablert et bedre grunnlag for å forstå oppdrettsnæringen. Vi har sett på historien til selskapet og bransjen, og hvilke utfordringer som eksisterer per dags dato. Med dette i bakhodet, har vi foretatt den strategiske analysen. Denne starter med en PESTEL-analyse for å se på eksterne faktorer som kan påvirke selskapets drift og strategi på godt og vondt, før vi har satt disse opp mot Porters fem konkurransekrefter. Til slutt i analysen vil vi se på interne faktorer gjennom VRIO og oppsummere i en SWOT-analyse.

I den andre delen av oppgaven har vi regnet ut flere nøkkeltall fra NRS sine regnskap. Vi har fokusert på utviklingen i lønnsomhet, soliditet, finansiering og likviditet for å bedre forstå selskapets posisjon og framtidsutsikter. Funnene herfra har vi deretter sett opp mot våre konklusjoner i den strategiske delen av oppgaven. Resultatet av analysen viser at NRS har en sterk og solid økonomi, som gjør dem godt rustet for fremtidige investeringer og drift. Samtidig viser våre funn at intens konkurransesituasjon og nye metoder for produksjon av laks, kan potensielt være en trussel fremover om ikke NRS sin satsing på havmerder lykkes.

Siste del av oppgaven er en fundamental analyse der vi har brukt Discounted Cash Flow til å besvare problemstillingen. Tall hentet fra NRS sitt regnskap og prognoser fra PWC er brukt til å etablere et avkastningskrav, samt egne estimeringer av vekst for fremtidige kontantstrømmer. Med ulike antagelser har vi endt opp med en aksjekurs på kr 240,62 NOK. Videre har vi brukt multippelanalyse til å estimere NRS sin aksjekurs, der vi har sammenlignet selskapet med andre aktører i bransjen. Snittet av analysen viser en kurs på kr 209,80 NOK. Til slutt har vi på bakgrunn av våre funn vektet DCF-analysen 60% og multippelanalysen 40%. Dette gir et endelig kursmål på kr 228,43 NOK, som i skrivende stund den 21.04.2022 er på kr 240,5 NOK. Vår verdsettelse er derfor ca. 5,4% lavere enn

virkelig verdi, men ca. 40% høyere enn reell aksjekurs på verdsettelsestidspunktet 31.12.2021.

Abstract

The purpose of our thesis has been to give an appraisal of Norway Royal Salmon (NRS) per 31.12.2021, which is listed on the Oslo Stock Exchange. To answer our thesis statement we have divided our work into three parts - a strategic, accounting and financial analysis.

Before we embark on our analyses, we have established a footing to better understand the fish breeding and farming business. We have reviewed the history of the company as well as the industry, and what challenges they both face today. With this in mind, the strategic analysis has been executed. It starts with a PESTEL analysis in order to examine external factors that can influence the day-to-day activities for better or for worse. Following the PESTEL analysis we go through an analysis of Porter's Five Forces in the case of NRS. The strategic analysis is finished off with a review of NRS' internal factors by means of VRIO, and summarized with a SWOT analysis.

In the second part of our thesis we have looked at the financial management of NRS. In this part of the analysis we have focused on profitability, solidity, financing and liquidity in order to better understand NRS' position and future. The calculated figures have then been discussed in light of our findings in the strategic analysis. The results from the accounting analysis show that NRS has a strong base of operations, which makes them suited for future investments and growth. At the same time, our research shows an intense situation of competition along with new and improved methods of salmon production that can potentially threaten NRS' operation unless their investments towards seaborn pens is fruitful.

The final part of our thesis is the fundamental analysis where we utilize the discounted cash flow method (DCF) to appraise NRS. Through NRS' financial reports and forecasts from PWC we have established a figure for the required return, in addition to our own growth estimates to simulate future cash flows. With the calculated figures and Gordon's Formula we calculated a stock price of 240,62 NOK. Furthermore, we assessed NRS from a market perspective by estimating the stock price based on P/E, P/B, and EV/KG. The last three

valuation methods give us an average stock price of 209,80 NOK. To calculate our final stock price we use a weighted average of our previously calculated stock prices, where the DCF analysis is weighted 60% and the market based analysis is weighted 40%. The result is a stock price of 228,43 NOK. At the moment of writing (21.04.2022) we experience a real stock price 240,5 NOK. Our appraisal is therefore 5.4% lower than the stock price at the time of writing, but approximately 40% higher than what the stock price was per 31.12.2021.

Innholdsfortegnelse

Forord	1
Sammendrag	1
Abstract	3
1 Innledning	7
2 Selskaps- og bransjebeskrivelse	8
2.1 Presentasjon av selskapet	8
2.2 Historie	8
2.3 Utfordringer for bransjen	9
2.3.1 Utvikling i selskapet	10
3 Strategisk analyse	10
3.1 Ekstern analyse	11
3.2 PESTEL	11
3.2.1 Politiske og lovmessige faktorer	11
3.2.2 Økonomiske faktorer	12
3.2.3 Sosiale faktorer	15
3.2.4 Teknologiske faktorer	17
3.2.5 Miljømessige faktorer	18
3.3 Porters fem konkurransekrefter	19
3.3.1 Konkurransen	20
3.3.2 Inngangsbarrierer	21
3.3.3 Leverandører	21
3.3.4 Kunders forhandlingsmakt	23
3.3.5 Substitutter	23
3.4 Intern analyse	24
3.5 VRIO	24
3.5.1 Integrering av verdikjeden	24
3.5.2 Innovasjonsevne	25
3.5.3 Lokalisering	26
3.6 Oppsummering strategisk analyse - SWOT	27
4 Regnskapsanalyse	28
4.1 Nøkkeltall	28
4.2 Lønnsomhet	29
4.2.1 Egenkapitalrentabilitet	29
4.2.2 Totalkapitalrentabilitet	30
4.2.3 Driftsmargin	30
4.3 Finansiering	31

4.3.1	Finansieringsgrad 1	31
4.3.2	Arbeidskapital og Finansieringsgrad 2	32
4.4	Soliditet	33
4.4.1	Egenkapitalandel	34
4.4.2	Gjeldsgrad	34
4.4.3	Rentedekningsgrad	35
4.5	Likviditet	36
4.5.1	Likviditetsgrad 1	36
4.5.2	Likviditetsgrad 2	37
5	Fundamental analyse	37
5.1	Discounted Cash Flow	38
5.2	Capital Asset Pricing Model - CAPM	38
5.2.1	Risikofri rente	38
5.2.2	Markedets risikopremie	39
5.2.3	Selskapets betaverdi	39
5.3	Weighted Average Cost of Capital - WACC	40
5.3.1	Gjeldsrente	41
5.4	Prognose av fremtidige kontantstrømmer	42
5.4.1	Inntekter	42
5.4.2	Varekostnader	43
5.4.3	Lønnskostnader	43
5.4.4	Annen driftskostnad	44
5.4.5	Avskrivninger og nedskrivninger	44
5.4.6	Skatt	45
5.4.7	Arbeidskapital	45
5.4.8	Investeringer	46
5.5	DCF analyse	47
5.6	Verdsettelse ved multipler	48
5.6.1	Price/ Earnings	49
5.6.2	Verdsettelse ved P/E	49
5.6.3	Price/ Book	49
5.6.4	EV/KG	50
5.6.5	Oppsummering multipler	51
5.7	Kursmål og anbefaling	52
6	Diskusjon og sensitivitetsanalyse	52
7	Konklusjon	54
8	Figur- og tabelloversikt	55
9	Referanser	56

1 Innledning

Nå som vi beveger oss mot slutten av vårt studieløp ved NTNU Handelshøyskolen, skal vi i vår bacheloroppgaven ta for oss en verdsettelse av Norway Royal Salmon ASA.

Vår motivasjon for å velge en slik verdsettelsesoppgave baserer seg i hovedsak på at samtlige forfattere av denne oppgaven har spesialisert seg innen finansiell styring. Likevel gir oppgaveformen oss en mulighet til å anvende et bredt spekter av innfallsvinkler som skal snevres inn for å bedre forstå vårt valgte selskap.

Da valget skulle tas om hvilket selskap vi skulle verdsette var det visse retningslinjer å ta hensyn til. Det burde være et større børsnotert selskap med tilgjengelig regnskapsinformasjon for de fem siste årene - det vil si minimum 2017. I tillegg var det ikke anbefalt å velge et selskap innenfor bank eller forsikring.

Med dette i bakhodet landet vi på oppdrettsnæringen. Denne bransjens betydning for norsk eksport er noe vi synes er fascinerende og verdt å dykke dypere inn i. Videre falt selskapsvalget på Norwegian Royal Salmon. Deres ambisjon om å bli Norges mest lønnsomme lakseselskap, sammen med veksten bransjen har opplevd i nyere tid førte oss til beslutningen om å velge NRS. Verdsettelsen av selskapet vil foregå på en helhetlig basis, det vil si at vi tar for oss hele konsernet under samme lys. Informasjonen vi benytter i denne oppgaven vil være offentlig tilgjengelige, hvorav regnskapstall vi benytter oss av vil komme fra konsernets finansielle rapporter. Vi har ikke vært i kontakt med NRS for mer informasjon eller regnskapstall.

I denne bacheloroppgaven ønsker vi altså å verdsette Norway Royal Salmon ASA per 31.12.2021. Dette gir oss problemstillingen:

Hva er aksjekursen for en aksje i Norway Royal Salmon per 31.12.2021?

2 Selskaps- og bransjebeskrivelse

2.1 Presentasjon av selskapet

Norway Royal Salmon ASA, heretter referert til som NRS, er et norsk fiskeoppdrettsselskap, grunnlagt i 1992 av 32 individuelle norske lakseoppdrettere. Ideen bak opprettelsen av NRS var å gjøre det mulig å styre hele verdikjeden for å kunne sikre kvalitet i alle deler av virksomheten.

Ifølge NRS sine egne nettsider går strategien deres ut på at selskapet gjennom de neste fem årene skal utvikle seg til å bli Norges mest lønnsomme lakseselskap. Dette skal de oppnå ved å være en foretrukket arbeidsgiver gjennom bærekraftig vekst. Selskapet har fra sin oppstart fokusert på innovasjon og har utviklet Arctic Offshore Farming, noe som de ser på som fremtidens lakseoppdrett. Denne teknologien skal muliggjøre det å gjenskape laksens naturlige miljø, da laksen tilbringer mesteparten av sitt liv i det åpne hav. Dette er en del av deres strategi for mer og bedre bærekraftig vekst.

NRS har hovedkontor i Trondheim, med et salgskontor i Kristiansand. Største aksjonær i selskapet er per 22.02.22 NTS ASA, som står med over 68% av aksjene i selskapet. Styrelederen er Helge Gåsø, og nestleder i selskapet er Trude Olafsen.

2.2 Historie

Fiskeoppdrett strekker seg langt tilbake historisk sett, hele 4-6 tusen år. Dette er ikke tilfellet med tanke på norsk oppdrett derimot, hvor det første pionerarbeidet for norsk oppdrettslaks ble gjennomført på 1970-tallet. Konsekvensen av denne oppstarten av atlantisk oppdrettsfisk har båret Norge frem som verdens største eksportør av oppdrettslaks. Helt siden 70-tallet har oppdrettsbransjen vært pålagt krav om akvakulturtillatelser (konsesjoner), nærmere bestemt siden 1973. Disse konsesjonene er av loven tillatelser for å kunne drive med oppdrett.

Fra 1970- til 1990-tallet var det kun tillatt for oppdrettsselskaper å inneha én konsesjon hver. Dette endret seg da Fiskeoppdretternes Salgslag (FOS) gikk konkurs i 1991. Dette åpnet muligheten for bedrifter å være i besittelse av flere konsesjoner per selskap. Endringen vedgående konsesjonene for oppdrett førte til en omstrukturering av selskap og markedet, i den grad at flere selskaper slo seg sammen til aksjeselskap. (Norway Royal Salmon, 2021)

NRS ble som nevnt grunnlagt i 1992 med et mål om å drive salg og markedsføring av oppdrettslaks. Det har til i dag utviklet seg til å bli et bærekraftig produksjonsselskap av laks, med store ambisjoner om fremtiden. Børsnoteringen av NRS i 2011 verdsatte selskapet til 832 millioner kroner. (Wikipedia, 2021)

2.3 utfordringer for bransjen

Etter en lengre periode med voldsom vekst, har produksjonen av laks stagnert nasjonalt og internasjonalt siden 2012 (Misund, 2021). Dette skyldes en rekke utfordringer knyttet til miljø, bærekraft, reguleringer og knapphet på konsesjoner fra myndighetene.

De fleste oppdrettsselskaper i Norge benytter seg av en intensiv produksjonsmetode, der fisken er under menneskelig kontroll gjennom hele livssyklusen. Laksen lever tett i avgrensede områder der den føres og mottar behandling i åpne eller lukkede merder. Denne produksjonsmetoden medfører mange fordeler, men har også flere ulemper ettersom sykdommer og parasitter lettere kan spres mellom fisk. Lakselus er en naturlig ektoparasitt som man finner på den nordlige halvkule, som spiser blod, hud og slim på fisken (Veterinærinstituttet, 2022). Ved tilfeller av lakselus er oppdrettsselskapet pliktig til å melde utviklingen videre til Mattilsynet, og risikerer at hele kull ikke kan prosesseres videre for salg. Tidligere har bransjen i stor grad benyttet medikamenter som antibiotika for å holde forekomsten under et kritisk nivå, men etter flere års bruk har lakselus blitt mer resistent. Flere legemidler er derfor lite effektivt og ikke-medikamentelle tiltak som rensefisk og laser blir derfor mer ettertraktet. Behandling av lakselus og andre sykdommer kan derfor ha store økonomiske konsekvenser for bransjen og bidrar til å øke den totale produksjonskostnaden.

Under behandling av lakselus, dårlig vær eller slitasje av merder og utstyr er det alltid en risiko for rømninger. Oppdrettslaks rømmer til havs eller svømmer opp i elver for å gyte. Dette truer det biologiske mangfoldet og er derfor en stor miljøtrussel. Laks fra oppdrett kan potensielt endre genene til villaksen og gjøre dem mindre robust (Mikkelsen, 2022).

Trusselen anses som svært alvorlig og det finnes derfor et nasjonalt overvåkningsprogram som alle aktører er lovpålagt å delta i og finansiere. Større rømninger kan også føre til bøter og blir tatt i betraktning når en aktør søker om nye konsesjoner. I 2020 og 2021 var antall

totale rømninger lavt med et snitt på 46 140 rømte laks i hav og elver. Dette skyldes et stort oppryddingsarbeid i 2019 hvor antall rømte laks var på 286 662. NRS har ikke hatt noe rømninger siden 2015 og har utviklet en nullvisjon.

2.3.1 Utvikling i selskapet

NRS har hatt en solid og god utvikling gjennom årene fra dens oppstart og til idag. Selskapet fortsatte den gode trenden i Q4 2021 med en EBIT på 102 MNOK og en EBIT pr.kg. på 9,43 NOK. Markedet fremover ser bra ut for NRS ettersom at etterspørsel etter laks forventer en oppgang ved inngangen til 2022 samtidig som forventet slaktevolum i markedet er svekket (NRS Q4 rapport, 2022).

For hele 2021 er driftsinntektene til selskapet 5,8 milliarder, noe som er en økning fra 2020 på 23%. Den operasjonelle EBIT ligger på MNOK 344 for 2021, som er en økning på 40% fra året før. Man kan også se at volumet på høstet laks har hatt en god utvikling. I 2021 lå antallet høstet laks på 49 640 tonn, mens det i 2020 lå på 30 509 tonn. Dette er med andre ord en økning på over 33%.

3 Strategisk analyse

Gjennom den strategiske analysen vil vi analysere eksterne og interne faktorer som vil være med å påvirke NRS, kartlegge NRS sin strategiske posisjon i dag, samt identifisere muligheter for strategivalg i fremtiden.

For å kunne ta for oss de eksterne forholdene som påvirker NRS, ser vi det hensiktsmessig å ta i bruk en PESTEL-analyse. Gjennom denne analysen vil vi gjennomgå de politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, miljømessige og juridiske faktorene som påvirker NRS som aktør i oppdrettsbransjen, fra et makroperspektiv.

Fra et mikroøkonomisk perspektiv vil en gjennomgang av Porters 5 konkurransekrefter være anvendelig. For å kunne utarbeide analysen vil vi ta for oss trusler fra nye aktører, kjøper og selgers makt, trusselen om substitusjon og rivalisering i bransjen. Dette vil være god drahjelp til å effektivt kartlegge NRS sin strategiske posisjon.

Det interne perspektivet vil analyseres gjennom en VRIO-analyse. Her vil vi se på hvilke interne ressurser NRS besitter som kan gi dem varige konkurransefortrinn. Disse ressursene fordeles inn i fire underkategorier der det vil undersøkes hvor verdifull ressursen er (V), hvorvidt ressursen er sjelden (R.), om ressursen er imiterbar (I) og om NRS er organisert på en slik måte som tillater dem å utnytte ressursen (O). I hvor stor grad ressursen er et konkurransefortrinn avgjøres av hvor mange av de overnevnte punktene den utfyller.

3.1 Ekstern analyse

Den eksterne analysen er et viktig verktøy for å kunne identifisere hvilke trusler og muligheter som ligger i bedriftens omgivelser. Analysen brukes for å kunne avdekke om selskapet har en sunn driftsform i forhold til markedet, og om det eksisterer muligheter som er verdt å undersøke. Vi vil i den eksterne analysen benytte PESTEL for å bedre forstå den eksterne delen av bransjen.

3.2 PESTEL

PESTEL-analysen er et verktøy for å analysere de makroøkonomiske faktorene som påvirker en virksomhet eller en bransje. I denne analysen vil vi belyse og drøfte hvilke forhold som kan ha påvirkning på Norway Royal Salmon. Faktorene vi skal drøfte er politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, miljømessige og lovmessige. Vi har i denne analysen valgt å slå sammen de politiske og lovmessige faktorene, da vi ser på disse som relativt like.

3.2.1 Politiske og lovmessige faktorer

Det er en rekke politiske og lovmessige faktorer som kan være med å påvirke lønnsomheten og utviklingen til oppdrettsnæringen i fremtiden. Politikken rundt oppdrettsnæringen blir regulert av nærings- og fiskeridepartementet. Hensikten og målene til departementet er “å påvirke alle politikkområder som har betydning for verdiskapning” (Regjeringen, 2021).

Konsesjoner deles ut av departementet og styrer om man får lov til å drive med oppdrett i Norge. Man er med andre ord avhengig av å bli tildelt eller kjøpe opp slike for å kunne drive

med oppdrett i Norge. Det er en del krav som medfølger tillatelsene, disse omfatter blant annet miljø- og markedsmessige krav. Slike konsesjoner vil i stor grad være med å påvirke markedet. Utdeling av flere konsesjoner vil være negativt for bransjen, mens reduksjon i konsesjoner vil ha motsatt effekt. Regjeringen bruker et trafikklyssystem for å bestemme om man skal øke eller redusere produksjon i et spesifikt område. Lysene bygger på hvor mye smolt som dør av lakselus. Grønt lys vil si at under 10% av smolt dør av lakselus, slike områder kan få 6% vekst i produksjon. Gult lys betyr ingen endring i produksjon. Her dør 10-30% av smolt til lakselus. Rødt betyr at over 30% av smolt dør av lakselus, disse områdene kan få en reduksjon på 6% av produksjonen (Boxaspen, 2021).

Utslipp er en faktor som kan påvirkes av lover og politikk. De siste årene har utslipp forbundet med lakseoppdrett økt betraktelig. Disse utslippene kan blant annet påvirke livet på sjøbunnen rundt anleggene. Tiltak som er satt i gang for å forbedre dette er blant annet at selskapene må forbedre føring og overvåking. Det kan videre tenkes at disse tiltakene kan innstrammes enda mer dersom utslippene ikke bedres. Dette vil igjen kunne slå ut på bunnlinjen til selskapene (Miljødirektoratet, 2021).

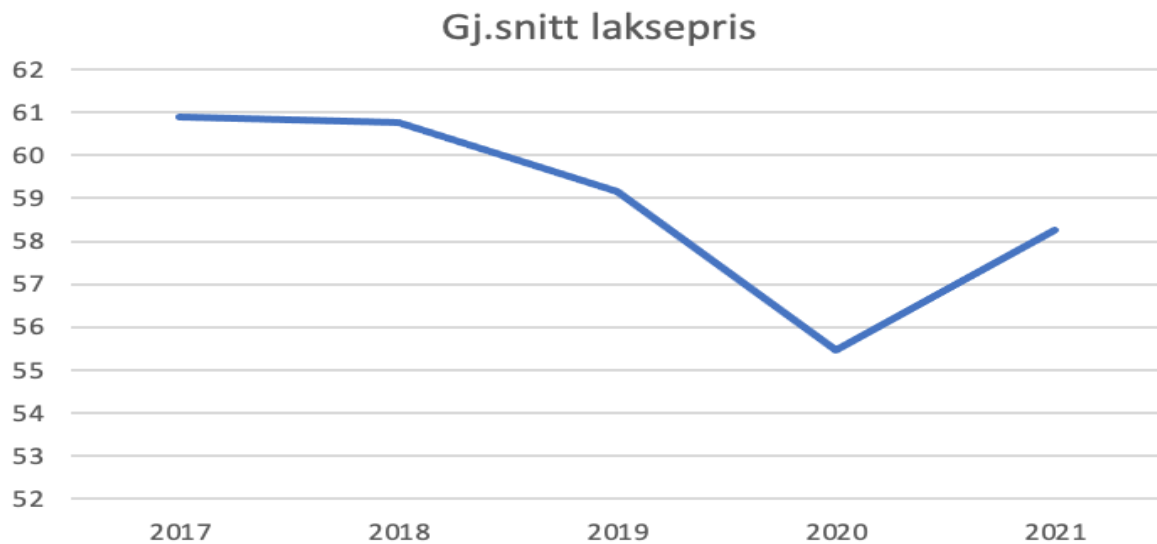
Skatt er også en politisk faktor som påvirker oppdrettsnæringen. Den alminnelige selskappsskatten er i skrivende stund på 22%. En endring i denne skattesatsen som følge av for eksempel regjeringsskifte vil være med å påvirke bunnlinjen til selskapet. En skattesats som endres vil dog påvirke hele oppdrettsnæringen. Alle selskapene vil dra samme nytte eller ulempe av lovendringen, så det kan tenkes at utfallet av endringen vil påvirke de fleste aktørene likt.

3.2.2 Økonomiske faktorer

Prisen på laks er det som i stor grad bestemmer omsetningen til oppdretts- og salgsselskap, hånd i hånd med produsert mengde. Dette legger grunnlaget for å dykke dypere i hva som bestemmer markedets laksepris.

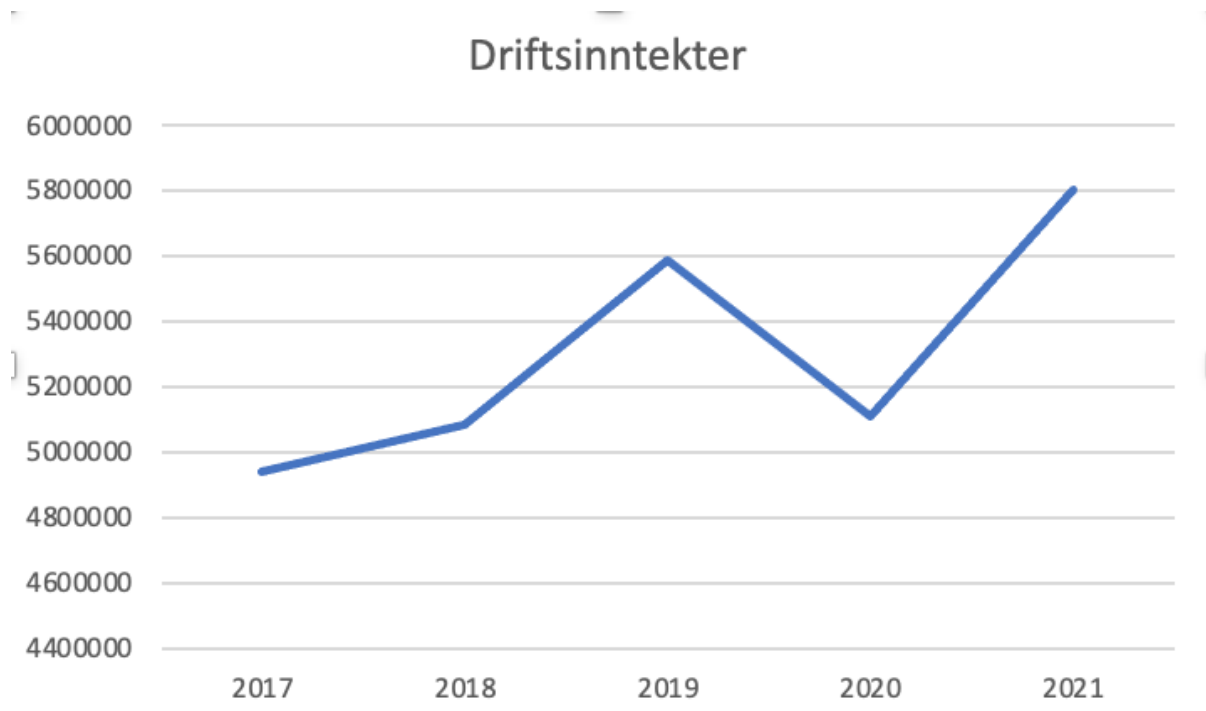
I det store og hele bestemmes lakseprisen av etterspørselen og tilbudet i markedet. Tilbudet vil da anses som mengden produsert og tilgjengelig laks, samtidig som etterspørselen representerer mengden laks markedet er villige til å kjøpe. I krysningspunktet mellom disse to

faktorene oppstår likevektsprisen i markedet, hvor den produserte mengden er lik etterspørselen. Ettersom NRS driver med oppdrett og salg av laks vil det være naturlig at lakseprisen spiller inn på deres omsetning i takt med bransjen. Dette må selvfølgelig sees sammen med slaktet og solgt kvantum.



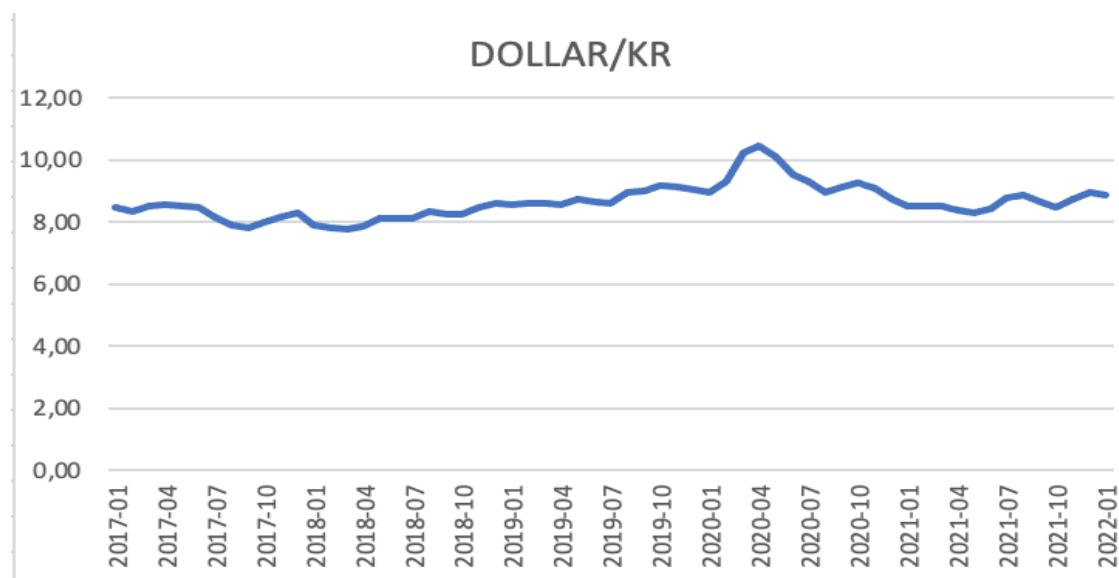
(Figur 3.1, Gjennomsnittlig laksepris)

Den presenterte gjennomsnittlige lakseprisen fra 2017 til 2021 er hentet fra Fish Pool Index (FPI) og viser ikke månedlige eller ukentlige svingninger. Likevel ser vi fra 2017 - hvor den gjennomsnittlige lakseprisen i løpet av året lå på 60,88 kr - mot 2020 at lakseprisen er fallende og ender på den laveste gjennomsnittlige prisen på 55,48 kr i 2020.



(Figur 3.2, Driftsinntekter fra 2017-2021)

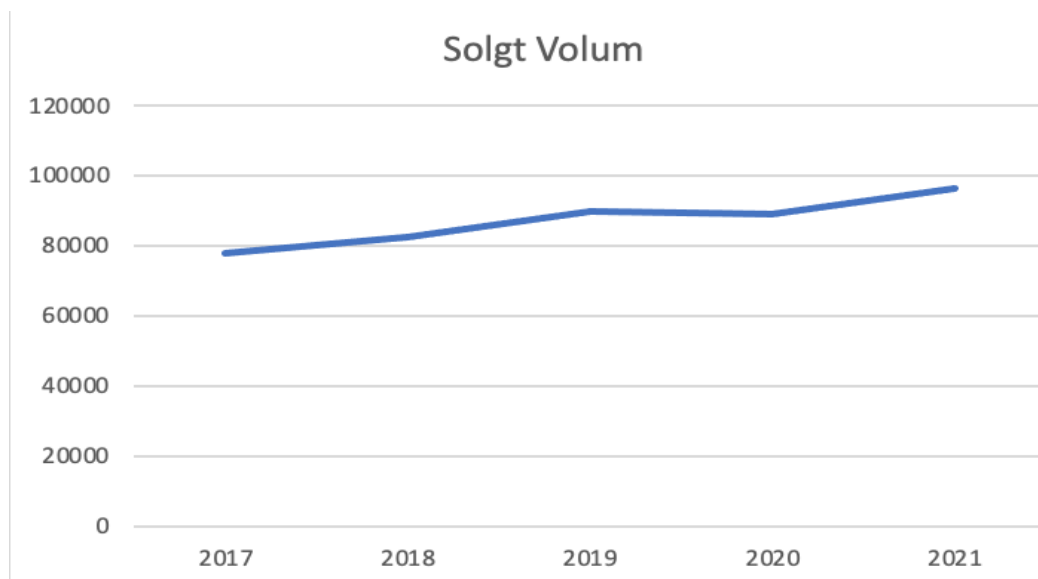
Herfra vil det være naturlig å sjekke om kronekursen har spilt inn på NRS sin inntjening. NRS har mellom 2017 og 2021 eksportert rundt 82-85% av deres solgte volum (Årsrapporter). Eksport påvirkes i stor grad av kronekursen, ettersom en sterkere eller svakere krone vil henholdsvis være negativt eller positivt for bunnlinjen. Vi anser den amerikanske dollaren som mest hensiktsmessig å måle kronen opp mot, da den gir et bredt utgangspunkt.



(Figur 3.3, Den norske kronen målt mot amerikanske dollar)

Data hentet fra: Norges Bank, 2022

Kronekursens utvikling sett opp mot NRS sine driftsinntekter gir oss et bredere forståelsesgrunnlag for deres driftsinntekter. Likevel, frem mot mars 2020 ser vi en ganske jevn kronekurs sammen med en fallende gjennomsnittlig laksepris for samme periode. I mars og april 2020 ser vi at kronen svekkes betraktelig mot dollaren. For å kunne se helheten til driftsinntektene trenger vi altså en faktor til, nemlig solgt kvantum. For solgt kvantum i 2021 bruker vi fremlagte tall fra kvartalsrapportene til NRS i 2021.



(Figur 3.4, Utvikling i solgt volum)

Gitt at dette er en ekstern analyse er vi klar over at solgt kvantum både kan representere interne forhold for NRS samtidig som det kan gi et signal om etterspørselen i markedet. Likevel vil disse økonomiske faktorene være av viktighet for driften til NRS.

3.2.3 Sosiale faktorer

Det er flere sosiokulturelle drivere som kan være med på å påvirke oppdrettsnæringen. Først og fremst kan det økende fokuset på kropp og helse ha en positiv påvirkning på etterspørselen etter laks. Laks er et sunt produkt, en lett fordøyelig proteinkilde og er rik på omega-3 fettsyrer og flere vitaminer (Laksefakta, 2021). Det økende fokuset på helse og kropp vil naturlig føre med seg en økende etterspørsel etter sunn mat. Dessuten har helsedirektoratet kommet ut med en anbefaling om fisk til middag to til tre ganger i uken (Helsedirektoratet, 2016), noe som vil være med på å rette fokuset mot fisk og dermed være med på å øke konsumet. Det er derimot også viktig å påpeke at det økte fokuset på dyrevelferd kan ha en

negativ påvirkning på oppdrettsnæringen. Næringen har fått kritikk fra dyrevelferdsorganisasjoner for at fisken lever under skadelige forhold (NOAH, 2002). Her inngår blant annet trengsel, sykdommer, lavt oksygenivå i vannet og tvungen smoltifisering. Fokuset på velferden til fisken er sosiokulturelle drivere som kan ha en negativ effekt på oppdrettsnæringen, der både etterspørselen kan oppleve nedgang og at tiltak må settes på plass for at velferden til fisken forbedres, som igjen vil gjøre det mer kostbart å drive med oppdrett. Det økte fokuset på miljø spiller også en rolle for framtidsutsiktene for oppdrettsindustrien. Norsk laks har fått kritikk for å sende laks til Kina for behandling før den igjen blir sendt tilbake for distribusjon i Norge og Europa. Dette medfører et større karbonavtrykk, og kan medføre at etterspørselen etter fisken blir redusert med tanke på det økte fokuset på å minimere utslipp av drivhusgasser.

En annen sosiokulturell driver som er med på å påvirke oppdrettsnæringen er befolkningsvekst. Selv om befolkningen har økt kraftig de siste hundre årene så har selve befolkningsveksten opplevd en nedgang. FN anslår at befolkningsveksten vil stoppe opp rundt år 2100, og at det da vil være rundt 10 milliarder mennesker på jorda (FN, 2021). Dette innebærer at de neste 80 årene vil befolkningen øke med ca 28%. En slik økning vil naturligvis føre med seg et større behov for mat for å mette befolkningen verden over, noe som igjen kan ha en positiv påvirkning på etterspørselen etter fisk. Oppdrettsnæringen har en stor fordel ved det faktum av at produksjonen foregår stort sett på havet, der det er stor plass å benytte i motsetning til for eksempel kjøttindustrien som foregår på land. Produksjonen bruker altså areal mer effektivt og det er dermed mindre utfordringer ved å øke kapasiteten enn det er for annen matproduksjon.

	Laks	Kylling	Svin	Storfe
Forbruk av vann (Målt i liter/kg spiselige deler ved slakting)	1 400 liter	4 300 liter	6 000 liter	15 400 liter
Energi (Målt i % hvor mye energi fra fôret som finnes igjen i spiselige deler ved slakting)	27 %	10 %	14 %	27 %
Protein (Målt i % hvor mye protein fra fôret som finnes igjen i spiselige deler ved slakting)	24 %	21 %	18 %	15 %
Utbytte (Målt i % hvor mye som er spiselige deler ved slakting)	68 %	46 %	52 %	41 %

(Figur 3.5, Laks sett opp mot andre proteinkilder)

Hentet fra: NRS Årsrapport, 2021

Vi ser fra figuren over at laks er det klart beste alternativet av proteinkildene listet over når det kommer til ulike parametere som kan være mål på bærekraft. Laks forbruker minst vann, gir mest energi og protein fra fôr, i tillegg til prosentandel som er spiselig ved slakting. Dersom forbrukerne blir enda mer bevisst på bærekraft og miljø ved valg av mat, vil laks komme høyt oppe blant proteinkilder som er foretrukket. Dette vil være godt for lakseoppdretterne.

3.2.4 Teknologiske faktorer

Teknologiske nyvinninger innen oppdrett kan være nøkkelen til mange av utfordringene bransjen har i dag. Av naturvernforbundet blir det listet opp tre utfordringer. Disse er rømt oppdrettslaks, lakselus og utslipp fra anlegg (Naturvernforbundet, 2020). Ny teknologi og måter å drive oppdrett på kan være med på å redusere disse utfordringene.

Det er i hovedsak to typer teknologi som brukes i oppdrettsnæringen i dag, dette er havbasert oppdrett og landbasert oppdrett. Den tradisjonelle metoden er oppdrett i hav ved bruk av merder. En merd er en innhegning i havet hvor fisken oppbevares, føres og stelles. (Misund, 2021) Et problem med denne tradisjonelle metoden er blant annet lakselus, miljømessige faktorer som vi vil diskutere i neste avsnitt, i tillegg til rømlinger. Dette er problemer som har mulighet til å elimineres med landbaserte oppdrettsanlegg og ny teknologi. En annen fordel

med landbasert oppdrett er at anleggene kan plasseres nærmere for eksempel Kina som vil redusere kostnader for pakking og transport.

Landbasert oppdrett kan bli en stor utfordring for NRS i årene som kommer. Fordelene med slik oppdrett er reduksjonen i utfordringene som tradisjonell oppdrett har. Den store fordelen med landbasert oppdrett er at man unngår rømlinger og lakselus. Bare lakselus står for minst 5 milliarder i økonomiske tap for næringen, ifølge IntraFish. Det er estimert at rundt 53 millioner laks, som vil si 16% av beholdningen døde i merdene (IntraFish, 2020). En forutsetning for landbasert oppdrett er god hygiene inne på anleggene. En bakterie eller virus som blir stengt inne kan i verste fall være dødelig for all laksen, da oppdretten skjer i et lukket klima.

NRS har for tiden ingen landbaserte oppdrettsanlegg, og har listet opp dette som en potensiell stor trussel dersom teknologien utvikles såpass bra at kvaliteten blir en stor trussel mot deres kvalitet. Det kommer ikke fram av årsrapporten at de har noe planer om å investere i landbasert oppdrett i nærmeste framtid, men at de hele tiden er i dialog med forvaltningsorganer for å sikre konkurransedyktige vilkår for utvikling av oppdrett i havet.

Dersom konkurrenter av Norway Royal Salmon utvikler teknologiske nyvinninger som slår igjennom de neste årene, vil dette kunne by på store problemer for NRS. Med økt produksjon som følge av mindre svinn, vil kostnader kunne reduseres og priser kan presses ned. Dette vil videre blant annet påvirke bunnlinjen til de øvrige aktørene i oppdrettsnæringen.

3.2.5 Miljømessige faktorer

Miljøet vil være med å påvirke oppdrettsnæringen i tiden fremover og vanntemperaturen er en av de viktigste faktorene som kan være med å påvirke bransjen negativt. Fra ilaks.no kommer det frem at klimaendringer kan være med å påvirke den norske oppdrettsnæringen fremover de neste årene og de trekker spesielt frem vanntemperaturen, som i snitt har steget med 1 grad i året siden 1980. (Ilaks, 2019) Av artikkelen fremkommer det at laksen trives best i vann med temperatur mellom 8 og 14 grader, over 16 grader fremkalles stress og mindre matlyst og over 23 grader kan laksen i verste fall dø. Alle NRS sine anlegg befinner seg i relativt kalde havområder rundt Nord-Norge og på Island. Dette er positivt da vannet her

ikke er i fare for å overskride temperaturene. Tall hentet fra SeaTemperature viser at gjennomsnittlig årlig temperatur i områdene er på 6,9 grader, som beveger seg opp mot 10 grader i sommermånedene. Økte vanntemperaturer anses derfor ikke som en stor trussel på kort sikt, men kan føre til store konsekvenser om trenden fortsetter over tid.

Andre konsekvenser av global oppvarming utenom økt vanntemperatur, kan også ha katastrofale følger for bransjen. Global oppvarming øker også hyppigheten av ekstremvær. Dette kan påvirke næringen på flere måter som ødeleggelser på anlegg, hyppigere rømning av fisk, samt at fisken kan bli lettere eksponert for bakterier og andre utenforstående faktorer som kan bli tatt med av ekstremværet. Ekstremvær er en miljømessig faktor NRS poengterer flere ganger i sin årsrapport fra 2020. Det vil i verste fall kunne føre til store påvirkninger på både inntekter og kostnader for selskapet som anser det som en moderat trussel.

Myndighetene ønsker å belønne bærekraftig vekst i bransjen, noe som fremkommer gjennom utdeling av konsesjoner fra fiskeridirektoratet. Bærekraft er i dag et krav for å kunne motta tillatelser til å drive oppdrett, og noe enhver aktør bruker mye midler for å utvikle. Særlig er det fokus på å bevare det biologiske mangfoldet til villaks. Rømninger er en trussel, da de ofte vil gyte i de samme elvene som villaksen og kan potensielt endre gener. Resultatet er mindre robust villaks som kan føre til store miljømessige utfordringer. NRS har siden 2014 satt ut sterilisert laks (triploid) for å forhindre at rømninger skal kunne true det biologiske mangfoldet, som en del av arbeidet mot mer bærekraftig drift. Videre tiltak vil kunne gi selskapet flere konsesjoner som i praksis betyr økt produksjonsmengde. Flere aktører ser nå på muligheter for land- og dyphavsbaserte oppdrettsløsninger. Dette vil i større grad forhindre rømlingers mulighet til å påvirke villaksen, samt spredning av lakselus. Slike prosjekter er svært kostbare og krever mye ny teknologi for å gjennomføre, men kan likevel føre til nye og mer bærekraftige løsninger for bransjen.

3.3 Porters fem konkurransekrefter

Porters fem konkurransekrefter er en analyse hvor vi skal ta for oss eksterne faktorer som kan være med å beskrive NRS sin konkurranseevne, samt hvordan operasjonslandskapet ser ut. Gjennom Porters fem konkurransekrefter vil vi gjennomgå konkurranseintensiteten i

bransjen, inngangsbarrierer, leverandørens og kundenes forhandlingsmakt og mulige substitutter (Investopedia, 2021).

3.3.1 Konkurransen

Konkurransenintensiteten i en bransje bestemmes av flere faktorer, blant annet av antall konkurrenter, hvor dyktige disse er og hvor intensiv konkurransesituasjonen er. Høy konkurransenintensitet kjennetegnes ved at det er enkelt for kunden å bytte leverandør, bransjen er i vekst, det er flere små likeverdige selskaper, og de faste kostnadene er høye. Man kan se tegn på høy konkurransenintensitet ved priskriger, som ofte er tilfellet i dagligvarebransjen.

I det norske markedet finner man to store aktører, nemlig Mowi ASA og Lerøy Seafood Group, der førstnevnte har over dobbelt så stor omsetning som Lerøy. Deretter finner man noen mellomstore selskaper og mange små. På grunn av at spekteret av størrelsene på konkurrentene i markedet er såpass spredt, vil dette dempe konkurransen. Fremover vil nok mye av konkurransen dreie seg om teknologiutvikling, både med landbasert oppdrett og offshore. NRS har en satsning på Arctic Offshore Farming, som skal bedre fiskens liv og være et bedre alternativ for miljøet. Slike teknologiske satsinger kan være med på å gjøre konkurransen tøffere i årene fremover.

Det finnes flere faktorer som kan øke konkurransen i markedet for NRS. Dette innebærer blant annet utviklingen av landbasert oppdrett i Øst-Asia og Amerika (NRS årsrapport, 2021). Dersom dette skal kunne utvikle seg til å bli en trussel for NRS må produktet være konkurransedyktig og produksjonskostnadene må reduseres som følge av den teknologiske utviklingen. En økning i karbonavgiften vil også påvirke NRS i disse markedene, med tanke på at laksen blir fraktet der med fly.

En annen faktor som er med på å opprettholde konkurransen i markedet er substitutter, som det skal gås nærmere på senere i oppgaven. Laks er et homogent produkt, noe som innebærer at konsumenter lett kan bytte mellom produsenten av produktet uten å miste store deler av verdien. SalMar er et av de selskapene som har klart å skille seg ut i mengden ved at produktet blir assosiert med høy kvalitet. Forbrukere betaler gjerne mer for denne laksen,

uten at det nødvendigvis betyr at kvaliteten er rettferdiggjort av prisen. Kundelojalitet og differensiering kan dermed bli noe å bygge videre på i oppdrettsbransjen for å kapre markedsandeler fra konkurrentene.

Konkurransbildet i oppdrettsnæringen kan sies å være av moderat intensitet. Dette på bakgrunn av at det finnes et stort spekter av selskaper av forskjellige størrelser i markedet som ikke må drive med tilbuds- og priskriger for å kapre markedsandeler. Det er også en sterk etterspørsel etter norsk laks, noe som er med å bidra til at konkurransen ikke er så intens som den kunne ha vært ved en lavere etterspørsel.

3.3.2 Inngangsbarrierer

Lakseindustrien har en attraktiv bransjestruktur, men det finnes en del inngangsbarrierer som kan være utfordrende for nye aktører i markedet. For å drive med lakseoppdrett i Norge trenger man lisenser, som kan være krevende å få tak i (Fiskeridirektoratet, 2020). Lisensene, eller tillatelsene, til å drive oppdrett på laks har et begrenset antall, og deles ut av fiskeridepartementet når de bestemmer det er nødvendig. Grunnen for dette er at det er stor etterspørsel etter slike tillatelser og at myndighetene vil ha kontroll på veksten på bakgrunn av miljø og marked. Tildelingen av en slik lisens fører også med seg en del krav fra myndighetene som man må opprettholde. Dette innebærer blant annet at oppdretteren må bidra til verdiskapning både lokalt og nasjonalt. Lisensen er kanskje den største inngangsbarrieren for nye aktører, ettersom de er svært ettertraktet og vanskelig å få bevilget.

En annen inngangsbarriere som er viktig å påpeke er at det er vanskelig å få investorers tillit til å investere i nye fiskeoppdrettere. Dette er fordi investorer har høyt kunnskapsnivå når det gjelder oppdrett. Dette medfølger høye krav om kvalitet i alt fra arbeidskapital til lokalisering og valg av teknologi. Det kreves mye kapital for å bygge oppdrettsanlegg, og man er derfor avhengige av investorer for å komme inn i markedet.

3.3.3 Leverandører

Antall leverandører i en bransje er i stor grad med på bestemme kostnader og overskudd til aktører. Om det finnes et stort antall leverandører som selger homogene produkter, kan en

aktør velge fritt og forhandle seg til attraktive avtaler. Motsatt vil færre og mer spesialiserte leverandører kunne ta en høyere pris og i mindre grad gi en aktør mulighet til å forhandle. I sistnevnte tilfelle sier vi derfor at leverandørene har stor makt over sine kunder.

Oppdrettsbransjen er svært avhengig av flere aktører for å kunne produsere laks. Deres operasjoner krever enormt med utstyr som merder, medisiner, vaksiner, fôringsmaskiner og båter. NRS kan f.eks. velge mellom fire forskjellige leverandører av norsk fôr, men vil samtidig være avhengig av ulike spesialprodukter som kanskje kun én aktør tilbyr. Hver enkelt leverandør vil derfor ha ulikt maktforhold til NRS. I tillegg til antall leverandører og hvorvidt produktet de selger har andre homogene produkter i markedet, vil også kostnaden ved å bytte leverandør kunne ha stor påvirkning på maktbalansen. Ved å bytte produkt kan det innebære store kostnader ved installering, opplæring og fjerning av gammelt utstyr. Dette vil også variere etter type produkt, der mer spesialisert og tungt utstyr følgelig vil koste mer å bytte ut. Dette vil gi noen leverandører større makt over NRS sin drift og strategi.

Likevel ser vi at Norway Royal Salmon har integrert store deler av verdikjeden, fra smoltproduksjon til laksen selges. Dette gir muligheten til å ha mer kontroll over viktige prosesser i produksjonssyklusen og det eksisterer lite leverandørmakt i verdikjeden. Det NRS likevel må gå til innkjøp av, er fôr til laksen. Fra deres årsrapport fra 2020 leser vi også at NRS har særdeles tett kontakt med sine fôrleverandører og samarbeider for å lage det beste produktet på markedet (NRS, 2021). Slikt samarbeid kan være svært fordelaktig for både leverandør og aktør, ettersom det skaper en sterk lojalitet til leverandøren og aktøren kan enkelt gi tilbakemelding på hva som kan utbedres. Fôrkostnader står faktisk for den største økningen i kostnader for oppdrettsbransjen de siste årene. Økt pris på råvarer og økt kvantum som er nødvendig for å produsere laks har bidratt til at bransjen nå må operere med mindre marginer, og dermed er nødt til å se på andre deler av verdikjeden for å redusere kostnader. Det er likevel verdt å nevne at de fire store aktørene i fôrmarkedet vil sannsynligvis ha et ønske om å kapre markedsandeler, og kan derfor være villige til å konkurrere på pris og avtalevilkår for å sikre seg kunder.

NRS har integrert store deler av sin virksomhet i verdikjeden, men er samtidig avhengig av flere leverandører som leverer produkter uten nære substitutter. Selskapet er lojale og samarbeider tett med noen fåtalls fôrprodusenter som dermed har lite makt. Vi antar likevel at det kan foreligge en stor kostnad ved å bytte produsent, og at dette vil gi leverandørene noe

makt i forholdet med NRS. På bakgrunn av dette og at det er nødvendig med svært mange leverandører for å kunne operere, vil vi si at det foreligger en middels sterk forhandlingsmakt for leverandørene over NRS.

3.3.4 Kunders forhandlingsmakt

I en ideell situasjon bør ikke kundenes forhandlingsmakt være stor, da dette vil kunne spille inn på prisen på varen. NRS nevner i sin årsrapport fra 2020 at det som i størst grad påvirker handelsmarginene er “den generelle konkurransesituasjonen mellom oppdrettere, eksportører og kunder” (NRS, 2021). Etersom laks er en nokså homogen vare - i den grad at forbrukere generelt ikke merker forskjell på hvilken produsent sin laks det er som befinner seg i innpakningen - vil dette innebære at kostnaden for å bytte mellom leverandørene er relativt lav, og at forbrukerne som regel vil forholde seg til de mest gunstige prisvilkårene. Med dette vil vi legge kundenes forhandlingsmakt til moderat.

3.3.5 Substitutter

Vi skal nå ta for oss hvordan trusler fra substitutter påvirker NRS. Substitutter defineres som *produkter og tjenester som kan redusere etterspørselen etter virksomhetens egne produkter og tjenester* (Stiklestad s. 264-265). På grunn av substitutter er det ofte en begrensning på hvor mye en leverandør kan ta seg betalt før konsumentene går over til andre produkter som gir samme nytte.

Dersom store mengder av kundemassen går over til substitutter av forskjellige årsaker, som for eksempel høy pris, eller dårligere relativ kvalitet, vil dette slå negativt ut for NRS.

Laks er først og fremst en næringskilde for befolkningen i Norge og verden. Det kan tenkes at denne næringskilden lett kan byttes ut. Det er dog vanskelig å finne perfekte substitutter.

Perfekte substitutter er varer som kan erstatte hverandre uten at det gjør noe for nytten til konsumenten. Produkter som kan virke som substitutter til en viss grad er andre proteinkilder som annen type fisk, kylling, storfé, svin og lignende.

På kort sikt ser vi på andre typer kjøtt som storfe som gode substitutter dersom lakseprisen i forhold til andre proteiner stiger kraftig. På lengre sikt derimot, inneholder laks essensielle fett og proteiner som kroppen har behov for. Her kan annen type sjømat være substitutter. Av ilaks.no (ilaks, 2020) fremkommer det at det tidligere har vært stor korrelasjon mellom pris på laks og regnbueørret, som kan tolkes at disse er substitutter. Den er ganske lik i både utseende og smak. Dersom, av ulike årsaker, prisen på laks øker betraktelig i forhold til regnbueørret, vil med stor sannsynlighet konsumentene gå over til dette alternativet. Dette vil føre til at lakseoppdrettere kommer dårlig ut.

3.4 Intern analyse

I den interne analysen vil vi gjennomgå forhold som ligger innenfor NRS sin forretningsramme. Her vil vi benytte oss av en VRIO-analyse.

3.5 VRIO

VRIO-analysen tar for seg hvorvidt ressurser NRS innehar er verdifulle (V), sjeldne (R), lette eller vanskelige å imitere (I) og til slutt om NRS er organisert på en slik måte som lar dem utnytte disse ressursene (O).

3.5.1 Integrering av verdikjeden

NRS har god kontroll over verdikjeden. Det ble blant annet ferdigstilt et smoltanlegg i 2021 som sikrer lave kostnader. Dette gjør blant annet NRS mindre avhengig av leverandører. Smoltanlegget sikrer også at kvaliteten på fisken er tilfredsstillende, i tillegg til at utslipp og klimahensyn er etter NRS sine retningslinjer. Det at NRS har kontroll over store deler av verdikjeden kan sees på som en meget verdifull ressurs. Stordriftsfordeler vil være med å presse kostnadene ned, i tillegg til at de blir mindre avhengige av leverandører (NRS Q4 rapport, 2022).

NRS har en rekke konkurrenter som også har god kontroll over sine verdikjeder. Dette kommer frem i blant annet årsrapportene til MOWI, Salmar og Grieg Seafood. Integrasjonen og kontrollen NRS har over verdikjeden kan derfor ikke sees på som en sjelden ressurs. Det å

ha kontroll over store deler av verdikjeden er i stor grad imiterbart av konkurrentene, men det er ikke gjort over natten, i tillegg til at det er en betydelig kostnad for selskapet. På kort sikt er ikke ressursen veldig imiterbar, men på lengre sikt er det mulig å imitere dette.

For å oppsummere integrasjonen av verdikjeden er dette en meget verdifull ressurs for NRS for å kunne holde kostnader relativt lave, i tillegg til at avhengighet av leverandører holdes på et lavt nivå. Det kan dog ikke sies at ressursen er sjelden eller lite imiterbar, da andre oppdrettselskaper også i stor grad har god kontroll over verdikjedene sine.

3.5.2 Innovasjonsevne

NRS er et selskap med en innovasjonsevne som kan være svært verdifull i tiden som kommer. Oppdrettsnæringen står overfor en rekke utfordringer som gode teknologiske nyvinninger kan være med på å bekjempe. NRS jobber med et prosjekt som de kaller for Arctic Offshore Farming, som har som formål å løse arealutfordringen oppdretten står ovenfor. De skal flytte anleggene sine lengre ut fra kysten der vær og vindforholdene er mer krevende, for da å kunne effektivisere bruken av areal. Denne innovasjonen kan også bringe med seg andre goder som å forhindre den mye omtalte lakselusen med tanke på at merden vil være nedsenkbar til under "lusebeltet" i sjøen. NRS har også som formål å implementere en type vannbårent føringssystem. Dette vil bedre energiforbruket, og redusere støy og utslipp av mikroplast.

Denne innovasjonsevnen som NRS viser med sine ambisiøse prosjekter for å bedre oppdrettsnæringen er å anse som en verdifull ressurs. En ressurs som innovasjonsevne er en immateriell ressurs som avhenger av mange ledd for at den skal kunne gi en bedrift suksess. Det er nødvendig med de rette folkene, med rett tilgang til kapital, utstyr og kunnskap. Med tanke på alle komponentene som må være på plass for å kunne ha en god innovasjonsevne i bedriften, vil NRS sin innovasjonsevne være å anse som både sjelden og vanskelig/dyrt å kopiere. Det er dessuten ekstremt kapitalkrevende å drive med forskning og utvikling i oppdrettsbransjen, noe som gjør at mange av de mindre selskapene vil ha problemer med å oppdrive kapital for å drive med innovasjon.

I oppdrettsbransjen er det både vanskelig og/eller dyrt å skaffe lisenser for drift, derfor kan det være ekstra vanskelig å imitere innovasjonsevnen til NRS. NRS fikk tildelt 5990 MAB

(maximum allowable biomass) av Fiskeridirektoratet for Arctic Offshore Farming prosjektet sitt, som innebærer at de får maksimalt tillatt biomasse. Dette vil gi et estimat på en økning i omsetning på 450 millioner norske kroner per år, med et anslag på 900 tonn fisk med en pris på 50 kroner per kilo (NRS, 2021). Her vises det tydelig hvor stor betydning lisensene har i denne næringen, da det ikke er kapasiteten på anleggene som i seg selv bestemmer hvor mye fisk du kan sløye, men hvor mye lisensen du blir tildelt har som maksgrense. Dette gir et godt argument for at innovasjonsevnen til NRS er vanskelig å imitere. Det som taler imot vanskeligheten for å imitere er at dersom myndighetene ser at innovasjonen som NRS driver med fungerer bra, både fra et miljømessig og et økonomisk perspektiv, vil de ha mulighet til å oppfordre andre oppdrettsselskaper til å bygge de samme anleggene, og gi gunstige lisenser.

Den siste bokstaven i VRIO-analysen, nemlig organized, innebærer om bedriften er forberedt på å utnytte denne ressursen til sitt fulle potensial. Med NRS sin tunge satsing på Arctic Offshore Farming, og deres strategi om å utvikle seg fra et mellomstort til et stort lakseselskap og dermed bli Norges mest lønnsomme lakseselskap, vil det være naturlig å anse NRS som kapable til å dra full nytte av deres innovasjonsevne, både i dag og i fremtiden.

3.5.3 Lokalisering

NRS har hovedsakelig operasjoner i Troms og Finnmark, i tillegg til det nylig anskaffede Arctic Offshore utenfor Island. Områdene er kjent for å inneha de beste betingelsene for å drive lønnsom oppdrett, som blir tydelig når også de fleste store oppdrettsselskapene har operasjoner samme sted. Regjeringen har som nevnt innført et trafikklyssystem der områder rundt norskekysten tildeles en farge som bestemmer hvorvidt produsenter kan øke, må stagnere eller redusere sin produksjon. Systemet er derfor med på å bestemme vekstmuligheter for selskaper som NRS. Fra kartet over norskekysten har Troms og Finnmark fått grønt lys til å øke slaktet volum. Dette vil følgelig gi deres lokasjon mer verdi. Flere områder lenger sør har rødt lys, men som NRS solgte seg ut av tidligere i 2019.

Sett opp mot sine konkurrenter, har som sagt de fleste store selskapene oppdrettsanlegg i nord. Dette vil derfor ikke gi NRS et konkurransefortrinn som kan klassifiseres som sjeldent. PESTEL-analysen viste at flere selskaper satser på oppdrettsanlegg innenlands, som er et relativt nytt konsept innenfor næringen. NRS har dog investert kraftig i Arctic Offshore som

er et prosjekt der det benyttes havmerder. I likhet med oppdrettsanlegg innenlands, er dette også et relativt nytt prosjekt som har introdusert et teknologikappløp for å kunne realisere et mer lønnsomt oppdrettsanlegg. En fordel med havmerder er at fisken lever mer spredt og kostnader tilknyttet sykdommer og behandling kan i større grad forhindres. Satsingen til NRS kan dermed være både verdifull og sjelden gitt at teknologien lar prosjektet gjennomføre.

Selv om lokalisering er en verdifull ressurs, men ikke veldig sjelden, er det vanskelig for andre aktører å kopiere konkurransefortrinnet. Fiskeridirektoratet sitter med all makt i utdelingen av konsesjoner, eller tillatelser til å etablere anlegg i Norge. Det er derfor de vil bestemme hvorvidt nye aktører eller konkurrenter kan etablere seg i Troms og Finnmark der NRS har majoriteten av sine anlegg. Samme vil trolig gjelde teknologien bak deres anlegg og spesielt satsingen gjennom Arctic Offshore. Vi konkluderer dermed med at NRS sitt valg av lokasjon er verdifull ressurs som er vanskelig å imitere, men som samtidig ikke kan ses på som sjelden i markedet. Dette vil gi NRS god konkurranseparitet, men ikke nødvendigvis et fortrinn over andre aktører i bransjen.

<u>Ressurs</u>	<u>Valuable</u>	<u>Rare</u>	<u>Imitable</u>	<u>Organized</u>
Integrering av verdikjede	Ja	Nei	Nei	Ja
Innovasjonsevne	Ja	Ja	Ja	Ja
Lokalisering	Ja	Nei	Nei	Ja

(Figur 3.6, Oversikt og oppsummering VRIO)

3.6 Oppsummering strategisk analyse - SWOT

For å oppsummere den strategiske analysen, vil vi benytte oss av en SWOT-analysen. SWOT deles inn i to grupperinger hvorav styrker og og svakheter (S og W) innbefatter seg med interne forhold hos NRS, mens muligheter og trusler (O og T) utgjør eksterne forhold som kan påvirke drift og strategi.

Av den eksterne analysen har vi identifisert flere faktorer som kan true NRS sin drift. Det er klart at kronekursen vil kunne true resultatet ettersom NRS historisk sett eksporterer rundt 80% av sine produkter, i tillegg til større svingninger i lakseprisen som følge av endringer i etterspørselen og/eller tilbudet. Av de andre eksterne forholdene som kan identifiseres som trusler har vi sett at lakselus, rømming fra oppdrettsanleggene og utslipp fra oppdrettsanleggene vil være viktige å forholde seg til.

Forholdene rundt NRS kan også gi gode muligheter for utvidet vekst. Blant dem finner vi en forventet befolkningsvekst, et større fokus på en sunnere livsstil og bedre kosthold, og det faktum at det er det mest energieffektive kjøttproduktet (se figur 3.5).

Blant de interne forholdene identifisert i vår analyse er det vanskelig å identifisere store svakheter. NRS sin lokalisering av sine anlegg blir diskutert som en verdifull og lønnsom ressurs, men kraftsamlingen av anlegg i samme område kan medføre risiko ved en eventuell spredning av sykdom i oppdrettsområdet. NRS sine styrker derimot, finner vi blant annet i deres kontinuerlige arbeid med å integrere verdikjeden for å redusere kostnader og bli mer uavhengige av leverandører. Plasseringen av oppdrettsanleggene langs kysten av Nord-Norge byr på gode forhold for oppdrettslaks, og NRS sine innovasjonsambisjoner kan bidra til mer effektiv og bærekraftig drift.

4 Regnskapsanalyse

I denne delen av verdsettelsen av NRS vil vi ta for oss en regnskapsanalyse. Dette innebærer en gjennomgang av fire faktorer, nemlig lønnsomhet, finansiering, soliditet og likviditet. Gjennom denne analysen vil vi benytte oss av offentlige dokumenter som års- og kvartalsrapporter.

4.1 Nøkkeltall

Vi vil ta for oss nøkkeltall fra 2017-2021. Tallene er hentet fra diverse årsrapporter fra 2017-2020, i tillegg til at tallene fra 2021 er hentet fra Q4 rapporten fra 2021. I regnskapsanalysen

braker vi ulike nøkkeltall for å få et overblikk over hvordan lønnsomheten, finansieringen, soliditeten og likviditeten til NRS er nå og har utviklet seg i løpet av de siste årene.

4.2 Lønnsomhet

Hvorvidt en bedrift er lønnsom eller ikke vil være avgjørende for overlevelsesevnen i bransjen. Videre vil uttrykket lønnsomhet innebære hvorvidt NRS sine inntekter er større enn kostnadene. For å analysere lønnsomheten til NRS vil vi ta i bruk nøkkeltall som vil kunne illustrere NRS sin situasjon.

4.2.1 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten er et nøkkeltall som vil kunne vise den avkastningen investorer har hatt, sett opp mot om kapitalen hadde blitt plassert andre steder. I denne oppgaven velger vi å benytte oss av utregningen av egenkapitalrentabilitet etter skatt, ettersom nøkkeltallet kan regnes ut både før og etter skatt. Egenkapitalrentabiliteten etter skatt vil bli regnet ut ved å i ta bruk årsregnskap i tillegg til kvartalsrapport fra Q4 2021, for å kunne betrakte egenkapitalrentabilitetens utvikling. Den gjennomsnittlige egenkapitalen vil være et gjennomsnitt av egenkapitalen per 1.1 og 31.12 det gjeldende året. For å beregne egenkapitalrentabiliteten etter skatt benytter vi formelen som vist nedenfor.

$$\text{Egenkapitalrentabilitet etter skatt} = \frac{\text{Årsresultat}}{\text{Gjennomsnittlig Egenkapital}}$$

(Alle tall i hele 1000)	2017	2018	2019	2020	2021
Årsresultat	236 416	709 091	1 313 097	74 687	693 410
Gjennomsnittlig egenkapital	1 949 024	2 085 908	2 838 913	3 243 866	3 201 092
Egenkapitalrentabilitet etter skatt	12,13%	33,99%	46,25%	2,30%	21,66%

(Tabell 4.1, Egenkapitalrentabilitet etter skatt)

I starten av den analyserte perioden (2017) ser vi at NRS hadde en egenkapitalrentabilitet etter skatt på 12,13%, men dette var likevel ikke periodens laveste verdi på nøkkeltallet da egenkapitalrentabiliteten etter skatt i 2020 lå på 2,3%. Disse lave verdiene henger sammen med de svake resultatene fra de forskjellige årene, sett opp mot periodens resterende år.

Toppårene 2018 og 2019 sin verdi på egenkapitalrentabiliteten vil være å anses som et resultat av økningen i slaktet og solgt kvantum.

4.2.2 Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabiliteten vil vise avkastningen på samlet egenkapital og gjeld, altså totalkapitalen. Totalkapitalrentabiliteten regnes ut ved bruk av formelen vist nedenfor. Gjennomsnittlig totalkapital regnes ut på bakgrunn av inngående og utgående egenkapital og gjeld.

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

(Alle tall i hele 1000)	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsresultat + Finansinntekter	343 467	889 769	501 676	99 444	779 706
Gjennomsnittlig totalkapital	3 784 273	3 972 998	4 385 685	5 814 710	8 442 234
Totalkapitalrentabilitet	9,08%	22,40%	11,44%	1,71%	9,24%

(Tabell 4.2, Totalkapitalrentabilitet)

Som tabellen viser, har NRS sin totalkapitalrentabilitet opplevd store svingninger gjennom perioden. Fra en høyde på 22,4% til så lavt som 1,71% viser at NRS har fått kjenne på utviklingen i lakseprisen samt utvikling i solgt mengde som vist i PESTEL-analysen. Likevel ser vi at den gjennomsnittlige totalkapitalen har en klar økende trend gjennom analyseperioden. Dette er også tilfellet for den gjennomsnittlige egenkapitalen og kan sterkt knyttes til NRS sine ekspansjonsplaner.

4.2.3 Driftsmargin

Driftsmarginen vil være nøkkeltallet som illustrerer driftsresultatet i prosent av driftsinntektene. Ved bruk av formelen under vil vi undersøke hvor mye NRS utnytter av hver omsatte krone.

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

(Alle tall i hele 1000)	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsresultat	485 719	807 739	423 301	107 609	344 260
Driftsinntekter	4 937 798	5 080 806	5 586 670	5 118 867	5 800 895
Driftsmargin i %	9,84%	15,90%	7,58%	2,10%	5,93%

(Tabell 4.3, Driftsmargin)

Tabellen over viser ingen tydelig trend med tanke på driftsresultatet, likevel ser vi at driftsinntektene øker fra start til slutt i perioden. I 2017 leser vi av tabellen at driftsmarginen ligger på 9,84%, noe som vil kunne anses som en solid driftsmargin med tanke på at varekostnaden i oppdrettsbransjen er såpass høy. Fra 2018 til 2020 viser tabellen et fall fra en høyde på 15,9% til 2,10%, før driftsmarginen ser ut til å hente seg litt inn i 2021 - ut fra tallene som er hentet fra rapporten fra Q4 2021.

Gjennom denne lønnsomhetsanalysen har vi tatt for oss NRS sin egenkapital- og totalkapitalrentabilitet, samt driftsmargin. Ut fra de overnevnte nøkkeltallene ser vi klart at NRS driver med lønnsom drift, til tross utregningene på nøkkeltall i 2020 som var preget av lave laksepriser og generell markedsuro. NRS vil på bakgrunn av dette anses som en lønnsom bedrift med gode forutsetninger for videre drift.

4.3 Finansiering

Når man skal foreta en regnskapsanalyse av et selskap, kan det være nyttig å se på finansieringen til selskapet. Finansiering dreier seg kort fortalt om å skaffe seg kapital til diverse bruk i selskapet.

4.3.1 Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 beskriver i hvilken grad anleggsmidlene er langsiktig finansiert (Ekelund & Knutsen, 2011, s. 164). Dette nøkkeltallet baserer seg på at dersom det er lavere enn 1, vil den langsiktige kapitalen i tillegg til å finansiere anleggsmidlene, også finansiere den minst likvide delen av omløpsmidlene. Grunnen til at man ønsker en finansieringsgrad 1 på mindre enn 1 er at det er en bred enighet om at anleggsmidlene ikke bør bli finansiert ved hjelp av kortsiktig gjeld. Dersom man bruker en stor del av den kortsiktige gjelden til å finansiere

anleggsmidler, vil man oppleve en sterk reduksjon av de disponible midlene til bruk i daglig drift. For å regne ut finansieringsgrad 1 brukes formelen:

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

(Tall i hele 1000)	2017	2018	2019	2020	2021
Anleggsmidler	1 806 410	2 175 385	2 566 238	4 073 134	5 980 201
Langsiktig kapital	2 693 556	3 276 598	3 943 820	4 898 478	7 288 454
Finansieringsgrad 1	0,6706	0,6639	0,6507	0,8315	0,8205

(Tabell 4.4, Finansieringsgrad 1)

Her har vi regnet ut finansieringsgrad 1 fra 2017 til og med 2021. Den ligger under 1 gjennom alle 5 årene, noe som er et godt tegn. I 2020 ser man at finansieringsgraden øker markant med en økning på nesten 0,2. Man kan se at anleggsmidlene har økt kraftig i denne perioden. Den langsiktige kapitalen har også økt mye i samme periode. Grunnen til dette er at den rentebærende gjelden har økt på bakgrunn av at selskapet har gjort nye investeringer i anleggsmidler, utbetaling av utbytte, netto kjøp av egne aksjer, investering i tilknyttede selskaper, betalte skatter og betalte renter.

Selv om finansieringsgrad 1 er på 0,8205 i utgangen av 2021, noe som er markant høyere enn i 2019, er kapitalstrukturen god. Fremdeles vil NRS kunne finansiere sine anleggsmidler med langsiktig gjeld, samtidig som de vil kunne finansiere sine minst likvide omløpsmidler med samme type gjeld. Det vil si at den langsiktige gjelden også vil være med å finansiere noe av varelageret til bedriften. Dette er et tegn på at kapitalstrukturen er godt ivaretatt.

4.3.2 Arbeidskapital og Finansieringsgrad 2

Finansieringsgrad 2 kan bli sett på som motparten til finansieringsgrad 1. Denne verdien gir et innblikk i hvilken grad resten av eiendelene, altså omløpsmidlene, er finansiert gjennom kortsiktig gjeld (Ekelund. Knutsen. 2011. s. 164). Som beskrevet over bør finansieringsgrad 1 være mindre enn 1, og på samme måte bør da finansieringsgrad 2 være større enn 1.

Arbeidskapital er en annen måte å se på finansieringsgrad 2, der man bruker de samme verdiene, men istedenfor å dele omløpsmidlene på den kortsiktige gjelden, skal man her trekke den kortsiktige gjelden fra omløpsmidlene. Her bør da arbeidskapitalen være positiv, som da vil gi en finansieringsgrad 2 på over 1.

$$\text{Finansieringsgrad 2} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

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

(Tall i hele 1000)	2017	2018	2019	2020	2021
Omløpsmidler	2 048 753	1 915 449	2 114 301	1 741 574	2 462 033
Kortsiktig gjeld	1 161 607	814 235	736 717	916 231	1 153 780
Arbeidskapital	887 146	1 101 214	1 377 584	825 343	1 308 253
Finansieringsgrad 2	1,7637	2,3525	2,8699	1,9008	2,1339

(Tabell 4.5, Finansieringsgrad 2)

Som man kan se fra tabellen over, er arbeidskapitalen positiv og finansieringsgrad 2 større enn 1 i alle fem årene. Man kan derimot se at i 2020 synker arbeidskapitalen og dermed også finansieringsgrad 2. Dette skjer fordi verdien av omløpsmidlene reduseres, samtidig som den kortsiktige gjelden øker. Den kortsiktige gjelden øker blant annet av forskjellige nye kostnader som NRS har påtatt seg i 2020, som for eksempel rentebærende gjeld til kredittinstitusjoner. Ikke overraskende vil både arbeidskapitalen og finansieringsgrad 2 være å anse som tilfredsstillende og et tegn på god kapitalstruktur.

4.4 Soliditet

Begrepet soliditet brukes for å vurdere selskapets evne til å bemanne gjeld på lang sikt. Nøkkeltallet baserer seg på hvor stor andel av eiendelene som er finansiert av egenkapital, og er derfor en god indikator på hvor godt rustet et selskap er for å tåle tap. Under soliditet har vi valgt å analysere NRS sin egenkapitalandel, gjeldsgrad og rentedekningsgrad.

4.4.1 Egenkapitalandel

Dette nøkkeltallet viser hvor stor andel av eiendelene som er finansiert med egenkapital gjennom å se hvor mye NRS sin egenkapital utgjør i selskapets totalkapital. Formelen for egenkapitalandel er gitt ved

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

	2017	2018	2019	2020	2021
Egenkapital	1 851 030	2 320 785	3 357 040	3 130 692	4 443 350
Totalkapital	3 855 163	4 090 834	4 680 537	5 814 710	8 442 234
Egenkapitalandel	48,01 %	56,73 %	71,72 %	53,84 %	52,63 %

(Tabell 4.6, Egenkapitalandel)

Mellom 2017 og 2019 ser vi en markant økning i egenkapitalandel for NRS, fra 48% til ca. 72%. 2020 var som nevnt et utfordrende år for selskapet, og vi kan se en nedgang som har stabilisert seg til 52.63% i 2021. Hva som er en god egenkapitalandel vil variere etter type bransje selskapet opererer i, men ifølge Kristoffersen er en egenkapitalandel over 30% tilstrekkelig (Kristoffersen, 2016, s. 465). Egenkapitalandel over 40% anses som meget bra, noe NRS overstiger med god margin. Vi kan fra analysen av nøkkeltallet konkludere med at selskapet skal være godt rustet for å taffe økonomiske perioder og utfordringer.

4.4.2 Gjeldsgrad

Gjeldsgrad viser forholdet mellom gjeld og egenkapital i selskapet. Med andre ord hvor mye av selskapets eiendeler som er finansiert gjennom gjeld i forhold til innskutt kapital fra aksjonærer og drift. Selskaper med høy gjeldsgrad har følgelig høyere antatt risiko.

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

	2017	2018	2019	2020	2021
Gjeld	2 004 133	1 770 049	1 323 498	2 684 018	3 998 884
Egenkapital	1 851 030	2 320 785	3 357 040	3 130 692	4 443 350
Gjeldsgrad	108,27 %	76,27 %	39,42 %	85,73 %	90,00 %

(Tabell 4.7, Gjeldsgrad)

Vi ser fra tallene ovenfor at gjeldsgraden var spesielt stor i 2017, da den lå på 108,27%. Videre ser vi at denne gjeldsgraden sank betraktelig frem til 2019, da den var nede på 39,42%. Dette var grunnet bedre resultater der egenkapitalen har økt samtidig som gjelden har gått ned i samme periode. I neste periode har gjeldsgraden igjen steget til henholdsvis 85,73% i 2020 og 90% i 2021. Vi ser at egenkapitalen har økt i denne perioden, men gjelden har også økt betraktelig. I 2020 tok NRS opp 1,2 milliarder norske kroner som langsiktig lån, som kan forklare mye av økningen i gjeldsgraden.

4.4.3 Rentedekningsgrad

Viser selskapets evne til å betale sine renteforpliktelser ved å se på ordinært resultat opp mot rentekostnader. Rentedekningsgrad er et godt nøkkeltall for å sammenligne overskudd mot renteforpliktelser, i tillegg til å analysere om selskapet kan ta på seg økte rentekostnader under likt lønnsomhetsnivå. Rentedekningsgraden bør være større enn 3, noe som vil indikere en god evne til å ta på seg økte renteforpliktelser. Tabellen under viser ikke tall fra 2021, ettersom total rentekostnad ikke fremkommer av Q4 rapporten til NRS.

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

	2017	2018	2019	2020	2021
Ordinært res før skatt	322 596	818 571	474 775	72 970	735 245
Rentekostnader	21 262	18 544	25 451	15 779	
Rentedekningsgrad	16,17	45,14	19,65	5,62	

(Tabell 4.8, Rentedekningsgrad)

Vi ser at gjennom hele perioden fra 2017 - 2020 har rentedekningsgraden holdt seg over 3, noe som er et godt tegn. Videre ser vi at rentedekningsgraden opplevde en sterk nedgang i 2020, fra 19,65 til 5,62. Dette er på bakgrunn av det svake resultatet NRS opplevde dette året. Vi kan konkludere med at NRS har en god evne til å ta på seg økte renteforpliktelser, på tross av det dårlige året de opplevde i 2020.

4.5 Likviditet

En likviditetsanalyse er en analyse hvor man ser på en bedrifts betalingsevne og da spesielt hvorvidt en bedrift klarer å møte sine kortsiktige forpliktelser med omløpsmidler. Dersom en bedrift har god likviditet, har bedriften gode forutsetninger til å betale sine forpliktelser. Det fokuseres ofte her på å møte kortsiktige forpliktelser. Vi vil ta for oss de to mest vanlige nøkkeltallene innen likviditet, altså likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2 (Visma, 2021).

4.5.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 tar for seg forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Historisk sett er en likviditetsgrad 1 på over 2 tilfredsstillende, men det er ofte lurt å heller se på bransjegjennomsnittet for sammenligning. Ulike bransjer har ulike forutsetninger for hva som er en god likviditetsgrad 1. Fra SSB finner vi at den gjennomsnittlige likviditetsgraden fra 2017 til 2020 ligger på henholdsvis 1,81 i 2017, 1,79 i 2018, 2,02 i 2019 og 1,82 i 2020 (SSB, 2022). Formelen for likviditetsgrad 1 er som følger:

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

Fra Q4 rapporten 2021 og tidligere årsrapporter finner vi følgende tall.

(Tall i hele 1000)	2017	2018	2019	2020	2021
Omløpsmidler	2 048 753	1 915 449	2 114 301	1 741 575	2 462 033
Kortsiktig gjeld	1 161 607	814 235	736 718	916 231	1 153 780
Likviditetsgrad 1	1,76	2,35	2,87	1,90	2,13

(Tabell 4.9, Likviditetsgrad 1)

Vi ser at den historiske utviklingen til likviditetsgrad 1 har beveget seg rundt det tilfredsstillende kravet på 2. I tillegg til dette har NRS de siste årene har ligget litt over bransjegjennomsnittet.

4.5.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 er ganske lik likviditetsgrad 1, men her er det kun de mest likvide omløpsmidlene som er tatt med i beregningen. Dette vil si omløpsmidler minus varelager. Historisk sett er en likviditetsgrad 2 på over 1 tilfredsstillende. Formelen er som følger:

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Omløpsmidler} - \text{varelager}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

(Tall i hele 1000)	2017	2018	2019	2020	2021
Omløpsmidler	2 048 753	1 915 449	2 114 301	1 741 575	2 462 033
Varelager	1 277 004	1 321 769	1 311 784	1 386 281	1 925 085
Varelager % av OM	62,3 %	69,0 %	62,0 %	79,6 %	78,2 %
Kortsiktig gjeld	1 161 607	814 235	736 718	916 231	1 153 780
Likviditetsgrad 2	0,66	0,73	1,09	0,39	0,47

(Tabell 4.10, Likviditetsgrad 2)

Det er kun et tidligere år hvor NRS har tilfredsstillt kravet for likviditetsgrad 2. Dette er fordi varelager består av en relativt stor andel av deres omløpsmidler. Historisk har varelageret vært over halvparten av deres omløpsmidler. I 2020 og 2021 var dette på henholdsvis 79,6% og 78%, mot tidligere på mellom 62% og 69%. Dette er en av grunnene til at likviditetsgrad 2 ikke har vært tilfredsstillende de siste årene.

5 Fundamental analyse

For å gjennomføre den fundamentale analysen av NRS skal vi ta i bruk Discounted Cash Flow for å verdsette selskapet til 31.12.2021. En kontantstrøm kan kort defineres som forskjellen mellom innbetalinger og utbetalinger til et selskap i en gitt periode. Vi vil diskontere fri kontantstrøm som videre neddiskonteres til verdsettelsestidspunktet. Prediksjon av fremtidige kontantstrømmer er en kompleks og avansert øvelse som bygger på antagelser. Disse antagelsene bygger på tidligere regnskapstall, forventninger om fremtiden, i tillegg til hvordan NRS er strategisk plassert i dag og strategiske muligheter i fremtiden. Med denne øvelsen ønsker vi også å knytte den strategiske analysen sammen med regnskapsanalysen.

For å neddiskontere de fremtidige kontantstrømmene benytter vi et avkastningskrav som kalles WACC. Dette er en metode for å finne avkastningskravet til totalkapitalen til et selskap. Vi vil komme tilbake til dette senere i analysen.

5.1 Discounted Cash Flow

Det skal som nevnt bli tatt i bruk DCF for å verdsette selskapet. Metoden baserer seg på å gjøre antakelser om fremtidige kontantstrømmer for så å neddiskontere denne verdien til verdsettelsestidspunktet. Vi har ikke vært i kontakt med NRS, og dermed er alle antakelser og utregninger basert på informasjon tilgjengelig i årsrapporter og Q4-21 til NRS. For å finne avkastningskravet, altså WACC, tar vi i bruk Capital Asset Pricing Model, CAPM. Denne brukes for å finne avkastningskravet til egenkapitalen. Videre regner vi ut terminalleddet og neddiskonterer dette til dagens verdi. Dette leddet inneholder kontantstrømmer i evig tid etter det siste året er predikert.

5.2 Capital Asset Pricing Model - CAPM

Det første steget i å regne ut WACC er å finne avkastningskravet til egenkapitalen. Her benytter vi CAPM, også kalt kapitalverdimodellen. Formelen for CAPM er som følger:

$$R_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

R_e = Avkastningskrav på egenkapital

R_f = Risikofri rente

β = Selskapets betaverdi

R_m = Markedsrisiko

$R_m - R_f$ = Markedets risikopremie

5.2.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten er avkastningen en investor kan få uten å påta seg noe risiko. Ingen investeringer er helt risikofrie, men statsobligasjoner regnes som tilnærmet risikofri. Vi

ønsker å predikere den fremtidige kontantstrømmen til NRS fem år frem i tid. En undersøkelse gjort av PWC i samarbeid med Norges Finansanalytikers Forening kommer frem til at ca. 39% av respondentene bruker den 10-årige statsobligasjonen som risikofri rente, ned fra 42% året før. Medianen for bruk av den risikofrie renten er på 2,5% og det er denne vi benytter i vår analyse. (PWC, 2020)

5.2.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er differansen mellom markedsrisiko og den risikofrie renten. Den viser hvor mye mer investorer krever av en investering som ikke er risikofri. (Chen, 2020) I den samme undersøkelsen, som beskrevet i forrige avsnitt, har PWC funnet nivået på markedsrisikopremien. I 2021 lå denne på 5% og det er denne vi vil benytte i vår beregning av CAPM.

5.2.3 Selskapets betaverdi

Betaverdien til et selskap sier hvor mye aksjekursen til selskapet svinger i forhold til markedet. Dersom beta er over 1, svinger aksjen i snitt mer enn markedet. En betaverdi under 1 vil ha motsatt effekt, altså at aksjekursen svinger mindre enn markedet. Markedet vil alltid ha en beta på 1. Med marked brukes som regel en benchmark index, i tilfellet til NRS bruker vi hovedindeksen på Oslo Børs, også kalt OSEBX.

For å finne betaverdien til et selskap er formelen:

$$\beta_j = \frac{Cov(R_j, R_m)}{Var(R_m)}$$

Fra infront sine nettsider fremkommer det frem at de har regnet ut en 1-årig beta på -0.38. Dette fører til et egenkapitalavkastningskrav på 0,6% som er meget lavt. Vi velger derfor å benytte deres 3-årige beta på 0,6 ettersom vi tror dette tallet vil bedre estimere den faktiske aksjekursen. En beta på 0,6 betyr at dersom oslo børs stiger, vil NRS stige med 60% av den økningen. Vi vil benytte denne verdien i videre analyse. (InfrontAnalytics, 2022)

For å oppsummere benytter vi disse tallene i utregning av CAPM:

$$R_f = 2,5\%$$

$$R_m - R_f = 5\%$$

$$\beta = 0,6$$

Setter vi disse tallene inn i formelen for CAPM får vi et avkastningskrav på egenkapitalen lik 5,5%.

Risikofri rente	2,50 %
Beta	0,6
Rm - Rf	5 %

Re	5,50 %
----	--------

Tabell 5.1, CAPM

5.3 Weighted Average Cost of Capital - WACC

For å neddiskontere de fremtidige kontantstrømmene trenger vi et avkastningskrav.

Avkastningskravet vi benytter for å neddiskontere kontantstrømmen er total kapitalavkastningskrav, også kalt WACC. WACC står for Weighted Average Cost of Capital, som regner ut et gjennomsnitt av kostnaden til gjeld etter skatt og egenkapital, sett ut ifra hvor stor andel gjeld og egenkapital utgjør av totalkapitalen til selskapet. Formelen for WACC er som følger:

$$WACC = R_d * \frac{D}{T} * (1 - T_c) + R_e * \frac{E}{T}$$

Forklaringer:

R_d = Gjeldsrente

D = Gjeld

E = Egenkapital

T = Totalkapital, altså gjeld + egenkapital

T_c = Skattesats

R_e = Avkastningskrav egenkapital

5.3.1 Gjeldsrente

Tall i hele 1000	2016	2017	2018	2019	2020
Gjennomsnittlig rentebærende gjeld	390 350,50	457 819,50	526 588,50	226 385,50	777 326,50
Rentekostnad	18 020,00	21 262,00	18 544,00	25 451,00	15 779,00
Rente på gjeld	4,62 %	4,64 %	3,52 %	11,24 %	2,03 %
Gjennomsnittlig rente	5,21 %				

Tabell 5.2, Gjeldsrente

Vi regner ut gjeldsrenten ved å se på årsrapportene fra de siste fem årene. Her deler vi rentekostnad på gjennomsnittlig rentebærende gjeld for å finne gjeldsrenten de har betalt i løpet av året. Vi tar deretter gjennomsnittet av de siste fem årene for å finne gjeldsrenten vi benytter i WACC. Vi kan se at renten i 2019 er ekstremt høy i forhold til de resterende årene. Dette kan forklares med at den rentebærende gjelden har gått betraktelig ned, samtidig som rentekostnaden har økt.

Av Q4 rapporten til 2021 fremkommer det at egenkapitalandelen er på 52,6%. Dette betyr at gjeldsandelen er på 47,4%. Det er disse tallene vi bruker videre i utregningen. Vi trenger dermed ikke totalkapitalen for å regne ut WACC, ettersom at vi allerede via Q4-21 har funnet informasjon om gjeldsandel og egenkapitalandel i selskapet. Vi velger også å bruke en skattesats på 22% som er dagens selskapsskatt.

Re	5,50 %
Rd	5,21 %
Egenkapitalandel	52,60 %
Gjeldsandel	47,40 %
Skattesats	22 %

WACC	4,82 %
------	--------

Tabell 5.3, WACC

Vi får med våre utregninger en WACC på 4,74%, som vi vil ta i bruk som avkastningskravet når vi skal regne ut DCF.

5.4 Prognose av fremtidige kontantstrømmer

Vi skal nå begynne å se på selve kontantstrømmene som skal diskonteres. Vi vil diskontere den frie kontantstrømmen, som vil si resultatet etter skatt + avskrivninger - økning i arbeidskapital - investeringer. Det å predikere kontantstrøm i fremtiden er ingen sikker øvelse, og analysen vår bygger derfor på estimater. Etter vi har predikert fremtidige kontantstrømmer fem år frem i tid, finner vi terminalleddet. Denne regnes ut ved hjelp av Gordons formel. Formelen for terminalleddet er:

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

5.4.1 Inntekter

Det er en vanskelig og komplisert øvelse å predikere inntekter i fremtiden. Den mest presise tilnærmingen ville vært å predikert solgt volum i tillegg til pris per kg solgt volum i fremtiden. Det var dessverre vanskelig å finne god nok informasjon på hvordan utviklingen til NRS vil være, så våre fremtidige inntektsestimater er basert på en Compound Annual Growth Rate, altså hvor mye inntektene til NRS i snitt har vokst de siste årene. Vi legger i tillegg til et påslag på inntektene i de to første årene da lakseprisen har vært noe høyere i det siste, og i følge fishpool sine forward priser vil fortsette å være noe høyere enn tidligere år. (fishpool, 2022)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Inntekter	4 224 340	4 937 798	5 080 806	5 586 670	5 118 867	5 800 895
% Vekst		16,89 %	2,90 %	9,96 %	-8,37 %	13,32 %
CAGR	6,55 %					

Laksepris	62,68	59,92	59,97	59,96	54,50	60,29
Solgt volum	66 808,00	77 799,00	82 420,00	89 879,00	88 904,00	84 891,00

	2022	2023	2024	2025	2026
Forward pris laks pr kg (fishpool)	70	65	62,5	62,5	62,5

	2021A	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Inntekter	5 800 895	6 264 966,60	6 703 514,26	7 142 594,45	7 610 434,38	8 108 917,83
Vekst inntekter		8,00 %	7,00 %	6,55 %	6,55 %	6,55 %

(Tabell 5.4, Prognose av inntekter)

Vi ser fra tabellene over at inntektene til NRS de siste årene i snitt har steget med 6,55%. Her har lakseprisen variert mellom 54,5 og 62,68 kr per kilo. Vi benytter denne vekstraten de siste tre årene, mens de to første benytter en vekstrate noe over CAGR. Dette fordi forwardprisene til fishpool er betraktelig høyere enn det prisen har vært tidligere år. Vi har valgt å bruke en gjennomsnittlig vekstrate basert på tidligere år istedenfor å estimere solgt volum laks. Dette er fordi vi ser på det som mer usikkert å komme frem til et estimat på hva NRS kommer til å slakte. Med tanke på den strategiske posisjonen til NRS og vekstmuligheter ser vi derfor det som mer sikkert og sannsynlig at NRS fortsetter inntektsveksten som de har hatt de siste årene.

5.4.2 Varekostnader

Varekostnadene er sterkt knyttet til selve produksjonen av fisken. Her vil førkostnaden være en vesentlig del av denne posten, og svingninger i førpriser vil ha betydelig påvirkning på produksjonskostnadene. Førkostnaden vil naturligvis også variere i forhold til hvor mye fisk NRS faktisk produserer, og er derfor knyttet tett opptil produksjonen og solgt volum. I vår prediksjon av fremtidige varekostnader ser vi på historisk forholdstall. I våre beregninger har vi kommet frem til at korrelasjonen mellom varekostnad og inntektene ligger på hele 97%, eller 0,97. Dette innebærer at disse to postene er svært korrelerte i positiv grad, altså at de reagerer med hverandre i samme retning. Stiger inntektene vil varekostnadene stige med 97% av denne stigningen, og dersom inntektene synker vil varekostnadene synke med 97% av denne nedgangen. Varekostnadene utgjør i snitt 80,88% av inntektene i denne perioden.

Varekostnad	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Inntekter	4 224 340	4 937 798	5 080 806	5 586 670	5 118 867	5 800 895
Varekostnad	3 230 927	3 889 102	4 132 850	4 586 500	4 393 881	4 683 289
Varekostnad % av inntekt	76,48 %	78,76 %	81,34 %	82,10 %	85,84 %	80,73 %
Gjennomsnitt	80,88 %					
Korrelasjon	97,00 %					

(Tabell 5.5, Varekostnader)

5.4.3 Lønnskostnader

Vi benytter samme forholdstall for å predikere fremtidige lønnskostnader. Lønnskostnadene har økt fra 2016 til 2021, noe som ikke er uforventet med tanke på veksten som selskapet har

opplevd gjennom disse årene. Vi har beregnet korrelasjonen mellom lønnskostnadene og inntekter til 58,03%. Dette er betydelig mindre enn varekostnadene, men det eksisterer fremdeles en samvariasjon mellom de to. Grunnen til dette er at lønnskostnad er en fastere kostnad enn varekostnaden og vil ikke variere like mye på bakgrunn av årlig salg. Vi ser at den gjennomsnittlige lønnskostnaden for perioden ligger på 3,24% av inntektene.

Lønnskostnad	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Inntekter	4 224 340	4 937 798	5 080 806	5 586 670	5 118 867	5 800 895
Lønnskostnad	155 468	138 596	139 279	154 466	166 995	242 616
Lønnskostnad % av inntekt	3,68 %	2,81 %	2,74 %	2,76 %	3,26 %	4,18 %
Gjennomsnitt	3,24 %					
Korrelasjon	58,03 %					

(Tabell 5.6, Lønnskostnader)

5.4.4 Annen driftskostnad

Samme forholdstall brukes for å predikere annen driftskostnad. Annen driftskostnad har en korrelasjon på 80,49% med inntektene. Denne kostnaden utgjør bare i snitt 4,19% av inntektene. Det er denne prosenten vi benytter videre i vår analyse.

Andre driftskostnader	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Inntekter	4 224 340	4 937 798	5 080 806	5 586 670	5 118 867	5 800 895
Andre driftskostnader	136 269	200 178	167 790	216 098	210 992	380 833
% av inntekt	3,23 %	4,05 %	3,30 %	3,87 %	4,12 %	6,57 %
Gjennomsnitt	4,19 %					
Korrelasjon	80,49 %					

(Tabell 5.7, Annen driftskostnad)

5.4.5 Avskrivninger og nedskrivninger

Å predikere avskrivninger og nedskrivninger kan være krevende å estimere. Vi velger her å bruke samme forholdstall som tidligere, da vi ser at korrelasjonen er ganske høy på 79,04%. Avskrivninger og nedskrivninger utgjør bare 1,79% av inntektene i denne perioden. Det er denne prosenten vi benytter videre i vår analyse.

Avskrivning og nedskrivning	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Inntekter	4 224 340	4 937 798	5 080 806	5 586 670	5 118 867	5 800 895
Avskrivning og nedskrivning	61 063	82 063	76 550	86 804	100 747	149 897
% av inntekt	1,45 %	1,66 %	1,51 %	1,55 %	1,97 %	2,58 %
Gjennomsnitt	1,79 %					
Korrelasjon	79,04 %					

(Tabell 5.8, Avskrivninger og nedskrivninger)

5.4.6 Skatt

Selskapskatten i Norge har de siste årene vært 22%. Det er denne skattesatsen vi legger til rette for i vår DCF analyse.

5.4.7 Arbeidskapital

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Omløpsmidler	2 029 845	1 896 974	1 759 796	1 961 983	1 702 822	2 396 845
Kundefordringer	478 214	546 082	369 030	416 910	150 539	471 760
Varelager	1 307 035	1 277 004	1 321 769	1 311 784	1 386 281	1 925 085
Forhåndsbetalt og andre	244 596	73 888	68 997	233 289	166 002	
Kortsiktig gjeld	908 781	818 991	711 723	688 791	689 412	772 048
Leverandørgjeld	646 515	549 526	446 993	575 895	617 937	660 870
Betalbar skatt	79 350	113 485	134 777	42 537	3 752	140
Andre	182 916	155 980	129 953	70 359	67 723	111 038
Netto arbeidskapital	1 121 064	1 077 983	1 048 073	1 273 192	1 013 410	1 624 797
% av inntekter	26,5%	21,8%	20,6%	22,8%	19,8%	28,0%
<i>Days Sales Outstanding (DSO)</i>	<i>41 dager</i>	<i>40 dager</i>	<i>27 dager</i>	<i>27 dager</i>	<i>11 dager</i>	<i>30 dager</i>
<i>Days Inventory Outstanding (DIO)</i>	<i>148 dager</i>	<i>120 dager</i>	<i>117 dager</i>	<i>104 dager</i>	<i>115 dager</i>	<i>150 dager</i>
<i>Forhåndsbetalt og andre, % av inntekter</i>	<i>5,8%</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,4%</i>	<i>4,2%</i>	<i>3,2%</i>	<i>-</i>
<i>Days Payable Outstanding (DPO)</i>	<i>73 dager</i>	<i>52 dager</i>	<i>39 dager</i>	<i>46 dager</i>	<i>51 dager</i>	<i>52 dager</i>
<i>Betalbar skatt % av inntekter</i>	<i>1,9%</i>	<i>2,3%</i>	<i>2,7%</i>	<i>0,8%</i>	<i>0,1%</i>	<i>0,0%</i>
<i>Andre % av inntekter</i>	<i>4,3%</i>	<i>3,2%</i>	<i>2,6%</i>	<i>1,3%</i>	<i>1,3%</i>	<i>1,9%</i>

Days Sales Outstanding (DSO)	29 dager
Days Inventory Outstanding (DIO)	126 dager
Forhåndsbetalt og andre, % av inntekter	2,7%
Days Payable Outstanding (DPO)	52 dager
Betalbar skatt % av inntekter	1,3%
Andre % av inntekter	2,4%

(Tabell 5.9, Arbeidskapital 2016-2021)

For å estimere de ulike elementene som er med i beregning av arbeidskapital benytter vi på kundefordringer days sales outstanding, for varelager days inventory outstanding og for leverandørgjeld days payable outstanding. På de resterende bruker vi et forholdstall i forhold til inntekter. Dette er formlene brukt:

$$\text{Days Sales Outstanding} = (\text{Kundefordringer} / \text{Inntekter}) * 365$$

$$\text{Days Inventory Outstanding} = (\text{Varelager} / \text{Varekostnad}) * 365$$

$$\text{Days Payable Outstanding} = (\text{Leverandørgjeld} / \text{Varekostnad}) * 365$$

	2022	2023	2024	2025	2026
Omløpsmidler	2 414 870	2 583 911	2 753 157	2 933 489	3 125 633
Kundefordringer	503 065	538 280	573 537	611 104	651 131
Varelager	1 744 079	1 866 164	1 988 398	2 118 638	2 257 409
Forhåndsbetalt og andre	167 727	179 467	191 223	203 748	217 093
Kortsiktig gjeld	955 510	1 022 395	1 089 362	1 160 715	1 236 742
Leverandørgjeld	723 604	774 257	824 971	879 006	936 581
Betalbar skatt	80 050	85 654	91 264	97 242	103 611
Andre	151 855	162 485	173 127	184 467	196 550
Netto arbeidskapital	1 459 361	1 561 516	1 663 795	1 772 774	1 888 890
<i>% av inntekter</i>					
Antagelser arbeidskapital					
Days Sales Outstanding (DSO)	29 dager	29 dager	29 dager	29 dager	29 dager
Days Inventory Outstanding (DIO)	126 dager	126 dager	126 dager	126 dager	126 dager
Forhåndsbetalt og andre, % av inntekter	2,68 %	2,68 %	2,68 %	2,68 %	2,68 %
Days Payable Outstanding (DPO)	52 dager	52 dager	52 dager	52 dager	52 dager
Betalbar skatt % av inntekter	1,28 %	1,28 %	1,28 %	1,28 %	1,28 %
Andre % av inntekter	2,42 %	2,42 %	2,42 %	2,42 %	2,42 %

Endring arbeidskapital	-	165 436	102 155	102 279	108 979	116 117
-------------------------------	---	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------

(Tabell 5.10, Prognose av arbeidskapital)

For å finne fremtidig endring i arbeidskapital bruker vi gjennomsnittet av antagelsene vi fant i tabell 7.9. Dette gjør at vi finner de ulike elementene som er med i utregningen av arbeidskapital og gjør at vi kan finne endring i arbeidskapital. En økning i arbeidskapital sees på som negativ kontantstrøm når vi finner den frie kontantstrømmen.

5.4.8 Investeringer

Investeringer har tidligere år i gjennomsnitt vært 8,12% av inntektene til NRS. Denne satsen er meget høy, da vi ser de siste årene har vært preget av store investeringer, blant annet grunnet oppkjøp av Arctic Fish. Vi velger av den grunn å ikke benytte oss av den gjennomsnittlige investeringsraten de siste årene, da denne er betydelig farget av 2020 og 2021, noe vi mener er unntaksår med tanke på oppkjøp. Av den grunn ser vi kun på 2016-2019 og får 2,04%. Dette mener vi høres litt for lavt ut grunnet NRS sine ambisjoner om fremtiden. Vi velger derfor å doble denne satsen til 4% og benytter dette videre i vår analyse.

Investeringer	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Inntekter	4 224 340	4 937 798	5 080 806	5 586 670	5 118 867	5 800 895
Investeringer	- 282 311	- 107 053	- 411 818	491 595	- 1 450 521	- 709 099
% av inntekter	-6,68 %	-2,17 %	-8,11 %	8,80 %	-28,34 %	-12,22 %
Gjennomsnitt	-8,12 %					
Korrelasjon	2,7 %					
Gjennomsnitt 2016-2019	-2,04 %					

(Tabell 5.11, Investeringer)

5.5 DCF analyse

Ved å sette inn de ulike satsene for inntekter, kostnader, arbeidskapital og investeringer i årene fremover kommer vi frem til følgende DCF analyse.

	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Inntekter	6 264 967	6 703 514	7 142 594	7 610 434	8 108 918
Varekostnad	5 066 854	5 421 534	5 776 644	6 155 014	6 558 168
Driftsresultat	1 198 113	1 281 980	1 365 950	1 455 420	1 550 750
Lønnskostnader	202 964	217 172	231 397	246 553	262 702
Andre driftskostnader	262 473	280 847	299 242	318 842	339 727
EBITDA	732 675	783 962	835 311	890 024	948 321
Avskrivning og nedskrivning	111 935	119 770	127 615	135 974	144 880
EBIT	620 740	664 192	707 697	754 051	803 441
Driftsmargin	19,12 %	19,12 %	19,12 %	19,12 %	19,12 %
EBITDA margin	11,69 %	11,69 %	11,69 %	11,69 %	11,69 %
EBIT margin	9,91 %	9,91 %	9,91 %	9,91 %	9,91 %
Resultat før skatt	620 740	664 192	707 697	754 051	803 441
Skatt	136 563	146 122	155 693	165 891	176 757
Resultat etter skatt	484 177	518 070	552 003	588 160	626 684
+ Avskrivninger	111 935	119 770	127 615	135 974	144 880
- økning(reduksjon) arbeidskapital	165 436	- 102 155	- 102 279	- 108 979	- 116 117
- Investeringer	- 250 599	- 268 141	- 285 704	- 304 417	- 324 357
Free cash flow	510 950	267 544	291 635	310 737	331 091
Diskonteringsår	1	2	3	4	5
Diskonteringsfaktor	1,05	1,10	1,15	1,21	1,27
Nåverdi av FCF	487 456,36	243 506,39	253 228,65	257 409,14	261 658,64

(Tabell 5.12, DCF)

NPV av terminalverdi	
Vekstrate	2,5 %
Terminalverdi	14 630 692,08
Diskonteringsfaktor	1,27
NPV av terminalverdi	11 562 538,51

Enterprise value	
Nåverdi av FCF	1 503 259,19
Nåverdi av terminalverdi	11 562 538,51
EV	13 065 797,70

Equity value	
EV	13 065 797,70
Netto rentebærende gjeld	2 581 439,00
Equity value	10 484 358,70
Antall aksjer	43572,191
Kursmål	240,62

(Tabell 5.13, Kursmål)

Vi benytter videre i analysen en vekstrate på 2,5% for å finne terminalverdien. Dette er verdien av kontantstrømmen i evig tid fremover, regnet ut med hjelp av Gordons formel. Selv om det kan diskuteres at denne er høy, synes vi på bakgrunn av NRS sin strategiske posisjon og ambisjoner at de har gode muligheter til å vokse i fremtiden. Ved å legge sammen nåverdi av kontantstrømmer og terminalverdi får vi Enterprise Value. Denne kan ikke benyttes for å finne aksjekurs, derfor trekker vi fra netto rentebærende gjeld, som vil si rentebærende gjeld minus kontanter. Dette gir oss equity value som deles på antall aksjer i selskapet for å få et kursmål per aksje. I vår DCF analyse blir dette 240,62kr. Dette tallet vil vi kommentere senere i diskusjon og konklusjon av oppgaven.

5.6 Verdsettelse ved multipler

Multiplene vi velger å bruke i multippelanalysen er P/E, P/B (Price/ Earnings og Price/ Book) og EV/KG.

For å kunne ta for oss en verdsettelse av NRS ved bruk av multiplikatorer, vil vi betrakte fem aktører innenfor oppdrettsbransjen som omsettes på Oslo Børs. I vår analyse vil vi ta i bruk selskapene MOWI, SalMar (SALM), Austevoll Seafood (AUSS), Grieg Seafood (GSF) og Lerøy Seafood Group (LSG). Disse selskapene vil fungere som sammenligningsgrunnlag i multiplikatoranalysen. Sett sammen med NRS vil denne selskapsbasen forme grunnlaget for våre utregninger av de gjennomsnittlige forholdstallene.

5.6.1 Price/ Earnings

Price/ Earnings er et forholdstall som måler den nåværende aksjekursen opp mot fortjeneste per aksje (EPS). Forholdstallet viser altså hvor mange kroner en investor er villig til å betale per krone fortjeneste i selskapet. For å kunne verdsette et selskap ved bruk av P/E må man først etablere det relevante forholdstallet for enten et selskap eller et gjennomsnitt fra bransjen. Deretter multipliseres dette tallet med fortjenesten og danner et bilde av selskapets markedsverdi.

5.6.2 Verdsettelse ved P/E

Price/ Earnings	MOWI	NRS	AUSS	GSF	SALM	LSG	Gjennomsnittlig P/E
Aksjekurs	208,7	163,4	106,4	83,1	608	68,96	
Resultat per aksje	9,89	14,3	9,47	11	22,61	4,42	
P/E	21,10	11,43	11,24	7,55	26,89	15,60	15,64
Antall aksjer NRS	43 572 191						
Estimert verdi NRS	9 742 267 207						
Aksjekurs NRS ved bruk av P/E	223,59						

(Tabell 5.14, P/E)

Ved bruk av de nevnte selskapene har vi regnet oss frem til en gjennomsnittlig P/E på 15,64. Denne verdien ga oss en markedsverdi på 9 742 MNOK og følgelig en aksjekurs på 233,59 kroner.

5.6.3 Price/ Book

Price to book ratio sammenligner markedsverdi av egenkapital med bokført verdi av egenkapital. Denne sammenligningen sier noe om selskapets evne til å skape verdier, der man sammenligner tallet med andre aktører i bransjen ettersom det eksisterer ulike bransjestandarder for hva som er en god P/B. Mindre kapitalintensive bransjer som for eksempel IT, vil følgelig ha høyere P/B standard. Vi har derfor benyttet samme selskaper som i P/E for å verdsette NRS.

Price/ Book	MOWI	NRS	AUSS	GSF	SALM	LSG
Egenkapital (Beløp i 1000)	31 556 000	4 443 350	25 186 977	5 594 084	15 483 000	19 323 103
Antall askjer	517 111 091	43 572 191	202 717 374	113 447 042	117 799 999	595 773 680
EK aksje	61,02	101,98	124,25	49,31	131,43	32,43
Aksjekurs 31.12.2021	208,7	163,4	106,4	83,1	608	68,96
P/B	3,420	1,602	0,856	1,685	4,626	2,126

Gjennomsnittlig P/B	2,39
---------------------	------

Aksjekurs NRS	243,32
---------------	--------

(Tabell 5.15, P/B)

Fra analysen over ser vi at gjennomsnittlig P/B er på 2,39. Selskaper med høyere enn snittet som f.eks. MOWI og Salmar er en indikasjon på at markedet forventer at det vil skapes en merverdi på deres eiendeler. NRS og særlig AUSS er langt under bransjesnittet fra analysen. Dette indikerer at selskapene forventes å skape mindre lønnsomhet fremover. Nevneverdig kritikk av analysen er dog at ulik standard på regnskapspraksis vil gi utslag som ikke alltid vil reflektere riktig tall. Dette fordi regnskapsmetodene vil gi ulike multiplikatorer. Ut ifra den strategiske analysen tror vi derimot at NRS har både ekstensive planer og muligheter til å skape merverdi. Vi ser fra tabellen at snittet trekkes opp av spesielt to aktører som kan gi et feilaktig bilde på reell situasjon. Analysen trekker frem at selskapene enten er priset høyt, eller at de andre selskapene er priset lavt i forhold til bokført egenkapital. Utrengningen gir en estimert aksjekurs på 243,32 for NRS.

5.6.4 EV/KG

Analysen ser på markedsverdi opp mot slaktevolum og fungerer som en indikator på hvor mye merverdi man får per kilo slaktet fisk. Tabellen under viser EV/KG på 6 aktører i oppdrettsbransjen, der vi ser at bransjesnittet er på 195.

EV/KG	MOWI	NRS	AUSS	GSF	SALM	LSG
Markedsverdi 31.12.2021	107 921 084 692	7 119 696 009	21 569 128 594	9 427 449 190	71 622 399 392	41 084 552 973
Slaktevolum (kg)	465 600 000	49 640 000	186 635 000	75 601 000	182 100 000	258 156 000
EV/KG	231,789	143,427	115,569	124,700	393,314	159,146

Aksjekurs per 31.12.2021	
Gjennomsnittlig EV/KG	195
x Slaktevolum	49 640 000
= EV	9 662 791 821
- Netto gjeld	2 646 628 000
+ Kontantbeholdning	65 188 000
= Markedets verdi	7 081 351 821
/ Antall aksjer	43 572 191
= Estimert aksjekurs	162,5

(Tabell 5.16, EV/KG)

NRS ligger under bransjesnittet på 143,4 som kan være et tegn på at selskapet er underpriset. Vi ser også av tabellen at estimert aksjekurs med tall per 31.12.2021 er på 162,5, som tilsier et avvik på 0,54% fra faktisk aksjekurs på samme dato.

5.6.5 Oppsummering multipler

Vi har nå analysert NRS opp mot like aktører i samme bransje for å estimere aksjekurs per 31.12.2021. Tabellen nedenfor viser en oppsummering og snittet av multippelanlysene som tilslutt gir en gjennomsnittlig aksjekurs på kr 209,80.

Multipler	
P/E	223,59
P/B	243,32
EV/KG	162,50
Gjennomsnitt aksjekurs	209,80

(Tabell 5.17, Gjennomsnittlig aksjekurs ved multipler)

Den gjennomsnittlige aksjekursen ligger over reell pris på verdsettelsestidspunktet den 31.12.2021. Dette kan forklares ved at multippelanalyse fungerer som et grovt estimat, og vil sjeldent gi en nøyaktig verdsettelse. Selskaper har ulike regnskapspraksiser som kan gi utslag på multiplikatoren, og følgelig den endelige prisen per aksje. Likevel er analysen et godt verktøy for å vurdere selskaper opp mot bransjen. Vi får derfor en bedre forståelse for NRS sin markedsposisjon. I strategidelen av oppgaven har vi derimot kommet frem til at NRS har muligheter til å kapre markedsandeler og vokse som selskap. Tallene presentert i denne analysen kan derfor raskt endre seg og ikke representere faktisk verdi på selskapet.

5.7 Kursmål og anbefaling

Vi har nå gjennomført en DCF analyse og multippel analyse som har kommet frem til to ulike kursmål. Analysene gjøres på to helt forskjellige måter. For å komme frem til endelig kursmål venter vi DCF 60% og multippelanalyse 40%. Dette gjøres fordi det er både fordeler og ulemper med begge metodene å verdsette selskapet på, men vi ser på multippelanalysen som mer overfladisk, da DCF-analysen estimerer en verdi som heller gjenspeiler selskapets evne til å generere inntekter til fordel for investorene. Dette gir oss et endelig kursmål på 228,3 kr. I forhold til kurs i skrivende stund er dette litt under, da kursen nå (21.04.2022) er på 240,5 kr. I forhold til kursen 31.12.2021 har kursmålet vårt en oppside på 39,7%, da kursen ved årsskiftet var 163,4 kr. Analysen vår ender i en kjøpsanbefaling basert på våre antagelser i DCF-analyse og multippelanalyse. Det er dog verdt å merke seg at DCF-analyser ofte er sensitive for endringer i antagelser, noe vi vil belyse i neste kapittel.

6 Diskusjon og sensitivitetsanalyse

Vi ønsker i denne delen av oppgaven å diskutere usikkerhetsmomentene som oppstår i en DCF-analyse. Disse er viktige å ha i bakhodet når man gjør en slik analyse, da denne analysen er veldig sensitiv for endringer i antagelser. Formålet med dette er å se hvor mye vår predikerte aksjekurs endrer seg ved en liten endring i noen sentrale antagelser. Vi vil i sensitivitetsanalysen se på hvordan endringer i WACC, vekstrate for terminalverdien og Betaverdien vil påvirke aksjekursen. Det har vist seg at bare små endringer i disse verdiene gir store utfall for vår estimerte aksjekurs.

		Growth					
		240,62	1,5 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %	3,5 %
WACC	2,8 %	179,30	216,32	269,31	351,42	495,75	
	3,3 %	173,97	210,11	261,83	341,97	482,84	
	3,8 %	168,79	204,07	254,55	332,78	470,30	
	4,3 %	163,76	198,20	247,49	323,86	458,11	
	4,8 %	158,87	192,49	240,61	315,18	446,26	
	5,3 %	154,11	186,94	233,93	306,75	434,75	
	5,8 %	149,48	181,55	227,44	298,55	423,55	
	6,3 %	144,98	176,30	221,12	290,58	412,67	
	6,8 %	140,60	171,19	214,98	282,82	402,08	

(Tabell 6.1, Sensitivitetsanalyse Growth og WACC)

Fra denne tabellen ser vi at aksjekursen er veldig sensitiv for vekstraten. En halv prosent lavere vekstrate vil føre til en nedgang i aksjekurs på ca. 20%. En halv prosent høyere vil føre til en økning i kurs på omtrent 31%.

Dersom vi ser på det samme, men for WACC, vil en reduksjon av WACC føre til en høyere aksjekurs, mens en økning av WACC vil føre til en reduksjon i kursen. Denne er dog ikke så sensitiv som vekstraten. En økning eller reduksjon på 0,5%, vil endre aksjekursen med omtrent 7 kroner.

Betaverdi	Targetprice
-0,2	3137,388973
0	872,1624452
0,2	486,936859
0,4	327,6607955
0,6	240,6204155
0,8	185,7574843
1	148,0118451
1,2	120,4531901

(Tabell 6.2, Sensitivitetsanalyse Betaverdi)

Vi har tidligere i teksten nevnt at vi ønsket å bruke 3-årig Beta fremfor ettårig, da denne var negativ. Av den grunn ønsket vi å se på hvordan ulike Betaverdier ville påvirket aksjekursen vi kom frem til. Vi ser fra tabellen at en betaverdi på -0,2 vil føre til en aksjekurs på 3137 kroner. Vi ser ikke på dette som særlig realistisk og vi er fornøyd med å bruke den 3-årige betaen for å regne ut CAPM. Det er også verdt å merke seg at kursen er relativt sensitiv for endringer i Betaverdi. I tillegg vil vi også nevne forenklingen vi har foretatt med tanke på valuta. Store deler av NRS sitt salg forekommer i utenlandsk valuta, men vi har ansett alle salgsinntekter i form av norske kroner.

Vi har gjennom denne sensitivitetsanalysen belyst sentrale antagelser som har stor påvirkning på predikert aksjekurs.

7 Konklusjon

Vi har i denne bacheloroppgaven hatt som problemstilling å finne aksjekursen for en aksje i Norway Royal Salmon per 31.12.2021. Først har vi gjennom interne og eksterne analyser prøvd å sette Norway Royal Salmon i perspektiv i forhold til konkurransen og bransjen, både ved å se på deres egne ressurser og bransjens kjennetegn. Videre har vi regnet ut forskjellige nøkkeltall for å få et overblikk over selskapets økonomiske situasjon.

I den fundamentale analysen er det gjort beregninger for å finne et estimat for aksjekursen til verdsettelsestidspunktet 31.12.2021. Dette ble gjort ved hjelp av en DCF-analyse og en multippelanalyse, der vi valgte å veie DCF-analysen 60% og multippelanalysen med 40% i det endelige kursmålet. Vi kom frem til et kursmål på 240,62 NOK fra DCF-analysen og et gjennomsnittlig kursmål på 209,8 NOK fra multippelanalysen. Vårt endelige kursmål ble 228,3 NOK, noe som er 39,7% høyere enn det reelle kursmålet 31.12.2021.

I sensitivitetsanalysen har vi gått gjennom momenter for å belyse hvordan bare små endringer i betaverdi, WACC og vekstrate for terminalverdien kan påvirke prisen på aksjen vi har funnet i DCF-analysen. Bare små endringer i noen av verdiene kan gi store utslag for aksjekursen vi har estimert, som er viktig å belyse når slike prognoser utarbeides.

Selv om vår verdivurdering av Norway Royal Salmon er en del høyere enn den reelle verdien på verdsettelsestidspunktet, har aksjen steget markant fra verdsettelsestidspunktet og frem til dagens kurs. Dette er et tegn på at aksjen var underpriset, noe som kommer tydelig frem i våre beregninger.

8 Figur- og tabelloversikt

- Figur 3.1: Gjennomsnittlig laksepris
- Figur 3.2: Driftsinntekter fra 2017-2021
- Figur 3.3: Den norske kronen målt mot amerikanske dollar
- Figur 3.4: Utvikling i solgt volum
- Figur 3.5: Laks sett opp mot andre proteinkilder, hentet fra:
<https://norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS%20%C3%85rsrapport%202020.pdf>
- Figur 3.6: Oversikt VRIO

- Tabell 4.1: Egenkapitalrentabilitet etter skatt
- Tabell 4.2: Totalkapitalrentabilitet
- Tabell 4.3: Driftsmargin
- Tabell 4.4: Finansieringsgrad 1
- Tabell 4.5: Finansieringsgrad 2
- 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: CAPM
- Tabell 5.2: Gjeldsrente
- Tabell 5.3: WACC
- Tabell 5.4: Prognose inntekter
- Tabell 5.5: Varekostnader
- Tabell 5.6: Lønnskostnader
- Tabell 5.7: Annen driftskostnad
- Tabell 5.8: Avskrivninger og nedskrivninger
- Tabell 5.9: Arbeidskapital 2016-2021
- Tabell 5.10: Prognose av arbeidskapital
- Tabell 5.11: Investeringer
- Tabell 5.12: DCF
- Tabell 5.13: Kursmål

- Tabell 5.14: P/E
- Tabell 5.15: P/B
- Tabell 5.16: EV/KG
- Tabell 5.17: Gjennomsnittlig aksjekurs ved multipler

- Tabell 6.1: Sensitivitetsanalyse Growth og WACC
- Tabell 6.2: Sensitivitetsanalyse Betaverdi

9 Referanser

- Austevoll Seafood (2022), *Finansiell Rapport 4. kvartal 2021* og foreløpige tall for 2021, Hentet 15. april 2022 fra: <https://www.auss.no/media/1416/finansiell-rapport-4-kvartal-2021-auss.pdf>
- Barents Watch (2022) *Rømning*, Hentet 24. februar 2022 fra: <https://www.barentswatch.no/havbruk/romming>
- Chen, J, (2020) *Market risk premium*, Hentet 5. april 2022, fra: <https://www.investopedia.com/terms/m/marketriskpremium.asp>
- Ekelund, T. & Knutsen, K. (2011). *Regnskapsanalyse* (8. Utgave). Oslo: Gyldendal Norsk Forlag AS.
- Fishpool (2022), *Forward prices*, Henter 12. april 2022, fra: <https://fishpool.eu/forward-prices/>
- Fiskeridirektoratet (), *Tildelingsprosessen*, Hentet 10. mars 2022 fra: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Tildelingsprosessen>
- FN (2021), *Befolkning, migrasjon og urbanisering*, Hentet 3. mars 2022 fra: <https://www.fn.no/tema/fattigdom/befolkning>
- Grieg Seafood (2022), *Q4 Report 2021*, Hentet 15. april 2022 fra: <https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/cc245a0fed9e775143a39d029433ea8d65195cd6.pdf>
- Havforskningsinstituttet (2020), *Dette er trafikklyssystemet*, Hentet 2. mars 2022 fra: <https://www.hi.no/hi/nyheter/2020/februar/trafikklys>

- Helsedirektoratet (2016), *Kostrådene og næringsstoffer*, Hentet 10. mars 2022 fra: <https://www.helsedirektoratet.no/faglige-rad/kostradene-og-naeringsstoffer/kostrad-for-befolkningen#fisk-til-middag-to-til-tre-ganger-i-uken>
- iLaks (2017), *Nå får oppdretterne bedre betalt for ørret enn laks*, Hentet 11. mars 2020 fra: <https://ilaks.no/na-far-oppdretterne-bedre-betalt-for-orret-enn-for-laks/>
- iLaks (2019), *Varmere hav er dårlig nytt for oppdrettslaksen*, Hentet 24. februar 2022 fra: <https://ilaks.no/varmere-hav-er-darlig-nytt-for-oppdrettslaksen/>
- Infront Analytics (2022) *Norway Royal Salmon*, Hentet 5. april 2022, fra: <https://www.infrontanalytics.com/fe-en/40001SN/Norway-Royal-Salmon-ASA/Beta>
- IntraFish (2020), *Lakselus og annen sykdom medfører kanskje 10 milliarder i økonomisk tap - men ingen vet eksakt hvor mye*, Hentet 28. februar 2022 fra: <https://www.intrafish.no/nyheter/lakselus-og-annen-sjukdom-medforer-kanskje-10-milliarder-i-okonomisk-tap-men-ingen-vet-eksakt-hvor-mye/2-1-909461>
- Investopedia (2020), *Porter's 5 Forces*, Hentet 14. mars 2022 fra: <https://www.investopedia.com/terms/p/porter.asp>
- Kristoffersen, T. (2016). *Årsregnskapet - en grunnleggende innføring* (5. Utgave). Bergen: Fagbokforlaget.
- Laksefakta (2021), *Laks til middag?*, Hentet 10. mars 2022 fra: <https://laksefakta.no/sunnhet-og-helse/laks-til-middag/>
- Lerøy Seafood (2022), *Delårsrapport 2021 4. Kvartal*, Hentet 15. april 2022 fra: <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02--documents/rapporter/kvartalsrapporter/2021/q42021.pdf>
- Miljødirektoratet (2021), *Utslipp av næringsalter fra fiskeoppdrett*, Hentet 4. mars 2022 fra: <https://miljostatus.miljodirektoratet.no/tema/forurensning/overgjodsling/utslipp-av-naringsalter-fra-fiskeoppdrett/>
- Mowi (2022), *Quarterly Report 2021*, Hentet 15. april 2022 fra: https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2022/02/Mowi_Q4_2021_Report.pdf
- Naturvernforbundet (2020), *Oppdrett*, Hentet 10. mars 2022 fra: <https://naturvernforbundet.no/oppdrett/>
- NOAH (2002), *Oppdrettsfisk - Individløs Biomasse?*, Hentet 10. mars 2022 fra: <https://www.dyrsrettigheter.no/havet/oppdrettsfisk-%e2%80%93-individl%c3%b8s-biomasse/>

- Norges Bank (2022) *Valutakurser*, Hentet 25.februar 2022 fra: <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/valutakurser/?tab=currency&id=USD>
- Norway Royal Salmon (2017) *Årsrapport 2016*, Hentet 30. mars 2022 fra http://norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS_Aarsrapport2016.pdf.
- Norway Royal Salmon (2018) *Årsrapport 2017*, Hentet 30. mars 2022 fra: http://norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS_Aarsrapport_2017.pdf.
- Norway Royal Salmon (2019) *Årsrapport 2018*, Hentet 30. mars 2022 fra: <http://norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS%20%C3%85rsrapport%202018.pdf>.
- Norway Royal Salmon (2020), *Årsrapport 2019*, Hentet 30. mars 2022 fra: http://norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS_2020_A%CC%8Aarsrapport_siste_NO.pdf.
- Norway Royal Salmon (2021) *Interim Report Q3-21*, Hentet 4. april 2022 fra: <http://norwayroyalsalmon.com/files/10/Kvartalsrapport%20NRS%20-%202021-Q3%20English.pdf>
- Norway Royal Salmon (2021), *Interim Report Q1-21*, Hentet 4. april 2022 fra: http://norwayroyalsalmon.com/files/10/532744_NRS_Kvartalsrapport_2021_Q1.pdf.
- Norway Royal Salmon (2021), *Interim Report Q2-21*, Hentet 4. april 2022 fra: http://norwayroyalsalmon.com/files/10/NRS_Quarterly%20Report_2021_Q2.pdf.
- Norway Royal Salmon (2021), *Årsrapport 2020*, Hentet 16.februar 2022 fra: <https://norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS%20%C3%85rsrapport%202020.pdf>
- Norway Royal Salmon (2022), *Interim Report Q4-21*, Hentet 15. april 2022 fra: <https://norwayroyalsalmon.com/files/10/Quarterly%20Report%20NRS%20-%202021-Q4.pdf>
- PWC (2021) *Risikopremien i det norske markedet*, Hentet 5. april 2022, fra: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2021.pdf>
- Regjeringen (2021), *Ansvarsområder og oppgaver i Nærings- og fiskeridepartementet*, Hentet 2. mars 2022 fra: <https://www.regjeringen.no/no/dep/nfd/ansvar/id714/>
- SalMar (2022), *Quarterly Report Fourth quarter 2021*, Hentet 15. april 2022 fra: <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/00c6116b-6fb6-4cb0-b563-77581b056afd>
- Statistisk Sentralbyrå (2022) *Regnskap for ikke-finansielle aksjeselskaper*, Hentet 19. april 2022 fra: <https://www.ssb.no/statbank/table/07371/tableViewLayout1/>

- Store Norske Leksikon (2021), *Fiskeoppdrett*, Hentet 26. februar 2022 fra:
<https://snl.no/fiskeoppdrett>
- Store Norske Leksikon (2021), *Merd*, Hentet 25. februar 2022 fra: <https://snl.no/merd>
- Veterinærinstituttet, *Lakselus*, Hentet 24. februar 2022 fra:
<https://www.vetinst.no/sykdom-og-agens/lakselus>
- Visma (2022), *Likviditet*, Hentet 7. april 2022 fra:
<https://www.visma.no/eaccounting/regnskapsordbok/l/likviditet/>
- Wikipedia (2021), *Norway Royal Salmon*, Hentet 5. mars 2022 fra:
https://en.wikipedia.org/wiki/Norway_Royal_Salmon

