

Rena

Aleksander Storsveen

Masteroppgave

En økonomisk verdsettelse av Norway Royal Salmon ASA

An economic valuation of Norway Royal Salmon ASA

Master i økonomi og ledelse

2021

Forord

Masteroppgaven er en obligatorisk del av masterstudiet i økonomi og ledelse ved Høgskolen i Innlandet. Jeg valgte økonomistyring som retning i mitt studieløp og der falt meg derfor naturlig å gjøre en verdsettelsesoppgave da dette gir mulighet for å anvende hele teorispekteret vi har vært gjennom i løpet av studieperioden. Fra strategiske analyser, statistikk, regnskapsanalyse og til slutt verdsettelse.

Modeller og teori som er benyttet i oppgaven er i stor grad hentet fra pensum som er benyttet gjennom studiet og har gitt meg en mulighet til å anvende dette i et større arbeid.

Arbeidet med oppgaven har vært en svært lærerik prosess som har gitt meg god innsikt i oppdrettsbransjen og verdsettelse av selskaper. Jeg tar med meg det jeg har lært videre og gleder meg til å anvende dette i arbeidslivet.

Jeg vil også takke min veileder Erlend Synnes-Sandberg for gode råd og et godt samarbeid.

Oslo, 29.4.21

Aleksander Storsveen

Aleksander Storsveen

Sammendrag

I denne masteravhandlingen har jeg gjennomført en økonomisk verdivurdering av Norway Royal Salmon ASA for å komme frem til selskapets underliggende verdi. Formålet med dette har vært å estimere prisen på aksjen til selskapet. I hovedsak er det benyttet fundamentale verdsettelse, med supplerende komparativ verdsettelse. Oppgaven er kun basert på informasjon som er tilgjengelig for allmenheten.

Oppgaven starter med en presentasjon av oppdrettsbransjen og sammenlignbare selskaper i bransjen før jeg presenter selskapet, Norway Royal Salmon ASA. Videre presenterer jeg verdsettelsesteknikker som benyttes senere i oppgaven for å estimere verdien på selskapet. I den strategiske analysen ser jeg på interne og eksterne forhold knyttet til selskapet. Deretter fortar jeg en regnskapsanalyse hvor jeg omgrupperer resultatregnskapet og balanseregnskapet for å gjøre det investorrettet. Dette skaper grunnlaget for prognoseperioden og det som senere skal bli fremtidsregnskapet.

Med bakgrunn i det som er gjort i analyseperioden blir fremtidsregnskapet utarbeidet for å kunne gi et bilde på selskapets fremtidig inntjening. Ved å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer kom jeg frem til en selskapsverdi på 9,83 milliarder kroner som tilsvarer 229,18 kroner per aksje. Ved å legge til et vektet gjennomsnitt av den supplerende komparative verdsettelsen kom jeg frem til et endelig verdiestimat på 230,45 kroner per aksje. Siden det er noe usikkerhet i verdiestimatet er handelsstrategien utarbeidet med en øvre og nedre grense på +/- 10% av mitt verdiestimat. Dette har resultert i en kjøpsanbefaling, da aksjen ble handlet for 206 kroner 1.3.21.

Abstarct

In this master's theses, I have carried out an economic valuation of Norway Royal Salmon ASA to arrive at the company's underlying value. The purpose of this has been to estimate the share price of the company. Fundamental valuation has mainly been used, with supplementary comparative valuation. The assignment is only based on information that is available to the public.

The thesis starts with a presentation of the fish farming industry and comparable companies in the industry before I present the company, Norway Royal Salmon ASA. Furthermore, I present valuation techniques that are used later in the thesis to estimate the value of the company. In the strategic analysis, I look at internal and external conditions related to the company. Then I perform an accounting analysis where I regroup the income statement and balance sheet to make it investor-oriented. This creates the basis for the forecast period and what will later be the future income- and balance sheet.

Based on what has been done in the analysis period, the future income- and balance sheet are prepared to be able to provide a picture of the company's future earnings. By discounting future cash flows, I arrived at a company value of NOK 9.83 billion, which corresponds to NOK 229.18 per share. By adding a weighted average of the supplementary comparative valuation, I arrived at a final value estimate of NOK 230.45 per share. Since there is some uncertainty in the value estimate, the trading strategy has been prepared with an upper and lower limit of +/- 10% of my value estimate. This has resulted in a buy recommendation, as the share was traded for NOK 206 on 1.3.21.

Innholdsfortegnelse

Forord	2
Sammendrag	3
Abstarct	4
1. Innledning	9
1.1 Formål	9
1.2 Valg av selskap	9
1.3 Problemstilling og avgrensing	9
2. Oppdrettsnæringen	10
2.1 Laksens livssyklus	10
2.2 Eksport	11
2.3 Utfordringer	11
2.3.1 Sykdommer	11
2.3.2 Rømming	12
2.4 Lakseprisen	13
2.5 Konkurrenter	14
2.5.1 Grieg Seafood ASA	14
2.5.2 SalMar ASA	14
2.5.3 MOWI ASA	15
2.5.4 Lerøy Seafood Group ASA	15
3. Selskapet	15
3.1 Drift og marked	16
3.2 Strategi og visjon	16
3.3 Organisasjonsstruktur	17
3.4 Eierstruktur	17
3.5 Finansiell utvikling	18
4. Verdsettelsesmodeller	19
4.1 Inntjeningsbasert verdsettelse	19
4.2 Markedsbasert verdsettelse	20
4.3 Opsjonsbasert verdsettelse	21
4.4 Valg av verdsettelsesmetode	21
4.5 Rammeverk for fundamental verdsettelse	22
5. Strategisk analyse	23
5.1 Ekstern analyse	23
5.1.2 PESTEL-analyse	23
5.1.2.1 Politiske forhold	24

5.1.2.2 Økonomiske forhold.....	25
5.1.2.3 Sosiokulturelle forhold.....	26
5.1.2.4 Teknologiske forhold	26
5.1.2.5 Miljømessige forhold	27
5.1.2.6 Juridiske forhold.....	28
5.1.3. Porters fem krefter.....	28
5.2 Intern analyse	32
5.2.1 VRIO-analyse.....	32
5.2.1.1 Verdifull	32
5.2.1.2 Sjelden.....	33
5.2.1.3 Ikke imiterbar	33
5.2.1.4 Effektivt organisert.....	33
5.3 Oppsummering strategisk analyse.....	33
5.4.1 SWOT-analyse	34
6. Regnskapsanalyse.....	35
6.1 Praktiske valg	35
6.1.1 Analyseperspektiv	35
6.1.2 Analysenivå.....	35
6.1.3 Analyseperiode.....	36
6.1.4. Komparative selskaper	36
6.2 Regnskapstall	36
6.3 Omgruppering	39
6.3.1 Resultatregnskapet	39
6.3.2 Balanseregnskapet.....	45
6.4 Lønnsomhetsanalyse	48
6.4.1 Totalkapitalrentabilitet	48
6.4.2 Egenkapitalrentabilitet	48
7. Risikoanalyse	49
7.1 Likviditetsanalyse – Analyse av kortsiktig risiko	49
7.1.1 Likviditetsgrad 1	50
7.1.2 Likviditetsgrad 2 – «utradisjonell»	51
7.1.3 Likviditetsgrad 2 – «tradisjonell»	52
6.1.4 Finansiell gjeldsdekningsgrad.....	53
6.1.5 Rentedekningsgrad.....	54
6.1.6. Kontantstrømsanalyse	54
6.1.7 Belåningsreserve	55
6.2 Soliditetsanalyse – Analyse av langsiktig risiko	56

6.2.1 Egenkapitalprosent	56
6.2.2 Netto driftsrentabilitet	57
6.2.3 Analyse av kapitalstruktur	58
6.3 Oppsummering syntetisk rating	60
8. Avkastningskrav	62
8.1 Egenkapitalkrav	63
8.1.1 Risikofri rente	64
8.1.2 Egenkapitalbeta	64
8.1.3 Markedsrisikopremien	66
8.1.4 Lavrentescenario	67
8.2 Finansielt krav	67
8.3 Oppsummering kapitalkrav	67
9. Fremtidsregnskapet	68
9.1 Vekstanalyse	68
9.2 Driftsinntekter	68
9.3 Driftskostnader	69
9.4 Budsjettet NOPAT	70
9.5 Årsresultat	70
9.6 Kontantstrøm	71
9.7 Balansen	71
9.7.1 Eiendeler	72
9.7.2 Egenkapital og gjeld	72
11. Verdsettelse	73
11.1 Multippelverdi	73
11.1.1 Pris/Salg	73
11.1.2 EV/EBITDA	74
11.1.3 Pris/Inntjening	74
11.1.4 Oppsummering multipler	75
11.2 Fundamental verdsettelse	75
11.3 Sammenligning av verdierestimater	76
11.4 Sensitivitetsanalyse	77
11.5 Footballfield	78
12. Oppsummering og handelsanbefaling	78
12.1 Oppsummering	78
12.2 Handelsstrategi	79
Tabelliste:	81
Figurliste:	81

Kildeliste: 83

1. Innledning

1.1 Formål

I denne oppgaven vil jeg gjennomføre en verdivurdering av det børsnoterte oppdrettsselskapet Norway Royal Salmon ASA videre referert til som NRS for å finne den underliggende verdien av egenkapitalen til selskapet. Videre vil jeg måle mine funn opp mot selskapets markedsverdi og komme frem til en kjøp- eller selg anbefaling sett opp mot aksjekursen 1.3.2021.

1.2 Valg av selskap

Oppdrettsbransjen har fått mye oppmerksomhet i media de senere årene på grunn av sin påståtte superprofitt og utnyttelse av naturressurser, samtidig er de et bidrag til å gjøre matproduksjon mer bærekraftig i årene fremover. Dette har vært viktig moment når jeg mener bærekraftig utvikling burde være høyt på moderne selskapers prioriteringsliste. Lakseoppdrett står også for en betydelig del av norsk eksport og laksenæringen har de siste årene hatt en enorm vekst, samt mye medieomtale for sin voldsomme inntjening de senere årene. Dette har ført til at politikere foreslår nye måter å beskatte næringen på, sammen med dette står lakseoppdrett foran en rekke utfordringer som rømming og luseproblematikk.

Valget av selskap falt på NRS som har vist seg å være et solid selskap sammen med deres prosjektet Arctic Offshore Farming gjorde alt jeg ønsket å gå mer i dybden på dette selskapet. Oppdrett av laks er selskapets hovedvirksomhet og gjør at de er lett å sammenligne med andre oppdrettsselskaper notert på Oslo Børs.

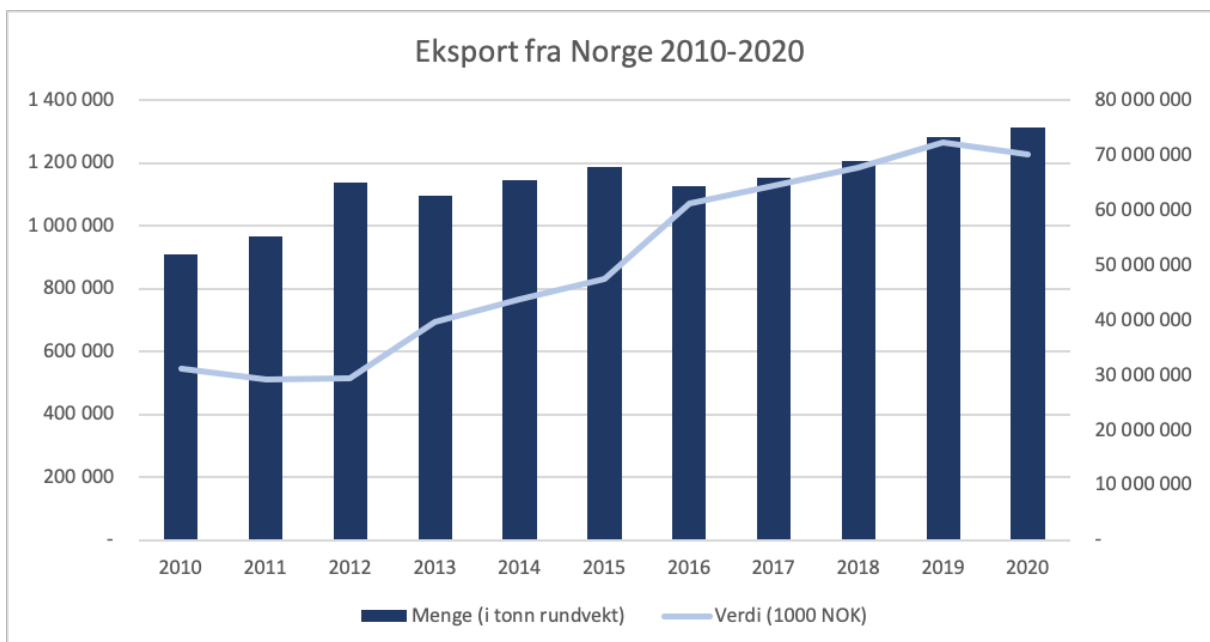
1.3 Problemstilling og avgrensning

Problemstillingen i denne oppgaven er som følger: *Hva er selskapsverdien til Norway Royal Salmon ASA den 1.3.2021 og hvilken handelsanbefaling gis på bakgrunn av denne?*

Jeg vil benytte meg av sentral verdsettelsesteori for å komme frem til verdien av selskapets egenkapital, samt se på vekstprognoser for økonomien forøvrig for å kunne gi et bilde på hvordan selskapets utvikling vil bli i fremtiden. Verdsettelsen av selskapet vil bygge på offentlig tilgjengelig informasjon hvor selskapets tidligere årsregnskap og kvartalsrapporter vil være grunnlaget for den fundamentale verdsettelsen. I tillegg til dette vil jeg benytte meg av prognoser for framtidsutsiktene til selskapet, dette vil være subjektive verdier og vurderinger som kan gjøre estimatene unøyaktige. Her forsøker jeg å ha et kritisk blikk på de valgene jeg tar for å synliggjøre dette.

2. Oppdrettsnæringen

I dette kapitlet vil jeg til å gi en oversikt over oppdrettsmarkedet og eksport av atlantisk laks når det er denne typen laks som produseres i Norge. Norske oppdrettsselskaper eksporterte totalt 1 314 162 tonn laks i 2020 (Norges Sjømatråd, 2021a). Måleenheten som vil bli brukt videre er mengde i tonn og rundvekt. Rundvekt er et tall som representerer hele laksen, for eksempel om det selges filetert laks med en produktvekt på 1 kg vil rundvekten være noe høyere siden denne tar hensyn til hele fisken (Fiskeridirektoratet, 2020). Som diagrammet under viser har oppdrettsnæringen opplevd en enorm vekst siden 2010 med 44% økning i eksport og 124% økning i omsatt verdi. Verdiøkningen styres i stor grad av lakseprisen som jeg vil komme tilbake til litt senere i kapitlet.



Figur 1 Eksport av oppdrettslaks fra Norge i perioden 2010-2020

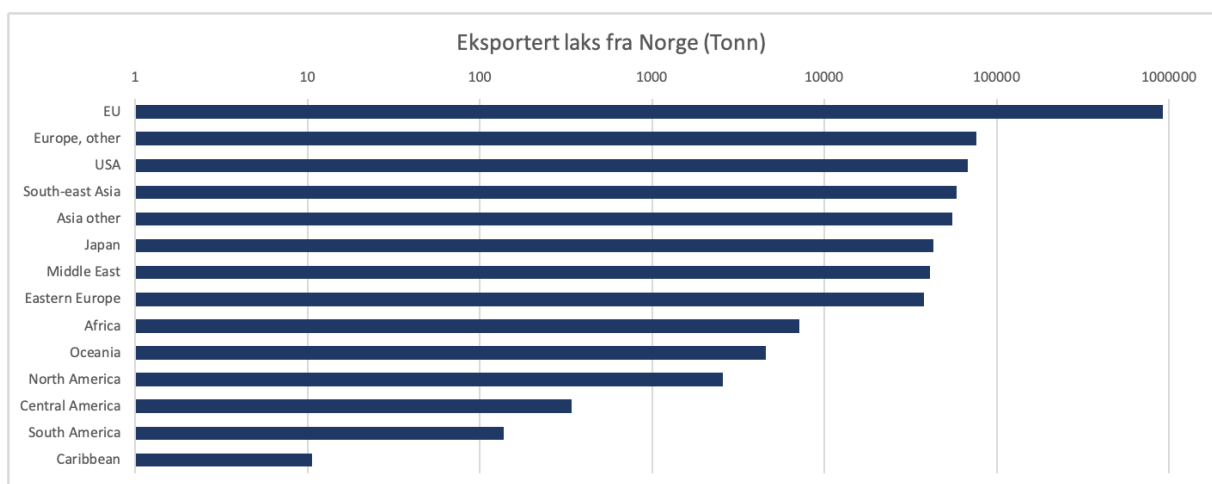
2.1 Laksens livssyklus

Oppdrettslaksen kommer til liv ved bruk av stamfisk. Dette er foreldrene til laksen som ved å befrukte rogn gir liv til det som over til gir slakteklar oppdrettslaks. Denne prosessen starter på land ved at de befruktede eggene legges i klekkerier. Yngelen lever på samme måte som i naturen først i ferskvann før den blir satt i sjøen. Herfra vil det ta fra 8 til 18 måneder før smolten er klar til å sjøsettes. Når smolten blir satt ut i sjøvann veien den omkring 100 gram. Frem til laksen blir fra 4 til 6 kg, som tar fra 12 til 18 måneder, lever den i en notpose som er koblet til en merd. Disse merdene er som regel plassert i fjordarmer med god

gjennomstrømming av sjøvann. Laksen blir tatt opp av sjøen i de samme brønnbåtene som satt smolten ut i havet og dette gjøres før laksen blir kjønnsmoden (Havforskningsinstituttet, 2020).

2.2 Eksport

I 2020 ble det eksportert laks for over 70 milliarder kroner. Dette er en liten nedgang fra året før, men volumet har jevnt og trutt de siste årene. Med en nedgang i verdi på 3% fra 2019 til 2020 som etter alt å dømme skyldes Covid-19 pandemien er det trolig at disse tallene vil komme sterkere tilbake når virkningen av vaksiner begynner å vise seg og samfunnet åpner opp for flere restaurantbesøk og kulturliv. Laks utgjorde drøye 66% av den totale verdien av sjømateksporten fra Norge i 2020 og er med dette den klart største eksportvaren når det gjelder sjømat (Norges Sjømatråd, 2021b). Laksen som eksporteres ut av Norge selges i hovedsak til europeiske land, 79% av den eksporterte laksen fra Norge går til Europa. På andreplass finner vi Asia med 15% og på tredjeplass er Nord-Amerika med 6%.



Figur 2 Eksportert oppdrettslaks fra Norge med oversikt over importland

2.3 utfordringer

Lakseoppdrett byr på flere utfordringer når det gjelder miljø og dyrevelferd. Dette er temaer som til stadighet blir dratt frem av skeptikere og aktivister. Jeg vil her trekke frem de mest sentrale utfordringene og utdype dette videre i den strategiske analysen.

2.3.1 Sykdommer

Laksen kan som alle andre levende vesener bli syke, enten det er bakterier, virus eller parasitter. Lakselus er kanskje den sykdommen man hører mest om i media og er en parasitt

som lever på og av laksen. Dette er den vanligste og det største sykdomsproblemet i lakseoppdrett. Dette er en parasitt som også lever på villaks, men faller av laksen når den går opp i elvene for å gyte. Siden oppdrettslaksen lever hele sitt liv i fangenskap og blir tatt opp av sjøen før den naturlig ville gått opp i ferskvann blir dette et ynglested for lakselus. Det fører også til at laksen blir mer mottakelig for bakterier og virus, samt at den spiser av fisken (Havforskningsinstituttet, 2018). Det finnes flere måter å fjerne lakselus fra laksen, legemidler, mekanisk behandling og rensefisk. Disse har hver sine fordeler og ulemper og fordeler. Et annet problem med lakselus er ikke bare at den skader oppdrettslaksen, men kan også spre seg videre til villaks som lever i områder med oppdrettslaks og øke forekomsten av lakselus i disse områdene. Lakseoppdrettere er pliktig å telle antall lus og skal ikke ha mer enn 0,5 voksne hunnlus per laks, klarer de ikke overholde dette må de slakte ut laksen i anlegget (Mattilsynet, 2016).

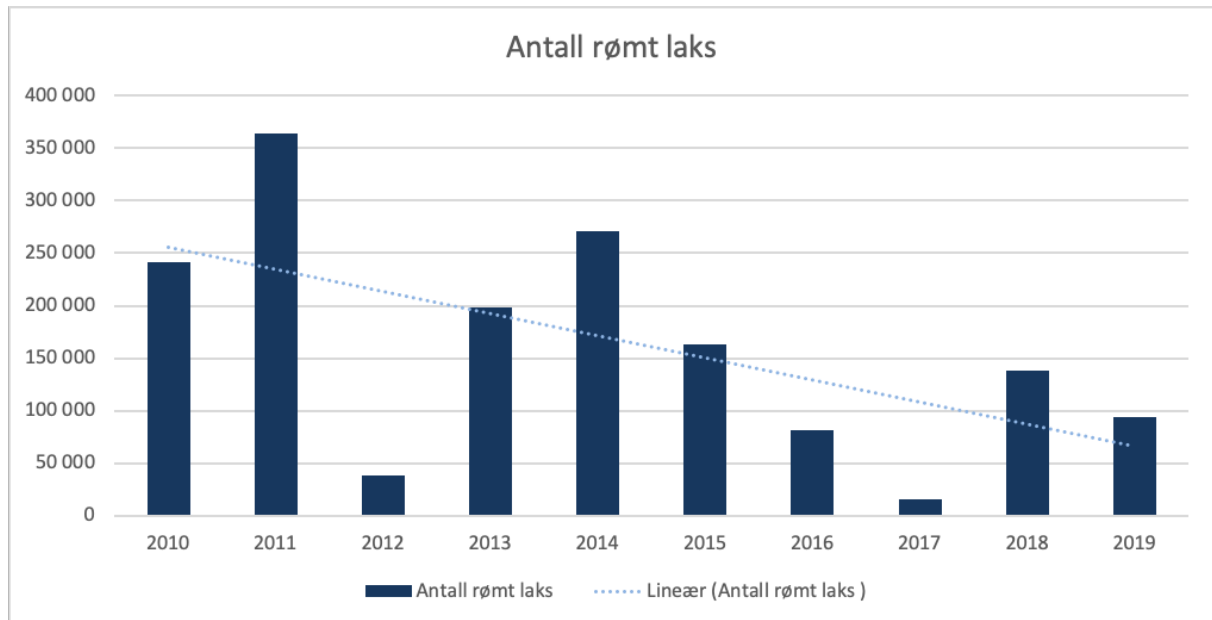
Trafikklyssystemet er kontrollmetoden som brukes for å holde lysesituasjonen under oppsyn. Havforskningsinstituttet her fått i oppdrag av Mattilsynet og Nærings- og fiskeridepartementet å koordinere overvåking, forskning og rådgivning av lusesituasjonen på villaks i Norge. Disse resultatene blir gitt til en ekspertgruppe som utarbeider rapporter for hvert område som videre brukes til rådgiving i Nærings- og fiskeridepartementet. Med dette grunnlaget gir Nærings- og fiskeridepartementet grønn, gul eller rød farge på de forskjellige produksjonsområdene. Ut i fra hvilken farge produksjonsområdet får blir det gitt tiltak for å hemme spredning av lakselus. Grønn kan gi inntil 6% vekst i produksjonen, gult gir ingen vekst og rødt gir en nedgang på inntil 6% av produksjonen i det aktuelle området. Oppdrettere kan søke om fritak fra dette dersom de kan vise til lavere lusetall enn ellers i området (Havforskningsinstituttet, 2020).

En annen vanlig laksesykdom er Infeksiøs lakseanemi (ILA). Dette er en sykdom som over tid sprer seg til hele laksen og har svært høy dødelighet. Dette er en svært smittsom sykdom og sprer seg raskt mellom merder i et anlegg. Hvis det påvises ILA i en merd eller et anlegg vil det normalt sett kreves at laksen vil slaktet ut (Veterinærinstituttet, u.å).

2.3.2 Rømming

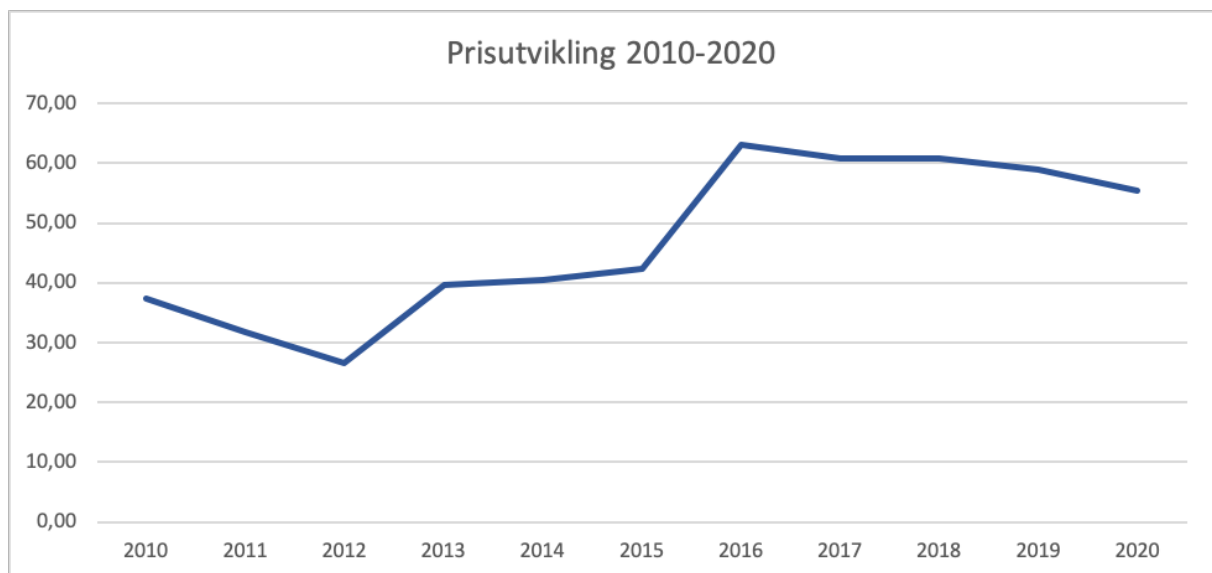
Et annen stor utforing for lakseoppdrett er rømming. Laksen kan for eksempel rømme ved at det er hull i nota som holder fisken eller ved en teknisk svikt når man skal ta opp fisken fra sjøen. Utenom den økonomiske effekten ved at oppdretteren mister rømt laks kan den rømte laksen ha negativ effekt på villaksbestanden i området ved å påvirke arvemateriale til stedeagne villaksbestander. Siden oppdrettslaksen har arvemateriale fra forskjellige steder er

det ikke ønskelig at de skal slippe ut i det fri og gyte sammen med villaksen i andre områder (Laksefakta, 2020). I diagrammet under kan vi se at antall rømt laks har synkende trendlinje siden 2010.



Figur 3 Antall rømt oppdrettslaks per år

2.4 Lakseprisen



Figur 4 Utvikling av lakseprisen i perioden 2010-2020

Lakseprisen nådde sitt toppår i 2016 med en gjennomsnittspris på 63,19 kr per kilo slaktet laks og den høyeste prisen i uke 52 på 80,7 kr. I 2018 var prisen igjen oppe på 80-tallet, men

gjennomsnittsprisen har falt jevnt siden toppåret i 2016 (Fishpool, 2021). Lakseprisen settes hver fredag ved at kjøpere som eksportører kontakter oppdrettere og spør om de har slakteklar laks den påfølgende uken. Det kan også avtales lenger frem i tid med forwardkontrakter, men i hovedsak er dette for kommende uke. Her kan oppdretter og kjøper typisk gjøre forskjellige avtaler, enten bli enig om en pris, eller si for eksempel Fishpool prisen med fratrekk av noen øre. Dette kan gjøres siden Fishpool prisen er et rapportert gjennomsnitt av de forhandlingene som blir gjort denne fredagen og publisert kommende uke. Oppdretter kan også stille flere kjøpere mot hverandre i et forsøk på å drive opp sin pris, og det samme kan kjøper ved å kontakte flere oppdrettere. Dette fører således til at store aktører vil ha mer forhandlingsmakt enn mindre.

2.5 Konkurrenter

I dette delkapitlet vil jeg presentere noen av Norway Royal Salmons konkurrenter. Disse er valgt ut i fra kriteriene om å være notert på Oslo Børs og drive sin hovedvirksomhet i Norge, samt at de representerer et spekter av oppdrettsselskaper fra bransjeledende til mindre selskap som ligner mer på NRS i størrelse og virke.

2.5.1 Grieg Seafood ASA

Grieg Seafood ASA en av de største oppdrettsselskapene notert på Oslo Børs og det selskapet som ligger nærmest NRS i markedsverdi. Selskapet startet sin oppdrettsvirksomhet i 1998 og ble notert på Oslo Børs i 2007. Siden den tid har de blitt en betydningsfull aktør i markedet. I likhet med NRS driver de i hovedsak med oppdrett av laks og i 2019 produserte de 82 973 tonn laks og ørret. 57 579 tonn av dette kom fra norske oppdrettsanlegg. Selskapet driver også oppdrettsvirksomhet på Shetland og i Canada (Grieg Seafood ASA, 2020).

2.5.2 SalMar ASA

SalMar ASA holder i hovedsak til i Midt-Norge med en stor andel av sin produksjon i Nord-Norge. Selskapet har også noe oppdrettsvirksomhet på Island og i Storbritannia gjennom heleide og deleide selskaper. SalMar ble børsnotert på Oslo Børs i 2007. Selskapet startet i 1991 med utgangspunkt i et oppkjøp av et konkursbo med én konsesjon. Siden den tid har selskapet hatt en voldsom vekst og slaktet totalt 166 200 tonn laks i sløyd vekt i 2019. Av dette ble 143 300 tonn produsert i Norge. SalMar har flere settefiskanlegg, slakterier,

salgsvirksomhet og eget Rognkjeksanlegg som produserer fisken Rognkjeks og brukes som rensefisk i merdene (SalMar ASA, 2020).

2.5.3 MOWI ASA

MOWI ASA er det klart største oppdrettsselskapet på Oslo Børs med nesten dobbelt så høy markedsverdi som SalMar, de er også verdens største produsent av atlantisk laks (iLaks, 2019). Selskapet kan også handles på US OTC market. MOWI har over 14 000 ansatte og operer i 25 land. I 2019 produserte MOWI 436 000 tonn laks, av dette står den Norske produksjonen for halvparten av selskapets totale produksjon (MOWI ASA, 2020). Selskapets største eier er Geveran Trading Co Ltd som igjen kontrolleres av John Fredriksen.

2.5.4 Lerøy Seafood Group ASA

Lerøy Seafood Group har røtter tilbake til 1800-tallet med salg av levende fisk på fisketorget i Bergen. Siden den tid har de selskapet vokst til å bli en av de største aktørene innen atlantisk laks. Selskapet ble børsnotert i 2002 og var frem til da familieeid. I tillegg til oppdrett holder også Lerøy på med villfangst og foredling av både oppdretts- og villfisk. Den Norske oppdrettsvirksomheten har lokaliteter i Troms og Finnmark, Nordmøre og i fylket Vestland. Fra disse lokalitetene ble det produsert 158 000 tonn laks og ørret i 2019 (Lerøy Seafood Group ASA, 2020).

3. Selskapet

Norway Royal Salmon ASA er et norsk lakseoppdretts og -salgsselskap som ble grunnlagt som et samarbeid mellom 34 lakseoppdrettere i 1992. I årene før børsnoteringen i 2011 gjorde selskapet en rekke oppkjøp av andre oppdrettsselskaper i større og mindre skala. I 1996 kjøpte de 90,1% av selskapet Reinhartsen Seafood AS som senere skiftet navn til NRS Sales AS (NRS, u.å). Selskapet stiftet selskapet NRS Settefisk AS i 2019 for å kunne produsere smolt til sin lakseproduksjon. Settefiskanlegget skal etter planen være klare til å levere smolt i løpet av 2021 (iLaks, 2019). NRS har i samarbeid med Aker blitt tildelt utviklingstillatelser for å gjennomføre et prosjekt de kaller Arctic Offshore Farming og handler om å drive oppdrettsvirksomhet lenger ut i havet enn tradisjonell oppdrettsvirksomhet som foregår i fjorder nærmere land (Arctic Offshore Farming, u.å). Her vil de sette ut smolt i løpet av våren 2021 (Tekfisk, 2020).

3.1 Drift og marked

Selskapet består som nevnt i hovedsak av oppdrettsvirksomhet og salgsvirksomhet. Selskapet er ikke et fullt integrert oppdrettsselskap da de ikke operer i hele verdikjeden til oppdrettslaksens livssyklus, med for eksempel produksjon av fôr og smolt. For å bli et mer integrert oppdrettsselskap når de når får egen smoltproduksjon. NRS har langsiktige avtaler som sikrer smolttilgang frem til settefiskanlegget er oppe og går, samt eierinteresser i selskaper som driver med smoltproduksjon (NRS, 2020). I 2019 slaktet selskapet 30 509 tonn laks og solgte 89 879 tonn laks. Selskapet solgte i 2019 det de kaller «region sør» som hadde tillatelser på 4 680 tonn MTB og vil med dette bruke pengene på å styrke sin posisjon i det de kaller «region nord» (NRS, 2020). NRS sin oppdrettsvirksomhet er delt inn i datterselskapene NRS Farming AS og Nor Seafood AS som til sammen har tillatelse på 28 984 tonn MTB, maksimal tillatt biomasse. I tillegg har Arctic Offshore Farming AS utviklingstillatelser på 6 051 tonn MTB som gir totalt 35 035 tonn MTB per februar 2020 (NRS, 2020). I tillegg til dette er NRS minoritetsaksjonær i åtte andre selskaper hvor tre av disse er oppdrettsselskaper i Norge med til sammen 11 konsesjoner, samt 50% eierandel i det islandske oppdrettsselskapet Arctic Fish ehf. med 11 000 tonn MTB. Blant selskapene NRS har eierskap i er to av disse slakterier som sammen med samarbeidsavtaler sikrer 100% slaktekapasitet. (NRS, 2020)

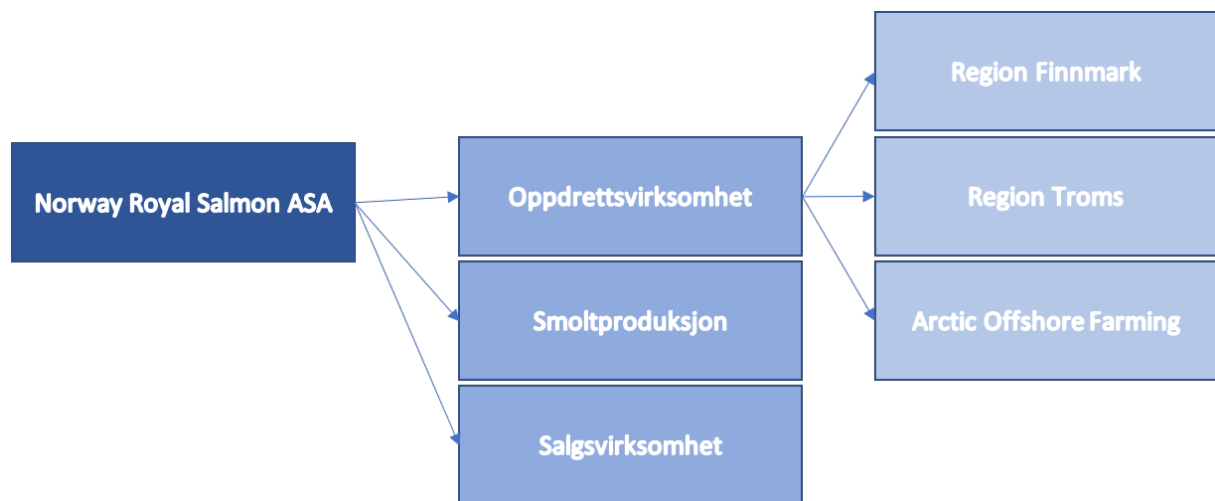
I tillegg til oppdrettsvirksomheten har NRS også en salgs- og markedsføringsvirksomhet som selger fersk og frossen laks og ørret fra egne oppdrettsvirksomhet, tilknyttede selskaper og eksterne oppdrettere. I 2019 solgte de totalt 89 979 tonn fisk hvor 84% ble eksportert til 55 forskjellige land. Av dette ble 75% eksportert til Vest-Europa, 8% til Øst-Europa og 17% til Asia. I 2019 sto egenprodusert fisk for ca 30% av salget (NRS, 2020).

3.2 Strategi og visjon

«Konsernets strategi er å drive effektiv matfiskproduksjon, samt å selge egen produksjon og produksjon fra eksterne produsenter» (NRS, 2020). NRS har fire grunnverdier som de betegner med ordet «TEFT». Det står for trygg, engasjert, fremtidsrettet og troverdig. Ved hjelp av disse begrepene ønsker NRS i løpet av de neste fem årene å bli Norges mest lønnsomme lakseselskap, gå fra et mellomstort til et stort lakseselskap, gjennom å være en foretrukket arbeidsgiver og gjennom bærekraftig vekst. De ønsker også å drive oppdrett med grønt fokus og viser sterkt engasjement for nærmiljøet i form av sponsorater til idrettslag og

frivillige organisasjoner. Selskapet har i tillegg til dette en nullvisjon for rømming og har ikke hatt rømming de siste seks årene i følge deres årsrapport for 2019. I 2019 solgte selskapet sin «region sør» for 1240 millioner kroner for å styrke sin posisjon i nord (NRS, 2020). NRS har også samtlige lokaliteter GLOBAL G.A.P sertifisert og hadde i 2019 70% av lokalitetene ASC-sertifisert. Disse sertifiseringene betyr at selskapet utfører sin virksomhet på en bærekraftig, miljøvennlig og dyrevelferdsmessig god måte (Aquaculture Stewardship Council, 2019) (Globalg.a.p., 2018).

3.3 Organisasjonsstruktur



Figur 5 Organisasjonsstruktur i Norway Royal Salmon ASA

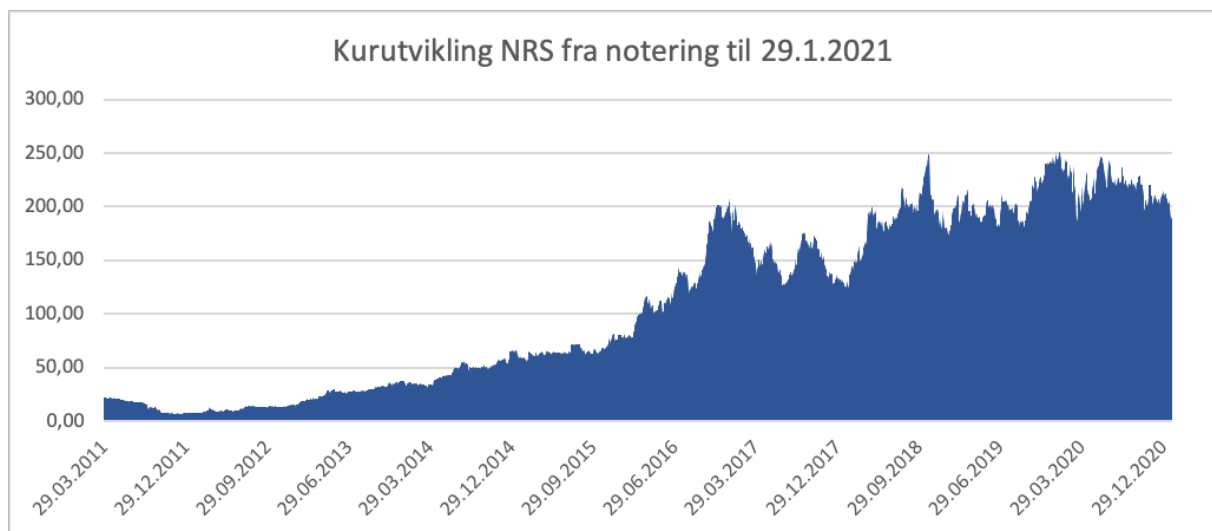
Norway Royal Salmon ASA ledes av konsernsjef Charles Høstlund sammen med fire andre medlemmer av konsernledelsen som er Ola Loe, finansdirektør, Arve Olav Lervåg som er konserndirektør for havbruk, Klaus Hatlebrekke som er konserndirektør for forretningsutvikling og daglig leder i Arctic Offshore Farming AS. Tore Evjen er konserndirektør for settefiskanlegget og ansvarlig for smoltproduksjonen. Det er videre en leder for hver av de to oppdretsregionene som er Per Magne Bølgen i region Finnmark og Ole-Hermann Strømmesen i region Troms. I tillegg til matproduksjonen har NRS også en salgs- og eksportvirksomhet som ledes av Stein Martinsen. Konsernet drives i hovedsak fra sitt hovedkontor i Trondheim, men salgsvirksomheten drives fra selskapets kontorer i Kristiansand (NRS, 2020).

3.4 Eierstruktur

Norway Royal Salmon ASA startet som en samarbeid mellom norske oppdrettere for å selge og markedsføre oppdrettslaks, men har i 2021 kun to selskapet blant de ti største eierne som

er oppdrettsselskaper. Dette er Egil Kristoffersen og Sønner AS som er femte største eier med 8,725% og Hellesund Fiskeoppdrett AS som er sjette største eier med 3,823% eierskap. Frøy Gruppen som er største eieren gjennom selskapene Gåsø Nøringsutvikling AS med sine 16,05% eierskap og Havbruksinvest AS med 9,614% eierskap. Den andre og tredje største eieren er Måsøval Eiendom AS og Norway Fresh AS med henholdsvis 12,061% og 11,475% Eierskap. Øvrige eiere blant de ti største er Norske og utenlandske banker (Proff, 2021). Eierne er også representert i styret med Helge Gåsø som styreleder og Eva Maria Kristoffersen som styremedlem. Til sammen består styret av seks styremedlemmer i tillegg til styrets leder (Proff, 2021).

3.5 Finansiell utvikling



Figur 6 Kursutvikling for Norway Royal Salmon ASA i perioden fra børsnotering til 29.1.2021

Norway Royal Salom ble notert på børs den 29.3.2011 og har i dag 43 572 191 utestående aksjer som gir en selskapsverdi på 8,888 milliarder etter endt handelsdag den 2.2.2021 med sluttkurs på 204 kroner per aksje (Euronext, 2021). Kursutviklingen i selskapet har vært stigende med noen opp og nedturen siden notering og ikke vært gjennom noen emisjoner tiden selskapet har vært på børs.

4. Verdsettelsesmodeller

Det finnes flere forskjellige metoder å verdsette et selskap på. I dette kapitlet vil jeg presentere tre av disse. Inntjeningsbasert verdsettelse, markedsbasert verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse. Disse tre metodene er ikke nødvendigvis selvstendige verdsettelsesmetoder, men kan supplere hverandre for å komme frem til et endelig verdierestimert. Til slutt vil jeg gi en begrunnelse på mitt valg av verdsettelsesmetode.

4.1 Inntjeningsbasert verdsettelse

Ved inntjeningsbasert verdsettelse, også kalt fundamental verdsettelse tar jeg utgangspunkt i de underliggende økonomiske forholdene i selskapet. Historiske regnskapstall finner jeg i års- og kvartalsrapportene til NRS, disse tallene vil senere danne grunnlaget for prognoseperioden og videre gi en verdi på selskapet. Den inntjeningsbaserte verdsettelsen vil gjennomføres i flere steg (Kaldestad & Møller, 2016).

Første steg i verdsettelsen er å analysere historiske data. Noen bransjer og selskaper klarer å levere veldig gode resultater enkelte år, men vil over tid normaliseres. Ved å analysere historiske tall vil man kunne danne seg et bilde av underliggende inntjening over tid. Neste steg er en strategisk analyse av selskapet og bransjen selskapet operer i. Den strategiske analysen innebærer å analysere interne og eksterne faktorer for å kartlegge eventuelle strategiske fordeler selskapet har ovenfor bransjen, men også helhetlig i markedet. En strategisk fordel beskrives av Kaldestad og Møller (2016) som selskapets eller bransjens evne til å generere superprofitt som betyr at selskapet eller bransjen som en helhet gir høyere avkastning enn avkastningskravet. Hensikten med å gjennomføre en eksternanalyse er å finne bransjens lønnsomhetspotensial, hvor vidt bransjen er i stand til å generere superprofitt og eventuelt hvor lenge. I likhet er hensikten med en internanalyse å finne selskapets lønnsomhetspotensial og om selskapet er i stand til å overgå bransjen det operer i, eller om de underpresterer mot bransjen forøvrig.

I det neste steget skal jeg utarbeide en prognose for fremtiden ved hjelp av den strategiske regnskapsanalysen og antakelser om fremtiden funnet i de strategiske intern- og eksternanalysene. Prognosene utarbeides i form av et fremtidsregnskap og fremtidskrav som brukes videre i verdsettelsen. Videre i verdsettelsen skal jeg neddiskontere fremtidsregnskapet.

Det er i hovedsak tre modeller som benyttes i inntjeningsbasert verdsettelse, dividendemodellen, fri-kontantstrømmodellen og residualinntekts-/superprofittmodellen.

Disse kan man benytte for å beregne kontantstrømmer både til selskapets eller investors hånd og til egenkapitalen eller totalkapitalen (Kaldestad & Møller, 2016). I fri-kontantstrømmodellen er det vanlig å skille mellom fri kontantstrøm til egenkapitalen og fri kontantstrøm til selskapet. Disse to modellene er de mest populære modellene å bruke innenfor nåverditilnærmingen, både i praksis og i lærebøker. Det skal også sies at uansett hvilken modell man brukes skal man i utgangspunktet komme frem til samme verdi. Likhet for alle tre modeller er at de tar utgangspunkt i å neddiskontere kontantstrømmer til nåverdi ut i fra forskjellige poster i regnskapet (Kinserdal, 2017).

4.2 Markedsbasert verdsettelse

I markedsbasert tilnærming estimeres verdien basert på hva lignende selskaper eller eiendeler omsettes for i markedet. Datagrunnlaget i denne formen for verdsettelse blir sammenlignbare selskapers markedspris og eiendelsverdi. Denne tilnærmingen gir en pris på selskapet eller deres eiendeler i «realtid» ettersom modellen gir et estimat på hva salgsverdien er i dag. Det kan være utfordrende å finne direkte sammenlignbare selskaper, når ingen selskaper er helt like. Derfor er det vanlig å bruke gjennomsnittstall fra flere selskaper innenfor samme bransje for å danne datagrunnlaget.

Multipelverdivurdering gjøres ved å ta utgangspunkt i tall fra resultatoppstillingen eller i bransjen og multiplisere med en faktor. Denne ved å se på denne sammenhengen hos andre selskaper i samme bransje vil man få et estimat på verdien i selskapet man vurderer. I motsetning til den inntjeningsbaserte modellen hvor vi ser på selskapets fremtidige inntjening mot et avkastningskrav tar man i denne modellen utgangspunkt i andre selskaper. Her har markedet allerede priset de sammenlignbare selskaperenes fremtidige kontantstrøm og vi tar utgangspunkt i at de samme forholdene mellom verdi og faktorene gjelder i selskapet som skal vurderes. Typiske multiplikatorer som benyttes i praksis er pris/fortjeneste, pris/bok, EV/EBITDA. Multiplikatorer kan være resultat-, kontantstrøm-, balanse og ikke-finansielt orientert.

Denne modellen bygger på verdiene i selskapet og tar ikke høyde for driverne til disse verdiene i selskapet. Derfor brukes denne modellen under forutsetningen om at selskapet man skal vurdere og de sammenlignbare selskapene har de samme verdidriverne. Dette kan være en ulempe da det er svært få eller ingen selskaper der ute som er helt like. Fordelene med denne modellen er derimot at den er enkel å bruke, samt gir et godt bilde på selskapets verdi mot markedet. Dette har ført til at modellen benyttes mye i praksis.

4.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Opsjonsbasert verdsettelse tar utgangspunktet i de underliggende verdiene fra den inntjeningsbaserte verdsettelsen og utvider denne med å legge til verdien av fleksibilitet. Opsjonsbasert verdsettelse blir derfor et supplement til den inntjeningsbaserte verdsettelsen. Vi ønsker først å finne den fundamentale verdien av selskapet for å legge til nåverdien av fleksibilitet. Dette er nåverdien av en eller flere realopsjoner. Denne tankegangen kommer fra finansielle opsjoner som gir eieren rettigheten, men ikke plikten, til å kjøpe eller selge en aksje til en gitt pris. På samme måte kan et selskap ha en rett, men ikke plikt, til å gjennomføre forskjellige prosjekter eller investeringer. Det er denne fleksibiliteten som ofte blir underpriset i en tradisjonell diskontert kontantstrømsanalyse i en inntjeningsbasert verdsettelse. Denne verdsettelsesmetoden kan derfor være mer behjelpelig i situasjoner med stor usikkerhet om fremtiden.

En realopsjon kan være muligheten til å utsette et prosjekt, muligheten til å utvide prosjektet eller ekspandere eller avhende eller relativt raskt skrinlegge et prosjekt. Det er flere faktorer som kan gjøre at prosjektet ikke lenger er like lukrativt som det var i planleggingsfasen eller at det kan være med gunstig å utsette prosjektet ett år frem i tid mot å gjøre det nå. Vi ønsker også å skille mellom europeiske og amerikanske opsjoner. En europeisk opsjon kan kun utøves på et bestemt tidspunkt, mens en amerikansk opsjon kan utøves når som helst frem til et gitt tidspunkt. Dette gjør at amerikanske opsjoner blir mest benyttet ettersom eieren har større handlingsfrihet når det kommer til gjennomføringstidspunkt. Dette kan også sies å være mer virkelighetsnært i denne anvendelsen.

Denne modellen er derimot ikke like enkel å bruke i praksis som de to foregående. Det vil være stor usikkerhet rundt variablene som inngår i modellen da disse er svært utfordrende å estimere i praksis. Hovedtrekkene som gjør denne modellen utfordrende i en sammenheng med realopsjoner er at i motsetning til finansielle opsjoner er ikke realopsjoner like likvid. Realopsjoner har ikke faste utøvelsestidspunkt og verdien av opsjonen baseres på en verdivurdering av de underliggende eiendelene som igjen er knyttet til stor usikkerhet (Kaldestad & Møller, 2016).

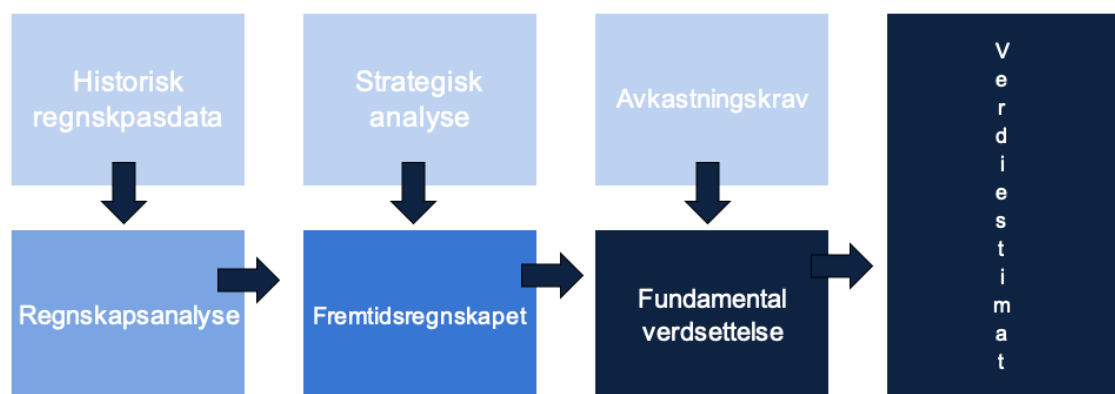
4.4 Valg av verdsettelsesmetode

Det er flere faktorer som spiller inn i valget av verdsettelsesmetoder. Metoden som velges avhenger av bransje-, selskaps- og investorspesifikke forhold. Disse forholdene kan være hvilken livssyklus selskapet er i, bransjen de operer i og hvilken risiko investorene er villig til

å ta. Tidshorisonen til investeringen et viktig moment i verdsettelsen, hvor vidt investoren ønsker en investering med kortsiktig eller langsiktig perspektiv. Hvilken metode som velges kan også være påvirket av tilgang på informasjon, tid til disposisjon og krav til pålitelighet. Det optimale vil derfor være å benytte seg av flere metoder for verdivurdering. Livssyklusen til selskapet vil være tellende i forhold til mengde tilgjengelig informasjon. Ett ungt selskap vil antakelig ha lite historikk og kan derfor gjøre det vanskelig å ha en formening om hva som vil være en langsiktig normalisert inntjening (Kaldestad & Møller, 2016).

Selv om Norway Royal Salmon har holdt på i mange år har de flere pågående prosjekter som gjør at selskapet kan se ut til å være i vekstfase. Store prosjekter som eget settefiskanlegg og Arctic Offshore Farming gjør at selskapet har brukt ressurser på å øke lønnsomheten i fremtiden. Begge disse prosjektene er forventet å være i drift i løpet av inneværende år. Jeg ønsker i denne analysen å ha et langsiktig perspektiv på verdivurderingen av Norway Royal Salmon og har derfor valgt å bruke fundamental verdsettelse som primærmotoden for verdsettelsen. Samtidig ønsker jeg å benytte meg av markedsbasert tilnærming for å supplere den fundamentale verdsettelse. Her falt valget på multiplikatormodellen som er enkel å bruke, samt gir et godt bilde på hvordan selskapet verdsettes mot bransjen forøvrig på verdivurderingstidspunktet. Kaldestad og Møller (2016) mener også fundamental verdsettelse burde være med i enhver verdsettelse og at denne sammen med en markedsbasert tilnærming gir de mest pålitelige resultatene.

4.5 Rammeverk for fundamental verdsettelse



Figur 7 Rammeverk for fundamental verdsettelse

For å gjennomføre den fundamentale verdsettelsen må jeg først analysere regnskapstallene til NRS. Her har jeg valgt en analyseperiode fra 2016 til og med 2020. Dette vil gi grunnlaget for den fundamentale verdsettelsen. Videre skal jeg bruke funn fra den strategiske analysen for å kunne si noe om framtidsutsiktene til selskapet. Deretter diskonteres kontantstrømmen i den fundamentale verdsettelsen med avkastningskravet før jeg kommer frem til et endelig verdierestimert på selskapet.

5. Strategisk analyse

«Strategisk analyse handler om å forstå dynamikken i omgivelsene, forstå egen posisjon og skape økt sikkerhet rundt valg» (Deloitte, u.å). For å kunne forstå hvilke faktorer som driver de økonomiske forholdene i NRS vil jeg gjennomføre en kvalitativ analyse av omgivelsene i og rundt selskapet. Dette vil kunne gi svar på hvordan konkurransesituasjonen til NRS er, samt hvilke styrker og svakheter selskapet står ovenfor.

For å gjennomføre analysen vil jeg starte med å se på de makroøkonomiske faktorene og kartlegge disse gjennom en PESTEL-analyse. Videre vil jeg benytte meg av Porters fem krefter modellen for å analysere bransjespesifikke faktorer. Den eksterne analysen vil hjelpe til med å belyse eventuelle handlingsrom kan gi konkurransefortrinn. I den interne analysen skal jeg se nærmere på selskapets interne forhold for å avgjøre om selskapet innehar ressurser som vil kunne gi konkurransefortrinn. For å gjennomføre den interne analysen har jeg valgt å benytte meg av VRIO-rammeverket. Til slutt vil jeg sette sammen de tre analysene i en SWOT-analyse. Dette vil gi en bilde selskapets sterke sider, svake sider, muligheter og trusler.

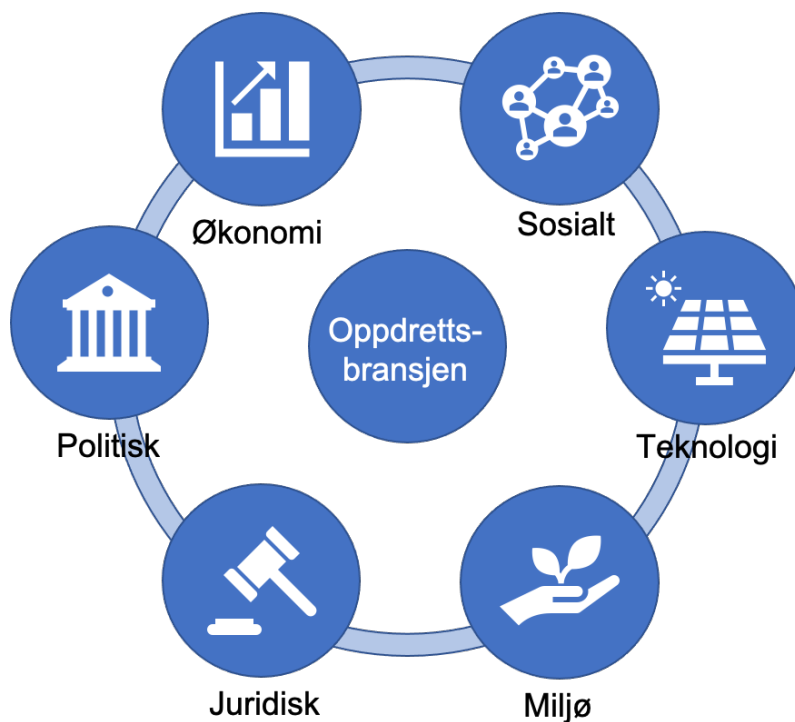
5.1 Ekstern analyse

I den eksterne analysen ønsker jeg danne et bilde av selskapet i sine omgivelser. Mye av innholdet jeg benytter i analysen vil allerede være kjent fra foregående kapitler om oppdrettsnæringen og NRS, men gjennom analysene skal jeg danne en dypere forståelse av hvordan dette påvirker selskapet.

5.1.2 PESTEL-analyse

PESTEL er et analyseverktøy som tar for seg makroøkonomiske faktorer i omgivelsene rundt en bransje som igjen påvirker enkeltelskaper. PESTEL-analysen bygger på å analysere å kartlegge seks forskjellige makroøkonomiske faktorer. Disse er P for Political, politiske

faktorer, E for Economic, økonomiske faktorer, S for Social, soiale faktorer, T for Technolocial, teknologiske faktorer og L for Legal, juridiske faktorer (Johnson, Whittington, Scholes, Angwin & Regnér, 2015).



Figur 8 Rammeverk for PESTEL-Analyse

5.1.2.1 Politiske forhold

Lakseoppdrett er utsatt for stort politisk press. Hele bransjens levevilkår blir i stor grad satt politisk. vekstmuligheter og regulering av lokasjoner blir statlig styrt av Nærings- og fiskeridepartementet. Den største diskusjonen den siste tiden har vært grunnrentebeskatning siden flere politikere mener oppdrettsbransjen får superprofitt for bruk av naturressurser. En slik beskatning kan virke vridende på investeringer i norsk havbruk å føre til at prosjekter som ellers ville vært samfunnsøkonomisk lønnsomme ikke blir gjennomført i Norge. En slik beskatning vil også ha uønsket effekt på myndighetenes vekstambisjoner (Misund et al.2019).

Det er ikke bare innenrikspolitikk som kan ha påvirkning på oppdrettsbransjen, forholdet Norge har til andre land og for eksempel hvem som får Nobels Fredspris kan resultere i handelsblokader. Dette skjedde i 2010 når Liu Xiaobo vant Nobels Fredspris. Kina viste sin misnøye med å innføre restriksjoner på en rekke varer fra Norge, inkludert laks (Sverdrup-Thygeson, 2016). Det skulle ta seks år før isfronten mellom Kina og Norge opphørte og frihandelsforhandlingene ble gjenopptatt etter at Statsminister Solberg ble invitert til Kina

(Sverdrup-Thygeson, 2017). Russland innførte også stopp for import av Norsk sjømat i 2015, dette som et svar på vestens sanksjoner mot Russland etter annekteringen av Krimhalvøya. På daværende tidspunkt var Russland en viktig kunde for Norsk laks og Norge sto for 67% av importert laks til Russland (Skarstein, 2017).

5.1.2.2 Økonomiske forhold

Den viktigste driveren for de økonomiske forholdene i lakseoppdrett er laksepris. Lakseprisen nådde sitt toppår i 2016 med over 80 kroner per kilo slaktet laks. Lakseprisen bestemmes to faktorer, tilbud og etterspørsel. De senere årene har etterspørselen vokst mer enn tilbudet og vi ser derfor at prisen har stabilisert seg på et høyere nivå enn perioden før 2016. Det ser også ut til at det er etterspørselen som styrer prisen og ikke prisen som styrer etterspørselen. Tilbudssiden begrenses av konsesjonssystemet som benyttes for å regulere mengden oppdrettslaks i Norske fjorder og gjør det umulig for oppdrettere å henge med på etterspørselsveksten etter laks på kort sikt. Samtidig kan andre utfordringer som rømming og sykdom føre til at tilbudssiden svekkes.

Det siste året har hele verden vært rammet av Covid-19 pandemien, noe som har ført til lavere laksepris og mindre eksport (Kyst.no, 2020). Samtidig ble mange permitterte og arbeidsløse på samme tid, som igjen har ført til mindre handel av luksusprodukter som laks.

Valuta og BNP

Eksport utgjør en stor del av oppdrettsbransjen og svingninger i valutakursen påvirker derfor lønnsomheten i oppdrettsbransjen i stor grad. En lav kronekurs gir importlandene mer kjøpekraft og norske eksportører får flere norske kroner igjen for salget. En lav kronekurs kan også gi tilgang til flere markeder siden laks blir sett på som et luksusprodukt og er langt dyrere enn andre landbruksprodukter. Som tidligere nevnt er Europa, USA og Sør-øst Asia de største importørene av norsk oppdrettslaks, dette er områder med høy levestandard og på den måten land som kan ta seg råd til luksusgoder i større omfang enn land med lavere levestandard. Derfor vil brutto nasjonalprodukt eller BNP være en indikator på hvilke land som er potensielle importører av norsk oppdrettslaks.

Rente

Oppdrettsbransjen er kapitalintensiv og krever store investeringer i utstyr og lokaliteter, samt konsesjoner. Dette fører til at oppdrettsselskaper ofte har høy gjeldsgrad og på denne måten

fører til at rentenivået vil ha stor påvirkning på det økonomiske resultatet. Som følger av pandemien vi er inne i er styringsrenten på et historisk bunnivå og vil antakelig ikke bli noe lavere.

5.1.2.3 Sosiokulturelle forhold

Jordens befolkning øker hele tiden og bare siden 1990 har vi blitt 2,5 milliarder flere mennesker på kloden og antakelig passere 10 milliarder innen år 2100 (FN, 2019). Samtidig som flere og flere får bedre levekår er det også flere enn tidligere som lider av sult og ikke minst stadig flere som lider av overvekt (FN, 2018). Dette på tross av at det produseres nok mat til å mett hver en mage. Verdens skjevfordeling av ressurser sammen med konflikter i flere deler av verden gjør at maten ikke blir jevnt fordelt til de som trenger den mest. Dårlig vekstforhold for landbruk og lokale tørke- og regnperioder kan gjøre at mange står uten den maten de trenger for å overleve (Tekna, 2019).

Laks og spesielt oppdrettslaks er et luksusprodukt. Når vi ser på hvilke land som er største importører av Norsk oppdrettslaks kommer det frem at de fleste land scorer høyt på FN sin levekårsindeks (FN, 2018). Dette betyr at den typiske kjøper av oppdrettslaks har mer enn nok for å overleve og kan ta seg råd til å kjøpe mer eksotisk mat. Sammen med dette er en av de store megatrendene i samfunnet å leve sunt og bærekraftig. Dette er med på å vri kjøperen over på sunnere produkter som fisk og sjømat mot mer tradisjonelle landbruksprodukter som storfe og svin. Vi er også mer opptatt av god dyrevelferd enn tidligere, vi ønsker at det vi spiser skal ha hatt et godt liv før det havner på middagsbordet (Forskning.no, 2014).

5.1.2.4 Teknologiske forhold

NRS jobber i dag med et prosjekt som skal sette merdene lenger ut i havet enn hva som tradisjonelt er gjort med merder inne i fjordarmer som er mer beskyttet mot vær og vind. Grunnen for å sette merdene lenger ut i havet er for å redusere avtrykket i naturen etter oppdrettsvirksomheten. Det kan være fra å smitte villaks med lus til utslipp og forurensing fra fôr og annet avfall fra fisken. På steder med høyt miljøavtrykk må lokalitetene ligge brakk en periode til naturen har fått tid til å kjempe tilbake mot menneskelige avtrykk. Dette gjør at oppdretterne ikke kan benytte seg av alle lokalitetene sine på samme tid og viser tydelig hvilket avtrykk oppdrettsnæringen legger igjen etter seg. Når merdene flyttes lenger ut på havet er ideen at det skal være mer sirkulasjon i vannet og lengere ned til bunnen, slik at for

eksempel fôr ikke legger seg på ett sted. Dette kan også bidra til å redusere luseproblematikken.

Steril fisk blir brukt i oppdrett for å ikke påvirke villaksstammene i området hvis det skulle rømme laks. Dett gjør at de ikke kan videreføre sine oppdrettsgener sammen med villaksen og på denne måten bevare de stammene som er i norske fjorder. Det forskes også på forskjellige typer fôr, temperaturforhold, lysforhold og produksjonsprosesser.

Det mest moderne innen lakseoppdrett er kanskje nye lukkede anlegg som kan være både på land og i nærheten til sjøen. Disse er i utgangspunktet en stor lukket tank med sjøvann som fisken svømmer rundt i hele livet. Fordelen med disse er at man kan enklere resirkulere vannet og miljøavtrykket blir derfor veldig lite. Det skal også være mulig å gjenbruke store deler av vannet som blir rensert så det er ikke et stort behov for vanngjennomstrømming.

5.1.2.5 Miljømessige forhold

En av verdens store megatrender er bevissthet rundt miljøet. Vi ønsker å være mer miljøvennlige enn tidligere og dette er en ting oppdrettslaksen scorer veldig bra på om man ser på CO₂ utslipp og fôrutnyttelse. Per kilo spiselig fisk etter slakting slipper en oppdrettslaks ut ca 2,9 kg CO₂, dette er til sammenligning omtrent like mye som å kjøre to mil med en vanlig personbil og langt bedre enn sine konkurrenter i landbruket. Til sammenligning slipper kylling ut ca 3,4 kg, svin 5,9 kg og storfe 30 kg CO₂ per slaktet kilo kjøtt. Også når det kommer til fôrutnyttelse er laksen i en klasse for seg med 1,2 kg fôr per kg spiselig fisk. Kylling og svin spiser ca 2,2 kg og storfe spiser 4-10 kg fôr per spiselige kg kjøtt (NRS, 2019). Disse to faktorene vinner laksen over tradisjonelt landbruk når det gjelder miljøfaktorer, men lakseoppdrett har også andre utfordringer.

Lakselus er et av lakseoppdrettens hovedutfordringer. Lakselus som er en parasitt som naturlig lever i områdene hvor oppdrettslaks holder til får ekstremt gode vekstforhold når fisken lever så tett og er så mange. Dette er et problem for dyrevelferden i oppdrett, men også for villaksen. Etter lusa har formert seg i på dette svært egnede stedet kan den være i større antall enn hva som er naturlig og på den måten enklere feste seg på villaks. Sammen med andre faktorer som påvirker livet i havet for dyrene og plantene som naturlig holder til der. For å regulere dette har myndighetene innført Trafikksystemet som brukes for å regulere produksjonsvekst i produksjonsområder med hensyn til lakselus. Hvis det antas at mer enn

30% av laksesmolten kan dø som følger av lakselus vil område få en nedgang på inntil 6% i produksjon. Selv om oppdrettere kan søke unntak fra dette om de kan vise til lavere tall kan de risikere å miste produksjonsvolum som følger av andre oppdrettere i området sliter med luseproblematikk (Havforskningsinstituttet, 2020) Laks som rømmer fra merdene sine er også en utfordring knyttet til lakseoppdrett. At laksen rømmer er i seg selv ikke noe stort problem annet enn en kostnad for oppdretteren, men rømt laks kan formere seg med villaks og på denne måten påvirke genene til individuelle villaksstammer i norske fjorder.

5.1.2.6 Juridiske forhold

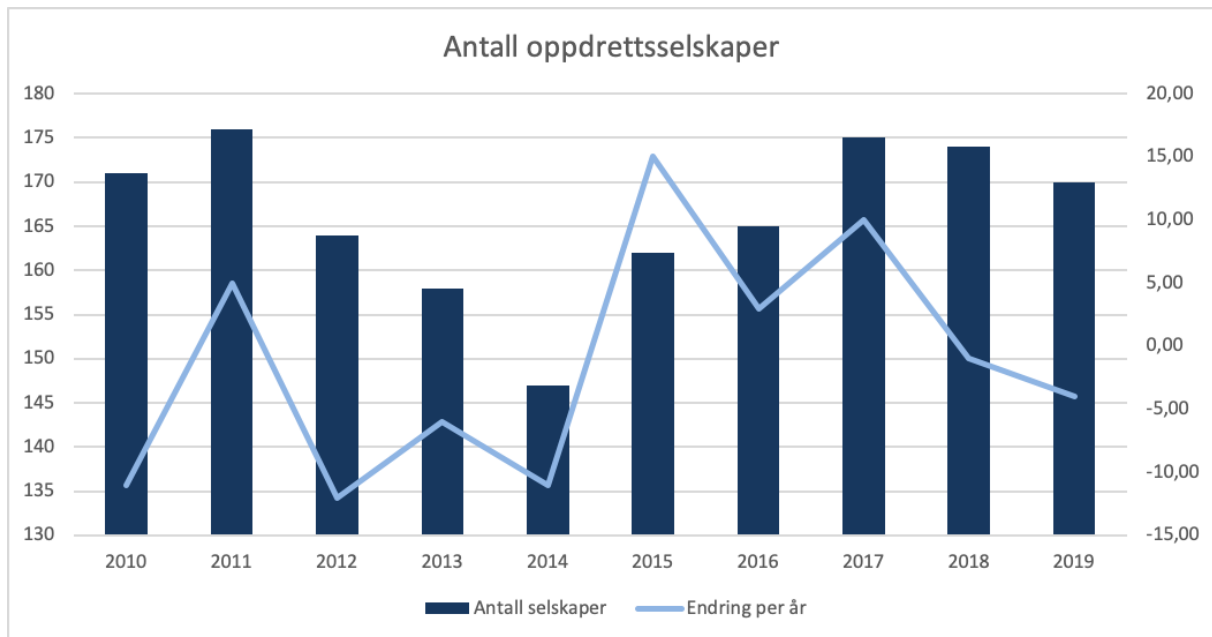
Oppdrettsnæringen er i stor grad styrt av lover og regler, ikke minst er de politisk styrt og kan variere ut i fra hvilket parti som regjerer i Norge. Akvakulturloven regulerer oppdrettsnæringen og sier noe om miljø, konsesjoner og arealutnyttelse. Paragraf 1. formål «Loven skal fremme akvakulturnæringens lønnsomhet og konkurransekraft innenfor rammene av en bærekraftig utvikling, og bidra til verdiskaping på kysten» sier noe om fokuset på bærekraft og utvikling i norsk havbruk (Akvakulturloven, 2005). Sammen med akvakulturloven er det en rekke forskrifter og lover som oppdrettsnæringen må forholde seg til. En av disse er laksetildelingsforskriften som blant annet regulerer biomasse i merder og søknadsprosessen for konsesjoner (laksetildelingsforskriften, 2004). Dyrevelferdsloven er også gjeldende når det kommer til hvordan fisken skal ha det gjennom sitt livsløp.

5.1.3. Porters fem krefter

Porters fem krefter er et verktøy som skal hjelpe til med å indentifisere attraktiviteten til en industri ved hjelp av fem krefter. Sammen bygger disse fem kreftene strukturen til en industri og i følge Porter er en attraktiv industristruktur en som gir et godt inntekspotensial. Hovedargumentet her er at industrier hvor disse kreftene er høye er ikke attraktive industrier å konkurrere i, siden disse kreftene vil presse lønnsomheten i industrien (Johnson et al. 2015).

5.1.3.1 Trusler fra nyetableringer

Trusler fra nyetableringer handler om hvor lett det er for andre å etablere seg i markedet. I bransjer med store inngangsbarrierer vil det være vanskeligere for nye aktører å entre markedet og etablere seg der. Hvis det er lave inngangsbarrierer i en bransje vil det være større sjans for nyetableringer å entre markedet og potensielt etablere seg der (Johnson et al. 2015).



Figur 9 Antall oppdrettsselskaper i Norge per år

Det er store inngangsbarrierer i oppdrettsbransjen og krever store investeringer i både materiell og konsesjoner. Materiell er nok leverandører mer enn villig til å levere, men tilgangen på konsesjoner gjør at nyetableringer blir nødt til å bruke mye tid og penger på å komme i gang. Som grafen over viser har antallet oppdrettsselskaper vært forholdsvis stabilt siden 2010 og endringene i hovedsak drevet av sammenslåinger og nyetableringer i allerede etablerte selskaper. De senere årene har landbasert oppdrett hatt stor vekst, men har en lang vei å gå før de konkurrer med tradisjonelle oppdrettere i sjø. En av grunnene til at landbasert oppdrett blir mer attraktivt er at det kan gjøres nesten hvor som helst og man påvirker ikke den naturlige laksebestanden som er en av hovedproblemene med tradisjonell oppdrett (Havforskningsinstituttet, 2021). Det blir også tildelt konsesjoner til å drive landbasert oppdrett uten vederlag, på denne måten kan dette lette på inngangsbarrierene mot tradisjonell oppdrett i sjø (Regjeringen, 2016).

5.1.3.2 Trusler fra substitutter

Trusler fra substitutter innebærer hvor vidt det finnes varer som kan erstatte varen som selges i virksomheten i dag. Substitutter er ikke det samme som konkurrenter siden selskapet, NRS i dette tilfellet, og substituttene ikke leverer samme produkt, men et produkt som gjør samme nytten (Johnson et al. 2015). Produkter som er substitutter for laks er i en vid forstand alt som kan spises. I utgangspunktet er grunnen til å spise laks for å få næring til kroppen. I denne vide forstanden er laks veldig utsatt for potensielle trusler fra substitutter, men laks kan også klassifiseres som et luksusgode. Noe som betyr at kundene velger dette produktet ut i fra preferanse og ikke nødvendigvis fordi de er nødt. Næring kan komme fra mange kilder og det vil være naturlig å sammenligne mat fra dyr og stille disse opp mot hverandre som substitutter. Innenfor denne kategorien finner vi kjøtt som kylling, svin, lam og storfe. Disse artene kan ses på som mer tradisjonelle landsbruksdyr og kanskje er det laks som har kommet som et substitutt til disse? Samtidens press på miljø og bærekraft kan gjøre oppdrettslaks til en vinner blant de miljøbevisst, men laksen er dyrere enn de andre matvarene nevnt over. Jeg vurderer trusler fra substitutter å være lav til medium ut i fra dagens forhold.

5.1.3.3 Kunders forhandlingsmakt

Kundene blir definert som de som kjøper produktet av selskapet og ikke trenger ikke være sluttbrukeren (Johnson et al. 2015). I dette tilfellet kan det defineres på to måter. NRS har både oppdretts- og salgsvirksomhet. Det betyr at oppdrettsdelen av selskapet selger sin fisk til sitt søsterselskap og dette søsterselskapet kjøper også fisk fra andre oppdretter for så å selge dette videre til forskjellige markeder.

Dette markedet er i stor grad styrt av tilbud og etterspørsel som styrer lakseprisen.

Lakseprisen som settes på Nasdaq Salmon Index er et vektet gjennomsnitt av prisen eksportørene får for fisken de selger videre etter å ha kjøpt den av oppdretterne. Prisen som oppdretterne får for sin fisk vil typisk ligge noe under dette siden eksportørene også skal ha sin margin for deres jobb. Selve handelen foregår ved at eksportører hver fredag kontakter oppdrettere og spør om oppdretteren har fisk til slakting, typisk påfølgende uke og kommer med et tilbud på den mengden de etterspør eller er tilgjengelig. Denne prisen settes typisk på én av to måter; enten ved at de blir enig om en pris der og da, eller at de tar utgangspunkt i Nasdaq indeksen som er et resultat av samme dags forhandlinger, men da med ett fratrekk.

Kundenes forhandlingsmakt ligger i stor grad i det at eksportørene har mer kunnskap om markedet enn oppdretteren og kan i større grad forlange pris enn hva oppdretteren kan. Eksportørene kan også trekke inn historikk på kvalitet og omtale for å presse prisen til den enkelte oppdretter ned. Forhandlingsmakten til kundene kan i visse tilfeller være forholdsvis stor, men med et utgangspunkt i at oppdrettsselskapene snakker sammen vil de sammen være med på å moderer makten til kunden. Ettersom kunden også er avhengig av å få tak i fisk for å kunne selge den videre.

5.1.3.4 Leverandørers forhandlingsmakt

Leverandørene til en lakseoppdretter som NRS er de som selger fysiske gjenstander eller utfører tjenester oppdretteren har behov for. Disse tingene kan være fôr, smolt, maskiner, brønnbåter, utstyr til merdene og finansiering (Johnson et al. 2015). I hovedsak er deres forhandlingsmakt når og til hvilken pris de kan levere sin vare eller tjeneste. Hvis etterspørselen er stor vil leverandøren kunne øke sin pris og oppdretteren har en umiddelbart behov. Som regel vil disse tjenestene være avtalt en stund i forveien, siden oppdretteren som regel planlegger i god tid når de trenger smolt eller har behov for å ta fisk opp av sjøen. Fôr blir også levert med jevne mellomrom. I de tilfellene hvor en oppdretter er nødt til å avvike fra sine faste mønstre får leverandøren umiddelbart sterkere forhandlingsmakt og kan forhandle til seg en bedre pris. Et slikt tilfelle er for eksempel nå oppdretter blir nødt til å nødslakte på grunn av luseutbrudd i merden. I stor grad operer disse med et gjensidig forhold hvor den ene er avhengig av den andre for å overleve, jeg ser derfor leverandørens forhandlingsmakt som moderat.

5.1.3.5 Intern rivalisering

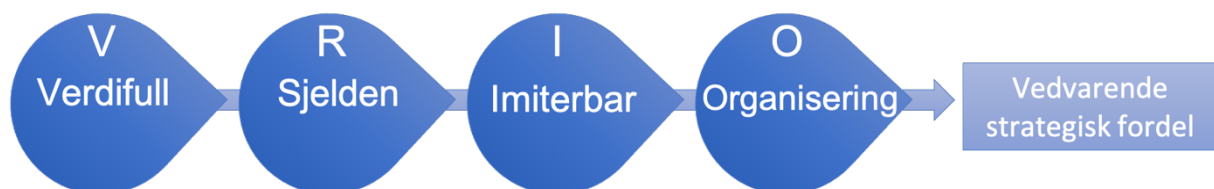
Den innbyrdes rivaliseringen i lakseoppdrett kan sees i sammenheng med deres egen streben etter å kunne kostnader og produsere god kvalitet til lavest prisen og ikke en direkte konkurranse med hverandre. Gjennom de foregående punktene har jeg blant annet presenter hvordan markedsmekanismene i lakseoppdrett fungerer og det er ikke ut som oppdrettere brenner inne med fisk i dagens marked. Det som produseres blir solgt og den med best fisk når det gjelder størrelse og matkvalitet får best pris. Jeg vil derfor vurdere den interne rivaliseringen som lav.

5.2 Intern analyse

Etter å ha gjennomført den eksterne strategiske analysen er det nå analyse av de interne forholdene som skal analyseres. I den interne analysen er det de selskapsspesifikke forholdene som skal kartlegges og vurderes om de interne ressursene vil føre til vedvarende konkurransefordeler internt i bransjen. I hvilken grad ressursene blir å anse som midlertidige eller vedvarende konkurransefortrinn handler om hvordan selskapet utnytter sine ressurser og hvilke de besitter. Jeg har valgt å bruke VRIO rammeverket for å analysere og kartlegge de interne ressursene.

5.2.1 VRIO-analyse

En virksomhet er avhengig av å ha evner som gir bærekraftige strategiske konkurransefordeler for å prestere bedre enn sine konkurrenter. VRIO rammeverket benyttes for å vurdere om virksomhetens ressurser og egenskaper er egnet for å gi disse konkurransefordelene. Rammeverket bygger på bokstavene i navnet og står for valueble (verdifull), rare (sjelden), imitable, (imiterbar) og organized (organisering) (Johnson et al. 2015). Videre vil jeg gjennomføre analysen med blick på lokalisering og bærekraftig utvikling, samt forsøke å konkludere om funnene skaper selskapsspesifikke konkurransefordeler. Jeg vil også ta stilling til om disse konkurransefordelene er midlertidige eller varige fordeler.



Figur 10 Rammeverk for VRIO-Analyse

5.2.1.1 Verdifull

Selskapet har gjennom flere år jobbet for bærekraft og utvikling. I 2014 fikk selskapet tildelt 10 grønne konsesjoner til langt under markedspris for tilsvarende vanlige konsesjoner. Betingelsen er at selskapet forplikter seg til å benytte seg av utstyr og metoder som reduserer miljøavtrykket i forhold til alminnelig kommersiell bruk (Fiskeridirektoratet, 2017) (NRS, u.å.). I 2018 fikk de også utdelt 7,68 utviklingskonsesjoner for sitt Arctic Offshore prosjekt hvor målet er å plassere merdene lenger ut i havet enn hva som er tradisjonelt gjort i lakseoppdrett og på denne måten redusere miljøavtrykket i norske fjorder (iLaks, 2018). Disse

konsesjonene er verdifulle fordi det krever mer innsats å få tak i, men de er alle billigere enn ordinære konsesjoner hvor både grønne- og utviklingskonsesjoner koster 10 millioner per stk. Til sammenligning kostet det 189 620 kroner per tonn biomasse for ordinære konsesjoner i auksjonen i august 2020 og knapt 13 000 kroner per tonn biomasse for utviklingskonsesjonene (Fiskeridirektoratet, 2020).

5.2.1.2 Sjelden

Konsesjoner er ikke sjeldne i seg selv, da disse ganske enkelt kan kjøpes på auksjon. Lokasjoner er derimot mer sjeldent og en krevende prosess for å skaffe nye. I disse tilfellene må man gjennom en tung søkeprosess hvor flere interessenthavere som mattilsynet, lokale fiskelag og naturvernere skal ha noe å si i saken før det eventuelt blir godkjent. NRS sitt arbeid med Arctic Offshore Farming gir dermed nye mulighet for lokasjoner med mindre miljøavtrykk og kan sies å være sjeldent. NRS bruker også steril smolt fra settefiskanlegget til Egil Kristoffersen og Sønner AS i sin produksjon. Dette er forebyggende dersom laks skulle rømme og hindrer oppdrettslaksen i å formere seg med villaks.

5.2.1.3 Ikke imiterbar

Det er mulig å imitere store deler av NRS sin oppdrettsvirksomhet, men det kan være vanskelig å få gjennomført dette over tid. Store teknologiprosjekter sammen med «billige» grønne konsesjoner gjør at ikke alle selskaper er i stand til skaffe økning i biomasse til den prisen NRS har fått. Det ligger også mye ressursbruk i å få disse konsesjonene som gjør at ikke alle er villige eller har muligheten til å gjøre de nødvendige investeringene.

5.2.1.4 Effektivt organisert

NRS solgte det de kaller region sør i 2019 som har ført til at de nå sitter igjen med lokasjoner i Troms og Finnmark. Dette ble gjort for å kunne videreutvikle det de har i området istedenfor å spre det langs kysten. Sammen med eget settefiskanlegg som snart er klart for produksjon vil gjøre de til et helintegrert oppdrettsselskap hvor de styrer hele verdikjeden selv.

5.3 Oppsummering strategisk analyse

I den strategiske analysen har jeg tatt for meg interne og eksterne forhold ved hjelp av PESTEL-analyse, Posters fem krefter og VRIO-analyse. De største utfordringene knyttet til selskapet ser ut til å være ting som selskapet selv ikke råder over. Dette er ting som laksepris

og forhold i verden som gjør at eksporten avtar. Nå har COVID-19 vært et ekstremtilfelle og vil forhåpentligvis ikke vedvare i for lang tid eller med hyppig frekvens av lignende pandemier. Likevel kan politiske forhold gjøre at noen land stenger for eksport. Samtidig er bransjen strengt regulert og gir begrensede muligheter for vekst. Disse reglene er like for alle, men det er ingen tvil om at selskaper med mye kapital har lettere for å kunne øke sin produksjon enn mindre selskaper. Lakseoppdrett og sjømat generelt er inne i en god trend når det gjelder både etterspørsel til produktet og holdningen blant kundene til å spise mer bærekraftig mat, dette er noe som antakelig vil styrke seg sammen med en mer og mer bevisst befolkning når det gjelder klima og matproduksjon. Selskapet har to store pågående prosjekter som viser seg å være dyrere og ta lenger tid enn antatt. Dette kan bli en utfordring om brikkene ikke snart faller på plass og kan startes opp innen rimelig tid.

5.4.1 SWOT-analyse

<p style="text-align: center;">Styrker</p> <ul style="list-style-type: none"> • Fremtidsrettet • Settefiskanlegg • Salgsapparat • Lokalisering • Samarbeidsavtaler 	<p style="text-align: center;">Svakheter</p> <ul style="list-style-type: none"> • Store prosjekter • Uutnyttet kapasitet • Ikke egen fôrproduksjon • Høye tilleggskostnader i nye prosjekter
<p style="text-align: center;">Muligheter</p> <ul style="list-style-type: none"> • Store prosjekter • Oppkjøp • Teknologi • Produksjonskapasitet • Ny lovgivning 	<p style="text-align: center;">Trusler</p> <ul style="list-style-type: none"> • Lakselus / Rømming • Oppkjøp • Nedgang i laksepris • Sterkere krone • Ny lovgivning • Globalt fall i velstand

Figur 11 Oppsummering av SWOT-Analyse

SWOT-analysen er et verktøy som kan hjelpe til med å kartlegge hvilke styrker, svakheter, muligheter og trusler selskapet står ovenfor. Ved hjelp av SWOT-analysen benyttes for å

plassere selskapets plass i markedet og er til hjelp for å kunne kartlegge hvilken retning ressurser og påvirkningskrefter trekker selskapet. Analysen hjelper til med å kartlegge selskapets styrker og svakheter ved å plassere deres strategiske evner i forskjellige kategorier (Johnson et al. 2015). Dette er et verktøy som skal være med å skape et overordnet bilde og jeg har derfor valgt å plassere funn fra den strategiske analysen inn i SWOT-analysen.

6. Regnskapsanalyse

Det neste steget i den fundamentale verdsettelsen er regnskapsanalyse. I regnskapsanalyse er formålet å forstå hva som driver verdiskapningen i selskapet, samt hvilke forpliktelser selskapet har.

6.1 Praktiske valg

For å gjennomføre regnskapsanalysen er det noen praktiske valg jeg har foretatt meg og vil redegjøre for. Disse innebærer analyseperspektiv, analysenivå og analyseperiode. Jeg vil også presentere hvilke selskaper som er benyttet som komparative selskaper før den strategiske regnskapsanalysen. Alle regnskapsdata er hentet fra offentlige kilder, samt års- og kvartalsrapporter til NRS.

6.1.1 Analyseperspektiv

Utgangspunktet i regnskapsanalysen er at driftsrelaterte poster er vurdert til historisk kost, men for noen selskaper, som fiskeoppdrett, som rapporterer etter IFRS er for eksempel beholdning av levende fisk beregnet til virkelig verdi. For å gjøre regnskapet skikket til å gjennomføre verdivurderingen er det hensiktsmessig å omgruppere visse poster i regnskapet for å bedre speile driften i selskapet. Dette gjøres ved å skille mellom driftsrelaterte poster og finansielle poster. Dette gjøres med bakgrunn i at finansielle poster er mer interessante i et kreditorperspektiv og driftsrelaterte poster er mer interessante i et investorperspektiv (Kaldestad & Møller, 2016).

6.1.2 Analysenivå

NRS består i hovedsak av to avdelinger, salgsavdelingen og oppdrettsavdelingen. For selskaper som har forskjellige virkeområder vil det være naturlig å analysere disse hver for seg. I NRS sitt tilfelle er disse to avdelingene sterk knyttet til hverandre og gjør det derfor

hensiktsmessig å analysere selskapet samlet i et konsolidert konsernregnskap. Dette fører også til at analysen kan gjennomføres uten å ta hensyn til interne transaksjoner i konsernet, da disse er eliminert i konsernregnskapet. Det er i tillegg svært begrenset informasjon om de to forskjellige avdelingene i regnskapsinformasjonen til NRS (Kaldestad & Møller, 2016).

6.1.3 Analyseperiode

Siden NRS ble børsnotert har de hatt en voldsom vekst og hatt økning i inntekter nesten hvert år de siste ti årene. Det ser derimot ut som veksten har moderert seg noe fra 2016 til 2019 og en nedgang som følger av COVID-19 i 2020. Hensikten med regnskapsanalysen er å se på historisk utvikling over tid. I analyseperioden er det interessant å inkludere både oppgangs- og nedgangskonjunkturer for å fange sykliske svingninger. Oppdrettsnæringen kan sees på som en noe syklisk bransje hvor man ønsker å ta ut fisk på tidspunkt med høy laksepris. Samtidig ønsker de å ha så mye fisk i havet til et hvert tidspunkt at dette ikke vil gi så store utslag over tid. På grunn av selskapets vekst er eldre regnskapstall av mindre interesse enn de nyere og dermed velge å avgrense analyseperioden (Kaldestad & Møller, 2016). Analyseperioden er derfor satt til 2016 til og med 2020.

6.1.4. Komparative selskaper

I regnskapsanalysen er det interessant å sammenligne med selskaper i samme bransje for å gi et bilde på hvordan NRS presterer mot bransjen forøvrig. Jeg har derfor valgt ut noen selskaper som vil fungere som et sammenligningsgrunnlag for analysen. Det har i den sammenheng vært hensiktsmessig å benytte norske oppdrettsselskaper som i hovedsak holder til i Norge. Selskapene som velges burde ligne på selskapet som skal verdsettes, men det vil være visse forskjeller i størrelse og aktivitetene selskapene bedriver.

Selskapene jeg har valgt å benytte til å danne sammenligningsgrunnlaget er Grieg Seafood ASA, SalMar ASA, MOWI ASA og Lerøy Seafood Group ASA. Disse selskapene ble nærmere presentert i kapittel 2.

6.2 Regnskapstall

Her vil jeg presentere resultatregnskapet og balansen for konsernet. Det er disse tallene min analyse er bygget på og alle regnskapstall er oppgitt i NOK 1000.

Resultatregnskap										
Rapportert	2016		2017		2018		2019		2020	
Konsemregnskap	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
Startdato	01.01.2016	01.01.2017	01.01.2018	01.01.2019	01.01.2020					
Avslutningsdato	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020					
Valutakode	NOK	NOK	NOK	NOK	NOK	NOK	NOK	NOK	NOK	NOK
Sum salgsinntekter	4 224 340	4 937 798	5 080 806	5 586 670	5 118 867					
Leieinntekter										
Inntekt fra investeringer i tilknyttede selskaper	71 864	52 659	14 713	16 901	-	1 985				
Sum driftsinntekter	4 296 204	4 990 457	5 095 519	5 603 571	5 116 882					
Varekostnad	3 230 927	3 889 102	4 132 850	4 586 500	4 393 881					
Lønnskostnader	155 468	138 596	139 279	154 466	166 995					
Avskrivning varige driftsmidler/im. eiend.	61 063	82 063	76 550	86 804	100 747					
Nedskrivning av driftsmidler/im. eiend.				4 379						
Andre driftskostnader	136 269	200 178	167 790	216 098	210 993					
Virkelig verdijustering	- 164 151	194 799	- 176 851	132 023	136 657					
Sum driftskostnader	3 419 576	4 504 738	4 339 618	5 180 270	5 009 273					
Driftsresultat	876 628	485 719	755 901	423 301	107 609					
Sum annen finansinntekt	313 121	- 142 252	82 030	78 375	- 8 165					
Sum finansinntekter	313 121	- 142 252	82 030	78 375	- 8 165					
Sum annen rentekostnad	16 217	19 568	13 992							
Sum annen finanskostnad	1 112	1 303	5 368	26 901	26 474					
Sum finanskostnader	17 329	20 871	19 360	26 901	26 474					
Netto finans	295 792	- 163 123	62 670	51 474	- 34 639					
Ordinært resultat før skattekostnad	1 172 420	322 596	818 571	474 775	72 970					
Skattekostnad på ordinært resultat	167 707	86 180	149 398	84 278	- 1 717					
Ordinært resultat	1 004 713	236 416	669 173	390 497	74 687					
inntekter fra solgt virksomhet etter skatt	-	-	39 918	922 600						
Årsresultat før minoritetsinteresser	1 004 713	236 416	709 091	1 313 097	74 687					
Minoritetens andel før årsresultat	16 706	7 878	3 780	6 376	- 5 426					
Årsresultat	1 004 713	236 416	709 091	1 313 097	74 687					
Andre driftrelaterte resultatetelemerter	11 535	3 571	- 17 013	- 9 868	18 454					
Andre finansrelaterte driftetelemerter	21 429	- 7 334	- 2 699	18 424	19 116					
Totalresultat	1 037 677	232 653	689 379	1 321 653	112 257					
Utbytte	111 773	411 625	224 684	260 229	213 236					

Tabell 1 Presentasjon av rapportert resultatregnskap for Norway Royal Salon ASA

Balanseregnskap					
Rapportert	2016	2017	2018	2019	2020
Konsesjoner, patenter, lisenser	648 887	648 887	846 807	713 947	948 616
Sum immaterielle anleggsmidler	648 887	648 887	846 807	713 947	948 616
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	19 579	30 624	37 780	55 085	
Maskiner og anlegg	182 110	224 770	313 584	799 625	
Skip, rigger, fly og lignende	197 285	270 845	299 614	302 586	
Driftsløsøre/inventar/verktøy/biler	18 522	17 767	21 599	18 272	
Driftsmidler ikke spesifisert					2 351 759
Sum varige driftsmidler	417 496	544 006	672 577	1 175 568	2 351 759
Investeringer i tilknyttede selskap	531 503	580 510	568 443	607 886	772 759
Investeringer i aksjer og andeler	395	367	367	463	
Andre fordringer	16 000	32 640	87 191	68 374	
Sum finansielle anleggsmidler	547 898	613 517	656 001	676 723	772 759
Sum anleggsmidler	1 614 281	1 806 410	2 175 385	2 566 238	4 073 134
Varelager	101 635	99 326	81 376	80 123	
Biologiske eiendeler	1 205 399	1 177 678	1 240 393	1 231 662	
Varelager ikke spesifisert					1 386 281
Sum varelager	1 307 034	1 277 004	1 321 769	1 311 785	1 386 281
Kundefordringer	478 214	546 082	369 030	416 910	
Andre fordringer	244 596	73 888	68 997	233 289	316 541
Sum fordringer	722 810	619 970	438 027	650 199	316 541
Kasse/Bank/Post	69 257	151 779	155 653	152 317	38 753
Sum Kasse/Bank/Post	69 257	151 779	155 653	152 317	38 753
Sum omløpsmidler	2 099 101	2 048 753	1 915 449	2 114 301	1 741 575
Sum eiendeler	3 713 382	3 855 163	4 090 834	4 680 539	5 814 709
Aksjekapital/Selskapskapital	43 572	43 572	43 572	43 572	42 919
Egne aksjer	- 98	- 82	- 58	- 141	
Annen innskutt og opptjent egenkapital	1 970 509	1 769 778	2 235 729	3 267 659	3 048 177
Minoritetsinteresser	33 034	37 762	41 542	45 949	39 596
Sum egenkapital	2 047 017	1 851 030	2 320 785	3 357 039	3 130 692
Pensjonsforpliktelser	11 383	16 728	19 005	27 638	23 703
Utsatt skatt	394 786	364 557	385 754	358 208	365 569
Andre avsetninger for forpliktelser					
Sum avsetninger til forpliktelser	406 169	381 285	404 759	385 846	389 272
Annen langsiktig gjeld	303 781	461 241	551 054	200 933	1 378 514
Sum langsiktig gjeld	709 950	842 526	955 813	586 779	1 767 786
Gjeld til kredittinstitusjoner	47 635	342 617	102 514	47 927	226 819
Leverandørgjeld	646 515	549 526	446 993	575 895	617 937
Betalbar skatt	79 350	113 485	134 777	42 537	3 752
Annen kortsiktig gjeld	182 915	155 979	129 952	70 362	67 723
Sum kortsiktig gjeld	956 415	1 161 607	814 236	736 721	916 231
Sum gjeld	1 666 365	2 004 133	1 770 049	1 323 500	2 684 017
Sum egenkapital og gjeld	3 713 382	3 855 163	4 090 834	4 680 539	5 814 709

Tabell 2 Presentasjon av rapportert balanseregnskap for Norway Royal Salon ASA

Kontantstrømsoppstilling	2016	2017	2018	2019	2020
Operasjonelt driftresultat	640 613	627 859	564 337	542 802	246 251
Justert for:					
Betalte skatter	- 3 180	- 79 351	- 112 223	- 138 290	- 38 379
Avskrivninger og nedskrivninger	61 063	82 063	76 550	91 183	100 747
Gevinst (-)/ Tap(+) ved avgang anleggsmidler	10				
Aksjebasert betaling	- 10 703	- 15 376	- 279	- 1 413	- 3 020
Penjøsnskostnad uten kontanteffekt	- 2 887	- 659	- 798	- 1 199	
Endring i varer/ biologiske eiendeler	- 242 359	- 134 503	81 527	- 260 491	- 183 548
Endring i debitorer og kreditorer	138 560	- 164 857	74 678	17 974	245 005
Endring i andre omløpsmidler og gjeldsposter	47 158	- 144 673	31 190	- 22 897	11 953
Netto kontantstrøm fra driftsaktiviteter	628 275	170 503	716 578	227 669	379 009
Innbetaling ved salg varige driftmidler	813				
Utbetaling ved kjøp av varige driftmidler og konsesjoner	- 121 423	- 211 470	- 412 941	- 584 237	- 1 416 544
Utbetaling ved kjøp av andre investeringer		- 2 530			
Utbetaling ved kjøp av tilknyttet selskap	- 269 487			- 43 738	
Innbetaling ved realisasjon av TRS	164 916	105 099	47 282	- 3 809	44 689
Innbetaling fra investering i finansielle anleggsmidler	8 871	13 448	11 458	19 950	19 609
Utbetaling ved kjøp av minoritetsinteresse	- 70 000				
Netto kontantstrøm solgt virksomhet				1 125 700	
Endring utlån tilknyttede selskaper og andre	4 000	- 11 600	- 57 617	- 22 270	- 98 275
Netto kontantstrøm fra investeringsaktiviteter	- 282 310	- 107 053	- 411 818	491 596	- 1 450 521
Innbetaling ved opptak av ny langsiktig gjeld	52 212	470 992	241 189	48 841	1 200 000
Utbetaling ved nedbetaling av langsiktig gjeld	- 400 674	- 305 170	- 156 471	- 350 000	
Nedbetaling av leasingobjekt				- 50 404	- 53 489
Renter på leasingobjekter				- 7 930	- 6 788
Netto endring kassekreditt		286 619	- 235 008	- 51 611	178 308
Utbetaling ved kjøp av egne aksjer	- 68 985	- 18 274			
Innbetaling ved salg av egne aksjer	67 418	16 068			
Netto kjøp/ salg av egne aksjer			3 887	- 25 035	- 127 160
Utbetaling av netto renter	- 16 270	- 19 568	- 19 918	- 21 885	- 19 686
Utbetaling av utbytte	- 111 773	- 411 625	- 224 684	- 260 229	- 213 236
Netto kontantstrøm fra finansaktiviteter	- 478 072	19 042	- 391 005	- 718 253	957 949
Netto økning/ reduksjon i kontanter og ekvivalenter	- 132 083	82 522	3 874	- 3 336	- 113 563
Kontanter og ekvivalenter IB	201 339	69 256	151 778	155 652	152 316
Kontanter og ekvivalenter UB	69 256	151 778	155 652	152 316	38 753

Tabell 3 Presentasjon av kontantstrømsoppstilling for Norway Royal Salon ASA

6.3 Omgruppering

Omgruppering av regnskapet gjøres for å rette det mot analyseformål. IFRS har i utgangspunktet gjort regnskapet med investororientert, men det bærer fortsatt preg av å være hovedsakelig kreditororientert. Når regnskapet omgrupperes til å bli mer investororientert er det for å rette mer fokus mot driften i selskapet, kilder til vekst og rentabilitet, samtidig som man beholder kreditorens risikofokus. Typiske poster det er hensiktsmessig å justere for er engangsposter, sikringskontrakter, endringer i virkelig verdi, gevinst/tap ved salg av eiendeler og pensjoner. Dette gjøres for å kunne normalisere årsregnskapene og finne hvilke deler av selskapet som gir avkastning til egenkapitalen (Kaldestad & Møller, 2016).

6.3.1 Resultatregnskapet

Først skal jeg omgruppere resultatregnskapet. Omgrupperingen vil jeg forta meg i fire forskjellige steg (Penman, 2013).

Først vil jeg identifisere fullstendig nettoresultat.

Steg to skal jeg fordele fullstendig nettoresultat.

Steg tre er normalisering av regnskapet.

Steg fire fordele skattekostnaden.

Steg 1:

Det første jeg skal gjøre er å identifisere det fullstendige nettoresultatet (FNR). Dette er summen av rapportert årsresultat (RES), other comprehensive income (OCI) og dirty surplus (DSP). Dirty surplus er resultatposter som føres direkte mot egenkapitalen uten å være innom resultatregnskapet. Selvom dette er brudd på kongruensprinsippet og IFRS gjøres det likevel.

$$FNR = RES + OCI + DSP$$

Fullstendig nettoresultat	2016	2017	2018	2019	2020
Rapportert årsresultat	988 006	228 538	705 311	1 306 721	113 666
OCI	32 964 -	3 763 -	19 712	8 556	33 552
Rapportert totalresultat	1 020 970	224 775	685 599	1 315 277	147 218
Driftsrelatert dirty surplus	16 862 -	226	1 496	1 278 -	1 441
Fullstendig nettoresultat	1 037 832	224 549	687 095	1 316 555	145 777

Tabell 4 Fullstendig nettoresultat for NRS i perioden 2016-2020

Som figuren over viser er det dirty surplus i regnskapet til NRS. Disse finner man ved å analysere forskjellen i inngående og utgående egenkapital. Postene oppstår som følger av endringer i tilknyttede selskaper.

Steg 2:

I steg to skal jeg fordele fullstendig nettoresultat for å finne ut hvor verdiskapningen stammer fra. Fordelingen før skatt går til drift, gjeld og egenkapital, men det kan være problematisk å plassere noen enkelte poster. Spesielt dirty surplus. Med bakgrunn i at disse oppstår som endringer i egenkapitalen til tilknyttede selskaper har jeg valgt å sette disse under driftsrelaterte kostnader og inntekter. Som vi ser av det finansielle nettoresultatet er det store svingninger i tap/ gevinst på finansielle eiendeler. Denne posten er utelukkende realisert og urealisert gevinst/ tap på TRS avtaler (Total Return Swap). Tapet i 2017 skyldes urealiserte TRS kontrakter. I 2020 hadde selskapet forfall på TRS avtalene 17.3.20, hadde det vært en

uke før ville resultatet vært litt annerledes. Driftsandelen til OCI er knyttet til pensjon og den finansielle andelen er knyttet til kontantsrømsikring.

Fordeling av nettoresultat					
Drift	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekter	4 224 340	4 937 798	5 080 806	5 586 670	5 118 867
Virkelig verdijustering	164 151	- 194 799	176 851	- 132 023	- 136 657
Driftskostnader	3 583 727	4 309 939	4 516 469	5 048 247	4 872 616
Driftsresultat egen virksomhet	804 764	433 060	741 188	406 400	109 594
Resultat fra tilknyttede selskaper	71 864	52 659	14 713	16 901	- 1 985
Driftsrelatert OCI	11 535	3 571	- 17 013	- 9 868	18 454
Driftsrelatert dirty surplus	16 862	- 226	1 496	1 278	- 1 441
Fullstendig driftsresultat før skatt	905 025	489 064	740 384	414 711	124 622

Finans	2016	2017	2018	2019	2020
Tap/ gevinst på finansielle eiendeler	313 121	- 142 252	82 030	78 375	- 8 165
Finanskostnader	17 329	20 871	19 360	26 901	26 474
Resultat fra diskontinuert virksomhet					
Finansielt OCI	21 429	- 7 334	- 2 699	18 424	15 098
Fiansielt dirty surplus					
Fullstendig finansresultat før skatt	317 221	- 170 457	59 971	69 898	- 19 541

Tabell 5 Fordeling av nettoresultat for NRS i perioden 2016-2020

Steg 3:

Steg tre innebærer å dele opp resultatregnskapet i normale og unormale poster. Normale poster er de postene som er gjentakende år for år, altså varige poster. Dette kan for eksempel være salgsinntekter, lønnskostnader eller utbyttebetalinger. Det å identifisere disse postene blir viktig for å utarbeide fremtidsregnskapet.

Unormale poster er poster som ikke er gjentar seg med regelmessighet. Dette er poster som ikke er innenfor selskapets hovedvirksomhet og kan for eksempel være poster som sikringskontrakter, endring i virkelig verdi, gevinst/ tap i valuta og verdiendringer på finansielle instrumenter i det finansielle resultatet.

De rapporterte tallene gir ikke nødvendigvis et godt bilde av hva som er den underliggende inntjeningen i selskapet. Derfor er det viktig å justere for poster som ikke er å anse som normal drift. Dette er en skjønnsmessig vurdering og det finnes ingen fasitsvar. Hvis justeringen som foretas er konsekvent positiv kan det tyde på at man justerer på en opportunistisk måte. Over tid burde justerte- og rapporterte tall samsvare. Det skal ikke justeres for konjunktursvingninger som betyr at det ikke skal justeres for om markedet er sterkt eller svakt, dette skal gjøres i trendanalysen (Kaldestad & Møller, 2016).

Videre vil jeg gi en oversikt over hvilke poster jeg anser som unormale og både drifts- og finansdelen av regnskapet. Jeg vil også forklare hvorfor jeg har valgt å definere postene som presenteres.

Unormale poster i drift:

Ved gjennomgang av finansregnskapene i analyseperioden har jeg definert følgende poster som unormale i driftsresultatet:

- Virkelig verdijustering
- Enkeltstående hendelser
- Driftsrelatert OCI
- Driftsrelatert dirty surplus

Virkelig verdijustering har jeg delt i to linjer i tabellen under. Den første av disse kalt virkelig verdijustering omfatter verdijustering av flere forskjellige komponenter. Disse er biomasse, salgskontrakter og Fish-pool kontrakter. Denne posten er i stor grad styrt av laksepsien og er svært volatil som man kan se av verdiene. Den andre virkelig verdijusteringen handler om verdijustering av eierskap i tilknyttede selskaper og vil variere med deres selskapsverdi og eierandeler. Denne posten var ikke oppgitt i den siste kvartalsrapporten for 2020 og er derfor ikke med i tabellen.

Enkeltstående hendelser er i stor grad knyttet til bekjempelse av fiskesykdom eller andre utfordringer som fører til destruksjon av fisk. I 2016 fikk Nord Senja Laks AS en bot som også er inkludert i denne posten. Selskapet hadde ingen kostnader i forbindelse med enkeltstående hendelser i 2020. I tillegg til disse er også OCI og dirty surplus, som har blitt tidligere forklart, inkludert.

Unormale poster					
Drift	2016	2017	2018	2019	2020
Virkelig verdijustering	164 151 -	194 799	176 851 -	132 023 -	136 657
Virkelig verdijustering i tilknyttet selskap	20 816 -	9 514	9 208 -	17 307	N/A
Enkeltstående hendelser	- 20 332 -	46 547 -	34 000 -	11 000	-
Driftsrelatert OCI	11 535	3 571 -	17 013 -	9 868	18 454
Driftsrelatert dirty surplus	16 862 -	226	1 496	1 278 -	1 441
Sum unormalt driftsresultat før skatt	193 032 -	247 515	136 542 -	168 920 -	119 644

Tabell 6 Unormale poster fra drift i NRS i perioden 2016-2020

Unormale poster i finans:

Ved gjennomgang av finansregnskapene i analyseperioden har jeg definert følgende poster som unormale i finansresultatet:

- Netto unormalt finansresultat
- Finansrelatert OCI
- Finansielt dirty surplus

Den første posten tabellen nedenfor er en samlepost som inkluderer forskjellige kostnader og inntekter knyttet til finansresultatet. Posten inneholder blant annet gevinst/ tap på valutasikringsavtaler og nedskrivning av finansielle eiendeler. De to andre postene er nøyere forklart i steg 1 av omgrupperingen.

Finans	2016	2017	2018	2019	2020
Netto unormalt finansresultat før skatt	312 009 -	143 555	76 662	51 474 -	34 639
Finansielt OCI	21 429 -	7 334 -	2 699	18 424	15 098
Finansielt dirty surplus					
Sum unormalt finansresultat før skatt	333 438 -	150 889	73 963	69 898 -	19 541

Tabell 7 Unormale poster fra finans i NRS for perioden 2016-2020

Steg 4:

Det siste steget i omgrupperingen av resultatregnskapet er å fordele skattekostnaden.

Selskapsskatten har ikke vært konstant i analyseperioden og må derfor tas høyde for. I tillegg har de operasjonelle og finansielle inntektene beskattet forskjellig og de blir kun oppgitt som en smalt post. Derfor må de forskjellige skattekostnaden fordeles der de hører hjemme (Penman, 2013).

Selskapsskatt	2016	2017	2018	2019	2020
Skattesats	25 %	24 %	23 %	22 %	22 %

Tabell 8 Selskapsskattesats i Norge i perioden 2016-2020

For å være i stand til å fordele skattekostnaden må jeg først beregne selskapsskattesatsen. Siden NRS kun har renteinntekter som finansinntekter har jeg valgt å bruke selskapsskattesatsen for å beregne skatt på finansinntekter. Dette ville vært annerledes dersom selskapet hadde hatt aksjegevinst og benyttet seg av fritaksmetoden. I beregningen av driftsskattesatsen har jeg også beregnet median og gjennomsnittet av denne for å finne den

normale driftsskattesatsen. Dette gjøres fordi satsen kan variere en del fra år til år og man ønsker her å benytte seg av den minst ekstreme verdien (Knivsflå, 2021, 23:10).

Driftsskattesatsen beregnes ved hjelp av følgende formel:

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

NSK = rapportert skattekostnad (SK) – unormal skattekostnad (USK), *FI* = normale finansinntekter har normal skattesats *f_{iss}*, *UFR* = unormalt finansresultat (= *UFI* – *UFK*) har skattesats *uf_{rs}*, *FK* = normale finanskostnader har normal skattesats *f_{kss}*, *DR* = normalt driftsresultat (= *DI* – *DK*), *UDR* = unormalt driftsresultat (= *UDI* – *UDK*)

Driftsskattesats	2016	2017	2018	2019	2020
dss	11 %	9 %	10 %	11 %	-1 %
Median	10 %				
Gjennomsnitt	8 %				
ndss	10 %				

Tabell 9 Driftsskattesats for NRS i perioden 2016-2020

Som tabellen over viser er det ikke store endringer i driftsskattesatsen før den plutselig faller voldsomt i 2020. Av den grunn har jeg valgt en normal driftsskattesats på 10%, samme som medianen. Videre skal jeg fordele skattekostnaden på de ulike postene i regnskapet.

Fordeling av skattekostnad						
Drift	2016	2017	2018	2019	2020	
Normal driftsskattkostnad	- 78 672	- 85 274	- 78 220	- 76 440	- 29 311	
Skatt på normal finansinntekt	- 451	- 407	- 916	- 1 643	- 1 796	
Skatt på normal finanskostnad	4 332	5 009	4 453	5 918	5 824	
Skatt på unormalt driftsresultat	- 17 237	- 26 514	- 33 772	- 20 377	- 24 943	
Unormal skatt på normalt driftsresultat	11 075	53 587	10 369	807	12 552	
Skatt på unormalt finansresultat	- 83 360	- 22 213	- 29 011	- 32 230	- 9 299	
Unormal skatt	- 3 395	- 649	- 1 563	546		
Rapportert skattekostnad	- 167 707	- 86 180	- 149 398	- 84 278	- 1 717	

Tabell 10 Fordeling av skattekostnadene til NRS i perioden 2016-2020

Etter omgrupperingen av resultatregnskapet blir resultatoppstillingen som følger.

Resultatregnskap					
Omgruppert - Tall i 1000 NOK	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekter	4 224 340	4 937 798	5 080 806	5 586 670	5 118 867
Varekostnad	- 3 230 927	- 3 889 102	- 4 132 850	- 4 586 500	- 4 393 881
Lønnskostnad	- 155 468	- 138 596	- 139 279	- 154 466	- 166 995
Annen driftskostnad	- 115 937	- 153 631	- 133 790	- 200 719	- 210 993
Driftsresultat før virkelig verdjustering EBITDA	722 008	756 469	674 887	644 985	346 998
Avskrivninger	- 61 063	- 82 063	- 76 550	- 86 804	- 100 747
Driftsresultat før unormale poster	660 945	674 406	598 337	558 181	246 251
Nedskrivninger	-	-	-	4 379	-
Virkelig verdjustering	164 151	194 799	176 851	132 023	136 657
Annen unormal driftskostnad	- 20 332	- 46 547	- 34 000	- 15 379	-
Driftsresultat EBIT	804 764	433 060	741 188	415 158	109 594
Nettoresultat tilknyttet selskap -normal	51 048	62 173	5 505	34 208	-
Nettoresultat tilknyttet selskap -unormal	20 816	9 514	9 208	17 307	-
Finansinntekt - normal (Netto 2020)	1 803	1 694	3 983	7 466	8 165
Finanskostnad - normal	17 329	20 871	19 360	26 901	26 474
Unormalt finansresultat	312 009	143 555	76 662	51 474	34 639
Ordinært resultat før skattekostnad	1 173 111	322 987	817 186	464 098	40 316
Skattekostnad - normal	164 312	85 531	147 835	84 824	1 717
Skattekostnad - unormal	3 395	649	1 563	546	-
Resultat før diskontinuert virksomhet	1 005 404	236 807	667 788	379 820	42 033
Resultat fra diskontinuert virksomhet	-	-	39 918	922 600	-
Minoritetsresultat	33 034	37 762	41 542	45 949	39 596
Årsresultat majoritet	972 370	199 045	666 164	1 256 471	2 437
Andre driftsrelaterte resultatelementer	11 535	3 571	17 013	9 868	18 454
Andre finansrelaterte resultatelementer	21 429	7 334	2 699	18 424	15 098
Totalresultat	1 005 334	195 282	646 452	1 265 027	35 989
Utbytte	111 773	411 625	224 684	260 229	213 236

Tabell 11 Omgruppert resultatregnskap for NRS i perioden 2016-2020

6.3.2 Balanseregnskapet

Balanseoppstillingen i regnskapene til NRS er ført etter IFRS og er i stor grad

kreditororientert. Dette skyldes at det skiller mellom kortsiktige og langsiktige eiendeler og gjeld (Penman, 2013). For å gjøre balansen mer investororientert vil jeg omgruppere balansen for å skille mellom drift og kapital som finansierer driftseiendelene i balansen og vise dette gjennom sysselsatt kapital.

I fordelingen av postene benytter jeg informasjon som er gitt i notene i års- og kvartalsrapportene til NRS. Siden flere av postene i utgangspunktet kan klassifiseres som både drifts- og finansrelaterte poster kan dette føre til økt risiko for feil i beregningen av verdierestimatet. Vurderingen av hvilke poster som skal plasseres innenfor de forskjellige kategoriene må derfor vurderes nøye.

Driftsrelaterte eiendeler:

- Immaterielle eiendeler
- Varige driftsmidler
- Investering i tilknyttet selskap
- Varelager og biologiske eiendeler

- Kundefordringer og andre fordringer

Finansielle eiendeler:

- Finansielle anleggsmidler
- Kontanter og ekvivalenter

Driftsrelatert gjeld:

- Leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld
- Pensjonsforpliktelser
- Utsatt- og betalbar skatt

Finansiell gjeld

- Langsiktig- og kortsiktig rentebærende gjeld

For NRS sitt tilfelle består de immaterielle eiendelene i hovedsak av konsesjoner tildelt for å drive oppdrett. De varige driftsmidlene inneholder tomter, bygninger, maskiner, anlegg og båter. Majoriteten av varelageret består av levende fisk i havet, denne verdien blir justert til virkelig verdi i balansen etter IFRS og baserer seg på hvor stor fisken er. De øvrige varene er fôr og eventuell fisk som er slaktet og ligger på lager. Etter informasjonen i notene velger jeg også å klassifisere kundefordringer og andre fordringer som driftsrelaterte. De finansielle eiendelene inneholder investeringer i aksjer og andre eiendeler tilgjengelig for salg. Kontanter og kontantekvivalenter har jeg valgt å klassifisere som en finansiell eiendel siden de i stor grad handler som å holde overskuddslikviditet. Den driftsrelaterte gjelden er gjeld som er knyttet til driften og ikke er rentebærende. Dette er løpende fordringer fra leverandører på fôr og smolt, samt andre driftsrelaterte kjøp. Pensjonsforpliktelser kommer som et resultat av lønnskostnader og er derfor driftsrelatert. Skattekostnaden knytter jeg også til driften når dette er et resultat av selve driften i selskapet. Den finansielle gjelden klassifiseres som følger av at den er rentebærende. For regnskapsåret 2020 er det noen av postene som blir gjort om til en samlepост, da det ikke finnes informasjon i kvartalsrapportene om hvordan disse er fordelt.

Balanseregnskap					
Omgruppert - Alle tall i 1000 NOK	2016	2017	2018	2019	2020
Sum immaterielle eiendeler	648 887	648 887	846 807	713 947	948 616
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	19 579	30 624	37 780	55 085	-
Maskiner og anlegg	182 110	224 770	313 584	799 625	-
Skip, rigger og lignende	197 285	270 845	299 614	302 586	-
Driftsløsøre/inventar/verktøy/biler	18 522	17 767	21 599	18 272	-
Driftsmidler ikke spesifisert	-	-	-	-	2 351 759
Investeringer i tilknytte selskap (kalkulert 2020)	531 503	580 510	568 443	607 886	711 039
Sum driftsrelaterte eiendeler	1 597 886	1 773 403	2 087 827	2 497 401	4 011 414
Varelager	101 635	99 326	81 376	80 123	97 040
Biologiske eiendeler	1 205 399	1 177 678	1 240 393	1 231 662	1 289 241
Kundefordringer	478 214	546 082	369 030	416 910	-
Andre fordringer	244 596	73 888	68 997	233 289	316 541
Sum driftsrelaterte omløpsmidler	2 029 844	1 896 974	1 759 796	1 961 984	1 702 822
Sum driftseiendeler	3 627 730	3 670 377	3 847 623	4 459 385	5 714 236
Andre fordringer (kalkulert 2020)	16 000	32 640	87 191	68 374	61 048
Investeringer i aksjer og andeler (kalkulert 2020)	395	367	367	463	672
Sum finansielle anleggsmidler	16 395	33 007	87 558	68 837	61 720
Kasse/Bank/Post	69 257	151 779	155 653	152 317	38 753
Sum finansielle omløpsmidler	69 257	151 779	155 653	152 317	38 753
Sum finansielle eiendeler	85 652	184 786	243 211	221 154	100 473
Totale eiendeler	3 713 382	3 855 163	4 090 834	4 680 539	5 814 709
Egenkapital majoritet	2 013 983	1 813 268	2 279 243	3 311 090	3 091 096
Minoritetsinteresser	33 034	37 762	41 542	45 949	39 596
Sum egenkapital	2 047 017	1 851 030	2 320 785	3 357 039	3 130 692
Pensjonsforpliktelser	11 383	16 728	19 005	27 638	23 703
Utsatt skatt	394 786	364 557	385 754	358 208	365 569
Betalbar skatt	79 350	113 485	134 777	42 537	3 752
Leverandørgjeld	646 515	549 526	446 993	575 895	617 937
Annen kortsiktig gjeld	182 915	155 979	129 952	70 362	67 723
Sum driftsrelatert gjeld	1 314 949	1 200 275	1 116 481	1 074 640	1 078 684
Langsiktig rentebærende gjeld	303 781	461 241	551 054	200 933	1 378 514
Kortsiktig rentebærende gjeld	47 635	342 617	102 514	47 927	226 819
Sum finansiell gjeld	351 416	803 858	653 568	248 860	1 605 333
Sum gjeld	1 666 365	2 004 133	1 770 049	1 323 500	2 684 017
Sum egenkapital og gjeld	3 713 382	3 855 163	4 090 834	4 680 539	5 814 709

Tabell 12 Omgruppert balanseregnskap for NRS i perioden 2016-2020

Videre skal jeg bruke informasjonen fra det omgrupperte balanseregnskapet til å skille mellom finansieringen fra eierne og långiverne. Dette gjøres ved å beregne netto driftseiendeler ved å trekke fra driftsrelatertgjeld fra de driftsrelaterte eiendelene og stå igjen med sysselsatt kapital.

Sysselsatt kapital					
Alle tall i 1000 NOK	2016	2017	2018	2019	2020
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	1 191 717	1 392 118	1 683 068	2 111 555	3 622 142
Driftsrelatert arbeidskapital	1 121 064	1 077 984	1 048 074	1 273 190	1 013 410
Netto driftseiendeler	2 312 781	2 470 102	2 731 142	3 384 745	4 635 552
Finansielle eiendeler	85 652	184 786	243 211	221 154	100 473
Sysselsatte eiendeler	2 398 433	2 654 888	2 974 353	3 605 899	4 736 025
Egenkapital	2 013 983	1 813 268	2 279 243	3 311 090	3 091 096
Minoritetsinteresser	33 034	37 762	41 542	45 949	39 596
Finansiell gjeld	351 416	803 858	653 568	248 860	1 605 333
Sysselsatt kapital	2 398 433	2 654 888	2 974 353	3 605 899	4 736 025

Tabell 13 Sysselsatt kapital for NRS i perioden 2016-2020

6.4 Lønnsomhetsanalyse

For å se i hvilken grad NRS er lønnsom eller ikke skal jeg i dette delkapitlet gjennomføre en analyse av lønnsomheten i selskapet mot de komparative selskapene som ble presentert i kapittel 2. Dette er for å se hvor godt NRS klarer å skape avkastning i sammenligning med lignende selskaper i bransjen. Jeg velger derfor å måle NRS opp mot et bransjegjennomsnitt som er gjennomsnittet av de komparative selskapene.

6.4.1 Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabilitet er et mål på hvor mye virksomheten klarer å generere ved hjelp av totalkapitalen (Penman, 2013). Dette sier noe om hvor mye de klarer å skape ut i fra egenkapitalen, men også ved bruk av gjeld. Formelen for å beregne totalkapitalrentabiliteten er som følger:

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{\text{resultat før renter og skatt}}{\text{Totalkapitalen}}$$

Totalkapitalrentabilitet					
	2016	2017	2018	2019	2020
NRS	24 %	13 %	18 %	9 %	2 %
Branjse	21 %	13 %	20 %	11 %	5 %

Tabell 14 Totalkapitalrentabilitet for NRS og oppdrettsbransjen i perioden 2016-2020

Som vi ser av tabellen ovenfor presterer NRS og bransjen ganske likt når det gjelder avkastning på totalkapitalen.

6.4.2 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten sier nok om avkastningen selskapet klarer å generere ved hjelp av egenkapitalen som er investert i selskapet. Dette måltallet kan være misvisende da det ikke tar med gjeld i beregningen, men sier heller noe om avkastningen til eiersiden i selskapet (Penman, 2013). Formelen for egenkapitalrentabilitet er som følger:

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Resultat før skatt}}{(\text{Egenkapital}_{t-1} + \text{Egenkapital}_t)/2}$$

Egenkapitalrentabilitet

	2017	2018	2019	2020
NRS	17 %	39 %	17 %	2 %
Branjse	25 %	36 %	22 %	10 %

Tabell 15 Egenkapitalrentabilitet for NRS og oppdrettsbransjen i perioden 2016-2020

Tabellen over viser NRS sin egenkapitalrentabilitet mot bransjen. Denne viser at NRS i gjennomsnitt har noe dårligere egenkapitalrentabilitet som bransjegjennomsnittet, men avviker ikke veldig mye før i år 2020.

7. Risikoanalyse

I dette kapitlet vil jeg benytte det omgrupperte regnskapet for å analyse NRS din kortsiktige kredittrisiko gjennom en likviditetsanalyse. Formålet med denne analysen er å se om selskapet klarer å betale krav ettersom de forfaller og gjennom dette se om selskapet kan havne i en likviditetsskvis med fare for konkurs. Analysen vil gjennomføres ved hjelp av ulike forholdstall som har til hensikt å si noe om selskapets evne til å løpende krav. Jeg vil starte med likviditetsgradsanalyser og finansiell gjeldsdekningsgrad i balansen. Dette tar for seg den kortsiktige risikoen for eventuelle tap. Videre vil jeg gjennomføre en soliditetsanalyse som handler om den langsiktige risikoen. Funnene i forholdstallsanalysene vil jeg sammenligne med en bransjestandard som er utarbeidet med bakgrunn i tallene for de komparative selskapene som er presentert tidligere, se delkapittel 2.6 for mer utdypende informasjon om selskapene. Til slutt vil jeg oppsummere analysen ved hjelp av syntetisk kredittrating.

7.1 Likviditetsanalyse – Analyse av kortsiktig risiko

I en likviditetsanalyse er målet å se på selskapets kortsiktige kredittrisiko. Likviditetsanalysen skal kartlegge selskapets evne til å dekke sine løpende forpliktelser etter som de forfaller gjennom året. Ved hjelp av denne analysen vil jeg være i stand til å kunne si noe om NRS mangler kapital til å dekke sine forpliktelser og avdekke eventuell konkurrisiko. Jeg vil gjennomføre analysen ved å se på likviditet i balanse, så vil jeg se på likviditeten i resultatet og kontantstrømmene før jeg til slutt ser på rentedekningen.

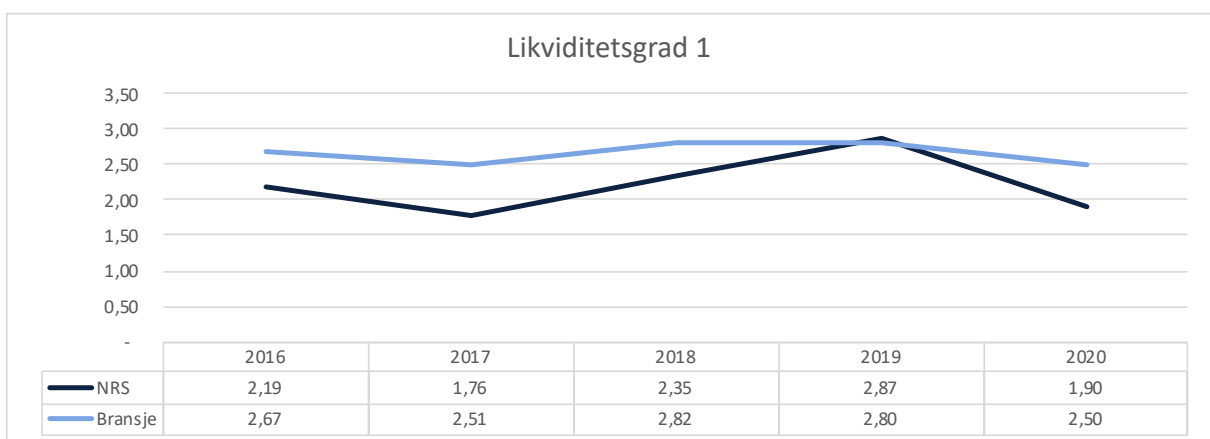
7.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 beregnes ved å se på forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld i balansen, illustrert i formelen under.

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

Hvis likviditetsgrad 1 er lavere enn 1 betyr det at kortsiktig gjeld er høyere om omløpsmidlene til selskapet, noe som kan tyde på at selskapet mangler likvide midler for å kunne dekke inn sine forpliktelser. En tommelfingerregel er at likviditetsgrad 1 burde ligge over 2. Ved svært høy likviditetsgrad 1 kan det derimot tyde på at selskapet har bundet opp mye eiendeler som heller ikke er positivt. En tilnærming til dette kan være en avveining mellom tilstrekkelig omløpsmidler mot kortsiktig gjeld kan derfor være ønskelig og ikke nødvendigvis styre etter spesifikke måltall (Damodaran, 2012).

I en verdivurderingssituasjon kan det være gunstig å bruke bransjen som måltall. Dette er fordi det finnes mange forskjeller mellom bransjer og hvordan de operer. Ved å bruke bransjen som sammenligningsgrunnlag er det mulig å si noe om selskapet har god eller dårlig likviditet. Eventuell problematikk kan oppstå ved at bransjen i seg selv er i en likviditetskrise, men med bakgrunn i oppdrettsbransjen de senere årene skal ikke dette være noe problem for analyseperioden i årene før 2020 (Penman, 2013). Omløpsmidlene til et typisk oppdrettsselskap består i stor grad av levende fisk i havet. Noe av dette er til dels illikvid opp til en viss størrelse, men kan som regel omsettes ganske rask til en noe lavere pris enn vanlig hvis selskapet er i en situasjon hvor de mangler midler for å dekke sine forpliktelser.



Figur 12 Likviditetsgrad 1 for NRS og oppdrettsbransjen i perioden 2016-2020

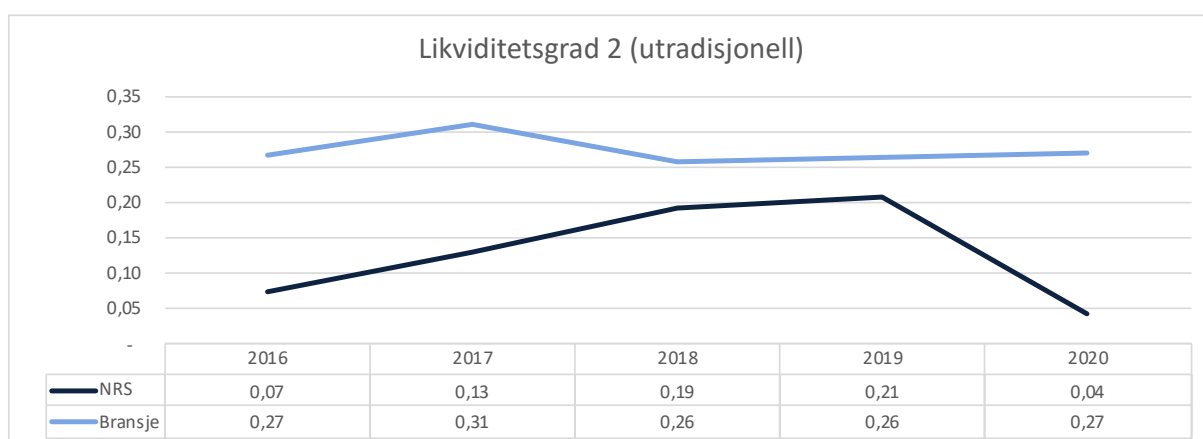
Ved å se på grafen over kan vi se at NRS ligger noe lavere enn bransjen forøvrig gjennom analyseperioden. Jeg velger å ikke betegne dette som bekymringsverdig da det kun er ett år, 2017, som avviker forholdsmessig mer enn resten. 2020 viser seg også noe dårligere enn bransjen som viser samme trend det siste året. Med bakgrunn i hendelser det siste året velger jeg å ikke legge så mye vekt på dette, men tar det med videre til helhetsvurderingen.

7.1.2 Likviditetsgrad 2 – «utradisjonell»

I rammeverket til Knivsflå er likviditetsgrad 2 beregnet på to forskjellige måter, jeg vil ta for meg den utradisjonelle metoden først (Knivsflå, 2021, 5:40). Likviditetsgrad 2 er forholdet mellom finansielle omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Finansielle omløpsmidler betegnes som de mest likvide midlene til selskapet. Den utradisjonelle likviditetsgrad 2 bregnes ved å dividere finansielle omløpsmidler på kortsiktig gjeld som vist under.

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

Som en tommelfingerregel burde likviditetsgrad 2 være høyere enn én. Også her kan bransjegjennomsnittet gi et bedre bilde på hva som er det reelle behovet til virksomheten. Som nevnt tidligere er finansielle omløpsmidler de mest likvide midlene i et selskap og gir derfor et mer reelt bilde på evnen selskapet har til å betale sine forpliktelser.



Figur 13 Utradisjonell likviditetsgrad 2 for NRS og oppdrettsbransjen i perioden 2016-2020

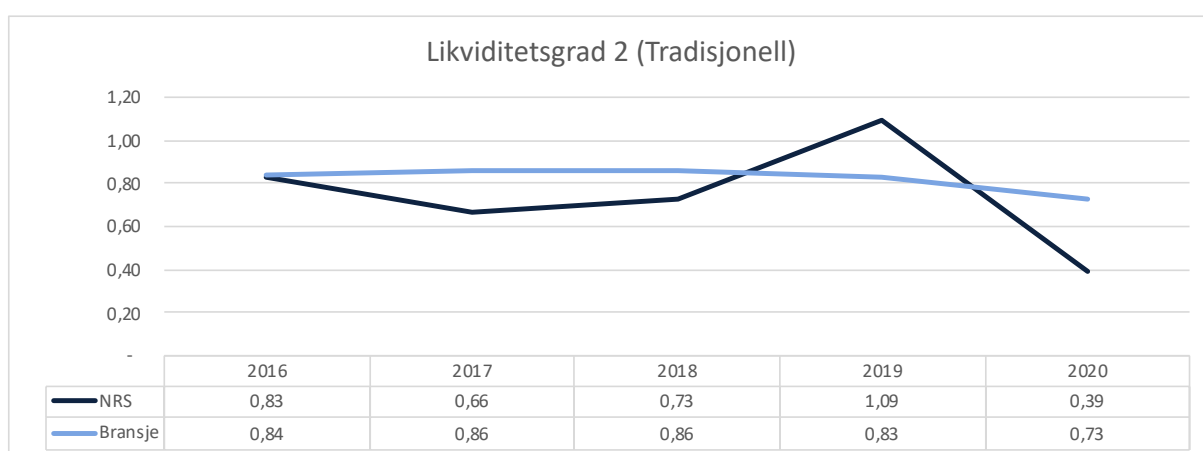
Grafen over viser at NRS har betydelig lavere likviditetsgrad 2 enn bransjegenomsnittet. Dette kan tyde på at selskapet har begrensede midler for å gjøre opp for seg og reflekterer en likviditetsulempe. Dette kan tyde på at det er en viss risiko for at NRS over tid kan få problemer med likviditeten.

7.1.3 Likviditetsgrad 2 – «tradisjonell»

I likhet med den utradisjonelle metoden presentert tidligere er også dette et forholdstall på selskapets mest likvide midler dividert på kortsiktig gjeld. Den tradisjonelle måten å beregne likviditetsgrad 2 på er som følger:

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Omløsmidler} - \text{Varelager}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Også i den tradisjonelle metoden å beregne likviditetsgrad 2 er tommelfingerregelen at verdien skal ligge over én for å ha «god» likviditet. Denne metoden kalles også «quick ratio» og «quick acid test» (Penman, 2013).



Figur 14 Tradisjonell likviditetsgrad 2 for NRS og oppdrettsbransjen i perioden 2016-2020

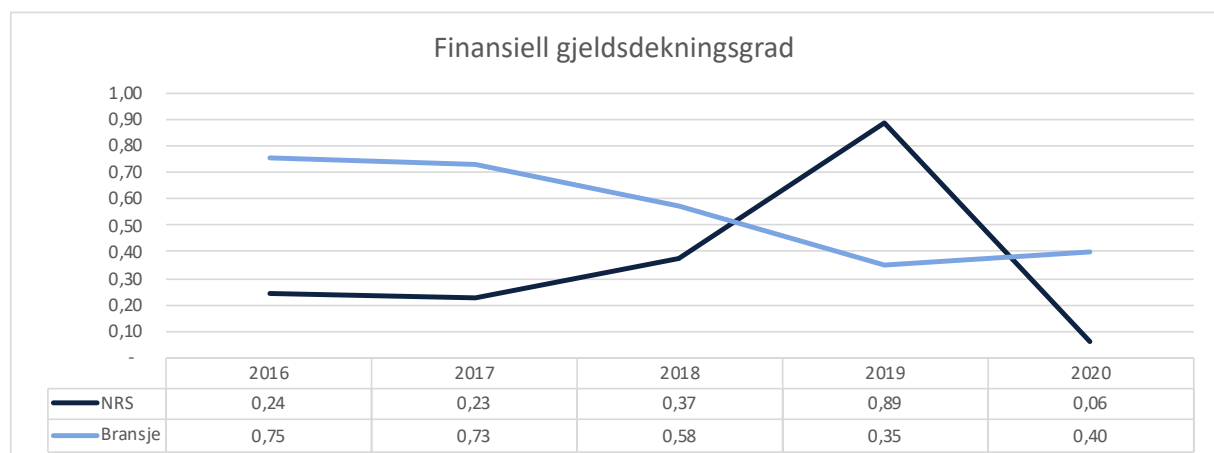
Grafen over viser at både bransjen og NRS ligger litt under tommelfingerregelen, med unntak av 2019 for NRS. Dette viser NRS også i dette tilfellet er noe lavere enn bransjegenomsnittet som har vært en trend gjennom de foregående nøkkeltallsberegningene. NRS stiller noe svakere og bærer høyere risiko også her enn bransjegenomsnittet.

6.1.4 Finansiell gjeldsdekningsgrad

I motsetning til de tre foregående nøkkeltallene som fokuserer på betjeningen av den kortsiktige gjelden. Ser finansiell gjeldsdekning ser på selskapets evne til å betjene den langsiktige gjelden ved å se på om selskapet besitter nok finansielle eiendeler til å betjene den finansielle gjelden (Penman, 2013). Forholdstallet kan forklares ved at jo høyere det er jo mer finansielle eiendeler har selskapet til å betjene gjelden og regnes ut ved å dividere finansielle eiendeler på finansiell gjeld som vist under:

$$\text{Finansiell gjeldsdekningsgrad} = \frac{\text{Finansielle eiendeler}}{\text{Finansiell gjeld}}$$

Jeg vil også bruke bransjegjennomsnittet for å måle den finansielle gjeldsdekningsgraden. Vurderinger er at oppdrettselskaper er mer kapitalintensive enn markedet og vil derfor ikke la seg måle like godt mot markedet forøvrig som mot sin egen bransje.



Figur 15 Finansiell gjeldsdekningsgrad for NRS og oppdrettsbransjen i perioden 2016-2020

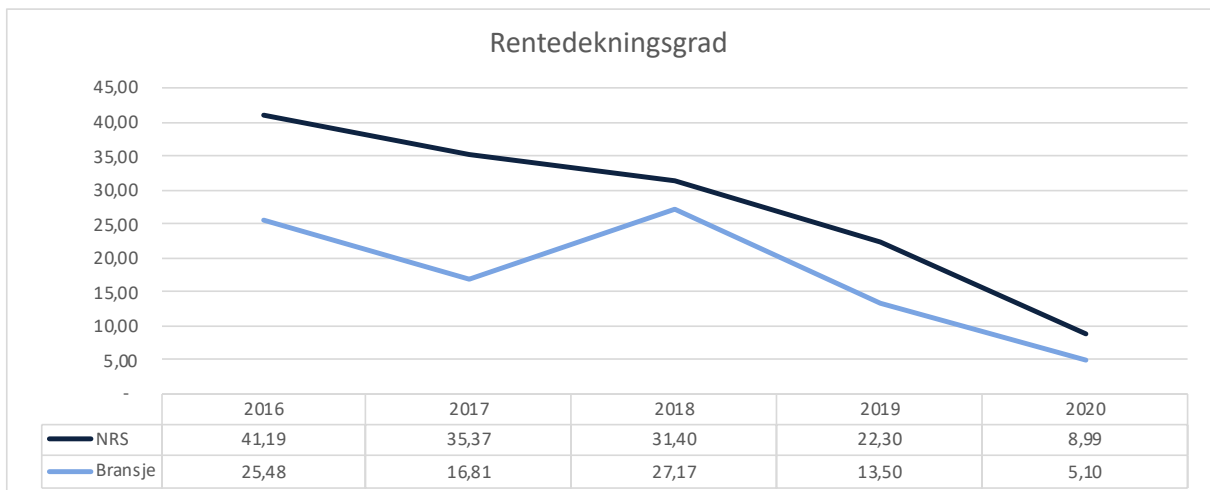
Grafen over viser utviklingen i finansiell gjeldsdekningsgrad for NRS og for bransjegjennomsnittet i oppdrettsbransjen. Her kan vi se at NRS ligger under for de første tre årene i analyseperioden før de får en oppsving i 2019 og går ned igjen i 2020. Totalt sett vurderer jeg NRS til å ha lavere betjeningsevne enn bransjen forøvrig og dermed inneha mer risiko.

6.1.5 Rentedeckningsgrad

Rentedekningsgraden tar utgangspunkt i resultat og viser et forholdstall som sier noe om selskapets evne til å dekke finanskostnader. Dette forholdstallet beregnes ved å dividere nettoresultat fra sysselsatt kapital på netto finanskostnader som vist under:

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Nettoresultat fra sysselsatt kapital}}{\text{Netto finanskostnad}}$$

Her forklares forholdstallet med jo høyere verdi, desto bedre evne har selskapet til å dekke finanskostnadene med resultatet (Penman, 2013). I et tilfelle hvor rentedekningsgraden er lik én ville hele nettoresultatet fra driften gått til å dekke rentekostnadene. Når rentene er lave er det naturlig at forholdstallet blir desto høyere.



Figur 16 Rentedeckningsgrad for NRS og oppdrettsbransjen i perioden 2016-2020

Som grafen viser har forholdstallet vært veldig høyt for både NRS og bransjegenomsnittet i begynnelsen av analyseperioden, men viser en synkende trend frem til 2020. Dette betyr at det er mindre fri kapital til å dekke finanskostnader. Dette kan forklares med en plutselig vekst i lakseprisen i 2016 sammen med økte investeringer i de senere årene. Det at trenden er synkende peker mot høyere risiko.

6.1.6. Kontantstrømsanalyse

I kontantstrømsanalysen er formålet å se på om selskapet evner å generer likvide midler gjennom de forskjellige kapitalene i selskapet. For en investor er det mest interessant å se på om selskapet er i stand til å generere kontanter som kan komme investoren til gode.

Netto kontantstrøm fra sysselsatt kapital (Tall i 1000 NO)	2016	2017	2018	2019	2020
Netto driftsresultat	660 945	674 406	598 337	558 181	246 251
Unormalt netto driftsresultat	193 032 -	247 515	136 542 -	173 299 -	119 644
Endring i netto eiendeler	860 498 -	195 987	469 755	1 036 254 -	226 347
Fri kontantstrøm fra drift	- 6 521	230 904	265 124 -	651 372 -	99 740
Netto finansinntekt	313 121 -	142 252	82 030	78 375 -	8 165
Netto unormal finansinntekt	193 032 -	247 515	136 542 -	173 299 -	119 644
Endring i finansielle eiendeler	4 000	16 640	54 551 -	18 817 -	7 326
Fri kontantstrøm fra sysselsatt kapital	495 632 -	175 503	429 145 -	727 479 -	220 223

Figur 17 Netto kontantstrøm fra sysselsatt kapital for NRS i perioden 2016-2020

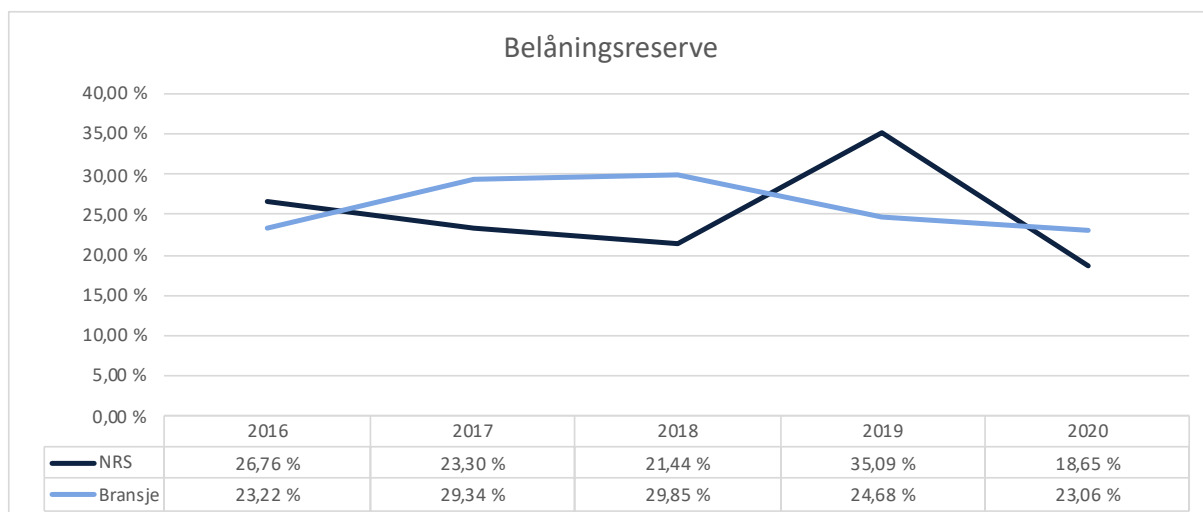
Som tabellen over viser er det flere år med negativ fri kontantstrøm fra sysselsatt kapital. Det største utslaget her skyldes en voldsom økning i eiendeler fra 2018 til 2019. Som nevnt tidligere er NRS inne i en periode med store investeringer i forbindelse med både settefiskanlegg og Arctic Offshore som gjør at eiendelen har vokst en del i analyseperioden. Det skal også legges til at resultat for 2019 ville blitt annerledes om jeg hadde inkludert gevinst fra salg av «region sør» som gav ca 900 millioner etter skatt. Jeg har derimot valgt å holde det utenfor da det ikke speiler driften i selskapet og et enkelthendelse man ikke kan regne med i tiden som kommer.

6.1.7 Belåningsreserve

Belåningsreserve er et forholdstall som viser hvor mye av et selskaps eiendeler som kan stilles som sikkerhet når det er behov for å ta opp nye lån.

Eiendel	Prosentvis dekning
Konsesjoner	50 %
Varige driftsmidler	60 %
Investeringer i tilknyttet selskap	30 %
Varebeholdning	30 %
Biologiske eiendeler	40 %
Kundefordringer	60 %
Andre fordringer	60 %
Investeringer i andre selskaper	30 %
Eiendeler holdt for salg	30 %
Andre langsiktige fordringer	60 %

Tabell 16 Presentasjon av sikkerhetsstillelse ved lån



Figur 18 Presentasjon av belåningsreserve for NRS og oppdrettsbransjen i perioden 2016-2020

Som figuren over viser har NRS lavere belåningsreserve enn bransjegjennomsnittet, med unntak av 2019. Dette betyr at NRS har mindre handlingsrom enn bransjegjennomsnittet til å stille ytterligere sikkerhet ved behov for nye lån.

6.2 Soliditetsanalyse – Analyse av langsiktig risiko

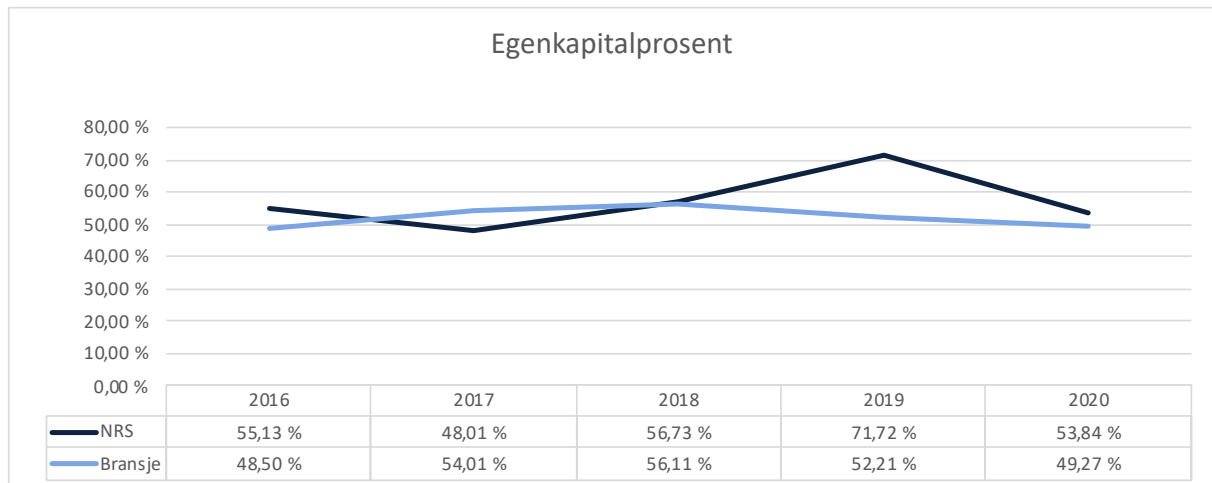
I soliditetsanalysen analyseres den langsiktige kredittrisikoen. Formålet med analysen er å se på at selskaps evne til å tåle tap i fremtiden basert på de økonomiske ressursene selskapet besitter. Hvor mye egenkapital et selskap har sier noe om hvor godt rustet selskapet er for vedvarende svake resultater i tiden som kommer (Penman, 2013). I min analyse vil jeg analysere egenkapitalprosenten og foreta en analyse av driftsrentabiliteten, samt NRS sin kapitalstruktur. På lik linje med likviditetsanalysen vil jeg også her sammenligne funnene med et bransjegjennomsnitt.

6.2.1 Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosenten sier hvor stor andel av totalkapitalen som er finansiert med egenkapital. Dette er det viktigste forholdstallet i soliditetsanalysen og gjenspeiler selskapets evne til å takle tøffere tider. Med en høyere egenkapitalprosent vil selskapet være bedre rustet for å stå i perioder med dårligere inntjening. Egenkapitalprosenten beregnes på følgende måte:

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital majoritet} + \text{minoritetsinteresser}}{\text{Totalkapital}}$$

For kapitalintensive bransjer som oppdrett vil det være en fordel å ha en viss andel av totalkapitalen finansiert av egenkapital. Dette er fordi lakseprisen og høye kostnader bundet i utstyr kan bidra til å gjøre fremtidig inntjening noe uforutsigbart.



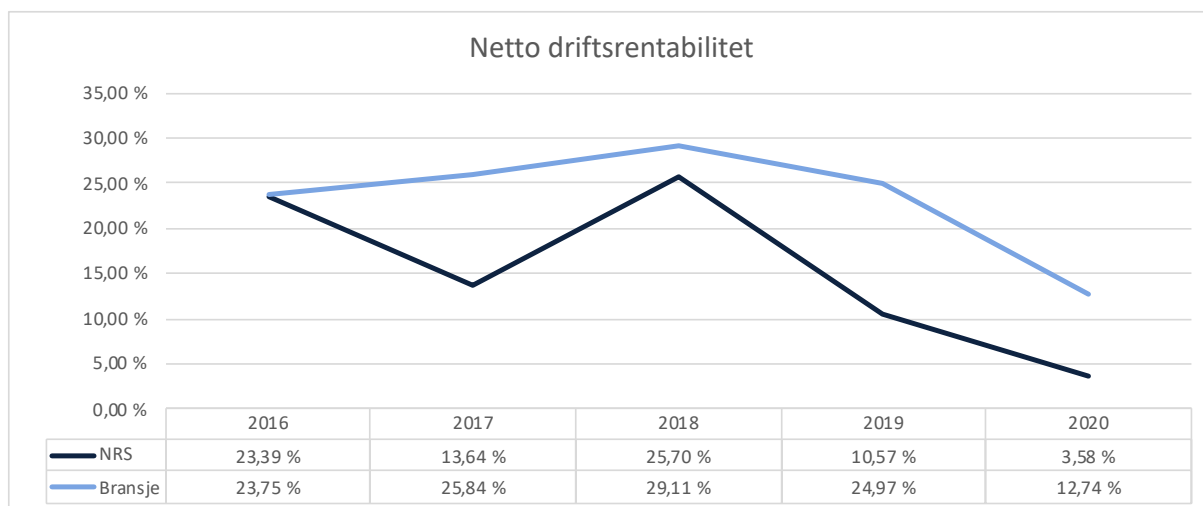
Figur 19 Egenkapitalprosent for NRS og oppdrettsbransjen i perioden 2016-2020

Hvis vi ser på grafen over kan vi se at både NRS og bransjegjennomsnittet beveger seg like rundt 50% egenkapital i analyseperioden. Ut i fra dette vil jeg vurdere at NRS har en god egenkapitalprosent og er rustet på lik linje som bransjen forøvrig når det gjelder andelen av deres eiendeler som er finansiert med egenkapital. Dermed er NRS sin langsiktige kredittrisiko lav.

6.2.2 Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet er et forholdstall som viser hvilken avkastning selskapet har på netto driftseiendeler og viser dermed lønnsomheten til driften i selskapet. Ulønnsom drift i selskapet vil påvirke egenkapitalen på lang sikt, derfor er dette forholdstallet tatt med i soliditetsanalysen. Netto driftsrentabilitet beregnes på følgende måte:

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{\text{Netto driftsresultat}}{\text{Netto driftskapital} + ((\Delta \text{Netto driftskapital} - \text{Netto driftsresultat})/2)}$$



Figur 20 Netto driftsrentabilitet for NRS og oppdrettsbransjen i perioden 2016-2020

Grafen over viser utviklingen i lønnsomheten for NRS og bransjegjennomsnittet. Som vi ser av grafen har bransjegjennomsnittet prestert bedre enn NRS i analyseperioden. NRS følger i samme trend som bransjen og det er tydelig at 2020 ble en tungt år for oppdrettsnæringen. NRS har høyere driftskostnader enn bransjen og klarer derfor ikke nå samme lønnsomhet som resten av bransjen.

6.2.3 Analyse av kapitalstruktur

Analyse av kapitalstrukturen i selskapet gjøres for å se hvilke eiendeler som er finansiert på hvilken måte. Siden forskjellige måter å finansiere eiendeler på innehar forskjellig risiko er det interessant å se på hvordan selskapet er strukturert for å få et bilde på hvilken risiko det fører med seg. Generelt sett er det mindre risikofylt å være finansiert med egenkapital og langsiktig gjeld i en kreditors perspektiv. Desto mer som er finansiert med kortsiktig gjeld desto mer risiko vil være bundet til selskapet (Knivsfå, 2021, 17:10).

Jeg har valgt å analysere alle årene i analyseperioden for å kunne se på hvordan kapitalstrukturen endrer seg over tid. Videre vil jeg gå i dybden på år 2020 og sammenligne med et bransjegjennomsnitt.

Kapitalstruktur NRS 2016
Absolutte tall (i 1000 NOK)

Kapitalstruktur	Egenkapital	Minoritetsinteresser	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
Driftsanleggsmidler	1 598 281						1 598 281
Finansielle anleggsmidler	16 000						16 000
Driftsomløpsmidler	330 445	33 034	406 169	303 781	908 780	47 635	2 029 844
Finansielle omløpsmidler	69 257						69 257
Totalkapital	2 013 983	33 034	406 169	303 781	908 780	47 635	3 713 382

Kapitalstruktur NRS 2017
Absolutte tall (i 1000 NOK)

Kapitalstruktur	Egenkapital	Minoritetsinteresser	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
Driftsanleggsmidler	1 773 770						1 773 770
Finansielle anleggsmidler	32 640						32 640
Driftsomløpsmidler	6 858	37 762	381 285	461 241	818 990	190 838	1 896 974
Finansielle omløpsmidler						151 779	151 779
Totalkapital	1 813 268	37 762	381 285	461 241	818 990	342 617	3 855 163

Kapitalstruktur NRS 2018
Absolutte tall (i 1000 NOK)

Kapitalstruktur	Egenkapital	Minoritetsinteresser	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
Driftsanleggsmidler	2 088 194						2 088 194
Finansielle anleggsmidler	87 191						87 191
Driftsomløpsmidler	50 719	41 542	404 759	551 054	711 722		1 759 796
Finansielle omløpsmidler	53 139					102 514	155 653
Totalkapital	2 279 243	41 542	404 759	551 054	711 722	102 514	4 090 834

Kapitalstruktur NRS 2019
Absolutte tall (i 1000 NOK)

Kapitalstruktur	Egenkapital	Minoritetsinteresser	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
Driftsanleggsmidler	2 497 864						2 497 864
Finansielle anleggsmidler	68 374						68 374
Driftsomløpsmidler	640 462	45 949	385 846	200 933	688 794		1 961 984
Finansielle omløpsmidler	104 390					47 927	152 317
Totalkapital	3 311 090	45 949	385 846	200 933	688 794	47 927	4 680 539

Kapitalstruktur NRS 2020
Absolutte tall (i 1000 NOK)

Kapitalstruktur	Egenkapital	Minoritetsinteresser	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
Driftsanleggsmidler	3 091 096						4 012 086
Finansielle anleggsmidler				920 990			61 048
Driftsomløpsmidler		39 596	389 272	396 476	689 412	188 066	1 702 822
Finansielle omløpsmidler						38 753	38 753
Totalkapital	3 091 096	39 596	389 272	1 378 514	689 412	226 819	5 814 709

Tabell 17 Presentasjon av kapitalstrukturen til NRS i perioden 2016-2020 i absolutte tall

Som vi ser ut i fra tabellen over viser det seg at NRS har skiftet fra å være finansiert i stor grad av egenkapital og til dels langsiktig gjeld og gått mer over til å bruke gjeld til å finansiere sine eiendeler.

Kapitalstruktur NRS 2020
Prosentvise tall

Kapitalstruktur	Egenkapital	Minoritetsinteresser	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
Driftsanleggsmidler	77,04 %			22,96 %			69,00 %
Finansielle anleggsmidler				100 %			1,05 %
Driftsomløpsmidler		2,33 %	22,86 %	23,28 %	40,49 %	11,04 %	29,28 %
Finansielle omløpsmidler							0,67 %
Totalkapital	53,16 %	0,68 %	6,69 %	23,71 %	11,86 %	3,90 %	100,00 %

Tabell 18 Kapitalstrukturen til NRS i 2020 i prosentvise tall

Vi kan se av tabellen over som viser år 2020 i prosentvise tall at de fortsatt finansierer 77% av dine driftsmidler med egenkapital. Dette er i motsetning til 100% i årene før. Ut i fra dette bærer selskapet nå en høyere risiko mot kreditor enn tidligere.

Gjennomsnitt bransje 2020
Prosentvise tall

Kapitalstruktur	Egenkapital	Minoritetsinteresser	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
Driftsanleggsmidler	94,04 %		4,66 %	1,30 %			53,84 %
Finansielle anleggsmidler			100,00 %				3,31 %
Driftsomløpsmidler		5,93 %	5,75 %	66,37 %	20,47 %	1,48 %	38,96 %
Finansielle omløpsmidler					10,77 %	28,12 %	3,90 %
Totalkapital	50,63 %	2,31 %	8,06 %	26,56 %	9,05 %	3,39 %	100,00 %

Tabell 19 Kapitalstrukturen til bransjen i 2020 i prosentvise tall

Ved å sammenligne NRS i 2020 mot prosentvise tall for bransjegjennomsnittet kan vi se at bransjen finansierer en større andel av dine eiendeler ved hjelp av egenkapital. Endringen i kapitalstrukturen for NRS faller sammen med investeringer som er gjort i forbindelse med nye prosjekter og har av den grunn blitt nødt til å ta opp mer gjeld for å finansiere disse. Likevel kan vi se at NRS er forholdsvis likt strukturert som bransjen og har mer eller mindre samme andel allokert til de forskjellige finansieringsformene. Vurderingen blir derfor at NRS har gått mer over til å finansiere sine eiendeler med gjeld, men ser ikke ut til å avvike stort fra bransjen og bærer derfor marginalt høyere risiko enn bransjen.

6.3 Oppsummering syntetisk rating

Nå skal oppsummere de funnene som er gjort gjennom den kortsiktige- og langsiktige risikoanalysen. Her vil jeg plassere nøkkeltallene inn i en tabell og tildele en rating etter verdien. Jeg har valgt å bruke syntetisk rating for å kunne plassere selskapet i en risikoklasse og på den måten si noe om konkurrisikoen til selskapet (Knivsfå, 2021, 0:20).

Syntetisk Rating				
	Likviditetsgrad 1	Rentedekningsgrad	Egenkapitalprosent	Netto driftsrentabilitet
AAA	11,600	16,900	0,940	0,350
	8,900	11,600	0,895	0,308
AA	6,200	6,300	0,850	0,266
	4,600	4,825	0,805	0,216
A	3,000	3,350	0,760	0,166
	2,350	2,755	0,715	0,131
BBB	1,700	2,160	0,440	0,096
	1,450	1,690	0,380	0,082
BB	1,200	1,220	0,320	0,068
	1,050	0,320	0,270	0,054
B	0,900	0,900	0,220	0,040
	0,750	0,485	0,175	0,026
CCC	0,600	0,070	0,130	0,012
	0,550	-0,345	0,105	-0,002
CC	0,500	-0,760	0,080	-0,016
	0,450	-1,170	0,300	-0,030
C	0,400	-1,580	-0,020	-0,044
	0,350	-1,995	-0,100	-0,058
D	0,300	-2,410	-0,080	-0,072

Tabell 20 Standard og Poor's karaktersetting for syntetisk rating

Jeg har valgt å bruke Standard & Poor's ratingklasser for å klassifisere NRS og bransjen. Ratingklassene går fra D til AAA, hvor AAA er best og D er dårligst. I ratingsystemet er alt under BB regnet for å være spekulativt, under CCC regnes å være risikabelt og dårligere. For å regnes som gode kredittverdige selskap må de få en rating høyere enn BBB som tilsvarer «lower medium gade» (Kaldestad & Møller, 2016).

Norway Royal Salmon					
	2016	2017	2018	2019	2020
Likviditetsgrad 1	2,195	1,764	2,352	2,870	1,901
Raring	BBB	BBB	A	A	A
Rentedekningsgrad	41,191	35,373	31,396	22,299	8,993
Raring	AAA	AAA	AAA	AAA	AA
Egenkapitalprosent	55,13 %	48,01 %	56,73 %	71,72 %	53,84 %
Raring	BBB	BBB	BBB	A	BBB
Netto driftsrentabilitet	23,39 %	13,64 %	25,70 %	10,57 %	3,58 %
Raring	AA	A	AA	BBB	B
Sum	A	A	AA	A	BBB

Tabell 21 Syntetisk rating for Norway Royal Salmon ASA i perioden 2016-2020

Bransjen	2016	2017	2018	2019	2020
Likviditetsgrad 1	2,673	2,508	2,820	2,803	2,499
Raring	A	A	A	A	A
Rentedekningsgrad	25,475	16,808	27,166	13,496	5,101
Raring	AAA	AAA	AAA	AAA	AA
Egenkapitalprosent	48,50 %	54,01 %	56,11 %	52,21 %	49,27 %
Raring	BBB	BBB	BBB	BBB	BB
Netto driftsrentabilitet	23,75 %	25,84 %	29,11 %	24,97 %	12,74 %
Raring	AA	AA	AA	AA	BBB
Sum	AA	AA	AAA	AAA	A

Tabell 22 Syntetisk rating for oppdrettsbransjen i perioden 2016-2020

Som tabellene over viser kan vi se både NRS og bransjen har fått tildelt en rating basert på hvordan selskapet presterer. Som vi ser i tabellen er den helhetlige vurderingen av bransjen sterke enn NRS. Dette betyr at kreditor tar en større risiko hos NRS enn i bransjegenomsnittet. Det skal nevnes at bransjegenomsnitt jevner ut ekstremverdier og på den måten kan fremstå som mer balansert enn et enkelt selskap, men det representerer likevel en viss standard. Den totale ratingen til NRS er A som tilsvarer «Upper medium grade» i S&P's system, til sammenligning får bransjen ratingen AA som tilsvarer «High grade». Dette betyr at både NRS og bransjegenomsnittet er kredittverdige og har en god kredittrating ut i fra mine funn (Kaldestad & Møller, 2016).

Ratingmatrisen baserer seg kun på å bruke fire forholdstall i utarbeidelsen av den syntetiske ratingen, dette kan være en svakhet, da man kan gå glipp av viktige forholdstall i analysen. Ratingen kan likevel gi et bilde på hvordan selskapet stiller i kredittsituasjon. Det ville her vært formålstjenlig å sammenligne ratingen i analysen med en virkelig kredittrating, men jeg har ikke lyktes å finne en rating av selskapet eller noen av selskapene som utgjør bransjegenomsnittet hos hverken Standard & Poor's eller hos Moody's.

8. Avkastningskrav

Avkastningskravet representerer den avkastningen investoren vil få ved å plassere investeringen sin i andre investeringsobjekter, gitt samme risiko. Avkastningskravet representerer på denne måten alternativkostnaden til en investering. Dette kan så sees på minimumskravet for en gitt risiko. Det skal derfor meravkastning til utover dette kravet for at man skal kunne vurdere å plassere investeringen sin i ett gitt investeringsobjekt.

Den mest benyttede metoden i økonomisk litteratur for å måle avkastningskrav er WACC som betyr vektet gjennomsnittskostnad på kapital. WACC er derfor avkastningskravet til totalkapitalen og hensyntar både avkastningskrav fra investors side og fra kreditors side, på gir derfor et godt bilde på det reelle avkastningskravet i selskapet. Grunne til at avkastningskravet til totalkapitalen benyttes er at den frie kontantstrømmen som diskonteres for å estimere selskapsverdien skal hensynta de forskjellige finansieringskildene. I motsetning ville man kun benyttet seg av egenkapitalavkastningskravet i dividendemodellen. Kaldestad og Møller (2016) definerer WACC på følgende måte

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

der:

E = markedsverdi av egenkapital

D = Markedsverdi av gjeld

R_e = selskapets egenkapitalkostnad

R_d = selskapets gjeldskostnad

t = nominell selskapsskatt

8.1 Egenkapitalkrav

For å estimere selskapets egenkapitalkostnad er det flere modeller som kan benyttes.

Arbitrage Pricing Model, Fama-French trefaktormodell og kapitalverdimodellen (CAPM). Av disse tre velger jeg i denne oppgaven å konsentrere meg om kapitalverdimodellen da dette er den modellen som brukes mest i praksis. Det finnes to typer risiko man står overfor som investor i en bestemt bransje, det er markedsrisiko, systematisk risiko og bedriftsspesifikk risiko, usystematisk risiko. Den systematiske risikoen er knyttet til hvordan markedet innenfor den bestemte bransjen oppfører seg. Faktorer som påvirker den systematiske risikoen er rentenivå, arbeidsledighet og inflasjon, dette er med å påvirker den generelle konjunkturutviklingen. Enkeltelskaper kan i større og mindre grad bli påvirket av disse faktorene, men vil som regel påvirkes i samme retning som resten av bransjen de operer i. Den systematiske risikoen kalles for beta og vil bli beskrevet nærmere i kapittel 8.1.2.

Bedriftsspesifikk risiko er knyttet til forhold som kun påvirker den enkelte selskapet. Dette kan være ting som hvor godt selskapet lykkes med sine nye prosjekter eller evnen til å utvikle seg i nye forretningsområder. En veldiversifisert investor vil kunne spre sin bedriftsspesifikke

risiko til å kun sitte igjen med den generelle markedsrisikoen og dermed vil enkeltselskapers opp- og nedturen bli jevnet ut over tid. Siden alle investorer har muligheten til å diversifisere sine investeringer tar kapitalverdimodellen kun høyde for å kompensere investoren for den systematiske risikoen (Kaldestad & Møller, 2016). I følge kapitalverdimodellen kan selskapets egenkapitalkostnad estimeres på følgende måte

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

der:

R_f = risikofri rente

R_m = avkastning på markedsportefølje eller indeks

$R_m - R_f$ = markedets risikopremie

β = selskapets egenkapitalbeta (systematisk risiko)

8.1.1 Risikofri rente

Risikofri rente er minstekravet til enhver investering med en hvis form for risiko, ettersom denne avkastningen teoretisk sett er den høyeste avkastningen man kan få uten noen form for konkurs- eller misligholdsrisiko. Det nærmeste man kommer risikofri rente i praksis er statsobligasjoner. Problemstillingen knyttet til dette hvilken rente man skal bruke, en kort eller lang rente (Kaldestad & Møller, 2016). I følge PWC og Norsk Finansanalytikerforening (2020) er det 10 år statsobligasjonsrente som blir mest brukt blant deres respondenter i deres årlige undersøkelse om markedsrisikopremien. Våren 2021 ligger 10 år statsobligasjoner på 1,45 og det er dette jeg vil benytte som mål på risikofri rente videre i verdivurderingen.

8.1.2 Egenkapitalbeta

Et selskaps beta er den systematiske risikoen knyttet til investering i det enkelte selskapet. Egenkapitalbetaen sier noe om enkeltaksjens risiko sammenlignet med markedets risiko. Den systematiske risikoen kan ikke diversifiseres bort og beregnes ved å se på samvariasjon mellom kurssvingninger i aksjen og kurssvingninger i markedsporteføljen. Egenkapitalbetaen sier derfor noe om aksjens risiko sammenlignet med markedets risiko. Dersom selskapets beta estimeres til å være lik 1 betyr det at selskapet svinger i takt med markedet. En betaverdi på 2 betyr at selskapet svinger likt som markedet, men har dobbelt så store utslag. Hvis

betaverdien er negativ betyr det at den beveger seg motsatt av markedet og hvis betaverdien er lik 0 har ikke markedet noe påvirkning på aksjekursens bevegelser (Kaldestad & Møller, 2016).

For å finne beta til børsnoterte selskaper er det én mulighet å gjøre et søk på google og få et svar hos nettaviser som Dagens Næringsliv. Fordelen med dette er at det er lettvinnt, ulempen med dette er at man ikke kan være helt sikker på hvordan de har gjort det. Den andre muligheten er å gjøre det selv. Da har man full kontroll over tidsperiode, man kan kontrollere datagrunnlaget og man vet selv hvilken markedsindeks man måler den mot. I min beregning har jeg valgt å bruke et femårs tidsperspektiv med daglig bevegelser. Dette har ført til totalt 1535 datapunkter for både aksjekursen til NRS og utviklingen til OSEBX som jeg benytter som markedsindeks.

Jeg har valgt å bruke OSEBX som er vektet markedsindeks på Oslo Børs og har som hensikt å speile markedet. I denne indeksen er det flere store selskaper i andre bransjer og spesielt oljeselskaper som vil trekke indeksen i større grad opp eller ned enn hva lakseselskaper vil. Et alternativ kunne derfor være å bruke Oslo børs sin sjømatindeks, men siden denne verdsettelsen gjøres fra en investors perspektiv ser jeg det som mest formålstjenlig å bruke den indeksen som speiler hele markedet. Formelen for å beregne egenkapitalbeta er som følger: (Kaldestad & Møller, 2016).

$$\beta = \frac{\text{Kovarians aksje og markedsportefølje}}{\text{Varians markedsportefølje}}$$

Regresjonsstatistikk	
Multipel R	0,34223222
R-kvadrat	0,1171229
Justert R-kvadr.	0,11654698
Standardfeil	0,02103465
Observasjoner	1535

Variansanalyse					
	fg	SK	GK	F	Signifikans-F
Regresjon	1	0,08998169	0,08998169	203,368507	2,0194E-43
Residualer	1533	0,67828561	0,00044246		
Totalt	1534	0,7682673			

	Koeffisienter	Standardfeil	t-Stat	P-verdi	Nederste 95%	Øverste 95%	Nedre 95,0%	Øverste 95,0%
Skjæringspunkt	0,00068972	0,00053728	1,28372731	0,19943138	-0,0003642	0,00174361	-0,0003642	0,00174361
	-0,02400925	0,04749637	14,260733	2,0194E-43	0,58416835	0,77049782	0,58416835	0,77049782

Tabell 23 Presentasjon av regresjonsanalyse

Egenkapitalbetaen beregnes ved hjelp av en regresjonsanalyse. Her er aksjekursen til NRS den avhengige variabelen og markedsindeksen, i dette tilfellet OSEBX, den uavhengige variabelen. Egenkapitalbetaen til NRS beregnes til å være 0,68 som betyr at en økning eller reduksjon på 1% i markedsindeksen vil øke eller redusere aksjekursen til NRS med 0,68%. Det kan være verdt å tilføye at modellen har lav forklaringskraft og at svingningene i aksjekursen kun 11,7% av aksjekursens svinglinger forklares av svingningene i markedsindeksen uten at jeg vil gå nærmere inn på dette. Det antas at egenkapitalbetaen vil bevege seg mot markedsbetaen over tid, av den grunn velger jeg å foreta en justering for å normalisere estimatet og gjøre det mindre ekstremt. Marshall E. Blume (1975) har utarbeidet følgende formel for å justere for dette:

$$\text{Juster beta} = \frac{2}{3} \cdot \text{estimert beta} + \frac{1}{3} \cdot 1$$

Med denne justeringen blir den endelig estimerte egenkapitalbetaen til NRS 0,78. Som forventet beveget betaverdien seg nærmere 1. Dette vil si at NRS er mindre risikofylt en markedet som en helhet. For å undersøke om betaverdien jeg har kommet frem til er rimelig har jeg valgt å se på betaverdien til komparative selskaper og i tillegg sammenligne dette med betaverdiene Dagens Næringsliv (2021) operer med.

Egenkapitalbeta	NRS	Greig Seafood	Salmar	Mowi	Lerøy	Bransjesnitt
Ujustert beta	0,68	0,81	0,71	0,74	0,80	0,75
Justert beta	0,78	0,88	0,81	0,82	0,87	0,83
Dagens Næringsliv	0,79	1,32	0,55	1,17	1,1	0,99

Tabell 24 Egenkapitalbeta for NRS og oppdrettsbransjen

NRS har den laveste betaverdien av selskapene jeg har valgt å sammenligne med, men ser ikke ut til å være totalt forskjellige fra resten av bransjen. Jeg har også fått påfallende lik verdi som Dagens Næringsliv. Tatt sammenligningen til følge vil jeg si at jeg har kommet frem til et rimelig estimat. Årsaken til at Dagens Næringslivs tall er høyere i de fleste tilfeller er at de operer med ett års perspektiv på sine betaverdier mot meg som har tatt utgangspunkt i daglig kurser fra første handelsdag i 2015 frem til 16. februar 2021. Videre i oppgaven kommer jeg til å bruke den justerte verdien til egenkapitalbetaen.

8.1.3 Markedsrisikopremien

Markedets risikopremie er den meravkastningen investorer i aksjemarkedet forventer å få utover den risikofrie renten. Det vil si den meravkastningen man kan forvente ved å utsette

seg for risiko ved å investere i aksjer mot å sette pengene i statsobligasjoner eller andre risikofrie alternativer (Kaldestad & Møller, 2016). Det er flere kilder som utarbeider en oversikt over markedets risikopremie, men i denne oppgaven kommer jeg først å fremst til å fokusere på PWC sin undersøkelse om risikopremien i det norske markedet. En annen kilde som kan være verdt å nevne er Damodaran (2021) som mener risikopremien ligger på 4,72% for januar 2021. Han regner også ut en tilleggspremie basert på hvilket land man handler i, for Norge er denne på 0,0%. PWC (2020) sin rapport baserer seg på en spørreundersøkelse sendt ut til medlemmer av Norske Finansanalytikeres Forening og konkluderer med at risikopremien er 5% i det norske markedet. Dette er det samme som de har konkludert med over flere år og den jeg velger å benytte i min verdsettelse. Grunnen til at jeg velger å benytte meg av risikopremien i rapporten til PWC er at denne baserer seg på hva som faktisk benyttes i praksis blant norske finansanalytikere.

8.1.4 Lavrentescenario

Rentenivået i Norge er historisk lavt med styringsrente på 0% i skrivende stund. Dette betyr at realrenten er negativ og man i prinsippet taper penger på å ha de stående i banken. For å korrigere for dette foreslår Kaldestad og Møller (2016) at man kan legge til inflasjon til avkastningskravet for å veie opp for negativ realrente. I mars 2021 var Norges Bank sitt gjennomsnitt på prisvekst justert for avgiftsendringer på 2,8%.

8.2 Finansielt krav

Til nå har jeg gjennomført beregningen som gjør meg i stand til å beregne egenkapitalkravet. For å finne det endelige avkastningskravet må jeg også finne gjeldskostnaden. For å gjøre dette har jeg valgt å basere beregningene på 2020 når dette ser ut til å være mest representativt for årene som kommer. Rentekostnaden i 2020 var på 11,6 millioner. Dette tilsvarer en rentekostnad på 1,49% på den rentebærende gjelden i selskapet.

8.3 Oppsummering kapitalkrav

Avkastningskravet til totalkapitalen finner jeg som ved å bruke WACC-modellen som jeg presenterte på starten av kapittel 8. Formelen uttrykkes på følgende måte:

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

Ved å sette inn verdier som er beregnet gjennom dette kapitlet blir det som følger:

$$WACC = 7,6\% \frac{53,84\%}{100\%} + 1,49\%(1 - 22\%) \frac{46,16\%}{100\%} = 4,61\%$$

Som vi ser ut fra formelen over gir dette en vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad på 4,61%. Jeg vil benytte meg av dette tallet som avkastningskrav videre i verdivurderingen av NRS.

9. Fremtidsregnskapet

Basert på den strategiske regnskapsanalysen og den strategiske analysen vil jeg i dette kapitlet utarbeide et fremtidsregnskap for NRS. Hensikten med fremtidsregnskapet er å predikere fremtidig resultat, kontantstrømmer og balanse. Det er essensielt for den fundamentale verdsettelsen å ha en fremtidsregnskap for å komme frem til et estimat på verdien av selskapet. Prognoseperioden er satt til 5 år anbefalt av Kaldestad og Møller (2016).

9.1 Vekstanalyse

I utviklingen av fremtidsregnskaper er vekst en viktig faktor. Denne sier noe om hvor mye man kan forvente at selskapet vokser i fremtiden. Siden oppdrettsselskaper har begrensede muligheter for vekst, hvor det kun gjennom oppkjøp av andre selskaper og tildeling av vekst i biomasse er det nærliggende å tro at NRS vil gå inn i en «steady state»-tilstand. Dette betyr at selskapet forventer å vokse omtrent like mye hvert år (Penman, 2013). Samtidig er veksten i salgsinntekter veldig styrt av lakseprisen som er vanskelig å predikere. Med bakgrunn i disse vurderingene kombinert med tidligere analyser har jeg utarbeidet det som gjenspeiles i veksten i de nesten delkapitlene.

9.2 Driftsinntekter

Vekst i driftsinntekter					
Tall i NOK 1000	2021	2022	2023	2024	2025
Prosentvis endring i salg	2,0%	8,0%	-1,0%	2,0%	2,5%
Omsetning	5 221 244	5 638 944	5 582 554	5 694 206	5 836 561

Tabell 25 Vekst i driftsinntekter for NRS i perioden 2021-2025

Veksten i salgsinntekter som vi kan se av tabellen over er satt til å variere noe i prognoseperioden. Dette er gjort med en antakelse om at 2022 vil bli det første året etter COVID-19 med normal drift og en antakelse om at etterspørselen etter laks hos befolkningen generelt og restauranter spesielt vil være høy. Dette vil føre til en høy laksepris og dermed gi økte salgsinntekter. Deretter har jeg lagt inn ett år med negativ omsetningsvekst med hensikt å ta høyde for eventuelle endringer i lakseprisen. Dette gjøres i tråd med fishpool sin forwardpris som forventes å ligge høyere i 2022 og gå ned igjen i 2023 (Fishpool, 2021). Prognosen kan være noe konservativ, men i tråd med «steady state» og eventuelle fluktueringer i markedet.

9.3 Driftskostnader

Vekst i driftskostnader					
Tall i NOK 1000	2021	2022	2023	2024	2025
Varekostnader (% av salg)	80,9%	80,0%	78,0%	78,8%	78,0%
Varekostnader	4 224 217	4 511 155	4 354 392	4 487 034	4 552 517
Lønn (% av salg)	3,7%	3,5%	3,3%	3,3%	3,4%
Lønn	193 186	197 363	182 561	187 880	198 817
Driftskostnader (ADK) (% av salg)	2,8%	2,7%	2,5%	2,4%	2,3%
Andre driftskostnader	143 781	149 960	141 037	136 665	133 077
Avskrivninger (% av anleggsmidler)	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%
Avskrivninger	171 072	184 143	183 093	188 299	199 762

Tabell 26 Vekst i driftskostnader for NRS i perioden 2021-2025

Driftskostnadene i prognoseperioden er satt som en prosentandel av salgsinntektene basert på tall fra analyseperioden. Varekostnaden er satt til å totalt sett synke noe i prognoseperiode, dette er gjort med bakgrunn i at NRS får sitt eget settefiskanlegg på beina og vil forhåpentligvis kunne produsere smolten til en lavere pris enn hva de kjøper den for i dag. Lønnskostnadene er satt til å være forholdsvis flate gjennom prognoseperioden, dette er gjort med bakgrunn i at NRS antageligvis ikke vil ha behov for flere ansatte enn de har i dag. Andre driftskostnader er også satt til å være flate sett mot salgsinntektene.

9.4 Budsjettert NOPAT

NOPAT					
Tall i NOK 1000	2021	2022	2023	2024	2025
EBIT	488 989	561 248	679 701	646 185	694 680
Skattekostnad (22%)	107 578	123 475	149 534	142 161	152 830
NOPAT - Driftsresultat etter skatt	381 411	437 774	530 167	504 024	541 851

Tabell 27 Budsjettert NOPAT for NRS i perioden 2021-2025

Ut i fra prognostiserte driftsinntekter og driftskostnader har jeg kommet frem til budsjettert NOPAT som vist i tabellen over. NOPAT står for Net Operating Profit After Tax og representerer netto driftsinntekter etter skattekostnad. NOPAT benyttes videre for å beregne fri kontantstrøm til selskapet og gir en kalkulert verdi på skattekostnaden uten å ta hensyn til eventuelle endringer i utsatt skatt (Penman, 2013).

9.5 Årsresultat

Årsresultat					
Tall i NOK 1000	2021	2022	2023	2024	2025
Omsetning	5 221 244	5 638 944	5 582 554	5 694 206	5 836 561
Varekostnader	4 224 217	4 511 155	4 354 392	4 487 034	4 552 517
Lønn	193 186	197 363	182 561	187 880	198 817
Andre driftskostnader	143 781	149 960	141 037	136 665	133 077
Avskrivninger	171 072	219 218	224 863	236 442	257 469
Renter	25 353	30 192	37 256	43 404	43 181
Resultat før skatt	463 635	531 057	642 445	602 781	651 499
Skatt	102 000	116 832	141 338	132 612	143 330
Resultat etter skatt	361 636	414 224	501 107	470 169	508 169

Tabell 28 Årsresultat for NRS i perioden 2021-2025

Tabellen over viser resultatoppstillingen for NRS i prognoseperioden. Dette er en videreføring av de momentene som ble ytterligere forklart i delkapittel 9.2 og 9.3. Her kan vi se at NRS har jevnt økende resultat etter skatt med unntak av år 2024 som har noe høyere driftskostnader mot inntekter som fører til en nedgang i resultatet.

9.6 Kontantstrøm

Kontantstrøm					
Tall i NOK 1000	2021	2022	2023	2024	2025
Resultat etter skatt	361 636	414 224	501 107	470 169	508 169
Avskrivninger	171 072	219 218	224 863	236 442	257 469
Endring arbeidskapital	246 428	95 446	30 128	99 788	35 262
Kontantstrøm fra drift etter skatt	286 279	537 996	695 843	606 823	730 376
Investeringer i anleggsmidler	482 293	159 157	279 128	455 536	466 925
Kontantstrøm til investeringer	482 293	159 157	279 128	455 536	466 925
Opptak (tilbaktebetaling) av gjeld	345 000	(100 000)	(150 000)	150 000	(50 000)
Utbytte	(225 251)	(245 193)	(251 392)	(268 136)	(293 185)
Kontantstrøm fra finans	119 749	(345 193)	(401 392)	(118 136)	(343 185)
IB Bankinnskudd	85 874	9 609	43 255	58 578	91 728
UB Bankinnskudd	9 609	43 255	58 578	91 728	11 995
Netto økning (reduksjon) i kontanter	(76 265)	33 646	15 323	33 150	(79 734)

Tabell 29 Kontantstrøm for NRS i perioden 2021-2025

Kontantstrømoppstillingen til NRS i prognoseperioden viser at selskapet klarer å holde nok likvide midler i tråd med kontinuerlig drift. Investeringene er beregnet i tråd med hva selskapet har hatt i år uten ekstraordinære investeringer i større prosjekter og regnes for å være nødvendig for videre drift. Opptak og nedbetaling av gjeld er beregnet til å støtte selskapet i sine investeringer, med en noe konservativ nedbetalingsplan. Dette må sees i tråd med at NRS betaler jevne utbytter hvert år til eierne. I min vurdering av kontantstrømoppstillingen har det vært viktigere å sørge for utbyttebetaling enn nedbetaling av gjeld, når gjeldsandelen i prognoseperioden likevel er synkende. Med bakgrunn i Norges Bank sin rentebanke ser det ut som finansiering vil være en billig kilde til kapital gjennom prognoseperioden og derfor er antakelsen at selskapet heller vil betale utbytte enn å nedbetale gjeld.

9.7 Balansen

Balansen i prognoseperioden er beregnet som et resultat av de foregående resultatpostene og omløpshastigheten til kundefordringer, varelager og leverandørgjelden. Noen av disse postene er direkte påvirket av driften i prognoseperioden, mens andre tar utgangspunkt i tall fra analyseperioden for å estimere beholdningen i prognoseperioden.

9.7.1 Eiendeler

Eiendeler					
Tall i NOK 1000	2021	2022	2023	2024	2025
Bankinnskudd	9 609	43 255	58 578	91 728	11 995
Andre fordringer	147 424	147 280	132 625	133 968	134 908
Kundefordringer	429 904	429 485	386 750	390 666	393 407
Varelager	1 397 562	1 483 119	1 527 020	1 659 588	1 708 753
Anleggsmidler	4 384 355	4 324 294	4 378 559	4 597 653	4 807 109
Sum eiendeler	6 368 854	6 427 433	6 483 532	6 873 603	7 056 172

Tabell 30 Eiendeler til NRS i perioden 2021-2025

Omløpsmidlene til NRS i prognoseperioden er estimert med historiske tall som et mål på fremtidig beholdning. Dette er gjort siden det antas at selskapet vil ha samme kredittid til kunder og fra leverandører i fremtiden som de har hatt tidligere. Videre er varelageret justert for vekst i MTB siden det er nærliggende å tro at NRS vil ønske å maksimere deres tillatelser. Av den grunn ser vi av tabellen over at varelageret stiger mer enn anleggsmidlene i prognoseperioden når antakelsen er at selskapet i utgangspunktet har det de behøver av driftsmidler for å fortsette driften med høyere maksimal tillatt biomasse.

9.7.2 Egenkapital og gjeld

Egenkapital og gjeld					
Tall i NOK 1000	2021	2022	2023	2024	2025
Aksjekapital	43 572	43 572	43 572	43 572	43 572
Opptjent egenkapital	3 224 157	3 393 188	3 642 903	3 844 936	4 059 920
Sum egenkapital	3 267 729	3 436 760	3 686 475	3 888 508	4 103 492
Leverandørgjeld	604 702	594 394	565 433	602 128	618 773
Driftsrelatert gjeld	383 637	383 493	368 838	370 181	371 121
Finansiell gjeld	2 112 786	2 012 786	1 862 786	2 012 786	1 962 786
Sum gjeld	3 101 124	2 990 673	2 797 057	2 985 095	2 952 680
Totalkapital	6 368 854	6 427 433	6 483 532	6 873 603	7 056 172

Tabell 31 Egenkapital og gjeld til NRS i perioden 2021-2025

Tabellen over viser NRS sin egenkapital og gjeld i prognoseperioden. Her kan vi se hvordan gjelden synker noe gjennom prognoseperioden for å gjøre selskapet bedre rustet for å stå sterkere gjennom år med potensielt dårlig inntjening hvis lakseprisen skulle falle. Samtidig er dette beregnet i tråd med selskapets framtidsutsikter og historiske tall fra analyseperioden.

11. Verdsettelse

I dette kapitlet vil jeg gå gjennom de forskjellige verdsettelsesmetodene jeg har valgt å benytte for å estimere verdien til NRS. Disse modellene ble først presentert i kapittel 4 og jeg vil i dette kapitlet nå nærmere inn på beregningen av modellene samt presentere resultatet av disse beregningene.

11.1 Multippelverdi

For å estimere markedsverdien til NRS ved hjelp av multiplikatormodellen, også kalt multipler, har jeg valgt å benytte med av tre forholdstall; EV/Salg, EV/EBITDA og Pris/inntjening. Disse tre forholdstallene er alle resultat- og kontantstrømsorienterte multipler som også er mest brukt i praksis (Kaldestad & Møller, 2016). Multiplene som brukes er et gjennomsnitt av forholdstallene til selskapene som ble presentert i kapittel 2 som sammenlignbare selskaper. Multiplene som benyttes er derfor en form for bransjegjennomsnitt og gir derfor sammenligningsgrunnlag mot NRS (Kaldestad & Møller, 2016).

11.1.1 Pris/Salg

Pris/Salg	Multipel	EV	Netto gjeld	Antall aksjer	Verdi av EK
	2,3x	13 432 638	1 729 033	42 911	11 703 605
Estimert pris per aksje	272,74				

Tabell 32 Pris/Salg multipelestimat

P/S er en forholdsvis enkel multiplikator hvor salgsinntektene ganges med multiplikatoren fra bransjegjennomsnittet og trekke fra gjelden for å finne verdien av egenkapitalen. Deretter deler dette på antall aksjer for å komme frem til pris per aksje. I dette tilfellet ble prisen 272,74 kroner per aksje og er det høyeste estimatet blant multiplene. Dette skyldes i stor grad av at SalMar har langt høyere P/S enn resten av selskapene som dannet bransjegjennomsnittet. Multiplikatoren bærer preg av å være lite kompleks og vil derfor øke risikoen for feil i estimatet da den ikke tar høyde for noe annet enn rene salgsinntekter (Kaldestad & Møller, 2016). Formelen for beregninger er som følger:

$$\frac{Price}{Sales} = \frac{Markedsverdi\ av\ EK}{Driftsinntekter}$$

11.1.2 EV/EBITDA

EV/EBITDA	Multipel	EV	Netto gjeld	Antall aksjer	Verdi av EK
	11,0x	10 427 828	1 729 033	42 911	8 698 795
Estimert pris per aksje	243,01				

Tabell 33 EV/EBITDA multiplereestimater

EV/EBITDA målet selskapsverdien mot selskapets EBITDA, resultat før renter, skatt og avskrivninger. Av de tre multiplikatorene i analysen har denne verdien havnet i midten mellom de to andre. Multiplere er en av de mest brukte i forbindelse med kjøp og salg av selskaper og muliggjør sammenligning av selskapenes underliggende drift (Kaldestad & Møller, 2016). Formelen for beregning er presentert under.

$$\frac{Enterprise\ value}{Salg\ EBITDA} = \frac{Markedsverdi\ av\ EK + netto\ finansiell\ gjeld}{Driftsresultat\ før\ avskrivninger}$$

11.1.3 Pris/Inntjening

Pris/Inntjening	Multipel	EV	Netto gjeld	Antall aksjer	Verdi av EK
	14,5x	9 755 083	1 729 033	42 911	8 026 050
Estimert pris per aksje	187,04				

Tabell 34 Pris/Inntjening multiplereestimater

P/E som denne multiplikatoren ofte kalles måler selskapsverdien mot resultat etter skatt. Denne beregningen gir den laveste verdien per aksje av de tre multiplene jeg har valgt å ta med i analysen. Under vil jeg presentere formelen for beregningen.

$$\frac{Price}{Earnings} = \frac{Markedsverdi\ av\ EK}{Resultat\ etter\ skatt}$$

11.1.4 Oppsummering multipler

Felles for bruk av multipler er at de er enkle og gjør at man raskt kan sammenligne forskjellige selskaper. Faren med å gjøre dette er at de i seg selv ikke tar hensyn for mer enn nøyaktig det som beskrives i formelen og kan derfor gi et dårlig bilde på som er den reelle situasjonen i selskapet. Som vist over spriker estimatet ganske mye og det kan derfor være formålstjenlig å kombinere flere multipler for å komme frem til et verdiestimat (Kaldestad & Møller, 2016).

Ved å ta gjennomsnittet av de tre multiplene som er beregnet får jeg en pris per aksje på 234,26 kr. Naturlig nok legger dette seg rundt midten av de tre estimatene. Dette tallet skal jeg ta med og benytte videre i sammenligningen og det endelige verdiestimatet.

11.2 Fundamental verdsettelse

I den fundamentale verdsettelsen har jeg valgt å benytte meg av en modell som kalles for FCFF (free cash flow to firm), som betyr fri kontantstrøm til selskapet. Denne modellen tar utgangspunkt i den frie kontantstrømmen selskapet sitter igjen med etter drift og bregnes ved å trekke fra investeringer og endringer i arbeidskapital fra resultat etter skatt for så å legge til avskrivninger. Det er viktig å legge til avskrivninger siden dette er en kalkulert kostnad og har ingen direkte påvirkning på kontanter i selskapet. Ved å gjøre dette for hvert år i prognoseperioden vil det danne grunnlaget for den neddiskonterte kontantstrømmen og terminalverdien. Terminalverdien er en måte å representere videre drift i selskapet etter prognoseperioden. Med andre ord representerer terminalverdien fremtidige kontantstrømmer i overskuelig fremtid (Kaldestad & Møller, 2016). Terminalverdien beregnes på følgende måte:

$$Terminalverdi_t = \frac{NOPLAT_{t+1}}{WACC - vekst}$$

Ved å løse denne formelen får jeg en terminalverdi på 10,64 milliarder.

Fri kontantstrøm						
	2021	2022	2023	2024	2025	Terminalverdi
NOPAT - Driftsresultat etter skatt	381 411	465 132	562 747	541 576	586 861	
Pluss: Avskrivninger	171 072	184 143	183 093	188 299	199 762	
EBITDA	660 060	780 466	904 564	882 627	952 149	
Minus: Investeringer	482 293	159 157	307 040	461 231	478 598	
Minus: Endring i NWC	246 428	95 446	30 128	99 788	35 262	
Fri kontantstrøm til selskapet (FCFF)	(176 238)	394 672	408 672	168 856	272 764	10 642 720

Tabell 35 Fri kontantstrøm for NRS i perioden 2021-2025

I tabellen over kan vi se hvordan utregningen av fri kontantstrøm vil selskapet ser ut og videre skal jeg neddiskontere de frie kontantstrømmene for hvert år i prognoseperioden, inkludert terminalverdien. Neddiskontering av kontantstrømmen gjøres ved hjelp av følgende formel:

$$EV = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+WACC_1) * \dots * (1+WACC_t)} + \frac{FCFF_{T+1}}{(1+WACC_1) * \dots * (1+WACC_T) * (WACC - Vekst)}$$

Ved å løse formelen gir det en selskapsverdi på 9,83 milliarder. Egenkapitalverdien til selskapet blir 8,1 milliarder ved å trekke fra netto rentebærende gjeld på selskapsverdien.

Verdiestimat			
	Selskapsverdi	Netto gjeld	Egenkapitalverdi
	9 834 192	1 729 033	8 105 159
EK-verdi/Aksje	188,88		
EV-verdi/Aksje	229,18		

Tabell 36 Verdiestimat fra fundamental verdsettelse for NRS

Tabellen over viser verdiestimatet på selskapet og egenkapitalen til selskapet. Her har jeg også delt de respektive verdiestimatene på antall utestående aksjer i selskapet for å komme frem til et verdiestimat per aksje. Som vi ser er estimatet per aksje basert på egenkapitalverdien 188,88 og estimatet basert på selskapsverdien er 229,18.

11.3 Sammenligning av verdiestimat

Ved å sammenligne verdiestimatene fra den markedsbaserte verdsettelsen og den fundamentale verdsettelsen kan vi se at verdiestimatene ikke spriker veldig mye og at det skiller ca. 5 kroner per aksje i de to forskjellige estimatene som er 234,26 i den

markedsbaserte verdsettelsen og 229,18. En annen interessant betraktning er at pris/inntjening multiplen som tar utgangspunktet i egenkapitalverdien gir omtrent samme estimat som egenkapitalverdien per aksje i den fundamentale verdsettelsen, med henholdsvis 187,04 kr per aksje og 188,88 kr per aksje.

11.4 Sensitivitetsanalyse

Sensitivitetsanalyse DCF fri kontantstrøm - Egenkapitalverdi						
WACC	Terminalvekst					
		1,00 %	1,50 %	2,00 %	2,50 %	3,00 %
	3,61 %	kr 195,47	kr 247,17	kr 330,89	kr 489,75	kr 907,28
	4,11 %	kr 157,57	kr 192,16	kr 243,11	kr 325,64	kr 482,22
	4,61 %	kr 130,15	kr 154,81	kr 188,88	kr 239,14	kr 320,48
	5,11 %	kr 109,39	kr 127,79	kr 152,11	kr 185,72	kr 235,23
	5,61 %	kr 93,12	kr 107,34	kr 125,48	kr 149,45	kr 182,59

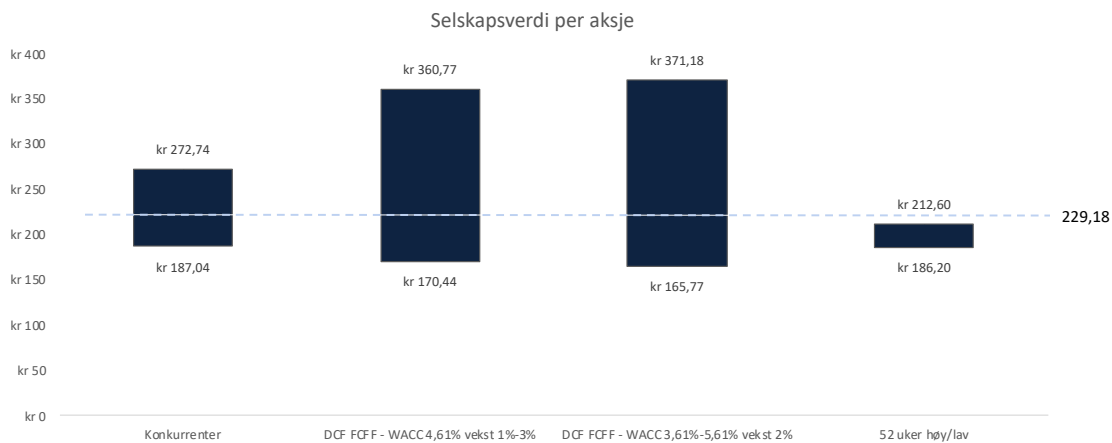
Tabell 37 Sensitivitetsanalyse for egenkapitalverdien per aksje til NRS

Sensitivitetsanalyse DCF fri kontantstrøm - Selskapsverdi						
WACC	Terminalvekst					
		1,00 %	1,50 %	2,00 %	2,50 %	3,00 %
	3,61 %	kr 235,77	kr 287,46	kr 371,18	kr 530,05	kr 947,58
	4,11 %	kr 197,86	kr 232,45	kr 283,41	kr 365,93	kr 522,52
	4,61 %	kr 170,44	kr 195,10	kr 229,18	kr 279,43	kr 360,77
	5,11 %	kr 149,68	kr 168,09	kr 192,40	kr 226,01	kr 275,53
	5,61 %	kr 133,42	kr 147,63	kr 165,77	kr 189,74	kr 222,88

Tabell 38 Sensitivitetsanalyse for selskapsverdien til NRS

Tabellene over viser hvordan prisen endrer seg hvis man endrer forutsetningen i avkastningskravet og den generelle veksten. Som vi ser ligger verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen i midten med avkastningskrav på 4,61% og 2% vekst. Tabellene viser at prisen forandrer seg en god del ved å endre på forutsetningene og vil påvirkes kraftig av både vekst og endring i avkastningskravet.

11.5 Footballfield



Figur 21 Presentasjon av Footballfield diagram

Footballfield er et diagram som ofte brukes i praksis for å illustrere hvor verdierestimatet ligger i forhold til de høyeste og laveste intervallene i beregningene som er gjort. Hvis vi ser på diagrammet over kan vi se at verdierestimatet ligger noe høyere enn det som har vært høyeste pris per aksje det siste året. Vi kan også se i kolonnen som heter konkurrenter at verdierestimatet ligger omtrent i midten av denne som baserer seg på multipler. Videre er kolonnene i midten for å illustrere hvordan aksjeprisen vil utvikle seg hvis man endrer på avkastningskravet eller veksten.

12. Oppsummering og handelsanbefaling

I dette kapittelet vil jeg oppsummere de viktigste funnene i oppgaven og avslutte med å gi min anbefaling for handelsstrategi for aksjen.

12.1 Oppsummering.

Formålet med denne masteroppgaven har vært å komme frem til et verdierestimat på Norway Royal Salmon ASA. Ved hjelp av strategiske markedsanalyser og regnskapsanalyse har jeg kunnet utarbeide et fremtidsregnskap som har lagt grunnlaget for den fundamentale verdsettelsen. Sammen med den fundamentale verdsettelsen har jeg også utført en markedsbasert verdsettelse ved hjelp av multipler som et supplement til den fundamentale verdsettelsen.

Jeg startet oppgaven med å gi en presentasjon av oppdrettsnæringen og hvilke omgivelser NRS operer i. Denne informasjonen har jeg bygget videre på kapittel 5 hvor jeg gjennom en kvalitativ strategisk analyse forsøkte å avdekke drivere til styrker og svakheter i selskapet. Her ble det avdekket at NRS besitter ressurser som kan gi selskapet konkurransefortrinn, samt at det finnes konkurransefordeler i bransjen. Disse er blant annet høy etterspørsel, verdifulle naturressurser i form av konsesjoner og tillatelser og at det er en krevende bransje for nyetableringer. NRS har også nye prosjekter under utvikling som kan føre til teknologiske nyvinninger hvis de lykkes.

Gjennom regnskapsanalysen har jeg reorganisert regnskapet til NRS for analyseformål og videre anvendt dette i en risikoanalyse hvor jeg ved hjelp av likviditets- og soliditetsanalyser konkluderte med at NRS har en samlet syntetisk kredittrating tilsvarende A mot bransjens AA rating. Dette betyr at NRS er noe mindre solid og bærer større sannsynlighet for konkurs enn bransjen.

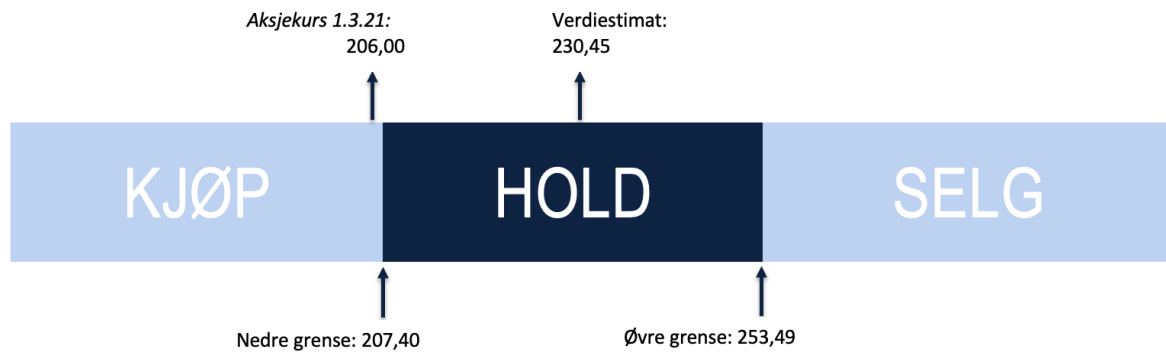
I kapittel 8 beregnet jeg avkastningskravet til eierne som senere ble benyttet i kapittel 11 for å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer og komme frem til et endelig verdiestimat på selskapet. Ved hjelp av verdsettelsesmodellene i den markedsbaserte verdivurderingen kom jeg frem til et verdiestimat på 234,26 kroner per aksje og i den fundamentale verdsettelsen kom jeg frem til et verdiestimat på 229,18 kroner per aksje.

12.2 Handelsstrategi

Jeg har valgt fundamental verdsettelse som hovedteknikk og den markedsbaserte verdsettelsen som supplerende teknikk i min oppgave. Resultatet fra de to forskjellige teknikkene gav omtrent samme verdiestimat og jeg velger å bruke et vektet gjennomsnitt av de to for å komme frem til det endelige verdiestimatet. Med bakgrunn i at den fundamentale verdivurderingen er valgt som hovedteknikk velger jeg derfor å vekte denne 75% og den markedsbaserte verdivurderingen vekter jeg 25%. Det endelige verdiestimatet blir 230,45 kroner per aksje. Utregning vist under.

$$229,18 \cdot 75\% + 234,26 \cdot 25\% = 230,45$$

Ved hjelp av det endelig verdiestimatet skal jeg nå gi et forslag til handelsstrategi for aksjen til Norway Royal Salmon ASA. Siden verdiestimatet har noe iboende usikkerhet velger jeg å sette grensene mellom kjøp, hold og selg på pluss/minus 10% av verdiestimatet. Dette fører til at nedre grense er 207,4 kr og øvre grense er 253,49 kr. Det vil si en kjøpsanbefaling på aksjen da prisen per aksje 1.3.21 er 206 kroner og under nedre grense.



Figur 22 Kjøpsanbefaling

Tabelliste:

TABELL 1 PRESENTASJON AV RAPPORTERT RESULTATREGNSKAP FOR NORWAY ROYAL SALON ASA	37
TABELL 2 PRESENTASJON AV RAPPORTERT BALANSEREGNSKAP FOR NORWAY ROYAL SALON ASA	38
TABELL 3 PRESENTASJON AV KONTANTSTRØMOPPSTILLING FOR NORWAY ROYAL SALON ASA	39
TABELL 4 FULLSTENDIG NETTORESULTAT FOR NRS I PERIODEN 2016-2020	40
TABELL 5 FORDELING AV NETTORESULTAT FOR NRS I PERIODEN 2016-2020	41
TABELL 6 UNORMALE POSTER FRA DRIFT I NRS I PERIODEN 2016-2020	42
TABELL 7 UNORMALE POSTER FRA FINANS I NRS FOR PERIODEN 2016-2020	43
TABELL 8 SELSKAPSSKATTESATS I NORGE I PERIODEN 2016-2020	43
TABELL 9 DRIFTSSKATTESATS FOR NRS I PERIODEN 2016-2020	44
TABELL 10 FORDELING AV SKATTEKOSTNADENE TIL NRS I PERIODEN 2016-2020	44
TABELL 11 OMGRUPPERT RESULTATREGNSKAP FOR NRS I PERIODEN 2016-2020	45
TABELL 12 OMGRUPPERT BALANSEREGNSKAP FOR NRS I PERIODEN 2016-2020	47
TABELL 13 SYSSELSATT KAPITAL FOR NRS I PERIODEN 2016-2020	47
TABELL 14 TOTALKAPITALRENTABILITET FOR NRS OG OPPDRETTSBRANJSEN I PERIODEN 2016-2020	48
TABELL 15 EGENKAPITALRENTABILITET FOR NRS OG OPPDRETTSBRANJSEN I PERIODEN 2016-2020	49
TABELL 16 PRESENTASJON AV SIKKERHETSSTILLELSE VED LÅN	55
TABELL 17 PRESENTASJON AV KAPITALSTRUKTUREN TIL NRS I PERIODEN 2016-2020 I ABSOLUTTE TALL	59
TABELL 18 KAPITALSTRUKTUREN TIL NRS I 2020 I PROSENTVISE TALL	60
TABELL 19 KAPITALSTRUKTUREN TIL BRANJEN I 2020 I PROSENTVISE TALL	60
TABELL 20 STANDARD OG POOR'S KARAKTERSETTING FOR SYNTETISK RATING	61
TABELL 21 SYNTETISK RATING FOR NORWAY ROYAL SALMON ASA I PERIODEN 2016-2020	61
TABELL 22 SYNTETISK RATING FOR OPPDRETTSBRANJEN I PERIODEN 2016-2020	62
TABELL 23 PRESENTASJON AV REGRESJONSANALYSE	65
TABELL 24 EGENKAPITALBETA FOR NRS OG OPPDRETTSBRANJEN	66
TABELL 25 VEKST I DRIFTSINNTEKTER FOR NRS I PERIODEN 2021-2025	68
TABELL 26 VEKST I DRIFTSKOSTNADER FOR NRS I PERIODEN 2021-2025	69
TABELL 27 BUDSJETTERT NOPAT FOR NRS I PERIODEN 2021-2025	70
TABELL 28 ÅRSRESULTAT FOR NRS I PERIODEN 2021-2025	70
TABELL 29 KONTANTSTRØM FOR NRS I PERIODEN 2021-2025	71
TABELL 30 EIENDELER TIL NRS I PERIODEN 2021-2025	72
TABELL 31 EGENKAPITAL OG GJELD TIL NRS I PERIODEN 2021-2025	72
TABELL 32 PRIS/SALG MULTIPPELESTIMAT	73
TABELL 33 EV/EBITDA MULTIPPELESTIMAT	74
TABELL 34 PRIS/INNTJENING MULTIPPELESTIMAT	74
TABELL 35 FRI KONTANTSTRØM FOR NRS I PERIODEN 2021-2025	76
TABELL 36 VERDIETIMAT FRA FUNDAMENTAL VERDSETTELSE FOR NRS	76
TABELL 37 SENSITIVITETSANALYSE FOR EGENKAPITALVERDIEN PER AKSJE TIL NRS	77
TABELL 38 SENSITIVITETSANALYSE FOR SELSKAPSVERDIEN TIL NRS	77

Figurliste:

FIGUR 1 EKSPORT AV OPPDRETTLAKS FRA NORGE I PERIODEN 2010-2020	10
FIGUR 2 EKSPORTERT OPPDRETTLAKS FRA NORGE MED OVERSIKT OVER IMPORTLAND	11
FIGUR 3 ANTALL RØMT OPPDRETTLAKS PER ÅR	13
FIGUR 4 UTVIKLING AV LAKSEPRISEN I PERIODEN 2010-2020	13
FIGUR 5 ORGANISASJONSSTRUKTUR I NORWAY ROYAL SALMON ASA	17
FIGUR 6 KURSUTVIKLING FOR NORWAY ROYAL SALMON ASA I PERIODEN FRA BØRSNOTERING TIL 29.1.2021	18
FIGUR 7 RAMMEVERK FOR FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	22
FIGUR 8 RAMMEVERK FOR PESTEL-ANALYSE	24
FIGUR 9 ANTALL OPPDRETTSELSKAPER I NORGE PER ÅR	29
FIGUR 10 RAMMEVERK FOR VRIO-ANALYSE	32
FIGUR 11 OPPSUMMERING AV SWOT-ANALYSE	34

FIGUR 12 LIKVIDITETSGRAD 1 FOR NRS OG OPPDRETTSBRANSJEN I PERIODEN 2016-2020	50
FIGUR 13 UTRADISJONELL LIKVIDITETSGRAD 2 FOR NRS OG OPPDRETTSBRANSJEN I PERIODEN 2016-2020	51
FIGUR 14 TRADISJONELL LIKVIDITETSGRAD 2 FOR NRS OG OPPDRETTSBRANSJEN I PERIODEN 2016-2020	52
FIGUR 15 FINANSIELL GJELDSDEKNINGSGRAD FOR NRS OG OPPDRETTSBRANSJEN I PERIODEN 2016-2020	53
FIGUR 16 RENTEDEKNINGSGRAD FOR NRS OG OPPDRETTSBRANSJEN I PERIODEN 2016-2020	54
FIGUR 17 NETTO KONTANTSTRØM FRA SYSSELSATT KAPITAL FOR NRS I PERIODEN 2016-2020	55
FIGUR 18 PRESENTASJON AV BELÅNINGSRESERVE FOR NRS OG OPPDRETTSBRANSJEN I PERIODEN 2016-2020	56
FIGUR 19 EGENKAPITALPROSENT FOR NRS OG OPPDRETTSBRANSJEN I PERIODEN 2016-2020	57
FIGUR 20 NETTO DRIFTSRENTABILITET FOR NRS OG OPPDRETTSBRANSJEN I PERIODEN 2016-2020	58
FIGUR 21 PRESENTASJON AV FOOTBALLFIELD DIAGRAM	78
FIGUR 22 KJØPSANBEFALING	80

Kildeliste:

- Akvakulturloven (2005). Lov om akvakultur (LOV-2005-06-17-79). hentet fra:
<https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-06-17-79>
- Arctic Offshore Farming (u.å) Utviklingstillatelser. Hentet fra:
<https://www.arcticoffshorefarming.no/>
- Aquaculture Stewardship Council (2019) ASC Salmon Standard Version 1.3. Hentet fra:
https://www.asc-aqua.org/wp-content/uploads/2019/12/ASC-Salmon-Standard_v1.3_Final.pdf
- Blume, M. (1975). Betas and Their Regression Tendencies. *The Journal of Finance*, 30(3), 785-795. doi:10.2307/2326858
- Dagens Næringsliv (2021). Børs og marked. Hentet 22.3.21 fra Dagens Næringsliv:
<https://investor.dn.no/#!/Aksje/S117/NRS/NORWAYROYALSALMON>
- Dagens Næringsliv (2021). Børs og marked. Hentet 22.3.21 fra Dagens Næringsliv:
<https://investor.dn.no/#!/Aksje/S137/MOWI/MOWI>
- Dagens Næringsliv (2021). Børs og marked. Hentet 22.3.21 fra Dagens Næringsliv:
<https://investor.dn.no/#!/Aksje/S163/GSF/GRIEGSEAFOOD>
- Dagens Næringsliv (2021). Børs og marked. Hentet 22.3.21 fra Dagens Næringsliv:
<https://investor.dn.no/#!/Aksje/S84/SALM/SALMAR>
- Dagens Næringsliv (2021). Børs og marked. Hentet 22.3.21 fra Dagens Næringsliv:
<https://investor.dn.no/#!/Aksje/S140/LSG/LER%C3%98YSEAFOODGROUP>
- Deloitte (u.å). Scenarioplanlegging: Et viktig verktøy når man ikke vet hva fremtiden bringer. Hentet 20.1.21 fra <https://www2.deloitte.com/no/no/pages/strategy-operations/articles/scenarioplanlegging--et-viktig-verktoy-nar-man-ikke-ved-hva-frem.html>
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. Hoboken, N.J: Wiley.
- Damodaran, A. (2021) My data on ERP & CRP by country. Hentet 22.3.21 fra
<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Euronext (2021) Norway Royal Salmon. Hentet [2.2.21] fra:
<https://live.euronext.com/nb/product/equities/NO0010331838-XOSL>

Fiskeridirektoratet (2017) Grønne tillatelser. Hentet fra:

<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Kommersielle-tillatelser/Laks-oerret-og-regnbueoerret/Groenne-tillatelser>

Fiskeridirektoratet (2020) Auksjon august 2020. Hentet fra:

<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Auksjon-av-produksjonskapasitet/Auksjon-august-2020>

Fiskeridirektoratet (2020) Omregningsfaktorer. Hentet fra:

<https://www.fiskeridir.no/Yrkesfiske/Tall-og-analyse/Omregningsfaktorer>

Fishpool (2021) Forward Prices. Hentet 21.3.21. Fra:

<https://fishpool.eu/price-information/forward-prices-3/>

Fishpool (2021) FPI weekly detalj. Hentet 28.1.21 fra:

<https://fishpool.eu/price-information/spot-prices/weekly-details/>

Forskning.no (2014) Vi er mer opptatt av sunn mat og dyrevelferd enn pris på mat. Hentet fra:

<https://forskning.no/kulturlandskap-landbruk-mat/vi-er-mer-opptatt-av-sunn-mat-og-dyrevelferd-enn-pris-pa-mat/560715>

FN (2018). Antall sultne i verden øker for tredje år på rad. Hentet fra:

<https://www.fn.no/nyheter/Antall-sultne-i-verden-oeker-for-tredje-aar-paa-rad>

FN (2019). Befolkning, migrasjon og urbanisering. Hentet fra:

<https://www.fn.no/tema/fattigdom/befolkning>

FN (2018). HDI - indeks for menneskelig utvikling. Hentet fra:

<https://www.fn.no/Statistikk/hdi-menneskelig-utvikling>

GLOBAL G.A.P (2018) GLOBAL G.A.P. AQUACULTURE CERTIFICATION: *Caring for Consumers - Responsible Sourcing at All Stages of Production*. Hentet fra:

https://www.globalgap.org/.content/.galleries/documents/Aquaculture_Booklet_en.pdf

Grieg Seafood ASA (2020) *Annual Report 2019*. Bergen: Grieg Seafood ASA. Hentet fra:

<https://investor.griegseafood.com/reports-&-presentations>

Havforskningsinstituttet (2018) Tema: Lakselus. Hentet fra:

<https://www.hi.no/hi/temasider/arter/lakselus>

Havforskningsinstituttet (2020). Tema: Landbaserte oppdrettsanlegg/lukkede anlegg. Hentet

fra: <https://www.hi.no/hi/temasider/akvakultur/landbaserte-oppdrettsanlegg-lukkede-anlegg>

Havforskningsinstituttet (2020) Tema: Laks i oppdrett. Hentet fra:

<https://www.hi.no/hi/temasider/arter/laks/laks-i-oppdrett>

Havforskningsinstituttet (2020) Dette er trafikklyssystemet. Hentet fra:

<https://www.hi.no/hi/nyheter/2020/februar/trafikklys>

iLaks (2018) Storfangst for NRS. Hentet fra:

<https://ilaks.no/storfangst-for-nrs/>

iLaks (2019) NRS investerer trekvart milliard kroner i sitt første settefiskanlegg. Hentet fra:

<https://ilaks.no/nrs-investerer-trekvart-milliard-kroner-i-sitt-forste-settefiskanlegg/>

iLaks (2020, 27. juli) Dette er verdens 20 største lakseoppdrettere. Hentet fra:

<https://ilaks.no/dette-er-verdens-20-storste-lakseoppdrettere-2/>

Johnson, G., Whittington, R., Scholes, K., Angwin, D. & Regnér, P. (2015). *Fundamentals of Strategy* (3. utg.). United Kingdom: Pearson Education Limited.

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

Knivsfå, K., H. (2021) Likviditetsanalyse. Norges Handelshøyskole:

<http://course.nhh.no/master/BUS440/videoar/BUS440%C2%A0-%C2%A009.4.mp4>

Knivsfå, K., H. (2021) Soliditetsanalyse. Norges Handelshøyskole:

<http://course.nhh.no/master/BUS440/videoar/BUS440%C2%A0-%C2%A009.5.mp4>

Knivsfå, K., H. (2021) Syntetisk rating. Norges Handelshøyskole:

<http://course.nhh.no/master/BUS440/videoar/BUS440%C2%A0-%C2%A009.6.mp4>

Knivsfå, K., H. (2021) Fordeling av skattekostnad. Norges Handelshøyskole:

<http://course.nhh.no/master/BUS440/videoar/BUS440%C2%A0-%C2%A004.7.mp4>

Kinserdal, F. (2017) Verdsettelse: ulike metoder gir samme verdi. *Magma* (3), 54-66.

Kyst.no (2020). Sjømateksporten falt for første gang på 18 måneder. Hentet fra:

<https://www.kyst.no/article/sjoemateksporten-falt-for-foerste-gang-paa-18-maaneder/>

Laksefakta (2020) Hvorfor rømmer laksen? Hentet fra:

<https://laksefakta.no/laks-og-miljo/romming/>

Laksetildelingsforskriften (2004) Forskrift om tillatelse til akvakultur laks, ørret og regnbueørret (FOR-2004-12-22-1798). Hentet fra:

<https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2004-12-22-1798>

- Lerøy Seafood Group ASA (2020) Årsrapport 2019. Hentet 20.2.21 fra:
<https://www.leroyseafood.com/no/investor/rapporter-og-webcast/arsrapport-2019/finansiell-informasjon/>
- Mattilsynet (2016) Fakta om lakselus og lusebekjempelse. Hentet fra:
https://www.mattilsynet.no/fisk_og_akvakultur/fiskehelse/fiske_og_skjellsykdommer/lakselus/fakta_om_lakselus_og_lakselusbekjempelse.23766
- Misund, B., Osmundsen, P., Tveterås, R., Folkvord, B., Nystøyl, R., Rolland, K. H. (2019)
Grunnrenteskatt i havbruk: Et kunnskapsgrunnlag (Rapport nr. 88) Stavanger:
Universitet i Stavanger.
- MOWI ASA (2020) Om oss. Hentet 20.2.21 fra:
<https://mowi.com/no/om-oss/>
- Norges Bank (u.å.) Indikatorer for prisvekst. Hentet 20.3.21 fra:
<https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Indikatorer-for-prisvekst/>
- Norges Sjømatråd (2021a) *Rådata atlantisk laks*.
- Norges Sjømatråd (2021b) Stabil sjømateksport til tross for koronapandemien. Henter fra:
<https://seafood.no/aktuelt/nyheter/stabil-sjomateksport-til-tross-for-koronapandemien/>
- NRS (2020) Årsrapport 2019. Hentet fra:
<http://norwayroyalsalmon.com/no/investor/Finansielle-rapporter>
- NRS (u.å.) Grønne konsesjoner. Hentet fra:
<https://norwayroyalsalmon.com/no/Gronne-konsesjoner>
- NRS (u.å.) Historie. Hentet fra:
<https://www.norwayroyalsalmon.com/no/Om-NRS/Historie>
- Penman, S. H. (2013) *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (5. Utg). Boston:
McGraw-Hill
- PWC (2020) Risikopremien i det norske markedet. Hentet fra:
<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html>
- Regjeringen (2016). Nye regler for landbasert oppdrett. Hentet fra:
<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/nye-regler-for-landbasert-oppdrett/id2502424/>
- SalMar ASA (2020) *Årsrapport 2019*. Hentet fra:
<https://www.salmar.no/arsrapporter/>
- Skarstein, I. D. (2017) Hva skjer når Russland ikke har Norsk laks? Norges Sjømatråd. Hentet 25.2.21 fra <https://seafood.no/aktuelt/Fisketanker/hva-skjer-nar-russland-ikke-har-norsk-laks/>

- Sverdrup Thygeson, B. (2016). Norden og Kina: «Forbrytelse og straff» Forholdet mellom Norge og Kina. *Internasjonal Politikk*, 74(3). <https://doi.org/10.17585/ip.v74.490>
- Sverdrup Thygeson, B. (2017). Norge – Kina: Fra isfront til tøvær. NUPI. Hentet 25.2.21 fra: <https://www.nupi.no/Skole/HHD-Artikler/2017/Norge-Kina-Fra-isfront-til-toevaer>
- Tekfisk (2020) Høstens planlagte utsett av fisk i Artic Fish Farming blir utsatt til våren 2021. Hentet fra: <https://www.tekfisk.no/havbruk/hostens-planlagte-utsett-av-fisk-i-artic-fish-farming-blir-utsatt-til-varen-2021/2-1-864109>
- Tekna (2019). Det er nok mat i verden, men ikke til alle. Hentet fra: <https://www.tekna.no/fag-og-nettverk/ledelse-og-utvikling/ledelsesbloggen/det-er-nok-mat-i-verden-men-ikke-til-alle/>
- Veterinærinstituttet (u.å) Infeksiøs lakseanemi. Hentet 6.2.21 fra: <https://www.vetinst.no/sykdom-og-agens/infeksios-lakseanemi-ila>