

Handelshøyskolen BI i Oslo

BTH 95031

Bacheloroppgave - Økonomistyring og investeringsanalyse

Bacheloroppgave

Verdivurdering av Norway Royal Salmon ASA

0
- +

Utlevering: 04.01.2016 09.00

Innlevering: 01.06.2016 12.00

Sammendrag

Norway Royal Salmon ASA er et norsk børsnotert selskap med virksomhet innenfor produksjon og videreforedling av laks. Formålet med denne oppgaven er å estimere verdien av Norway Royal Salmon, og dermed kunne si noe om aksjen er overpriset eller underpriset i markedet. Verdivurderingen er basert på offentlig informasjon.

Vi har gjennomført en rekke strategiske analyser på makroøkonomisk, bransje og selskapsnivå. Disse analysene er dermed brukt sammen med historiske regnskapsdata til å vurdere fremtidsutviklingen i selskapet og til å skape et fremtidsbudsjett. Fremtidsbudsjettet oppsummerer analysene og verdien av selskapet estimeres gjennom å diskontere kontantstrømmene og deretter trekke i fra netto finansiell gjeld. Det er gjennomført komparative vurderinger og scenarioanalyser for å komplimentere funnene i kontantstrømsmodellen.

Til slutt er også våre resultater vurdert imot mer profesjonelle og anerkjente analytikers vurdering.

Resultatene av undersøkelsene gir et godt bilde av både bransjen og selskapets utvikling, det konkluderes derfor med en kjøpsanbefaling for aksjen og et kursmål på ca. 200kr pr aksje.

Innholdsfortegnelse

Sammendrag	i
Innholdsfortegnelse	ii
1. Innledning	1
1.1 Begrensninger	2
1.2 Problemstilling	2
2. Bedriftspresentasjon	2
2.1 Bransjebeskrivelse	3
3. Verdsettelsesteorier	4
3.1 Balansebaserte modeller	4
3.1.1 Substansverdi	4
3.1.2 Likvidasjonsverdi	5
3.2 Inntjeningsbaserte metoder	5
3.2.1 Kontantstrømbaserte modeller:	5
3.3 Multiplikatormodeller	6
3.3.1 P/E metoden	7
3.4 Metodevalg	7
4. Intern analyse	8
4.1 Virksomhetens Verdikonfigurasjon	8
4.1.1 Primære aktiviteter	8
4.2 Strategiske faktorer	9
4.2.1 Kostnadsstruktur	9
4.2.2 Innovasjon	10
4.2.3 Kvalitet	11
4.2.4 Kundeorientering	11
4.3 Konklusjon om internanalysen	11
5. Eksternanalyse-Porters 5	12
5.1 Bedriftens konkurransearena	12
5.1.1 Trussel fra nye aktører	12
5.1.2 Trussel fra substitutter	13
5.1.3 Kundens forhandlingsmakt	14
5.1.4 Leverandørenes forhandlingsmakt	14
5.1.5 Konkurransen i markedet	15
5.2 PESTEL analyse	15
5.2.1 Politiske faktorer	15
5.2.2 Økonomiske faktorer	16
5.2.3 Sosiale faktorer	17
5.2.4 Teknologiske faktorer	17
5.2.5 Miljømessige faktorer	19
5.2.6 Legale faktorer	19
6. Regnskapsanalyse	20
6.1 Lønnsomhetsanalyse	20
6.2 Soliditetsanalyse	21
7. Normalisering av historisk resultat	22
7.1 Normaliserte resultatposter	23
7.2 Andre vurderte poster	24
7.2.1 Ekstraordinære sykdomskostnader og dødelighet	24
7.3 Ikke operasjonelle poster	24

7.3.1	Inntekter fra tilknyttede selskaper	24
7.3.2	Virkelig verdijustering biomasse	24
8.	Omgruppering av balanse	25
8.1	Finansielle eiendeler	25
8.2	Finansiell gjeld	25
9.	Avkastningskrav	26
9.1	Markedets risikofri rente	26
9.2	Markedets risikopremie	27
9.3	Beta ved regresjon til NRS	27
9.4	Avkastningskrav til egenkapitalen med KVM modellen	28
9.5	Avkastning på total kapital-WACC	29
9.6	Valg av gjeldsrente	30
10.	Prognostisering av fremtidige kontantstrømmer	30
10.1	Driftsinntekter	31
10.1.2	Pris	31
10.1.3	Volum egenprodusert	32
10.1.4	Volum salgsaktivitet	33
10.2	Driftskostnader	34
10.2.1	Varekostnad oppdrettsaktivitet	35
10.2.2	Varekostnader salgsaktivitet	35
10.2.3	Lønnskostnader	36
10.2.4	Andre driftskostnader	37
10.2.5	Avskrivninger	38
10.3	Arbeidskapital	38
10.3.1	Investeringsbehov	39
10.4	Fremtidige kontantstrømmer	41
10.4.1	Kontantstrøm salgsaktiviteter	41
10.4.2	Kontantstrøm oppdrettsaktiviteter	42
10.4.3	Kommentar til KS	43
11.	Terminalverdi	43
12.	Verdivurdering av Norway Royal Salmon	44
13.	Sensitivitetsanalyser	44
13.1	Scenarioer	45
13.1.1	Worst case	45
13.1.2	Normalcase	46
13.1.3	Best case	46
13.1.4	Forventningsverdi	46
14.	Multipelanalyse	46
15.	Konklusjon:	47
16.	Svakheter ved oppgaven	48
17.	Litteraturliste	49
19.	Vedlegg	56
	Vedlegg 1: Regresjonsanalyse for avkastningkrav m.m.	56
	Vedlegg 2: Kontantstrømsmodeller og beregninger av historisk data m.m.	56

1. Innledning

Denne oppgaven er skrevet som vår avsluttende oppgave for vårt studie i Økonomi og administrasjon med fordypning i Økonomistyring og investeringsanalyse ved Handelshøyskolen BI i Oslo. Oppgaven ble skrevet våren 2016. I utgangspunktet hadde vi planlagt å skrive avsluttende oppgave om kostnadsanalyse, investeringer eller realopsjoner, men etter mange telefonsamtaler og eposter til ulike firmaer i Oslo området for å finne samarbeidspartner til oppgaven måtte vi tilslutt gi opp å ta beslutningen om å skrive en oppgave uten samarbeidspartner. Valget falt da på temaet verdivurdering som er mulig å gjennomføre med offentlig tilgjengelig informasjon. For å gjøre det beste ut av situasjonen valgte vi et selskap i en bransje vi ikke har erfaring med fra tidligere, men som vi ønsket å lære noe om. Etter oljesektorens kraftige fall det siste året har det vært et økt fokus på oppdrettsnæringen, næringen er Norges nest største eksportbransje etter oljen og er etter manges meninger landets fremtid. Da valget av bransje var lagt til grunn falt valget av selskap på Norway Royal Salmon ASA heretter kalt NRS. Selskapet er mellomstort selskap og er et av selskapene i bransjen som ser ut til å virkelig satse på ny teknologi, det var dette som fanget vår interesse og selskapet har vært vår nøkkel å forstå bransjen.

Vi ønsker å takke Pål Berthling Hansen og Espen Skaldehaug både for et utrolig bra gjennomført og inspirerende fordypningskurs og god veiledning igjennom oppgaven. Vi gir lesere oppmerksom på at underskrevne har gjort sitt aller beste i den skriftlige fremstillingen av oppgaven. Forfatterne av oppgave er en islandsk statsborger med få års erfaring med det norske språk og en nordmann som aller helst bare burde holde seg til å skrive tall. Vi ber om at dette blir tatt hensyn til ved lesing av oppgaven.

Vi ønsker dere god lesing.

1.1 Begrensninger

NRS er et komplisert selskap, tilknyttede selskaper er derfor trukket ut og vurderes som en finansiell eiendel til bokført verdi. Oppgaven forutsetter også at det internasjonale markedet ikke er mettet for Norsk laks, bakgrunnen for dette er forklart i PESTEL og bransjeanalysen. Oppgaven er skrevet med hovedfokus på oppdrettsvirksomheten, det er derfor lagt mindre arbeid i vurderingen av salgsvirksomheten.

1.2 Problemstilling

NRS er et mellomstort oppdrettsselskap notert på Oslo Børs, vår problemstilling vil være å finne riktig verdi av selskapet i dagens marked og situasjon deretter vurdere om aksjen burde kjøpes eller selges til dagens kurs.

2. Bedriftspresentasjon

NRS ble grunnlagt i 1992 av 34 lakseoppdrettere for å drive salg og markedsføring av oppdrettslaks (Norway Royal Salmon 2016a). Siden etableringen av selskapet i 1992 har NRS med børs ticer (NRS) utviklet seg fra å være et salgs- og markedsføringsselskap for oppdrettslaks til å bli et integrert oppdrettsselskap. Selskapet er nå et konsern med virksomhet innen de to hovedsegmentene: fiskeoppdrett og salg.

I 2015 slaktet konsernets oppdrettsvirksomhet 27 900 tonn, og salgsvirksomheten omsatte over 70 000 tonn laks. I tillegg til salgsapparatet i NRS består konsernet av de to heleide datterselskapene NRS Finnmark AS og NRS Feøy AS, samt de to deleide datterselskapene Nor Seafood AS og Nord Senja laks AS hvor konsernet er majoritetsaksjonær. (Norway Royal Salmon 2016d). Selskapene har til sammen 35 konsesjoner for lakseoppdrett, hvorav 10 nye grønne konsesjoner ble tildelt i 2014. Disse nye konsesjonene er viktig for videre fremdrift av selskapets utvikling og produksjon

Konsernet er også minoritetsaksjonær i 7 tilknyttede selskaper, 3 av disse er oppdrettsselskaper med til sammen 10 konsesjoner. I tillegg er det 3 slakterier og 2 settefiskselskaper blant disse selskapene. Konsernet er dermed involvert i de fleste ledd i verdikjeden (Norway Royal Salmon 2015b).

Selskapet ble notert på Oslo børs i mars 2011 etter en emisjon på 50 millioner kroner (Norway Royal Salmon 2016a). Selskapet ønsker å vokse fra å være et

mellomstort selskap til et stort oppdrettsselskap samtidig som de har som mål å bli det mest lønnsomme i Norge. De har også som mål å bli ledende aktør i arbeidet med å utvikle næringen i mer bærekraftig retning (Norway Royal Salmon 2015b.)

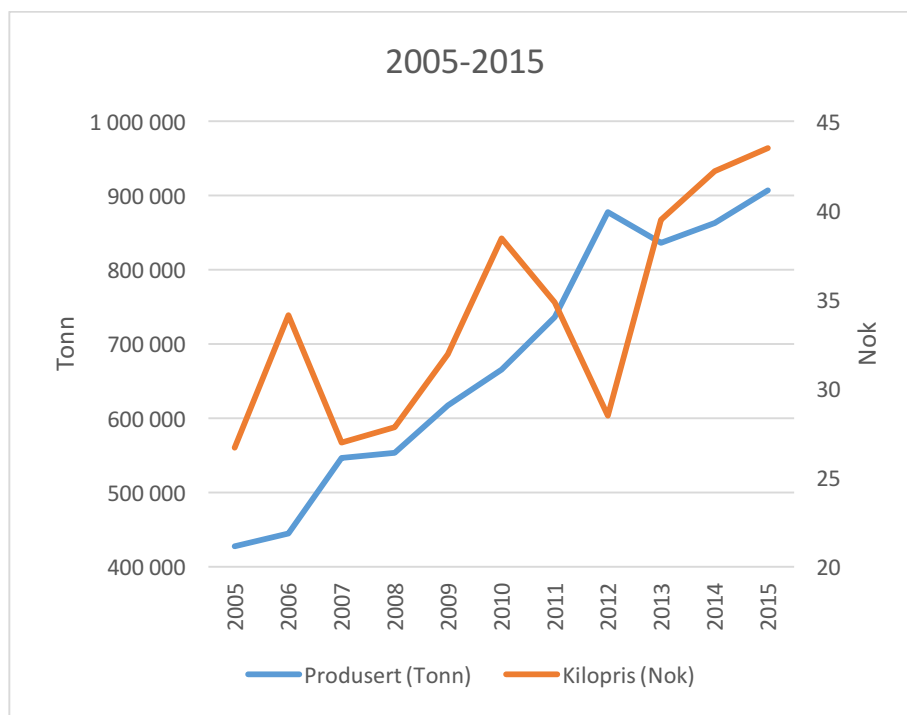
2.1 Bransjebeskrivelse

NRS tilhører bransjen: Engroshandel med fisk, skalldyr og bløtdyr (Proff 2016). De ligger i denne kategorien sammen med selskaper som for eksempel Marine Harvest, SalMar og Lerøy Seafood Group ASA.

Aktørene i bransjen er ganske like hverandre når det gjelder teknologi og produksjonsmetoder, men det er ulikheter i hvor stor del av verdikjeden selskapene integrerer. Noen driver rene opprettselskaper som kun produserer matfisk dvs. fra smolt til slakteklar fisk i mens andre kontrollerer hele prosessen fra settefiskproduksjon til salg og distribusjon. Med dagens produksjonsmetoder er det uansett stor forskjell i effektivitet og inntjening. Marine Harvest har operasjonelt driftsresultat per kilo slaktet på 10,16 kr. pr. kg mens SalMar og NRS ligger på 13 og 10,22 kr. pr kg.

Det ser ut til at bransjen står ovenfor et teknologiskifte, det satses stort på forskning og testing av ny teknologi innen alt fra å forbedre eksisterende metoder til helt nye satsningsområder som for eksempel oppdrettsanlegg til havs (Norway Royal Salmon 2016c). Selv om ingen av de revolusjonerende teknologiene er tatt i bruk er dette noe som mest sannsynlig blir realiteter innen få år.

Bransjen har hatt stor vekst de ti siste årene. Produsert tonn har økt fra rundt 400.000 tonn i 2005 til 900.000 tonn i 2015. Samtidig har eksportprisen på laks gått fra 28 kr. pr. kg til nesten 45 kr. pr. kg på samme tidsrom. Siste tall fra SSB viser en videre økning og en pris på hele 57kr pr kg i uke 13 i 2016. (Statistisk sentralbyrå 2016). Over 90% av oppdrettslaksen blir eksportert og solgt i utlandet.



Figur: 1. Vekst i bransjen pris og produksjon fra 2005-2015 fersk og frossen laks (Kilde: Statistisk sentralbyrå 2016).

3. Verdsettelsesteorier

3.1 Balansebaserte modeller

Balansebaserte modeller er til dels selvforklarende ut ifra navnet ved at de tar utgangspunkt i balansen. Modellen baserer seg på å finne verdien av selskapet ut i fra eiendelenes verdi fratrukket gjeld og eventuell utsatt skatt. Det finnes i hovedsak tre fremgangsmåter for balansebasert verdivurdering (matematisk, substansverdi og Likvidasjonsverdi), de tre metodene er tilpasset ulike situasjoner og det er viktig å gjøre en vurdering av hvilken metode som er mest riktig i hvert tilfelle (Dahl, Hansen, Hoff og Kinserdal 1997).

Nedenfor er det presentert to av fremgangsmetodene.

3.1.1 Substansverdi

”Substansverdien av egenkapitalen er definert som markedsverdien av eiendelene når gjeld har blitt trukket fra inkludert latent skattegjeld når det er relevant” (Dahl, Hansen, Hoff og Kinserdal 1997, 13). Riktige markedsverdier er selvfølgelig det beste, men ofte er det ikke et aktivt marked for selskapers eiendeler. I disse tilfellen benyttes isteden gjenanskaffelsesverdi justert for alder, slitasje og annen verdi forringelse. Fremgangsmåten fungerer godt ved følgende tilfeller:

-”Det eksisterer et marked der eiendelene kan selges uavhengig av virksomheten”

-”Eiendelenes verdi er uavhengig av den virksomhet som drives i selskapet”

-”Kjøp av bedriften er et alternativ til kjøp av eget anlegg” (Dahl, Hansen, Hoff og Kinserdal 1997, 13).

3.1.2 Likvidasjonsverdi

Likvidasjonsverdi (eventuelt realisasjonsverdi) tar utgangspunkt i bokført egenkapital. Den siste balansen korrigeres for differensen mellom bokførte verdier og relasjonsverdi for eiendeler og gjeld (Dahl, Hansen, Hoff og Kinserdal 1997).

Realisasjonsverdien viser det teoretiske laveste beløpet eierne kan sitte igjen med dersom virksomheten skal avvikles. Realisasjonsverdien er et spesialtilfelle av substansverdi og er nesten alltid lavere en substansverdi. Dette skyldes at med substansverdi er det forutsatt at selskapet er et ”going concern” hvor eiendeler kan selges i et ordnet marked, men likvidasjon innebærer tvunget salg som oftest gir rabatt på eiendelene. Avvikling av et selskap innebærer også oftest ekstra kostnader.

3.2 Inntjeningsbaserte metoder

Inntjeningsbaserte metoder fokuserer i liten eller ingen grad på eiendeler. Metoden går isteden ut på å vurdere hvilken inntjening selskapet har og kan skape fremover (Dahl, Hansen, Hoff og Kinserdal 1997).

3.2.1 Kontantstrømbaserte modeller:

”Eierne av en virksomhet forventer at eierskapet vil medføre netto kontanttilførsler i fremtiden ” (Dahl, Hansen, Hoff og Kinserdal 1997, 23).

Kontanttilførselen kan ha mange former. Den kan for eksempel være i form av utbytte, aksjesalg, eller virksomhetens frie kontantstrøm til egenkapitalen. Hvis eierne har flere selskaper kan kontanttilførselen delvis også komme igjennom økt omsetning og/eller lavere kostnader i de øvrige selskapene såkalt synergi effekter (Dahl, Hansen, Hoff og Kinserdal 1997).

De vanligste kontantstrøm baserte modellene er dividendemodellen og diskontert kontantstrøms modellen. Den siste av disse er den mest omfattende og kan deles inn i to ulike fremgangsmåter som vil gi tilnærmet samme resultat totalt sett.

Egenkapitalmetoden

Denne metoden går ut på å estimere fremtidige netto kontantstrømmer til egenkapitalen, og neddiskontere disse med avkastningskravet til egenkapitalen.

Totalkapitalmetoden

Denne metoden går ut på å estimere fremtidige netto kontantstrømmer til total kapitalen, og neddiskontere disse med veid avkastningskrav til total kapitalen. Kontantstrømmene til total kapitalen kan beregnes slik:

Driftsresultat etter skatt

+avskrivninger/nedskrivninger

+/-gevinst tap ved salg av varige driftsmidler

+/-Endring av langsiktige avsetninger

+/-Endring netto operasjonell arbeidskapital

=Kontantstrøm fra drift

-Investeringer

= Fri Kontantstrøm

Største forskjellen mellom EK og TK metodene ligger i behandlingen av skatt og rentebærende gjeld.

Disse metodene vil gi nesten samme verdi av selskapet hvis avkastningskravet er beregnet riktig. I praksis benyttes de i fleste tilfeller total kapitalmetode på grunn av å den er enklere å beregne.

3.3 Multiplikatormodeller

”Multiplikatormodeller er blant de mest brukte og misbrukte verdsettelsesmodeller” (Boye og Meyer 1998, 86). Grunnen til å modellen er så populær er mest sannsynlig pga. de er enkle å bruke. Når multiplikatormodeller er brukt multipliserer man ofte en regnskapsstørrelse for selskapet som skal verdsettes, med en multiplikator som er funnet ved å dividere kursen på børsen for børsnoterte selskaper med samme regnskapsstørrelse. Hvis det er mulig beregnes multiplikatoren for flere børsnoterte selskaper som er sammenlignbare med det selskapet som skal verdsettes. Gjennomsnittet kan så justeres noe pga. spesielle egenheter ved det selskapet som skal verdsetter før verdsettelsen utføres. Det

finnes forskjellige varianter av multiplikatormodeller for eksempel P/E, EV/EBITDA og P/S. Nedenfor har vi skrevet litt om P/E metoden tankegangen vil være relativt lik for alle modellene men har noe ulike forutsetninger.

3.3.1 P/E metoden

P/E metoden er den mest brukte multiplikatormetoden innen verdsettelse. Når denne metoden er brukt beregnes verdien slik:

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

Resultat står for resultat for selskapet som skal verdsettes, mens P/E-tallet står for gjennomsnittlig forhold mellom børskurs og resultat før ekstraordinære poster minus skatt for sammenlignbare børsnoterte selskaper (Boye og Meyer 1998). ”Divideres det nevnte resultatuttrykk med antall aksjer, får man det som betegnes fortjeneste pr. aksje”(Boye og Meyer 1998, 87).

Et av det største problemene med P/E metoden er å finne et børsnotert selskap som er sammenlignbart med selskapet som skal verdsettes. Det er viktig å selskapet som er sammenlignet med tilhører samme bransje og vekstutsikten bør være se samme som for det selskap som man skal beregne verdien av. I tillegg bør selskapene helst bruke samme teknologi og være av lik størrelse til å kunne sammenlignes. Det er derfor en grunn til å denne metoden kan være litt vanskelig i bruk i realiteten.

3.4 Metodevalg

I oppgaven har vi satt oss et læringsmål ved at vi skal lære en bransje, og en problemstilling ved at vi skal finne verdien av et selskap i bransjen. Ut ifra både mål og problemstilling faller det naturlige valget på diskontert kontantstrøm gjennomført etter totalkapitalmetoden. Samtidig representerer metoden også tiden vi har til rådighet i en avsluttende oppgave. Metoden krever et dybdykk i både bransje og selskapet, og krever at vi tilegner oss mest mulig kunnskap underveis. Mot slutten av oppgaven vil vi også benytte noen utvalgte multiplikatormodeller som en kontrollfunksjon til resultatene av multiplikatormodellen.

4. Intern analyse

Intern analyse benyttes til å vurdere bedriftens strategiske ressurser og identifisere styrker og svakheter i driften av selskapet. Ved å vurdere svakheter får vi innblikk i forbedringsområder, både innen kvalitet og effektivitet. Vi vurderer også styrker som forteller oss om selskapet har noen kortsiktige eller langsiktige konkurransefortrinn.

4.1 Virksomhetens Verdikonfigurasjon

For å kunne gjennomføre en god verdivurdering er det viktig å forstå selskapets verdiskaping. Ved å analysere verdikonfigurasjonen etter Porters modell får vi god oversikt over aktivitetene i selskapet..

NRS opererer og kan klassifiseres som en verdikjede etter Porters modell om verdiskapningsevne (Fjellstad og Lunnan 2014). Det betyr at verdiskapingsprosessen består av en kjede aktiviteter som omformer råvarer til et produkt, i vårt selskap vil dette innebære alt fra produksjon av smolt til en ferdig laks på markedet. Øverste pilen i verdikjeden (figur 2) viser støtteaktiviteten til selskapet dvs. det som er nødvendig å ha til å kunne utføre primære aktiviteter.

4.1.1 Primære aktiviteter

I figur 2 nedenfor er det mulig å se hvordan primære aktivitetene i verdikjeden ser ut for NRS. Det er viktig å gjøre leser oppmerksom på at NRS er deleier i noen selskaper dvs. har ikke kontrollerende eierskap og de selskapene er derfor ikke med i selve verdivurderingen. Likevel er det viktig å ha dette med her til å kunne se, for det første hvordan verdikjeden fungerer men også gjøre leser oppmerksom på at selskapet har laget langsiktige kontrakter til å sikre seg for eksempel begge smolt og slaktekapasitet til lengre tid. Det er derfor ikke grunn til å se dette som en stor risiko for selskapet.

Egg og smolting

Første primære aktivitetene er egg og smolting. De er produksjon av lakseunger som blir behandlet og fysisk tilpasset for å tåle livet i saltvann. Smolting er en viktig del av verdikjeden i konsernet, men denne delen av virksomheten skjer i tilknyttede selskaper hvor NRS ikke har kontrollerende eierinteresser. Det viktig her er at selskapet likevel har gode langsiktige kontrakter for å dekke smolt behovet fremover (Norway Royal Salmon 2015b).

Matfiskproduksjon

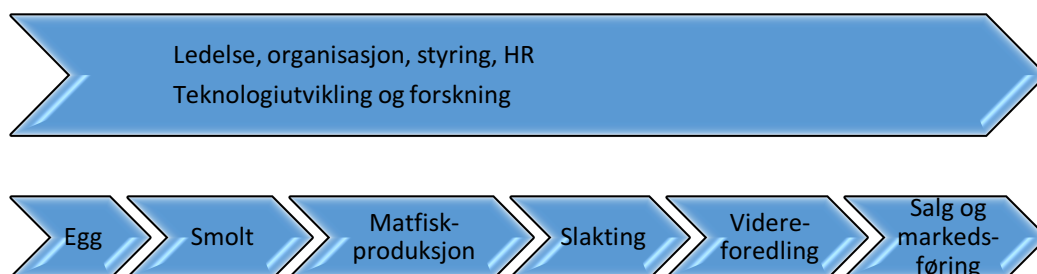
Når fisken har blitt 1-6 år gamle kan de settes ut i oppdrettsanleggene som ligger i fjordene på forskjellige steder i landet. Fisken blir føret i oppdrettsanleggene i cirka 2,5 år eller til fisken har oppnådd en vekt rundt 5kg. Produksjonen foregår i NRS egne selskaper hvor de har majoritet eierskap eller 35 konsesjoner. I tillegg har de 10 konsesjoner gjennom tilknyttede selskaper (Norway Royal Salmon. 2015b).

Slaktning og videreføring

Fisken blir til slutt slaktet og fordelt i fileter, porsjoner, røkt eller marinert før den blir pakket og levert. Denne produksjonen skjer i tilknyttede selskaper som NRS eier store deler av men har ikke kontrollerende eierinteresser. NRS har også sikret seg 100% slaktingskapasitet via avtale i Vest Finnmark (Norway Royal Salmon. 2015b).

Salg og markedsføring

Her foregår det salg fra eksterne oppdretter, tilknyttede selskaper og datterselskaper (Norway Royal Salmon 2015b).



*Figur 2: Verdikjeden til Norway Royal Salmon ASA
(Kilde: Norway Royal Salmon 2015b).*

4.2 Strategiske faktorer

4.2.1 Kostnadsstruktur

NRS har det som mål å være et effektivt og lønnsomt oppdrettsselskap og jobber med å gå fra å være en av de mellomstore produsentene til å bli et stort oppdrettsselskap. De fikk i 2014 tildelt 10 nye grønne konsesjoner gjeldende fra

2015 som gir selskapet et viktig grunnlag for videre vekst og mulige stordriftsfordeler (Norway Royal Salmon 2015b).

Figur 3 (nedenfor) viser at fiskefôr er den største kostnaden ved lakseoppdrett med over 50% av kostnadene. Det er dessverre ikke mye som tyder på lavere fôrkostnader i fremtiden. Tall fra Fiskeridirektoratet viser at gjennomsnittlig produksjonskostnad per kg har gått opp med 45,8% fra 2005 til 2014. Største kostnadsveksten består av økning i pris på fôr og økte kostnader til fiskevelferd og miljøutfordringer.

Kostnader per. kg mellomstore selskaper	2014
Smoltkostnad per kilo	2,76 kr
Fôrkostnad per kilo	12,01 kr
Forsikringskostnad per kilo	0,11 kr
Lønnskostnad per kilo	1,32 kr
Avskrivninger per kilo	0,86 kr
Annen driftskostnad per kilo	3,15 kr
Netto finanskostnad per kilo	0,32 kr
Produksjonskostnader per kilo	20,54 kr
Slaktekostnad per kilo	3,07 kr
Sum kostnad pr kilo	23,61 kr

Figur 3: Fôrkostnad pr.kg. (Kilde: Fiskeridirektoratet 2016, velg kostnad per. kg og mellomstore selskaper).

4.2.2 Innovasjon

For å kunne være ledende innen kostnadseffektivitet satser selskapet tungt på nye teknologier innen oppdrett. De samarbeider blant annet med Aker ASA om en utviklingstillatelse for oppdrett av laks. Selskapene har sammen utviklet et offshore oppdrettsanlegg som legger til rette for bærekraftig vekst på arealer som dagens havbruksteknologi ikke har kunnet utnytte tidligere (Norway Royal Salmon 2016c).

Fiskeridirektoratet tildeler tillatelser til aktører som utvikler teknologi og løsninger som kan løse miljø- og arealutfordringer i oppdrettsnæringen. NRS og Aker har utviklet et halvt nedsenkbart offshore oppdrettsanlegg som er dimensjonert for værharde områder. Dette konseptet vil gi økt arealutnyttelse av

norske farvann ved plassering lengre fra kysten, og hvor det i tillegg vil ha et lite miljømessig fotavtrykk. Pr. i dag har selskapet ikke fått tillatelse, men søknaden ligger inne hos Fiskeridirektoratet. Søknad om 15 tillatelser (11700) tonn ble lagt inn 18. mars 2016. Det SalMar eide selskapet Ocean Farming AS har allerede i februar 2016 fått de åtte første utviklingstillatelsene for å utvikle en havanlegg basert på offshore-teknologi (Hitra-Frøya 2016). Vi ser det dermed sannsynlig at NRS også får tillatelse for oppstart av sitt anlegg som også er basert på offshore teknologi.

4.2.3 Kvalitet

Som selskap i næringsmiddelindustrien er NRS opptatt av kvalitet på sine produkter. De har kraftig redusert bruk av medikamenter og kjemikalier i bekjempelsen av lakselus ved utstrakt bruk av lusekjørt og rens fisk teknologi. De satser også stort på videreutvikling av disse teknologiene og har en tydelig plan for fiskevelferdsutvikling i hele konsernet (Norway Royal Salmon 2015b). Alt dette er viktig for god fiskehelse som gir kvalitet på sluttproduktet. Dette er også veldig viktig til å kunne få nye konsesjoner (se kap 5.1.1) .

4.2.4 Kundeorientering

NRS selger sine produkter via sin egen salgsvirksomhet. De inngår bare kontrakter med motparter som kan oppfattes som solide og gode, det er viktig for å unngå tap på fordringer og spesielt viktig siden ca. 93% av salget går til eksport. Det kan ikke sies om NRS at de har mye kontakt direkte ved kunden ettersom merparten av salget skjer via fishpoolkontrakter. Fishpool er nærmest som en børs hvor det handles leveringskontrakter for fisk.

4.3 Konklusjon om internanalysen

Internanalysen viser at NRS har viktige ressurser å jobbe med men ingen direkte konkurransefortrinn. De gjør det gjennomsnittlig bra i forhold til kostnadseffektivitet. De har kommet langt på vei i forhold til ny teknologi og har store sjanser til at nå sine mål om å bli en av store aktørene i markedet. Med tillatelse for offshoreanlegg og 10 grønne konsesjoner er veien videre veldig positiv. Det er derfor grunn til å si at NRS er strategisk sett i god posisjon i markedet og kan få stort konkurransefortrinn.

5. Eksternanalyse-Porters 5

Vi har valgt Porters 5 som forklaringsmodell fordi denne tydeliggjør og gir et godt bilde av alt som påvirker konkurransen i markedet og hele verdisystemet. Rammeverket er hentet fra Strategi boka, den utvidede bransjeanalysen. (Fjellstad og Lunnan 2014, 76).

5.1 Bedriftens konkurransearena

I eksternanalysen er de valgt å fokusere på konkurransen i norske oppdrettsnæringen. Det er flere land som også konkurrerer om laksemarkedet, der i blant Canada, Chile, USA, Danmark og snart også Kina. De er antatt i den oppgaven at markedet ikke er mettet og selv om økt produksjon vil få utslag i prisen ville det være vanskelig å analysere utenlandske konkurrenter som opererer under helt andre forutsetninger enn norske selskapene.

5.1.1 Trussel fra nye aktører

”Dette er bedrifter som ikke er konkurrenter i dag, men som mer eller mindre raskt kan etablere seg som en ny konkurrent” (Fjellstad og Lunnan 2014, 65).

Det kan være vanskelig å komme seg inn på det norske markedet innen oppdrett som den er i dag. Tillatelse for oppdrettslag til sjøs dyre. Hver tillatelse koster 10 millioner fra staten og det er kun mulig å få fra staten etter: Forskrift om tildeling av tillatelse til havbruk med matfisk fra 2013. Fiskedirektoratet står for den offentlige utdelingen av tillatelse (Nærings- og fiskeridepartementet 2013).

Reglene er litt forskjellige etter hvilken gruppe det er søkt om.

-Gruppe A er det åpen budrunde for Finnmark og Troms, der sier loven at det 5 av tillatelsene i hvert fylke skal reserveres til aktører som har 1-19 tillatelse dvs. Mindre aktører. Hvis ikke alle tillatelsene er tildelt kan de gå til større aktørene.

-Gruppe B er åpen gruppe men lukket budrunde. Her tildeles 15 tillatelser uavhengig av fylke eller region. Tillatelser som blir tildelt Finnmark eller Troms skal ha en maksimalt biomasse på 945 tonn. I resten av landet skal maksimal biomasse være 780 tonn. Tillatelser i denne gruppen skal tildeles etter en lukket budrunde hvor søker legger inn ugjenkallelige bud og må dokumentere betalingsevne. I tillegg må selskapet som søker prekvalifiseres. Den prekvalifiseringen går ut på, for eksempel, at redusere risikoen på

akvakulturproduksjonen vil påvirke laksefisk eller sikra bekjempelse mot lakselus etter bestemte regler.

-Gruppe C er også åpen gruppe og ikke avhengig av region. Her kan det tildeles 10 tillatelser. Tillatelser som blir tildelt Finnmark eller Troms skal ha en maksimal biomasse på 945 tonn. I resten av landet skal maksimal biomasse være 780 tonn. Her er det krav om at selskapet tar i bruk teknologiske eller driftsmessige løsninger som gjelder å redusere miljøutfordringene vesentlig med andre ord, se til å redusere risiko for akvakulturproduksjon vil påvirke laksefisk eller sikre bekjempelse mot lakselus etter bestemte regler (Nærings- og fiskeridepartementet 2013).

Oppfatningen er derfor å det er vanskelig og dyrt å starte opp i oppdrettsbransjen med tillit til tillatelse Det er dyre og noen ganger litt vanskelig å få tak i for eksempel i gruppe B, men også teknologien rundt oppdrett og lusebekjempelse er dyr og krever teknologi av riktig sort og den teknologien og penger til å kjempe mot lakselus må være tilstede for tillatelse i gruppe A og C.

I noen år har det blitt skrevet om landbasert anlegg og det har også blitt gjort forskning i Norge. Landbaserte anlegg er absolutt en mulighet og det er flere land som har utviklet anlegg på land og noen land som ikke har andre muligheter enn det, for eksempel USA som har kommet langt i utvikling av landsoppdrett.

Norske oppdrettsbransjen er fortsatt skeptisk og mener det er stor usikkerhet rundt lønnsomheten på grunn av store investeringskostnader. De er også redde for å Norge kan miste sitt konkurransefortrinn innenfor salg av laks.

Landbasert oppdrett er fortsatt ikke lov i Norge, men hvis det blir tillatt kan det være åpning for andre aktører å komme seg inn på markedet.

5.1.2 Trussel fra substitutter

Substitutter er bedrifter som tilbyr alternativer til bedriftens produkt eller tjeneste (Fjellstad og Lunnan 2014, 65).

Laks tilhører gruppen sunt kosthold og er representert sånn av mange leverandører, idrettsøvre, trenere osv. Det er ganske mange substitutter til laks for eksempel annen hvit fisk og kyllingbryst som vi kalkulerer som direkte substitutt. Men i forhold til trender så ser vi ikke at disse produktene blir noe trussel til oppdrettslaks.

5.1.3 Kundens forhandlingsmakt

Analysér maktforholdet på tilsvarende måter som leverandøren. Det vil si evnen til å påvirke pris (Fjellstad og Lunnan 2014, 75).

Kunden har makt over hvor han kjøper og fra hvem. Salget i Frankrike har for eksempel gått ned i perioder på grunn av høye eksportpriser i markedet. Likevel viser det seg at dette ikke skjer i Tyskland hvor vi ser økende konsumtrent som er mindre påvirket av pris (Optimeering 2014).

5.1.4 Leverandørenes forhandlingsmakt

Sier noe om leverandørens evne til å påvirke pris og andre avtalebetingelser vis a vis bransjen (Fjellstad og Lunnan 2014, 73).

Det to viktigste innsatsfaktorene for produksjon av oppdrettsfisk er smolt og fiskefôr. Tilgangen på smolt sikres som oftest gjennom egne selskaper eller gjennom langsiktige avtaler med leverandører. Tilgangen på smolt har historisk vært god uansett om man produserer selv eller kjøper fra ekstern leverandør. For NRS er tilgangen på smolt sikret gjennom langsiktige avtaler med tilknyttede selskaper. Den kanskje aller viktigste innsatsfaktoren av de to er fiskefôr. I Norge er det i all hovedsak tre leverandører av fiskefôr EWOS, Biomar og Skretting. Fôr tilgangen sikres gjennom lange kontrakter som medfører god forutsigbarhet for alle parter. Det stilles likevel spørsmål om fôrtilgangen på sikt da fôret i stor grad består av fiskeolje og fiskemel. Det skjer utvikling på område og andelen marint råstoff i foret har gått ned samtidig som mer effektiv fôringsteknologi medfører mindre bruk av fôr pr produsert kilo, men det er viktig å ha med i vurderingen at det ikke kan tas opp særlig mer marint råstoff (bestående av fisk som er ukurant som matfisk) fra havet enn det det gjøres i dag. Dette kan medføre en flaskehals i tilgangen på fôr som igjen kan medføre kraftig prisvekst. Det skal også sies at mye gjøres for å løse problemet, det satses stort på forskning og utvikling av nye mer bærekraftige fôrtyper der det marine råstoffet byttes ut med plantebasert råstoff eller bruk av tang og tare i fôr. Hovedingrediensene i lakseforet har også mange alternative bruksområder som medfører konkurranse om råvarer, men også her finnes det dårlig utnyttede ressurser. Som et eksempel benyttes bare ca. 75% av kapp fra fiskefôredling til fiskemel og fiskeolje produksjon, det er her dermed betydelige ressurser som kan utnyttes. Det skal sies at for problematikken er veldig kompleks og at pris i stor grad blir styrt av råvaretilgang. Byttekostnaden mellom leverandører vil være lav da produktene er

relativt like, og med stort fokus bærekraft i bransjen trender det mot at opprettere vi velge den mest miljøvennlige produsenten.

Siden problematikken rundt for er kompleks er det ikke her lett å komme med en entydig konklusjon, men det er uansett viktig å være klar over muligheten for betydelig prisvekst for laksefôr.

5.1.5 Konkurransen i markedet

Markedet absorberer all fisk som bli produsert, det er dermed ikke utpreget konkurranse mellom aktørene, men det konkurreres om å levere best kvalitet

5.2 PESTEL analyse

PESTEL- analysen viser til seks typer av makrofaktorer for et selskap. Disse typene er i mange tilfeller overlappende. Nedenfor vises det makrofaktorene til NRS (Fjellstad, Lunnan 2014)

5.2.1 Politiske faktorer

Nedgangstider i Oljenæringer har medført at flere av Norges politikere retter blikket mot Norges nest største eksportnæring. Oppdrettsnæringen har et betydelig vekstpotensial og det er stor politisk vilje til å skape vekst i næringen, men det kreves også at næringen får bukt med problemstillingene rundt sykdommer som PD, ILA, HSMB, CMS, rømming og lakselus. Det har derfor lenge vært begrenset utstedelse av nye konsesjoner selv om flere og flere nå får nye såkalte grønne konsesjoner for utprøving av ny teknologi. I 2015 ble det også laget et nytt system for utdeling av konsesjoner der det utdeles vederlagsfrie konsesjoner for utprøving av teknologi som kan være revolusjonerende for bransjen.

Som eksportnæring blir bransjen også påvirket av internasjonal politikk, Russland som det største enkeltmarkedet stanset i 2013 all import av norsk laks. Begrunnelsen for importforbudet begrunnes med helse og kvalitet, men de fleste ledene eksperter er enige om at den egentlige grunnen for importforbudet er sanksjonene mot landet i forbindelse med uroen ved Krim halvøy. Importforbudet skulle opprinnelig vare i et år men har senere blitt forlenget og utvidet til hele tollunionen Eurasian economic union (EAEC) som inkluderer Hviterussland og

Kazakhstan . Det er uvisst hva som vil skje med forbudet mot norsk laks og ørret etter august 2016 (Regjeringen 2013; SjømatNorge 2014; Dahl, Alfred, Stevaagnes, Langberg og NTB 2014; NRK 2014; iLaks 2016b).

Det er stor usikkerhet rundt eksport av norsk laks til Kina. Norsk laks hadde en markedsandel på ca. 90% av det kinesiske markedet frem til 2010, da Norge delte ut den omstridte fredsprisen til Liu Xiaobo (E24 2015). Etter dette har eksporten dalt til tilnærmet 0%. I 2015 stoppet Kinesiske myndigheter all import av hel laks med begrunnelse i frykt for spredning av ILA viruset til kinesiske fiskebestander. (Mattilsynet 2014). Restriksjonene en nå noe oppmyket, men det er usikkert hvordan markedsutviklingen i Kina vil være. Det er også usikkerhet rundt eksporttallene til Kina da det er mulig at norsk laks allikevel finner veien til landet gjennom indirekte kanaler. Hong kong er for eksempel egen tollregion og mange Kina eksperter tror mye Norsk laks finner veien til Kina gjennom Hong Kong.

Heldigvis for bransjen har stor vekst i andre markeder motvirket effekten av tapene av disse to markedene.

5.2.2 Økonomiske faktorer

På grunn av den høye eksportandelen påvirkes oppdrettsbransjen lite av konjunktursvingningene i opphavlandet, laksemarkedet påvirkes i større grad av konjunkturutviklingen i landene som importerer laks. Uten at vi gjør nærmere analyser har vi den oppfatningen at det stadig åpnes nye markeder der norsk laks er et prisriktig matalternativ.

Valuta er derimot en veldig viktig faktor for topplinjen i alle oppdrettsselskaper. Valutakursen påvirker hvilken pris pr kilo selskapene sitter igjen med i Norge før de må dekke alle kostnader. I løpet av 2015 har fallet i den norske kronekursen målt mot EUR hatt en positiv effekt på inntjeningen til selskapene. Det er stor usikkerhet knyttet til fremtidig utvikling i kursen og det vil derfor være viktig å skille underliggende prisvekst fra prisvekst på bakgrunn av utvikling i valutakurs. For å motvirke effekten av valutausikkerhet er det utstrakt bruk av sikringsinstrumenter i bransjen.

5.2.3 Sosiale faktorer

Samtidig som behovet for mat i verden er økende, blir også forbrukere mer helsebevisste. Den norske laksen blir markedsført som ett sunt og godt næringsmiddel rik på omega-3, noe som gitt laksen et godt nykte i Norge så vel som internasjonalt. I flere år har det også vært utalt at ”den norske laksen lever på en global sushi bølge” noe som har gitt produktet innpass i mange nye markeder. Samtidig har det også de senere årene vært økende kritikk mot oppdrettsnæringen hovedsakelig på grunn av medisiner og bruk av kjemikalier i fôrindustrien. (Yngvild 2014). Flere forskere har uttrykt bekymring om spor av slike stoffer i den ferdige fisken. Det andre området oppdrettsnæringen blir kritisert på er bruken av villfisk i forproduksjonen og det faktum at det ofte kreves rundt 2,4kg villfisk til produksjon av 1kg ferdig laks. Denne problemstillingen er det også tydelig at næringen jobber med løsninger på, samtidig som forsker også er tydelige på at utbyttet og effektiviteten allikevel er vesentlig høyere sammenlignet med produksjon av kjøtt og meieriprodukter.

Det ble i juni 2010 sendt en kritisk tv dokumentar i Frankrike som satte søkelyset på de negative sidene ved oppdrett og kvaliteten på oppdrettsfisken. Dokumentaren hadde noe negativ effekt på omsetningen i landet, men vi har ikke grunnlag for å si at den negative omtalen har hatt store virkninger (NRK 2010). Det Norske mattilsynet har både i 2014 og 2015 tilbakevist at innholdet av farlige stoffer overstiger grenseverdier satt av WHO, samtidig vises det også til at nivået på slike stoffer i slaktet fisk stadig blir lavere (Mattilsynet 2015).

5.2.4 Teknologiske faktorer

Innen oppdrettsbransjen skjer det en helt utrolig teknologiutvikling og det gjøres mye for å løse de mange utfordringene bransjen står ovenfor. Det pågår store samarbeidsprosjekter mellom offentlige institusjoner og private selskaper, og det gjøres stadige fremskritt og vellykkede prosjekter. En utfordring for aktørene i bransjen er stor spredning i ulike teknologier, og det er vanskelig å vite hvilken teknologi man selv skal satse på. Nedenfor følger en kort presentasjon av noen av teknologiene som er i utvikling eller testing.

Leppefisk/Rognkjeks – leppefisk settes ut i merdene sammen med laksen, leppefisken spiser lakselus og har hatt veldig god effekt på luse problemet. Rognkjeks brukes i samme formål, men her er utviklingen kommet noe kortere.

Lukkede system - Det er gjort mye forskning på helt lukkede merder der man har full kontroll på miljøet fisken lever i og håper på å kunne unngå sykdom og luseproblemer. Dette er ett av Marine Harvest sine satsningsområder.

Dypvannspumping - Flere aktører pumper friskt vann fra dypere vann hvor det ikke er lus og bedre vannkvalitet. Dette har gitt gode resultater på fiskevelferden.

Luseskjørt – Består av en nesten tett duk som styrer vannet fra de 10 øverste meterne i vannsøylen unna merdene. Det er i det øverste vannlaget lusen lever og bruk av luseskjørt har gitt god effekt på mengden lus i anleggene.

Offshoring – Flytting av oppdrettsanleggene fra trange fjorder kan løse mange av bransjens utfjordinger og er mulig med bruk av teknologi og erfaringer fra oljenæringen. Offshoring vil samtidig stille større krav til anleggene og robusthet. Teknologien er i utvikling både hos SalMar og hos NRS i samarbeid med Aker ASA (iLaks 2016b).

Fôrteknologi – Det forskes mye på alternative fôringredienser, det er gjort flere lovende eksperimenter med bruk av tare i fôrproduksjon. Samtidig sees det på bedre utnyttelse av slaggprodukter fra andre havbruksområder og bruk av mer landbruksbaserte ingredienser (iLaks 2016a).

Tripolid (steril fisk) – Løser problemene med rømming, og har en positiv effekt på veksthastigheten. Men samtidig medfører steril fisk økt dødelighet i biomassen. Tripolid fisk blir til ved blir til ved at fiskeeggene utsettes for høyt trykk, men det gjenstår fortsatt forskning på om dette har andre konsekvenser. (Hegnar 2015). På dette området er NRS en ledende aktør.

Landbasert oppdrett – Landbasert oppdrett ser også ut til å bli en realitet. Fordelen med landbaserte anlegg er full kontroll over produksjonen og vannkvaliteten.

5.2.5 Miljømessige faktorer

Oppdrettsbransjen påvirkes av mange ulike miljøspørsmål, bransjen både påvirker miljøet negativt samtidig som den selv er følsom for miljøendringer.

Sykdommer og parasitter (lakselus) skaper store utfordringer og det er fare for spredning mellom anlegg og til villaksbestanden. Problemene medfører økt dødelighet og dårlig fiskevelferd som igjen medfører krav fra myndighetene for nye konsesjoner gis (Veterinærinstituttet 2014).

Rømming av oppdrettsfisk er et mye omdiskutert problem, problemet med rømming er at oppdrettsfisk forplanter seg med villaks slik at den ville fiskebestanden ikke holdes artsmessig ren. Samtidig medfører rømming økt fare for spredning av smitte.

Fôringsproblematikk

Dagens fiskefôr består i dag av en blanding mellom vegetabiliske forvarer (ofte Soya eller solsikke) fiskemel og fiskeoljer. Der er nesten ikke mulig å hente opp mer ukurant marin biomasse til bruk i forproduksjon og det er heller ikke heldig å fortsette importen av store mengder soyabaserte fôr ingredienser som medfører både avskoging i Latin-Amerika og transportutslipp.

Dette er en betydelig problemstilling som kan påvirke vekstmulighetene og oppdrettskostnaden. Det skal sies at det brukes mye midler til forskning på problemstillingen og på bruk av nye resurser som for eksempel tang og tare til fôrproduksjonen

En annen side ved foringen er også overføringsproblematikk. Fôr som ikke blir spist samler seg på havbunden i et tykt lag dersom det ikke er kraftige nok strømmer på lokasjonen. Dette kan medføre skade på havbunnen og den store mengden næringsalter som fosfor og nitrogen øker faren for algeoppblomstring som igjen medfører økt fiskedødelighet.

Andre miljøfaktorer som påvirker oppdrettsbransje er endringer i havtemperaturer og uvær. Havtemperatur påvirker veksthastigheten hos fisken, mens kraftig vær kan medføre økt slitasje eller skade på anlegg og utstyr.

5.2.6 Legale faktorer

Oppdrettsbransjen vil kunne påvirkes av endringer i konsesjonsregelverket.

Strengere krav og regelverk kan medføre ekstrakostnader for aktørene i bransjen. Kriteriene for tildeling av konsesjoner revideres før hver ny konsesjonsrunde og det er derfor vanskelig å forutse hvilke aktører som vil ha fordeler i fremtidige utdelingsrunder. Konsesjonene er omsettelige innenfor dagens regelverk dersom rådene tilsynsetat godkjenner ny oppretter til drift av konsesjonen. Denne regelen gjør det meget lønnsomt å være stor aktør da markedsverdien ved videresalg er vesentlig høyere enn anskaffelseskostnaden. Det har vært diskusjon rundt denne ordningen men det er tvilsomt om det kommer skje endringer i nær fremtid (Nærings- og fiskeridepartementet 2013, Laugen og Ytreberg 2014).

6. Regnskapsanalyse

I dette kapittelet er det gjennomført en analyse av regnskapet til NRS. Med regnskapsanalyse innebærer en systematisk undersøkelse av regnskapsdata for å belyse de bakenforliggende økonomiske forhold som ligger i tallene. Formålet er å finne finansiell utvikling i selskapet og vurdere utvalgte nøkkeltall videre. Alle formlene som er brukt er hentet fra læreboken: Årsregnskapet av Trond Kristoffersen.

6.1 Lønnsomhetsanalyse

Lønnsomhet forklarer NRS evne til å ha overskudd. For å kunne vurdere lønnsomheten er det beregnet noen viktige nøkkeltall som for eksempel driftsmargin, andel egenkapital og gjeldsgrad.

For sammenligning med andre selskaper har vi valgt tre konkurrerende selskaper Marine Harvest, Hallvard Lerøy og SalMar. Det riktige hadde vært å velge helt like selskaper og er dette det nærmeste som finnes. Uansett kan man ikke si at alle har lik struktur. For eksempel driver Marine Harvest sin virksomhet i utlandet og er et rent oppdrettsselskap som ikke kjøper og selger for andre slik NRS gjør, SalMar fokuserer også på økologisk oppdrett osv.

Til utregning er det brukt nøkkeltall fra proff.no, konsernregnskapene til selskapene og tallene har også blitt sammenlignet med årsrapportene til selskapene for å sikre bruk av riktige tall.

Nøkkeltall	NRS 2011	NRS 2012	NRS 2013	NRS 2014	Hallvard Lerøy 2014	Marine Harvest 2014	SalMar ASA 2014
Driftsmargin i %	-1,5%	4%	13,9%	9,3%	14,2%	11,5%	22,9%

Figur 4: NRS sammenlignet mot andre aktører (Kilde: Proff 2015a; Proff 2015b; Proff 2015c; Norway Royal Salmon 2015b)

Driftsmargin gir en ide om hvor lønnsom driften av selskapet er, dvs. forteller hvor mye bedriften får igjen for hver omsatt krone, før renter og skatt. En høy driftsmargin betyr at bedriften tjener mye på hver omsatt krone. Driftsmargin kan variere veldig fra bransje til bransje og det er derfor viktig å sammenligne innen samme bransje. Driftsmargin kan beregnes etter denne formelen:

$$\text{Driftsmargin} = \left(\frac{\text{Driftsresultat} * 100}{\text{Sum driftsinntekt}} \right)$$

I NRS er utviklingen god. De har gått fra negativ 1,5% margin til positiv 9,3% på 4 år etter at selskapet ble børsnotert så driftsmarginen viser seg her å være tilfredsstillende. Det er tydelig at de andre selskapene også gjør det meget bra med driftsmarginer som er høyere en NRS. Dette viser at NRS har forbedringspotensial i den operasjonelle driften.

6.2 Soliditetsanalyse

Soliditeten forklarer NRS evne til å tåle tap, det knyttes til forholdet mellom egenkapital og totalkapital i selskapet.

Egenkapitalandelen viser dette forholdet. Høy egenkapitalandel kan vise god inntjening, god rentabilitet og god finansstruktur i et selskap. Egenkapitalandel er beregnet etter denne formelen,

$$\text{EK andel} = \frac{\text{Sum EK}}{(\text{Sum EK} + \text{Gjeld})}$$

Egenkapitalandelen kan påvirke risikoen i selskapet, høy finansiell «gearing» medfører økte faste kostnader og økt konkurrisiko. Det er derfor styret og ledelsen som må sørge for at selskapet har forsvarlig andel egenkapital. I denne oppgaven er det antatt at selskapene er like i forhold til driftsrisikoen slik at selskapene blir sammenlignbare.

NRS har ikke satt konkrete mål til egenkapital men styret anså 39% som tilfredsstillende i 2014. De må holde seg til over 30% i egenkapital etter inngått avtale med Danske Bank om refinansiering i 2014 som setter det som minstekrav (Norway Royal Salmon 2015b).

Nøkkeltall	NRS 2011	NRS 2012	NRS 2013	NRS 2014	Hallvard Lerøy 2014	Marine Harvest 2014	Salmar 2014
EK andel i %	36,3%	36,3%	42,4%	39%	39,8%	54,4%	50,7%
Gjeldsgrad	1,8	1,8	1,4	1,6	1,5	0,8	1

Figur 5: EK andel og gjeldsgrad (Kilde: Proff 2015a; Proff 2015b; Proff 2015c; Norway Royal Salmon 2015b)

Økt gjeldsgrad betyr økt risiko.

$$Gjeldsgrad = \frac{\text{sum gjeld}}{\text{sum egenkapital}}$$

Desto høyere gjeld desto høyere blir gjeldsgraden. Høy gjeldsgrad kan føre til ugunstig lånefinansiering derfor bør selskapet ha en bevisst holdning til forholdet mellom gjeld og egenkapital. I forhold til fremtidig verdi er det også viktig å ikke ha for høy gjeld. Per dags dato har Norge en historisk lav rente som mest sannsynlig kommer til å øke på sikt. Spørsmålet er ifølge Norges Bank ikke om, men når renten går opp.

7. Normalisering av historisk resultat

Ved bruk av diskontert kontantstrøms metode benyttes historiske data til å vurdere selskapets verdiskapningsevne, deretter benyttes resultatene sammen med strategiske- og makroøkonomiske analyser til å skape en prognose for selskapets

fremtidige kontantstrøm. Ofte benyttes mellom 3-5 års historiske data til å skape et bilde av utviklingen i selskapet. Hvor mange år som benyttes avhenger av stabilitet og relevans i forhold til omgivelsene der selskapet opererer. Har det for eksempel vært store endringer i forutsetningene selskapet operere under vil det være naturlig å se på årene etter de endrede forutsetningene. Ulik vekting kan også være et godt alternativ dersom siste år er mer relevant enn årene før. For at tallene skal gi et godt bilde av den underliggende veksten og må vi ekskludere eventuelle ekstraordinære hendelser som påvirker resultatet i hvert av årene som inngår i analysen. Dette kan være omstrukturingskostnader, store nedskrivninger eller andre resultatmessige forhold som ikke gir et godt bilde av det som er den underliggende inntjeningen og veksten i selskapet. Slike poster kan ellers gi stort utslag i satser og driverenheter i budsjetteringen. Etter en skjønsmessig vurdering er det valgt å bruke en femårs periode til å belyse selskapets resultatutvikling. Men siden selskapet har vært igjennom en periode med stor vekst er det mest riktig å benytte 3 år i vurderingen av balanseposter.

7.1 Normaliserte resultatposter

2015: Selskapet opplevde å bli dømt for feilrapportering av lakselus i selskapets anlegg. Selskapet ser ut til å ha sluppet unna tap av konsesjoner, men ble dømt til å betale en bot på 6,3 millioner kr. Denne posten er resultatført i 2015 og anses å være en høyst ekstraordinær hendelse som ikke representerer selskapets verdiskaping. Denne posten er derfor normalisert ut av resultatet. Dommen er imidlertid anket av statsadvokaten noe som medfører usikkerhet rundt fremtidig resultat.

2011: Det ble kostnadsført 2,5 millioner i forbindelse med børsnoteringen av selskapet denne kostnaden anses være en engangskostnad og er ekskludert fra resultatet for 2011.

2010: Det ble i 2010 foretatt nedskrivninger for totalt 12,951 millioner, dette beløpet henføres til to hendelser. Utrangering og oppgradering av utstyr og avviklingskostnader i forbindelse med nedleggelse av et slakteri i Finnmark. Av disse vurderes kostnadene knyttet til avviklingen av slakteriet som en klar engangshendelse og normaliserer dermed ut. Kostnaden beløp seg til 9,5 millioner.

7.2 Andre vurderte poster

7.2.1 Ekstraordinære sykdomskostnader og dødelighet

Selskapet har de fire siste årene vurdert flere hendelser forbundet med rømming og fiskedødelighet som enkeltstående og ekstraordinære poster. Pålagt slakting etter sykdomsutbrudd av fiskesykdommen PD i 2015 kr 25 millioner. Fiskedød og slakting på grunn av algeoppblomstring og PD i 2014 31,9 millioner. Tap av fisk ved rømming 2013 2,2 millioner og igjen fiskedød grunnet algeoppblomstring 9,9 millioner i 2012.

Disse hendelsene vurderes ikke som spesielt ekstraordinære da de stadig inntreffer, de vurderes isteden til en del av den operasjonelle risikoen og naturlig tap som følge av den teknologien som er i bruk i oppdrettsnæringen.

7.3 Ikke operasjonelle poster

Ved bruk av kontantstrøm metoden prøver å finne verdien av de operasjonelle aktivitetene, er det naturlig å nevne noen poster som ikke skal være en del av den operasjonelle kontantstrømmen.

7.3.1 Inntekter fra tilknyttede selskaper

Inntekter fra tilknyttede selskaper kommer ikke av operasjonelle aktiviteter i konsernet, men er i beregningene vurdert som en finansinntekt. Som tidligere nevnt i innledningen vil vi gjøre en forenkling å vurdere disse selskapene til bokført verdi. Arbeidet med å konsolidere andel av inntekt og kostnader i hele konsernet ville være vanskelig. Det mest riktige ville vært å gjøre en separat verdivurdering av hvert av disse selskapene, men det gir ikke denne oppgaven rom for.

7.3.2 Virkelig verdijustering biomasse

Verdien av biomassen er i prinsippet varer i arbeid justert til markedsverdi. Dette medfører ingen operasjonalisert verdi og skal derfor ikke inkluderes i operasjonelt driftsresultat som er utgangspunktet for kontantstrømmen.

8. Omgruppering av balanse

Målet med kontantstrøms- modellen er å finne verdien av kontantstrømmene til operasjonelle aktiviteter. Det er derfor viktig å skille eiendeler og gjeld i drift fra rent finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Nedenfor er en oversikt over selskapets finansielle gjeld og eiendeler slik situasjonen er vurdert ut ifra balansen i 2015.

Netto finansielle gjeld	
Finansielle Eiendeler:	
Bokført verdi tilknyttede selskaper	169991
Ikke driftsrelaterte kontanter	16107
Finansielle eiendeler: unoterte aksjer	395
Finansiell gjeld:	
Kortsiktig rentebærende gjeld	46519
Langsiktig rentebærende gjeld	653361
Ikke kontrollerende eierinteresser	72730
Sum	-586117

Figur 6: Netto finansielle gjeld (Kilde: Norway Royal Salmon 2016d).

8.1 Finansielle eiendeler

Alle maskiner, bygg, båter og flytende anlegg er tydelige driftsrelaterte eiendeler. Også konsesjonene er nødvendig for selskapets drift og regnes derfor som driftsrelaterte. Det er tidligere i oppgaven diskutert at tilknyttede selskaper er trukket ut av analysen og blir dermed vurdert som en finansiell eiendel til bokført verdi. Selskapet har en stor andel kontanter i balansen, det er forsøkt å benytte en av Damodarans anbefalte metoder for å vurdere bortkastet og ikke bortkastet kontantbeholdning. Gjennom metoden kom det frem at selskapets kontantbeholdning for en stor del er driftsavhengig og at ca. 8% er en finansiell eiendel (Norges Bank 2016b; Aswath 2005). Selskapet anser også 20 millioner i langsiktige fordringer som finansiell eiendel. Siden det er uklart hva dette beløpet angår er det valgt å ikke ta det med i beregningene.

8.2 Finansiell gjeld

All langsiktig gjeld blir vurdert som finansiell gjeld, sammen med kortsiktig rentebærende gjeld og ikke kontrollerende eierinteressers andel i selskapet.

9. Avkastningskrav

NRS består av to deler en salgs- og kjedevirksomhet og en oppdrettsvirksomhet. De to områdene må sies å ha helt ulike forutsetninger og risikoprofil, og det var derfor ønskelig å separere virksomhetene og belaste kontantstrømmene med ulike avkastningskrav. Salgs- og kjedevirksomheten medfører liten risiko for selskapet. Motsatt med oppdrettsvirksomheten som er veldig risikofylt fordi man arbeider med biologisk materiale samtidig som oppdrett krever store investeringer i anlegg. Arbeidet med en slik deling var nyttig for å forstå kostnadsstrukturen i selskapet, men usikkerheten er likevel for stor. Det er dermed kun benyttet ett avkastningskrav for å finne verdien av den samlede kontantstrømmen. Videre er det benyttet tradisjonell metode for å finne avkastningskravet til hele selskapet ved hjelp av CAPM og WACC.

Dette avkastningskravet gjenspeiler risikoen for eierne og er beregnet med tanke på eiere som er diversifiserte.

9.1 Markedets risikofri rente

Risikofri rente er et omdiskutert tema, rent teoretisk vil det være riktig å benytte et kortsiktig rentepapir for å finne risikofri rente. Grunnen for dette er at langsiktige papirer inneholder et risikoelement for inflasjon over løpetiden, de er dermed ikke risikofri. Allikevel er det best oppslutning rundt å velge rentepapir som tilsvarer løpetiden i den analysen som gjennomføres. Det er derfor valgt å gå for sammenlignbarhet med andre analyser og vi benytter derfor statsobligasjoner 10år i vår modell.

Norges Bank	3 år	5 år	10 år
14.april 2016	0,48%	0,73%	1,28%
13.april 2016	0,47%	0,72%	1,28%
12.april 2016	0,44%	0,69%	1,26%
11.april 2016	0,43%	0,68%	1,24%

Figur 7: (Kilde: Norges Bank 2016a).

9.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er differensen mellom markedets forventede avkastning og den risikofrie renten

$$E(r_m) - r_f * (1 - s)$$

Det er mye usikkerhet rundt det å beregne risikopremien i markedet og ikke alle er enige om hvordan det bør gjøres. Hva skal det tas hensyn til, hva skal måles, hvilken historikk skal undersøkes, skal det gjøres geometriske eller aritmetiske beregninger?

Det er gjort lite empirisk forskning i Norge angående markedspremien. Det nyeste arbeidet er gjort av Espen Sirnes i mai 2010. Markedspremien var estimert til 5,4%, men er ikke justert for «survivor bias» (det vil si at selskaper som for eksempel gikk konkurs i perioden eller la ned ikke er tatt med i vurderingen). Som vi vet reduserer det anslaget noe og gjør at estimerte tall blir litt for høye. Basert på disse estimatene skriver Pål Berthling-Hansen og viser til det internasjonale studiet fra Dimson Marsh & Stauten at det ikke er urimelig med en markedspremie i Norge på ca. 5%. Med bakgrunn i disse studiene er det videre brukt en markedspremie på 5% til beregning av avkastningskravet til egenkapitalen i NRS.

9.3 Beta ved regresjon til NRS

Beta måler samvariasjon mellom markedet og en aksje. Betaverdien til en aksje forteller oss noe om relasjonen mellom avkastning i aksjen i forhold til avkastning for markedet som helhet. Er en aksjes beta lik 1 vil vi si at det er perfekt korrelert med indeksen dvs. aksjen svinger like mange prosent som markedet. Er en aksjes beta større /mindre enn 1, vil aksjen bevege seg mer/mindre enn markedet målt i prosent. Mer spesifikt kan man si at den prosentvise endringen i markedet multiplisert med aksjens beta er lik prosentvis endring i aksjen.

Det er mulig å beregne selskapsbeta med regresjonsanalyse. Regresjonsanalysen bør inneholde minst 60 månedlige målinger fra aksjens pris. Hvor det er målt justert verdier på aksjen når børsen stenger.

Denne fremgangsmåten er brukt her til å estimere selskapsbeta for NRS.

Utrekningene er gjort med bakgrunn i markeddata for NRS (Yahoo 2016a) og Oslo Børs/OSEBX (Yahoo 2016b). Det er brukt månedlige avkastninger over 5 års tid eller fra mai 2011 når NRS ble børsnotert til april 2016. Tallene som er brukt her er hentet fra Yahoo finans 14. april 2016 (se vedlegg 1 for beregninger og bruk av tall).

Det er beregnet en Beta på 0,839 som viser lav korrelasjon med markedet. Dersom indeksen på børsen øker med 1% vil NRS kurs øke med 0,839. Dette tyder på at NRS er et selskap med lav systematisk risiko. Risikoen for tap beregnes derfor også lav. Det er gjort en liten feil i beregningen da det ikke er tatt hensyn til dividendeutbetalinger, men det har ikke vært aksjesplitt i perioden dette er derfor irrelevant.

Det er foretatt en justering av Beta i forhold til Bayesiansk justering. Marshall Blume foretok en analyse hvor han fant ut at Beta verdiene tenderte til å bevege seg mot 1. Det viste seg at selskaper som var nær 1 var mer stabile enn de med Beta lengre unna 1. Dette gjør seg kun gjeldende ved langsiktige vurderingshorisonter som er tilfellet for vårt selskap. Formel for justering av Beta:

$$B_{justert} = (B_{raw} * P) + 1,0 * (1 - P)$$

$$B_{justert} = (0,839 * 0,67) + (1,0 * 0,33)$$

Dette gir justert Beta 0,892 i stedet for ujustert 0,839.

9.4 Avkastningskrav til egenkapitalen med KVM modellen

Avkastningskrav til egenkapitalen viser hvilken avkastning eierne og andre kan oppnå, ved en alternativ plassering av kapitalen med samme risiko.

Avkastningskravet er målt med Kapitalverdi modellen (KVM/CAPM).

$$KVM = Rf(1 - s) + Mp * Bjus$$

rf = Risikofri rente

s= Skatt

Bjus = Beta justert

Mp = Markedets risikopremie

Kapitalverdimodellen etter skatt beregnes ved å justere skatt på den risikofrie renten med bakgrunn i det norske skattesystemet.

$$KVM = 0,0128 * (1 - 0,27) + (0,05 * 0,892)$$

Dette gir følgende avkastningskrav til egenkapitalen 5,4%.

9.5 Avkastning på total kapital-WACC

Avkastning på total kapital er veide summer av kostnadene for gjeld og egenkapital. Hvor vektene er andel av og gjeld og egenkapital regnet til markedsverdi. Avkastningskravet tar hensyn til alle kapitaleiere, aksjonærer og kreditorer.

Til at finne riktig aksjepris til utregning av markedsverdi har det blitt gjort følgende. Det har blitt tatt aksjepriser for NRS og Oslo børsindeksen (adjustert closing price) fra Yahoo finans for perioden 29. mars 2011 til 26. april 2016 (Yahoo 2016b; Yahoo 2016a). Gjennomsnittlig pris ble 105,02kr for de siste 30 dagene. Bruk av 30 dager er gjort til å ta bort litt av svingningen som kan være i aksjen mellom dager. WACC skal beregnes etter denne formelen.

$$WACC = K_{ek} * W_{ek} + R_g * (1 - s) * W_g$$

K_{ek} = KVM

W_{ek} = Egenkapitalandel

R_g = Markedets risikopremie

s = Skatt

W_g = Gjeldsandel

Dette gir følgende resultat:

$$WACC = 0,054 * 0,87 + 0,05 * (1 - 0,27) * 0,13$$

Som gir 5,2% avkastning til total kapitalen.

Gitt våre utregninger og sammenligninger med andres vurderinger mener vi at det burde legges til grunn et 5-7% avkastningskrav i vurderingen av selskapet.

9.6 Valg av gjeldsrente

I valg av gjeldsrente er det tatt en vurdering av selskapets gjeldsrente i de siste 5 årene. Det er tatt utgangspunkt i kortsiktig og langsiktig rentebærende gjeld fra konsolidert årsregnskap for hvert av årene og dividert på 5 som gir gjennomsnittlig rente på 5%. Det er ingen rentesats å finne i årsrapporten til selskapet og det er derfor tatt valg om 5% for disse utregningene som her er gjort. Renten ser også ut til å gjenspeile dagens markedssituasjon (se vedlegg 1, avkastningskrav).

10. Prognostisering av fremtidige kontantstrømmer

De fremtidige kontantstrømmene påvirkes av endringer i inntekter, kostnader, kapitalbinding og investeringsbehovet. For å kunne vurdere fremtiden er det tatt utgangspunkt i historisk informasjon fra det normaliserte resultatet, selskapets strategi og makroøkonomiske analyser.

Som nevnt i innledningen er NRS et oppdrettsselskap, men også et salg- og kjedeaktør som kjøper og videreselger fisk fra mindre oppdrettere til det internasjonale markedet. Denne delte virksomheten har gjort jobben med å forstå selskapets kostnader og inntekter veldig komplisert. Fra starten av var det ønskelig å dele de to virksomhetsområdene helt slik at kontantstrømmene kunne vurderes uavhengig av hverandre og da med ulike avkastningskrav.

Dette har bare til dels latt seg gjøre, selv med mye arbeid og testing av ulike forklaringsvariabler. Kontantstrømmene er delt etter beste evne, men det er stor usikkerhet spesielt i fordelingen av kostnader. Det er ikke usannsynlig at vi har overestimert varekostnadene i salgsvirksomheten, og samtidig underestimert varekostnaden i oppdrettsvirksomheten.

For å dele de to virksomhetsområdene er de tatt utgangspunkt i segmenteringsrapporten i noteverket til årsrapportene. Disse tallene gir et godt utgangspunkt, men stemmer samtidig ikke helt overens med totalen i det konsoliderte regnskapet. Dette kommer enten av at informasjonen i segmenteringsrapporten er hentet fra interne data med noe andre forutsetninger enn regnskapet eller at vi rett og slett har gjort noe feil. Som en andre vurdering har vi også konsolidert tallene fra alle datterselskapene som driver

oppdrettsvirksomheten, og ut ifra disse tallene ser det ut til at våre mistanker om en skjevfordeling av kostnader til salgsvirksomhet stemmer. Kontantstrømmen vil derfor diskonteres samlet.

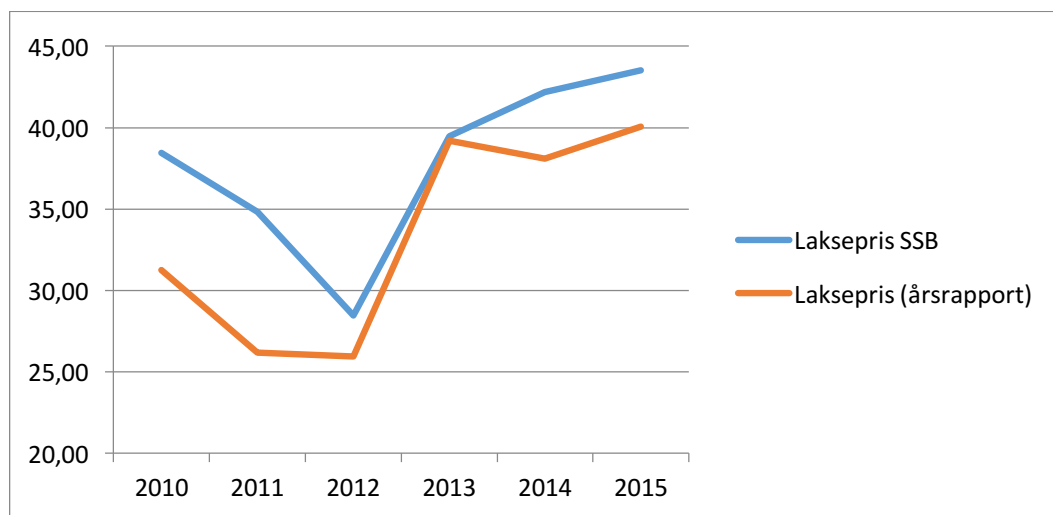
10.1 Driftsinntekter

Ved analyse av inntekter er det vanlig å dekomponere selskapets inntekter ned til pris, volum, markedsandeler og markedsvekst. Når det gjelder markedsandeler og markedsvekst har vi gjennom våre analyser vurdert markedssituasjonen slik at markedet tilnærmet er uendelig, i hvert fall i den nærmeste ti års perioden. Bakgrunnen for denne antagelsen har vi argumentert for tidligere analyser (se kap. 2,1 og 5,2).

På dette grunnlaget har vi ikke forsøkt å utarbeide noen videre analyse om markedet, men heller fokusert på å forstå og forklare utviklingen i pris og volumveksten både i salgsvirksomheten og i oppdrettsvirksomheten.

10.1.2 Pris

Prisutviklingen i laksemarkedet er utfordrende å vurdere da prisen historisk har vært ganske volatil med kraftig prisfall gjennom 2012 og deretter kraftig oppgang i 2013. Selskapet selv opplyser i årsrapportene for 2014 og 2015 om en gjennomsnittlig pris for eksportert laks på 39,80 og 40,10 kr/kg sløyd vekt. Dette er noe lavere enn snittprisen hos SSB. Forskjellen ligger hovedsakelig i slaktevekt og kvalitetsforskjeller da SSB prisen er et snitt av all eksport (Statistisk sentralbyrå 2015). Utviklingen er allikevel helt i tråd med prisutviklingen i SSB statistikken, men selskapet oppnår i snitt kun 88,2% av gjennomsnittsprisen i forhold til SSB. Videre er det tatt utgangspunkt i 88,2% av gjennomsnittsprisen for første kvartal 53kr som gir ett utgangspunkt i 2016 på 47kr. Den høye prisveksten mellom 2015 og 2016 gir og et voldsomt hopp i salgsinntektene i oppdrettsvirksomheten, men dette er helt i tråd med utviklingen. Det påpekes også at mest sannsynlighet er en feil i fordelingen av driftsinntekter mellom de to virksomhetsområdene, alternativt er det andre driftsinntekter enn salg av laks i salgsvirksomheten eller om forskjellen i eksportpris og faktisk driftsinntekt skyldes salg i Norge. Dette har vi ikke tid til å rette opp eller undersøke videre og håper derfor ikke det vil påvirke sluttverdien vesentlig.



Figur 8: Prisavvik mellom NRS og SSB (gjennomsnitt). (Kilde: Statistisk sentralbyrå 2015; Norway Royal Salmon 2011h; 2012g; 2013f; 2014e; 2015b; 2016d)

Ser vi på utvikling i driftsinntekter/solgte tonn får vi en gjennomsnittlig prisutvikling de siste årene mellom 3-4%. Dette stemmer godt overens med bransjens tall hentet fra SSB der den årlige prisveksten har vært ca. 4% i perioden fra 2010-2015. I fra midten av 2015 og frem til i dag har det skjedd en betydelige prisøkning, men denne økningen vil det være naturlig å se i sammenheng med 92% eksportandel og en historisk lav kronkurs målt mot euro, siden eurosonen utgjør det største eksportmarkedet. Vurderes prisdata helt fram til i dag vil gjennomsnittlig vekst strekke seg opp i mot 7%. Videre i prognosen er det valgt å legge til grunn 4% årlig prisvekst da dette tallet best representerer den underliggende prisutviklingen uavhengig av valutakursen, samtidig som vi allerede har justert for den ekstra veksten i estimatet for 2016. Ved en kronestyrkelse vil det være naturlig med en prissvekkelse tilbake til trendveksten, men vi har ingen forutsetninger for å vurdere dette og modellerer dermed prisen ut ifra dagens valutasituasjon.

10.1.3 Volum egenprodusert

NRS fikk i 2014 tildelt nye konsesjoner tilsvarende en kapasitetsøkning på 40%, dette er et godt grunnlag for fremtidig volumvekst. Selskapet sikter til organisk vekst som utviklingsmål mot full kapasitetsutnyttelse. I prognosen er det benyttet historisk volumvekst for egenprodusert fisk, noe som vil medføre full kapasitetsutnyttelse rundt 2022. Det vil derfor være nødvendig med nye konsesjonsinvesteringer rundt 2020 for å kunne opprettholde veksttaket. Selskapet har som tidligere diskutert allerede levert søknad om 15 nye

utviklingskonsesjoner for satsing i ny teknologi og offshore oppdrett, men det er som tidligere påpekt høye krav og stor usikkerhet rundt fremtidig konsesjonsutdeling. Et annet argument for å benytte den historiske veksttakten er at selskapet over flere år har operert med ledig konsesjonskapasitet. Det ser dermed ut til at selskapet ikke klarer å vokse raskere. Dette tatt i betraktning har vi kommet frem til et ganske positivt syn på selskapets vekstegenskaper. Det satses både i selskapene og nasjonalt på problemene som plager bransjen, og det ser også ut til at det finnes en voksende vilje til satsing på oppdrettsbransjen.

Volumveksten er estimert etter produksjonsvolumene 2011-2015, men vi har også valgt å inkludere selskapets estimat for produksjon i 2016. Vi har utelatt tallene fra 2010 da selskapet hadde 76% volumvekst mellom 2010 og 2011. Denne veksten skyldes imidlertid store oppkjøp og omstrukturering, tallene for 2011-2016 representerer dermed vekstpotensialet etter dagens selskapsstruktur. I 2016 benyttes det selskapets egen prognose på 27500 Tonn. Nedgangen i slaktevolum skyldes tap av fisk på grunn av sykdomsutbrudd se normaliseringskapittelet. Fra 2016 er det lagt til grunn 9% vekst frem til full utnyttelse av eksisterende konsesjoner. Fra 2022 og frem til 2025 forventes noe lavere vekst da denne veksten kommer i nye konsesjoner med stor sannsynlighet for strengere krav og utprøving av ny teknologi. Veksten i perioden er derfor satt til 5% ut prognoseperioden.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E
Oppdrettsaktivitet (Tonn)	10677	18781	21163	25191	22356	27903	27500
Vekst oppdrettsaktivitet (%)		76 %	13 %	19 %	-11 %	25 %	-1 %
Aritmetisk snitt							9 %
Geometrisk snitt							8 %

Figur 9: Volum egenprodusert (Kilde: Norway Royal Salmon- 2012g;2013f; 2014e;2015b;2016d).

Se vedlegg 2, historisk data.

10.1.4 Volum salgsaktivitet

Selskapets satsningsområde er oppdrettsvirksomheten, vi er derfor svært nøkterne i vår vekstanslag for salgsvirksomheten. For å estimere volumveksten i salg utenom salg av egenprodusert fisk er det igjen benyttet tall fra 2011-2015. Selskaper gir her ingen prognose for 2016 slik at snittet er regnet kun av de fire årene nevnt ovenfor. Grunnen til at det heller ikke her er inkludert tall fra 2010 er

det er usikkerhet om fallet i salgstall fra 2010-2011 er et reelt fall eller et resultat av oppkjøp. Slik at salg som tidlige regnes som salg i salgsvirksomheten nå er en del av den integrerte oppdretten i selskapet.

På grunn av lite satsing i virksomhetsområdet samt nullvekst i 2013 og 2015 nedjusteres vekstestimatet noe og benyttes 5% i hele prognoseperioden.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E
Salgsaktivitet (Tonn)	38907	31647	36510	36950	36754	42068	
Vekst salgsaktivitet (%)		-19 %	15 %	1 %	-1 %	14 %	
Aritmetisk snitt							6 %
Geometrisk snitt							7 %

Figur 10: Volum salgsaktivitet (Kilde: Norway Royal Salmon- 2012g;2013f;2014e;2015b;2016d).

Se vedlegg 2, historisk data.

10.2 Driftskostnader

Selskapets driftskostnader består i all hovedsak av varekostnader, lønn, avskrivninger og andre driftskostnader. Som beskrevet har det vært utfordrende å dele virksomhetsområdene til selskapet, vi har derfor tatt noen forutsetninger i kostnadsfordelingen, men vi har også regresjonstestet driveriene vi har benyttet for å sikre tilstrekkelig sammenheng mellom driver og kostnadsutvikling. Uansett er det tatt utgangspunkt i noen antagelser. Varekostnadene er fordelt etter segmenteringsrapporten, men siden vårt hovedfokus er på oppdrettsvirksomhetene kan det hende vi har skjøvet for mye varekostnaden over på salgsvirksomheten. Dessverre beskriver ikke årsrapporten noen andre tall eller marginer som gjør det mulig å utlede eller etterkontrollere forholdet mellom innkjøpspris og salgspris i salgssavdelingen. Lønnskostnadene har også vært vanskelige å forklare, men da det har vært liten vekst i salgsvirksomheten forutsetter vi at det er oppdrettsvirksomheten som er mest personalkrevende. Det har vært stor økning i antall ansatte samtidig som produksjonsøkningen også har vært stor. Når det gjelder andre driftskostnader er disse lettere å fordele da det gjennom noteverket fremkommer at ca. 85% (tall fra 2015) av kostnadene kan knyttes direkte til oppdrettsvirksomheten. Dette er kostnader som vedlikehold, sykdomsbekjempelse, drivstoff og leie av utstyr. Avskrivninger knyttes i all

hovedsak til oppdrettsvirksomheten da det er denne som i størst grad krever anleggsmidler.

10.2.1 Varekostnad oppdrettsaktivitet

Varekostnaden består for det meste av førkostnader, men også kostnader til innkjøp settefisk/smolt. Som det diskuteres i PESTEL-analysen og Porters bransjeanalyse er det mye usikkerhet rundt fremtidig utvikling i førtilbud, førpriser og førfaktor. På kort sikt ser man en tydelig trend i økte førkostnader. De er derfor i prognosen både benyttet en volumdriver og en vekstfaktor for å fange både volumvekst og økte priser. På lengere sikt vises det til at det utføres mye forskning på nye førtyper samtidig som det er positiv utvikling i førfaktor. Det ser derfor ut til at økningen i varekost på lang sikt vil avta. Ut ifra tabellen nedenfor har den historiske utviklingen i varekostnader vært ca. 4% dette stemmer godt med funnene som er gjort under strategiske faktorer (se kap 4.2). Ut ifra dette benyttetes 22(T)kr pr tonn med en vekstfaktor pr år 4% i prognosen fra og med 2016.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E
Varekostnad (oppdrett)	174936	365020	392072	495336	424655	615419	
Varekostnad pr. tonn (oppdrett)		19,44	18,53	19,66	19	22	
Vekst i %			-5 %	6 %	-3 %	16 %	
Aritmetisk snitt							4 %
Geometrisk snitt							3 %

Figur 11: Varekostnad i oppdrett (Kilde: Norway Royal Salmon- 2012g;2013f; 2014e;2015b;2016d). Se vedlegg 2, historisk data.

Ved regresjonstesting forklarer økningen i produserte tonn 97% av endringen i varekostnadene (oppdrett) med en P-verdi 0,00027. Restverdien antas være prisendringen og eventuell endring i førfaktor.

10.2.2 Varekostnader salgsaktivitet

Ved regresjonstesting fant vi at salgsinntekter i salgsaktivitet er den driveren som forklarer utvikling i varekostnaden best. Salgsinntekten for segmentet forklarer 99% av endringen i varekostnader med en veldig lav P-verdi. Kostnadsanslaget blir likevel veldig høyt og som nevnt i innledningen til kapittelet har vi ingen

informasjon om marginer eller lignende som vi kan benytte til etterkontroll. Kostnadsnivået har allikevel vært veldig stabilt i forhold til salgsinntekten, det legges derfor til grunn 98% i prognoseperioden.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016 E
Varekostnad (salgsaktivitet)	1573745	1184243	1148218	1642598	1750623	2091652	
Varekost - andel SI (salgsaktivitet)		96 %	95 %	99 %	100 %	98 %	
Aritmetisk snitt							98 %

Figur 12: Varekostnad i salgsaktivitet (Kilde: Norway Royal Salmon-2012g;2013f; 2014e;2015b;2016d). Se vedlegg 2, historisk data.

10.2.3 Lønnskostnader

Lønnskostnader har vært den kostnadsposten som har vært vanskeligst å skille ut. Det finnes ingen tilgjengelig informasjon som gir et godt svar på antall ansatte i hver av segmentene og heller ikke lønnskostnadene. Ved regresjonstesting ser det ut til at produksjonsøkningen forklarer mesteparten av veksten i antall ansatte og lønnskostnad noe som rent logisk ser riktig ut gitt den lave veksten i salgsegmentet og stor vekst i oppdrett de siste årene. Siden det her var vanskelig å finne korrekte tall har vi valgt å gjøre en forenkling og antatt at 10% av lønnskostnadene tilhører salgsaktiviteten og resterende 90% er kostnader tilhørende oppdrett i de historiske dataene. Videre antas det ingen reallønnsvekst og setter vekst i lønnskostnader for både salg og oppdrett til 2,5%. Selskapet uttrykker at de arbeider mot å være det mest lønnsomme oppdrettsselskapet. Det tillegges derfor ingen annen vekst i lønnskostnadene fra dagens nivå.

Dette gir følgende drivere for lønn.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E
Lønnskostnader (T)kr pr. tonn (oppdrett)		2,90	3,05	3,06	4,21	3,65	
Gjennomsnitt oppdrettsaktivitet							3,31
Lønnskostnader salgsaktivitet (T)kr pr. tonn solgt totalt		0,12	0,12	0,14	0,18	0,16	
Gjennomsnitt salgsaktivitet							0,16

Figur 13: Drivere for lønn. (Kilde: Norway Royal Salmon- 2012g;2013f; 2014e;2015b;2016d).

Se vedlegg 2, historisk data

På grunn av produksjonsfallet mellom 2015 og 2016 er tallet for 2016 justert til 2015 + vekst i prognosen siden fall i lønnskostnader totalt gir lite mening da dette er en typisk fast kostnad.

10.2.4 Andre driftskostnader

Rent intuitivt har vi bygd modellen slik at andre driftskostnader øker med produksjonen. Ved regresjonstesting viste det seg imidlertid at andre driftskostnader korrelerer mer med salgsinntekter. Dette gir lite mening i forhold til innholdet i posten og antas være en falsk sammenheng. Videre er det derfor benyttet produksjon med vekst som driver. Kostnadsveksten er nedjustert til 6% da mye av veksten skyldes sykdom, rømming og tap av fisk til sykdom (se kap. 7.2). Det er lite som tilsier at omfanget av dette skal øke utover det allerede høye nivået i perioden, men det antas økte kostnader i forbindelse med behandling av lus ol.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E
Andre driftskostnader pr. tonn av (oppdrett)		2,71	3,85	3,59	5,39	4,6	
Vekst i %			42 %	-7 %	50 %	-15 %	
Gjennomsnitt driver (T) kr							4,3
Gjennomsnitt vekst							18%

Figur 14: Andre driftskostnader (Kilde: Norway Royal Salmon- 2012g;2013f; 2014e;2015b;2016d). Se vedlegg 2, historisk data.

10.2.5 Avskrivninger

Fremtidig avskrivningssats er beregnet av gjennomsnittlige avskrivningssats for 2013-2015 av fysiske anleggsmidler. Merk at konsesjoner avskrives ikke.

	2013	2014	2015	2016E
Fysiske anleggsmidler	210554	289052	357948	
Avskrivninger	33728	41412	53697	
Avskrivninger i %	16 %	14 %	15 %	
Gjennomsnitt				15 %

Figur 15: Avskrivninger (Kilde: Norway Royal Salmon- 2012g;2013f; 2014e;2015b;2016d).

Se vedlegg 2, historisk data.

10.3 Arbeidskapital

Endringer i arbeidskapitalposter vil påvirke kapitalbindingen til selskapet og dermed også kontantstrømmen til selskapet. Det er derfor viktig og å beregne den fremtidige kapitalbindingen i poster som kundefordringer, varelager, leverandørgjeld og andre kortsiktige gjeldsposter. Nedenfor finnes en tabell over oppsummerte gjennomsnittlige arbeidskapitalposter i % av de driftsinntekter som er benyttet som drivere i kontantstrøms-beregningene. Varelager, fordringer og leverandørgjeld korrelerer med totalt salg, men det kan diskuteres om annen kortsiktig gjeld burde hatt en annen driver, som for eksempel produksjon eller varekostnad i oppdrettsvirksomheten. Dette er en svakhet som ikke blir korrigert.

	2013	2014	2015	Gjennomsnitt
Varelager	27038	40270	40630	
% av driftsinntekter	1 %	2 %	1 %	1,28 %
Fordringer	480883	596035	601126	
% av driftsinntekter	18 %	23 %	19 %	20 %
Leverandørgjeld	382944	426331	530430	
% av driftsinntekter	15 %	16 %	17 %	15,88 %
Annen kortsiktig gjeld	41792	164842	134271	
% av driftsinntekter	2 %	6 %	4 %	4,04 %

Figur 16: Arbeidskapital (Kilde: Norway Royal Salmon- 2012g;2013f; 2014e;2015b;2016d).

Se vedlegg 2, historisk data.

10.3.1 Investeringsbehov

Selskapet må investere i anleggsmidler både for å opprettholde dagens produksjonsnivå og for å kunne vokse. Samtidig vil selskapet måtte gjennomføre engangsinvesteringer i nye konsesjoner for å opprettholde vekstkapasitet. Investeringsbehovet har vi beregnet ut ifra gjennomsnittlig behov for anleggsmidler pr produserte tonn. Denne beregningen vil være noe unøyaktig da selskapet kan ha anleggsmidler som er i bruk, men som er helt nedskrevet og derfor ikke representeres i bokførte anleggsmidler. På grunn av prisvekst og ny teknologi er det mulig at fremtidig kapitalutstyr blir dyrere å anskaffe enn i dag. Dette vil ikke fanges opp i vår beregning, men vi antar beregningen som godt nok til formålet. Valgt driver på 11,4(T)kr pr tonn er mulig også noe overestimert da det både i 2014 og 2015 ble investert i nytt utstyr med tanke på fremtidig vekst. Tallet for 2016 er også noe justert da det estimerte produksjonsfallet grunnet i fiskedød ikke skal påvirke investeringstakten.

	2013	2014	2015	Gjennomsnitt
Fysiske anleggsmidler	210554	289052	357948	
Driver for egen produksjon	8,36	12,93	12,83	11,37

Figur 17: Investeringsbehov (Kilde: Norway Royal Salmon- 2014e;2015b;2016d).

Se vedlegg 2, historisk data.

Selskapet er avhengig av nye konsesjoner for å kunne vokse fremover. Med konsesjoner tildelt i 2014 kan selskapet vokse frem til 2022 før de oppnår full utnyttelse i de 35 konsesjonene selskapet innehar. Selskapet har historisk vært proaktive i anskaffelsen av nye konsesjoner og vi antar derfor at selskapet vil investere i nye konsesjoner i 2020 og 2024 for å sikre vekst. Det å anslå prisen på nye konsesjoner er veldig vanskelig da noen av disse utdeles med fastpris og andre ved budrunde. Selskapet fokuserer på ny teknologi og vi legger derfor gruppe A konsesjoner med fastpris på 10mill som grunnlag (Nærings- og fiskeridepartementet 2013). Prisen er fra 2013 og er derfor fremskrevet med en inflasjon på 2,5% frem til 2020 og 2024.

2020: investering i fem konsesjoner kr 60mill

2024: investering i fem konsesjoner kr 65mill

2025: er det belastet et gjennomsnittlig investeringsbehov til konsesjoner 15mill for å inkludere investeringsbehovet i konsesjoner i terminalverdien.

10.4.1 Kontantstrøm

10.4.1 Kontantstrøm salgsaktiviteter

KS Salgsaktiviteter											
		Estimert -->									
(Tall i 1000 NOK)	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Salgsaktivitet (Tonn)	42068	44171	46380	48699	51134	53691	56375	59194	62154	65261	68524
Kalkulert snittpris	40	47	49	51	53	55	57	59	62	64	67
Salgsinntekter salgsaktiviteter	2124190	2064836	2254801	2462243	2688769	2936136	3206261	3501237	3823350	4175099	4559208
Varekostnad (Salg):	2091652	2015921	2201386	2403914	2625074	2866581	3130306	3418294	3732777	4076193	4451202
Lønnskostnad Salg	11327	11892	12986	14185	15500	16943	18527	19939	21460	23096	24857
Driftskostnader (salgsaktivitet)	2102979	2027814	2214372	2418099	2640574	2883524	3148833	3438233	3754237	4099289	4476059
Operasjonelt driftsresultat før skatt (Salgsaktivitet)	21211	37023	40429	44144	48195	52612	57428	63003	69114	75810	83148
Skatt (27%)	5727	9996	10916	11919	13013	14205	15506	17011	18661	20469	22450
Betalbar skatt (skatt i fjor)	-2008	5727	9996	10916	11919	13013	14205	15506	17011	18661	20469
NOPLAT (Salgsaktivitet)	23220	31296	30433	33228	36276	39600	43223	47498	52103	57149	62680
Leverandørgjeld tilknyttet salgsvirksomhet	409843	408544	448586	492589	540949	594097	652512	712543	778097	849682	927852
Fordringer tilknyttet salgsvirksomhet	397722	412967	450960	492449	537754	587227	641252	700247	764670	835020	911842
Endring arbeidskapital	-71061	16545	-2049	-2515	-3054	-3675	-4390	-1036	-1131	-1235	-1349
Free cash flow (Salgsaktiviteter)	94281	14751	32482	35743	39330	43275	47612	48534	53234	58385	64028

Figur 18: Kontantstrøm til salgsaktiviteter. (Se vedlegg 2 KS.)

									2023E	2024E	2025E
Oppdrettsaktivitet (Tonn)	27903	27500	29975	32673	35613	38818	42312	44428	46649	48982	51431
Kalkulert snittpris	40	47	49	51	53	55	57	59	62	64	67
Salgsinntekter Oppdrettsaktivitet	1086358	1285515	1457260	1651950	1872650	2122836	2406447	2627840	2869602	3133605	3421897
Varekostnad (oppdrett)	615419	629200	713261	808553	916575	1039030	1177844	1286206	1404537	1533754	1674860
Lønnskostnader (oppdrett 90%)	101941	104490	113373	126666	141518	158110	176649	190118	204615	220217	237008
Andredriftkostnader	128318	125345	144824	167329	193332	223376	258089	287253	319712	355840	396050
Avskrivninger	53697	53692	51257	55870	60899	66380	72354	75971	79770	83759	87946
Sum Driftskostnader (oppdrettsaktiviteter)	899375	912727	1022715	1158418	1312324	1486896	1684936	1839548	2008634	2193569	2395864
Operasjonelt driftsresultat før skatt (oppdrettsaktivitet)	186983	372788	434545	493531	560326	635940	721512	788292	860968	940036	1026033
Skatt (betalbar)	44686	50485	100653	117327	133253	151288	171704	194808	212839	232461	253810
NOPLAT (oppdrettsaktivitet)	142297	322303	333892	376204	427073	484652	549808	593484	648129	707574	772223
Avskrivninger	53697	53692	51257	55870	60899	66380	72354	75971	79770	83759	87946
Endring arbeidskapital											
Varelager	40630	42884	47514	52662	58386	64755	71843	78452	85670	93551	102158
Oppdrettsvirksomhetens andel (fordringer)	203404	257103	291452	330390	374530	424567	481289	525568	573920	626721	684379
Oppdrettsvirksomhetens andel leverandørgjeld	120587	127513	145344	165682	188879	215338	245521	268109	292776	319711	349124
Annen kortsiktig gjeld	134271	134014	148482	164568	182457	202359	224508	245163	267718	292348	319244
Endring arbeidskapitalbehov (oppdrett)	2984	49285	6679	7663	8779	10044	11477	7645	8349	9117	9956
Investeringer:											
Fysiske anleggsmidler	357948	357948	341715	372469	405992	442531	482359	506477	531800	558390	586310
Utstyrsinvesteringer (Estimert)	99345	53692	35024	86625	94421	102919	112182	100089	105094	110349	115866
Konsesjonsinvesteringer						60000				65000	15000
Free cashflow (oppdrett)	93665	273018	343446	337787	384772	378069	498502	561720	614456	606868	719348
Free cashflow (Sum salg og oppdrett)	187946	287769	375928	373531	424102	421344	546115	610254	667690	665252	783376

Figur 19: Kontantstrøm oppdrettsaktiviteter. (Se vedlegg 2 KS).

10.4.3 Kommentar til KS

Det er noen større hopp i de estimerte kontantstrømmene. I salgsaktiviteten skyldes dette endring i arbeidskapitalbehov med nedgang i kundefordringer og stor økning i leverandørgjeld samt prisvekst. Når det gjelder den store økningen i kontantstrømmen mellom 2015 og 2016 for oppdrettsaktiviteter skyldes dette bare stor prisvekst.

11. Terminalverdi

Terminalverdien er verdien av selskapet i evig tid etter prognoseperioden. Her benyttes Gordons formel for evig vekst i beregningen av terminalverdi for selskapet. Problemet med denne metoden er at verdien av overskuelig fremtid etter prognoseperioden ofte blir veldig høy sett i forhold til verdien av prognoseperioden. Vi har valgt å belaste et 2% poeng høyere avkastningskrav i terminalverdien, dette er en skjønnsmessig justering for å ta høyde for økt konkurranse og usikkerheten rundt den nye teknologien vi forventer blir gjeldene i fremtiden. Det forventes med andre ord økt operasjonell risiko. Det antas at selskapet kan vokse noe mer enn økonomien generelt i en 20års periode, men med den uendelige horisonten terminalverdien representerer er det høyst usannsynlig med vekst større enn økonomien. De benyttes 2,5% vekst i terminalverdien.

Gordons formel for evig vekst:

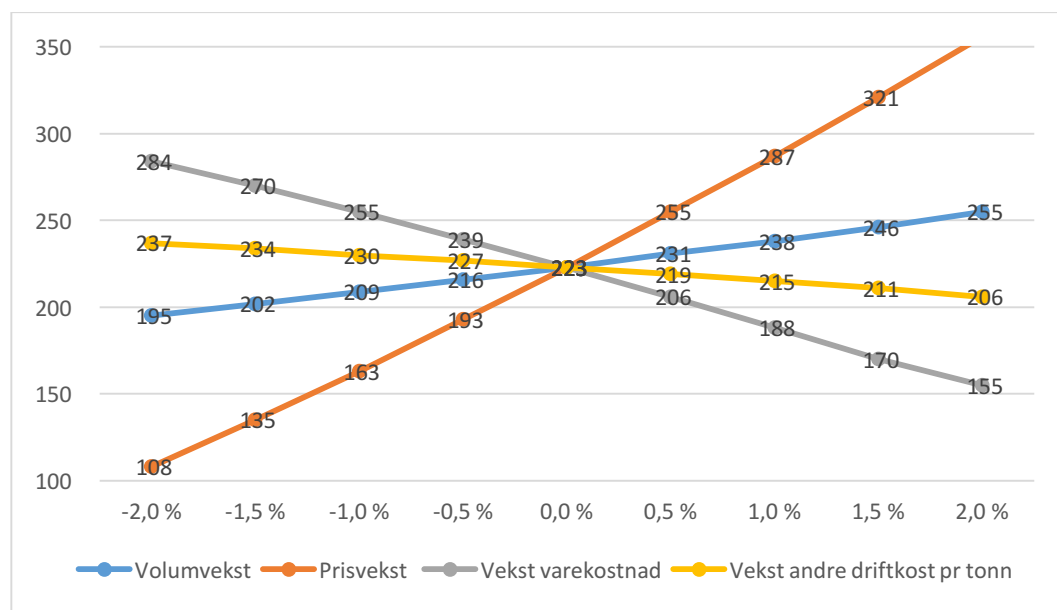
$$CF * \frac{1 + g}{r - g}$$

12. Verdivurdering av Norway Royal Salmon

Avkastningskrav		Verdi 2016	
Avkastningskrav første 5år	6%	Verdi kontantstrøm	3.540.331
Avkastningskrav Terminalverdi + 2 % =	8%	Terminalverdi diskontert	6.762.293
		Enterprice value (EV)	10.302.624
		Gjeld	
		Gjeld minoritetsiere	72.730
		Rentebærende gjeld	699.880
		Verdi ikke operasjonelle eiendeler	
		Tilknyttede selskaper	169.991
		Unoterte aksjer	395
		Kontanter	16.107
		Verdi egenkapital	9.716.507.278
		Aksjer	43.572.191
		Aksjer eide av selskapet	-71
		VERDI PR. AKSJE	223

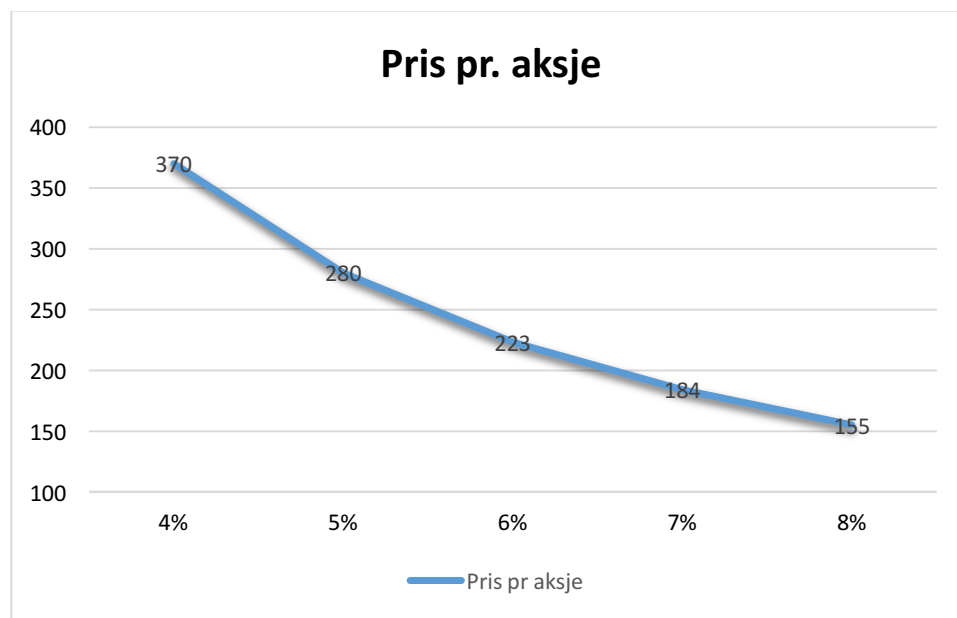
Figur 20: (Se vedlegg 2 KS).

13. Sensitivitetsanalyser



Figur 21: Sensitivitetsanalyse. (Se vedlegg 2 KS).

Av analysen i figur 18 fremkommer det tydelig at lakseprisen er den variabelen som har størst påvirkningen på verdien av selskapet, tett etterfulgt av varekostnaden i oppdrett. Det som også er interessant er at selskapets veksthastighet i oppdrett har mindre å si for verdien enn ventet. Testingen er gjennomført med endring i en og en vekstfaktor i prosent poeng med alt annet likt.



Figur 22: Sensitivitetsanalyse pris pr. Aksje (Se vedlegg 2 KS).

Figur 22 viser hvordan endring i kapitalkostnad påvirker verdien av aksjen.

13.1 Scenarioer.

Sensitivitetsanalysen er fin for å få oversikt over hvilke variabler som påvirker verdien av aksjen, men vi ønsker også å se hva som skjer dersom vi endrer flere variabler samtidig. Det er satt sammen noen scenarioer vi mener kan inntreffe og benyttet kontantstrøms modellen til å se hvilken verdi pr aksje vi får i hvert av disse tilfellene.

13.1.1 Worst case

Vi ser det som lite sannsynlig med kraftige prisfall i det internasjonale markedet, men ved en kronestyrkelse vil prisen i norske kroner bli vesentlig lavere. Ved en kronestyrkelse tilbake til 2014 nivå vil vi få en pris på laks på ca. 42 kr pr kilo. I tillegg har vi valgt å se hva som skjer dersom prisen stagnerer på dette nivået og har satt prisveksten lik forventet inflasjon på 2,5%. Om vi samtidig forutsetter at selskapet ikke får tildelt nye konsesjoner stopper også volumveksten i oppdrett i

2022, da faller også konsesjonsinvesteringene bort. Verdien pr aksje under disse forutsettingene blir 64kr.

13.1.2 Normalcase

Normalsituasjonen er det beste estimatet vi har klart å komme fram til og er dermed lik situasjonen i prognosen. Verdien pr aksje i normalsituasjonen blir 223kr pr aksje.

13.1.3 Best case

På grunn av produksjonsfall på det internasjonale markedet totalt sett, er det mulig prisveksten blir kraftigere enn den som er estimert fra historiske data. Samtidig har NRS hatt en periode med mye problemer, gitt at denne perioden er forbi er det ikke umulig at selskapet kan opprettholde en 9% veksttakt ut hele prognoseperioden. Forutsetningene i best case er derfor 9% vekst i hele prognoseperioden og en 6% prisvekst i lakseprisen. Med denne situasjonen blir prisen pr aksje 399kr.

13.1.4 Forventningsverdi

Forventningsverdi med en subjektiv sannsynlighetsfordeling på 50% for normalsituasjonen og 25% for hver av de alternative utfallene blir forventningsverdien for aksjen 227kr.

14. Multippelanalyse

Det er gjennomført en komparativ verdsettelse ved hjelp av multipler som en ekstrakontroll til resultatet i kontantstrømsmodellen. Det kan diskuteres hvor vidt valgte selskaper er sammenlignbare da det er store strukturelle forskjeller i selskapene og det har vært mange hendelser som kan påvirke P/E tallet, men selskapene må uansett kunne sies å være i samme bransje.

Den øverste tabellen i figur 23 viser kalkulert P/E og P/S med tall hentet fra Nordnet. Ut ifra denne vurderingen har NRS noe lavere verdier enn gjennomsnittet av valgte selskaper. Kalkulert pris pr aksje spriker veldig mellom de to forskjellige multiplene. I tabell to er det brukt multipler for selskapene hentet ifra Yahoo finans. Disse tallene kalkulert med noe eldre data og gir noe

lavere verdier, her er også utvalget endret noe da Bakkafrost er skiftet ut med Grieg Seafood (Yahoo -2016c; 2016d; 2016e; 2016f).

Begge resultatene støtter at aksjen er noe underpriset og at det finnes et oppside potensial ved investering i aksjen.

	Bakkafrost	Marine Harvest	SalMar	Gjennomsnitt	NRS ved multippel	Norway Royal Salmon
P/E	15,23	43,65	24,64	27,84	146,99	21,11
P/S	4,33	2,22	3,71	3,42	248,98	1,51

	Grieg Seafood	Marine harvest	SalMar	Gjennomsnitt	NRS Verdi ved multippel	Norway Royal Salmon
Trailing P/E	22,53	23,99	19	21,84	113,79	9,58
Pris /Sales	1,03	2,21	3,5	2,25	163,58	1,44
EV/EBITDA	10,71	12,27	12,79	11,92		11

Figur 23. (Se vedlegg 2, multippelanalyse).

15. Konklusjon:

Formålet med oppgaven er å finne verdien av Norway Royal Salmon ASA gitt dagens situasjon og marked. Deretter vurdere om aksjen er underpriset eller overpriset.

Gitt resultatene i våre analyser ser vi det som fullt mulig med en aksjekurs opp imot 200kr pr aksje. Kontantstrømmodellen gir en kurs på ca. 223kr som støttes av scenarioanalysen, men multipler gir noe lavere resultater. Kursmålet er en god del høyere en Swedbank sitt kursmål på 145 kr, men dette kursmålet er satt i mars 2016 med en lavere prisutvikling enn den vi har lagt til grunn. Prisen har dessuten økt mye siden mars. Et kursmål på 200kr vil motsvare en oppgang på ca. 75%, aksjen ser dermed ut til å være underpriset og det anbefales kjøp. Kursmålet forutsetter dog at det ikke blir en styrkelse i kronekursen mot euro.

16. Svakheter ved oppgaven

Det er nevnt mye svakheter underveis i oppgaven, nedenfor vises uansett en oversikt over de mest vesentlige svakhetene i oppgaven:

1. Tilknytte selskaper vurderes til bokført verdi.
2. Det er ikke gjort egne analyser av det internasjonale markedet
3. Usikkerhet rundt deling av virksomhetsområder
4. Ikke vurdert selskapets bruk av sikringsinstrumenter sett i mot prisutviklingen
5. Det er ikke vurdert synergieffekter mellom virksomhetsområdene
6. Sammenligninger med andre selskaper er gjort på basis av bransje, da det ikke finnes andre børsnoterte selskaper som har lik selskapsstruktur som NRS.

17. Litteraturliste

- Berglihn, Harald. 2015. "Fri flyt for oppdrett på land" dn.no 14. jan.
Hentet 16. april 2016.
<http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2015/01/14/2154/Oppdrett/fri-flyt-for-oppdrett-p-land>
- Bøye, Knut, og Christine B. Meyer. 1998. *Fusjoner og oppkjøp*. Oslo. Cappelen Akademisk Forlag.
- Dahl, Carl Alfred, Ragnhild Stevaagnes, Øystein Klovstad Langberg og NTB. 2014. "Russland stanser import av norske produkter" Aftenposten.no 7. august. Hentet 15. april 2016.<http://www.aftenposten.no/okonomi/Russland-stanser-import-av-norske-produkter-7660419.html>
- Dahl, Gunnar A, Terje Hansen, Roar Hoff og Arne Kinserdal. 1997. *Verdsettelse i teori og praksis*. Oslo. Cappelen Akademisk Forlag.
- Damodaran, Aswath. 2005. "Dealing with Cash, Cross Holdings and Other Non-Assets: Approaches and Implications Operating". Hentet 28. mai 2016.
<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/cashvaluation.pdf>
- E24. 2013. "Situasjonen er dramatisk". Hentet 17. april 2016.
<http://e24.no/makro-og-politikk/norsk-laks-faller-i-fisk-i-kina/21355805>
- E24. 2015. "Gikk fra 90% av markedet til 15 laks i juni". Hentet 18. april 2016
<http://e24.no/makro-og-politikk/norsk-lakseeksport-til-kina-gikk-fra-90-av-markedet-til-15-laks-i-juni/23531812>
- Finanstilsynet. 2015. "Rapport fra tematilsyn". Hentet 2. mai 2016.
http://www.finanstilsynet.no/Global/Venstremeny/Aktuelt_vedlegg/2015/4_kvartal/Tematilsyn_oppdrettsforetak_11_2015.pdf
- Fiskeridirektoratet. 2014. "Norske oppdrettere tjener fremdeles godt".
Hentet 20. april 2016.
<http://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Nyheter/2015/0815/Norske-oppdrettere-tjener-fremdeles-godt>
- Fiskeridirektoratet. 2016. "Kostnad pr. kilogram 2008-2014". Hentet 20. april 2016.<http://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Statistikkakvakultur/Loennsomhetsundersokelse-for-laks-og-regnbueoerret/Matfiskproduksjon-laks-og-regnbueoerret>

- Fiskeri og havbruksnæringens forskingsfond. 2015. ”Kostnadseksplasjon i lakseoppdrett?”. Hentet 20. april 2016.
[http://www.fhf.no/media/109408/14 -
drivere_for_kostnadsutvikling_i_norsk_havbruksn_ring_audun_iversen_nofima.pdf](http://www.fhf.no/media/109408/14_-_drivere_for_kostnadsutvikling_i_norsk_havbruksn_ring_audun_iversen_nofima.pdf)
- Fjellstad, Øystein D og Randi Lunnan. 2014. *Strategi*. Bergen. Fagbokforlaget.
- Garder, Jorun. 2014. ”Nå kan du spise så mye oppdrettslaks du bare vil”
dagbladet.no 15.des. Hentet 17. april 2016
<http://www.dagbladet.no/2014/12/15/tema/pluss/helse/kosthold/oppdrettslaks/36754025/>
- Hegnar. 2015. ”Vil bidra til å gjøre oppdrettsbransjen mer bærekraftig”. Hentet 21. april 2016 <http://www.hegnar.no/Nyheter/Boers-finans/2015/03/Vil-bidra-til-aa-gjoere-oppdrettsbransjen-mer-baerekraftig>
- Hitra-Frøya. 2016. ”SalMars Ocean Farming”. Hentet 15. april 2016.
<http://www.hitra-froya.no/havbruk/2016/02/28/Salmars-Ocean-Farming-f%C3%A5r-teste-ut-offshore-teknologi-12214703.ece>
- iLaks. 2014. ”Skal konsesjoner for landbasert oppdrett gis bort gratis?”. Hentet 20. april 2016.
<http://ilaks.no/skal-konsesjoner-for-landbasert-oppdrett-gis-bort-gratis/>
- iLaks. 2015. ”Ikke i nærheten av de ratene som det er på brønnbåt”. Hentet 20. april 2016. <http://ilaks.no/ikke-i-naerheten-av-de-ratene-som-det-er-pa-bronnbat/>
- iLaks. 2015a. ”Oppdrettsbransjen er i ferd med å bli mer lik oljenæringen”. Hentet 19. april 2016. <http://ilaks.no/oppdrettsbransjen-er-i-ferd-med-a-bli-mer-lik-oljaeringen/>
- iLaks. 2015b. ”Russland stenger smutthullene”. Hentet 19.april 2016.
<http://ilaks.no/russland-stenger-smutthullene/>
- iLaks. 2016a. ”Skretting kan produsere laksefor helt uten fiskemel”. Hentet 5. mai 2016. <http://ilaks.no/skretting-kan-produsere-laksefor-helt-uten-fiskemel/>
- iLaks. 2016b. ”NRS og Aker søker 15 utviklingskonsesjoner”. Hentet 21. april 2016. <http://ilaks.no/nrs-og-aker-soker-15-utviklingskonsesjoner/>
- iLaks. 2016c. ”Dypere svømming gir betydelig mindre lus” Hentet 21. april 2016
<http://ilaks.no/dypere-svomming-gir-betydelig-mindre-lus/>
- iLaks. 2016d. ”De vil bli mye bedre enn det fleste tror”. Hentet 22. april 2016
<http://ilaks.no/det-vil-bli-mye-bedre-enn-de-fleste-tror/>

- iLaks. 2016e. ”Det vil bli mye bedre enn de fleste tror”. Hentet 31.mai 2016.
<http://ilaks.no/det-vil-bli-mye-bedre-enn-de-fleste-tror/>
- Havforskningsinstituttet. 2010. ”Oppdrett og utslipp av næringssalter”. Hentet 21.april 2016.
https://www.imr.no/filarkiv/2010/04/oppdrett_og_utslipp_av_neringssalter_akvakultur_.pdf
- Havforskningsinstituttet. 2011. ”Bærekraftig for-hva betyr det?”. Hentet 25. april 2016.
http://www.imr.no/nyhetsarkiv/2011/mai/berekraftig_for_hva_betyr_det/nb-no
- Havforskningsinstituttet. 2015. ”Lakselus og rømt laks er de største miljøfordringene”. Hentet 21.april 2016.
http://www.imr.no/nyhetsarkiv/2015/april/lakselus_og_romt_laks_er_de_sto_rste_miljoutfordringene/nb-no
- IntraFish. 2014. ”Oversikt: Konsepter for grønne konsesjoner”. Hentet 2. mai 2016. http://www.intrafish.no/gratis_nyheter/article1393956.ece
- Kristoffersen, Trond. 2014. *Årsregnskapet*. Bergen. Fagbokforlaget
- Laugen, Stig Tore og Rune Ytreberg. 2014. ”Deler ut omstridte konsesjoner” dn.no 22.des. Hentet 2. mai 2016.
<http://www.dn.no/nyheter/finans/2014/12/22/1516/Laks/deler-ut-omstridte-konsesjoner>
- Nærings- og fiskeridepartementet. 2004. ”Forskrift om tildeling, endring og bortfall av konsesjoner for oppdrett av andre arter enn laks, ørret og regnbueørret”. Hentet 2. mai 2016.
<https://lovdata.no/dokument/LTI/forskrift/2004-12-22-1799>
- Nærings- og fiskeridepartementet. 2013. ”Forskrift om tildeling av løyve til havbruk med matfisk av laks, aure og regnbogeaure i sjøvann i 2013”. Hentet 2. mai 2016. <https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2013-06-24-754?q=forskrift%20754>
- Marine Harvest. 2016. ”Årsrapport 2014 ”. Hentet 21. mars 2016.
<http://www.marineharvest.com/investor/annual-reports/>
- Mattilsynet. 2014. ”Kina stanser import av hel laks”. Hentet 19. april 2016
http://www.mattilsynet.no/mat_og_vann/eksport_av_mat/eksport_av_fisk_av_sjomat/kina_stanser_import_av_hel_laks.15818

Mattilsynet. 2014. ”Trygg oppdrettsfisk: Lite fremmedstoffer i oppdrettsfisk”.

Hentet 20. april 2016

http://www.mattilsynet.no/mat_og_vann/produksjon_av_mat/fisk_og_sjoma_t/oppdrettsfisk/trygg_oppdrettsfisk_lite_fremmedstoffer_i_oppdrettsfisk.17233

Mattilsynet. 2015. ”Overvåkning 2014: Trygg oppdrettsfisk”.

Hentet 19. april 2016

http://www.mattilsynet.no/mat_og_vann/produksjon_av_mat/fisk_og_sjoma_t/oppdrettsfisk/overvaakning_2014_trygg_oppdrettsfisk.20112

Mattilsynet. 2015. ”Monitoring program for pharmaceuticals, illegal substances, and contaminants in farmed fish”. Hentet 21. april 2016

http://www.mattilsynet.no/mat_og_vann/produksjon_av_mat/fisk_og_sjoma_t/oppdrettsfisk/rapport_overvaakning_av_oppdrettsfisk_2014.20111/binary/Rapport:%20Overv%C3%A5kning%20av%20oppdrettsfisk%202014

Mikalsen, Knut-Erik. 2015. ”Nå kan Norge igjen selge laks til Kina”

Aftenposten.no 17.april. Hentet 15. april 2016.

<http://www.aftenposten.no/okonomi/Na-kan-Norge-igjen-selge-laks-til-Kina-7985613.html>

Norges Bank. 2016a. ”Statsobligasjoner daglige noteringer”. Hentet 14. april

2016. [http://www.norges-](http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/)

[bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/](http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/)

Norges Bank. 2016b. ”Statskasseveksler årgjennomsnitt”. Hentet 28. Mai 2016.

<http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statskasseveksler-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>

Norway Royal Salmon. 2016a. ”Historie”. Hentet 18. mars 2016.

<http://norwayroyalsalmon.com/no/Om-NRS/Historie> Norway Royal Salmon. 2016. ”Strategi”. Hentet 16. mars 2016.

<http://norwayroyalsalmon.com/no/Om-NRS/Strategi>

Norway Royal Salmon. 2015b. ”Årsrapport 2014”. Hentet 15. mars 2016.

http://norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS_Aarsrapport_2014.pdf

Norway Royal Salmon. 2016c. ”NRS og Aker med fremtidens offshoreoppdrett”.

Hentet 16. april 2016.

<http://norwayroyalsalmon.com/no/Forside/Nyheter/Norway-Royal-Salmon-og-Aker-med-fremtidens-offshoreoppdrett>

- Norway Royal Salmon. 2016d. "Årsrapport 2015". Hentet 25. mai 2016.
http://norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS_Aarsrapport2015.pdf
- Norway Royal Salmon. 2014e. "Årsrapport 2013". Hentet 20. mars 2016.
http://norwayroyalsalmon.com/files/9/%C3%85rsberetning_2013-NRS_NO.pdf
- Norway Royal Salmon. 2013f. "Årsrapport 2012". Hentet 20. mars 2016.
http://norwayroyalsalmon.com/files/9/aarsrapport_nrs2012.pdf
- Norway Royal Salmon. 2012g. "Årsrapport 2011". Hentet 20. mars 2016.
http://norwayroyalsalmon.com/files/9/aarsrapport_nrs2011.pdf
- Norway Royal Salmon. 2011h. "Årsrapport 2010". Hentet 20. mars 2016.
http://norwayroyalsalmon.com/files/9/aarsrapport_nrs2010.pdf
- NRK. 2010. "Norsk laks er en giftbombe". Hentet 18. april 2016.
<http://www.nrk.no/urix/-norsk-laks-er-en-giftbombe-1.7189184>
- NRK. 2014. "Russland stanser import". Hentet 18. april 2016.
<http://www.nrk.no/urix/russland-stanser-import-1.11866751>
- NRK. 2015. "Grønnere vekst for laksen". Hentet 18. april 2016.
<http://www.nrk.no/ytring/gronnere-vekst-for-laksen-1.12268699>
- NRK. 2015. "Kinas importstopp skyldes Norges fredspris". Hentet 18. april 2016.
<http://www.nrk.no/nordland/-kinas-importstopp-skyldes-norges-fredspris-1.12275463>
- NRK. 2015. "Norge solgte bare 15 laks til Kina på én måned". Hentet 20. april 2016. <http://www.nrk.no/troms/norge-solgte-bare-15-laks-til-kina-pa-en-maned-1.12573641>
- Optimeering. 2014. "Sosiale medier og etterspørselstrender". Hentet 31. mars 2016. <https://www.seafood.no/content/download/126614/1377494/file/Erlend%20Torgnes%20-%20Optimeering.pdf>
- Proff. 2016. "Norway Royal Salmon regnskaps". Hentet 21. mars 2016
<http://www.proff.no/selskap/norway-royal-salmon-asa/trondheim/fisk-og-skalldyr/Z0I5CCG3/>
- Proff. 2014a. "Årsregnskap Marine Harvest 2014". Hentet 22. mars 2016.
<http://www.proff.no/selskap/marine-harvest-asa/bergen/fiskeoppdrett-og-utstyr/Z0I3L9TZ/>
- Proff. 2014b. "Årsregnskap SalMar 2014". Hentet 21. mars 2016.
<http://www.proff.no/selskap/salmar-asa/kverva/-/Z0I5CM7L/>

- Proff. 2014c. ”Årsregnskap Hallvard Lerøy 2014”. Hentet 22. mars 2016
<http://www.proff.no/selskap/hallvard-ler%C3%B8y-as/bergen/fisk-og-skalldyr/Z0I4KGQ6/>
- Regjeringen. 2013. ”Sjømatsindustrien-oppdrett”. Hentet 21. april 2016
<https://www.regjeringen.no/no/dep/nfd/ryddemappe/rydde/sjomatindustrien-oppdrett/id742606/>
- Regjeringen. 2016a. ”NOU 2016: 3”. Hentet 22. april 2016.
https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2016-3/id2474809/?q=oppdrett&ch=9#match_0
- Regjeringen. 2016b. ”NNN landsstyremøte”. Hentet 22. april 2016.
<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/nnn-landsstyremote/id2475855/>
- Regjeringen. 2016c. ”Sjømatsnæringens rammebetingelse”. Hentet 20. april 2016
<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/sjomatnaringens-rammebetingelser/id2476132/>
- SalMar Farming. 2016. ”Årsrapport 2014”. Hentet 21. Mars 2016
<http://hugin.info/138695/R/1917404/685879.pdf>
- SjømattNorge. 2014. ”Russland stopper import av norsk sjømat”. Hentet 18. april 2016. <http://sjomatnorge.no/russland-stopper-import-av-norsk-sjomat/>
- Statistisk sentralbyrå. 2016. ”Eksport av laks”. Tabell 03024. Hentet 2. mai 2016.
<https://www.ssb.no/statistikkbanken/selectvarval/Define.asp?subjectcode=&ProductId=&MainTable=EksLaksUke&nvl=&PLanguage=0&nyTmpVar=true&CMSSubjectArea=utenriksokonomi&KortNavnWeb=laks&StatVariant=&checked=true>
- Sysla. 2015a. ”Havbruk dette må du vite om oppdrettsanlegg på land”. Hentet 16. april 2016. http://sysla.no/2015/02/12/havbruk/dette-ma-du-vite-om-oppdrettsanlegg-pa-land_39673/
- Sysla. 2015b. ”Landbasert oppdrett kan bli en ny industrisuksess for Norge”. Hentet 17. april 2016. http://sysla.no/2015/03/26/meninger/landbasert-oppdrett-kan-bli-en-ny-industrisuksess-for-norge_45283/
- Torvik, Yngvild. 2014. ”Laksesalget ned rundt 20 prosent i Frankrike. Kurt Oddekalv tar æren” bt.no 24. jan. Hentet 17. april 2016.
<http://www.bt.no/nyheter/lokalt/Laksesalget-ned-rundt-20-prosent-i-Frankrike-Kurt-Oddekalv-tar-aren-3046819.html>

Veterinærinstituttet. 2014. ”Sykdommer hos oppdrettslaks og oppdrettsørret”.

Hentet 21. april 2016.

<http://www.klv.no/pdf/Fiskehelseseminar/BritHjeltnes.pdf>

Yahoo. 2016a. ”Historical prices Norway Royal Salmon”. Hentet 14. april 2016.

<http://finance.yahoo.com/q/hp?s=NRSO.ST+Historical+Prices>

Yahoo. 2016b. ”Historical prices Oslo børs”. Hentet 14. april 2016.

<http://finance.yahoo.com/q/hp?s=OSEBX.OL+Historical+Prices>

Yahoo. 2016c. ”NRS”. Hentet 30. mai 2016

<http://finance.yahoo.com/q/ks?s=NRS.OL>

Yahoo. 2016d. ”Bakkafrost”. Hentet 30. mai 2016.

<http://finance.yahoo.com/q?s=6BF.MU&ql=0>

Yahoo. 2016e. ”Grieg Seafood”. Hentet 30. Mai 2016.

<http://finance.yahoo.com/q?s=GSF.OL&ql=0>

Yahoo. 2016f. Marine Harvest”. Hentet 30. mai 2016.

<http://finance.yahoo.com/q?s=MHG.OL&ql=0>

World Health Organization. 2015. ” Vaccinating salmon: How Norway avoids antibiotics in fish farming”. Hentet 19.april 2016.

<http://www.who.int/features/2015/antibiotics-norway/en/>

19. Vedlegg

Vedlegg 1: Regresjonsanalyse for avakstningkrav m.m.

Vedlegg 2: Kontanstrømsmodeller og beregninger av historisk data m.m.