

Handelshøgskolen

Norway Royal Salmon – en økonomisk verdivurdering av selskapet

—
Kristian Melleby Aslaksen

Masteroppgave i økonomi og administrasjon – mai 2016

Forord

Denne masteroppgaven representerer avslutningen på mine studier i økonomi og administrasjon ved UiT Norge Arktiske Universitet. Dette har vært en lærerik og spennende tid. Jeg sitter igjen med et stort utbytte, både sosialt og faglig.

Jeg vil rette en takk til min veileder, Terje Vassdal, for oppfølging og gode råd til arbeidet med masteroppgaven. Arbeidet har vært lærerikt og utfordrende. Sluttresultatet er jeg veldig fornøyd med.

Til slutt vil jeg benytte anledningen til å takke det viktigste under studietiden – mine medstudenter ved Handelshøgskolen i Tromsø. Spesielt retter jeg en takk til studiegruppen Basskassa for en grom tid og gode diskusjoner!

Kristian Aslaksen

Kristian Aslaksen

31.05.2016, Tromsø

Sammendrag

I denne oppgaven vil jeg foreta en fundamental verdsettelse av lakseoppdrettsselskapet Norway Royal Salmon ASA. Dette vil skje med utgangspunkt i offentlig tilgjengelig regnskapsinformasjon, og gjennom en strategisk analyse. I tillegg tar oppgaven sikte på å verdsette konsesjonene til Norway Royal Salmon ASA.

Oppgaven starter med å presentere konsernet og oppdrettsnæringen. Før jeg så kommer inn på kjent verdsettelsesteori og redegjør for metoden – diskontert fri kontantstrøm – som analysen skal belage seg på.

Den fundamentale verdsettelsen starter med en strategisk analyse av konsernet, og på den måten analyserer jeg hva som er med å skape verdier for NRS. Samtidig putter jeg konsernet i en kontekst i oppdrettsbransjen. Etter dette foretar jeg en omgruppering av resultat- og balanseregnskapene til et investorperspektiv. Viktige nøkkeltal belyses og analyseres. Dette skaper grunnlaget for å lage framtidsprognosene som selve verdsettelsen belager seg på.

Med bakgrunn i analysene og de omgrupperte regnskapene framtidsbudsjetteres balanse- og resultatregnskapene for perioden 2015-2019. Avkastningskrav estimeres også. Med dette har oppgaven estimatene som trengs for å verdsette selskapet.

Gjennom DCF-metoden kommer jeg fram til estimert verdi av selskapet NOK 875 714 589, og verdien per aksje til å være 20 kroner. Dette skiller seg kraftig fra hva aksjen selges for på børsen. Prisen ligger per 1. mai 2016 på 104 kroner per aksje. Ut i fra denne kursen er markedsverdien på egenkapitalen til konsernet 4 530 000 000 NOK. Dette lagt til grunn argumenterer min analyse for at en investering definitivt ikke ville vært lønnsomt, og at de som sitter med aksjer i dag burde selge. Estimatene vurderer verdien på konsesjonene til konsernet på til sammen NOK 896 140 000.

Nøkkelord: Norway Royal Salmon ASA, verdsetting, verddivurdering, fundamental analyse, oppdrettsæringen, lakseoppdrett

Innhold

Sammendrag	ii
Innhold.....	iii
Figuroversikt	v
Tabelloversikt.....	v
1 Innledning	1
1.2 Formål	1
1.2 Bakgrunn.....	1
1.3 Problemstilling	2
1.4 Avgrensning.....	2
2 Om selskapet og næringen.....	3
2.1 Om Norway Royal Salmon.....	3
2.1.1 Historisk utvikling.....	3
2.1.2 Eierskap og organisasjonsstruktur.....	4
2.1.3 Virksomhetsområde og strategisk satsingsområde.....	5
2.1.4 Produksjon av laks.....	6
2.1.5 Historisk kursutvikling.....	7
2.2 Oppdrettsnæringen.....	8
3 Teori	11
3.1 Avkastning og avkastningskrav	11
3.1.1 ROIC.....	11
3.1.2 Vekst (<i>g</i>).....	11
3.1.3 Avkastningskravet (<i>WACC</i>).....	12
3.2 Verdssettelsesmetoder	15
3.2.1 Inntjeningsbasert tilnærming/kontantstrømbaserte modeller.....	15
3.2.3 Markedsbaserte modeller	19
3.2.4 Aktivabaserte modeller.....	21
3.2.5 Opsjonsbasert tilnærming	22
3.2.6 Fundamental analyse	22
3.3 Valg av verdssettelsesmetode.....	23
4 Forskningsmetode	23
4.1 Forskningsdesign, data og metodevalg.....	23
4.2 Validitet	25
4.3 Reliabilitet	25
4.4 Metode, oppsummering.....	26
5 Strategisk analyse	27
5.1 Ekstern analyse	28
5.1.1 <i>Five Forces</i> , oppsummert	31
5.2 VRIO-Rammeverket	32
5.2.1 VRIO-rammeverket benyttet på Norway Royal Salmon.....	32
5.2.2 VRIO-rammeverket, oppsummert	34
5.3 Strategisk posisjon.....	35
6 Regnskapsanalyse.....	36
6.1 Resultat og balanseregnskap 2010-2014	36
6.2 Omgruppering av regnskapene.....	39
6.3 Resultat- og balanseregnskap, omgruppert.....	41

6.3.1 Resultatregnskap, omgruppert.....	41
6.3.2 Balanseregnskap, omgruppert.....	41
6.3.3 Beregning investert kapital (IC).....	42
6.4 Nøkkeltallanalyse.....	42
6.4.1 Lønnsomhet.....	43
6.4.2 Soliditet.....	44
6.4.3 Likviditet.....	45
7 Avkastningskrav	47
7.1 Avkastningskrav på egenkapitalen.....	47
7.1.1 Risikofri rente.....	47
7.1.2 Betaverdi.....	47
7.1.3 Markedets risikopremie.....	48
7.1.4 Utrekning av avkastningskravet på egenkapitalen.....	48
7.2 Avkastningskravet på gjelden.....	48
7.3 Markedsverdi på egenkapital og gjeld	48
7.4 Avkastningskravet på totalkapitalen.....	48
8 Framtidsregnskap	50
8.1 Driftsinntekter.....	50
8.2 Driftskostnader	52
8.3 Budsjettert NOPLAT.....	53
8.4 Finansposter.....	54
8.5 Årsresultat.....	54
8.6 Balanseregnskap.....	54
8.6.1 Eiendeler.....	55
8.6.2 Egenkapital og gjeld	56
9 Verdivurdering.....	58
9.1 Fri kontantstrøm	58
9.2 Terminalverdi	59
9.3 Finansiell gjeld.....	59
9.4 Verdien av Norway Royal Salmon ASA.....	59
9.5 Verdi av konsesjoner	60
10 Sensitivitetsanalyse	61
10.1 Endring i avkastningskravet og langsiktig vekst	61
11 Konklusjon.....	62
12 Litteraturliste.....	63
12.1 Web-sider.....	63
12.2 Bøker, artikler og rapporter	64
Vedlegg	66

Figuroversikt

Figur 1 Organisasjonskart NRS	5
Figur 2 NRS Produksjon av laks.....	7
Figur 3 Utviklingen av NRS sine aksjer det siste året	7
Figur 4 Utviklingen av NRS sine aksjer de 5 siste årene.....	8
Figur 5 Eksport av norsk oppdrettsfisk fra 2003 til 2014	9
Figur 6 OSLSFX index fra 2011 til 2016	10
Figur 7 Global etterspørselsvekst for oppdrettslaks i 2014	10
Figur 9 Laksepriser 2014-2016.....	51

Tabelloversikt

Tabell 1 Lisenser, NRS	4
Tabell 2 Five Forces, oppsummert.....	31
Tabell 3 Resultatregnskap NRS 2010-2014.....	37
Tabell 4 Eiendeler NRS 2010-2014	38
Tabell 5 Egenkapital og gjeld NRS 2010-2014	39
Tabell 6 Resultatregnskap, omgruppert	41
Tabell 7 Eiendeler, omgruppert	41
Tabell 8 Omgruppert egenkapital og gjeld	42
Tabell 9 Beregning av investert kapital	42
Tabell 10 Totalkapitalrentabiliteten	43
Tabell 11 Egenkapitalrentabiliteten	44
Tabell 12 Egenkapitalandel.....	45
Tabell 13 Gjeldsgrad.....	45
Tabell 14 Likviditetsgrad 1	46
Tabell 15 Driftsinntekter endring.....	50
Tabell 16 Estimering av driftsinntekter	52
Tabell 17 Driftskostnader	52
Tabell 18 Avskrivninger og nedskrivninger	53
Tabell 19 Driftskostnader	53
Tabell 20 Budsjettert NOPLAT	53
Tabell 21 Finansposter.....	54
Tabell 22 Årsresultat.....	54
Tabell 23 Arbeidskapital.....	55
Tabell 24 Prognostiserte eiendeler	56
Tabell 25 Prognostisert egenkapital.....	57
Tabell 26 Prognostisert egenkapital og gjeld.....	57
Tabell 27 Beregning av investert kapital	58
Tabell 28 FCF	58
Tabell 29 Beregning av nåverdi, FCF.....	59
Tabell 30 Verdi NRS	60
Tabell 31 Netto finansiell gjeld.....	60
Tabell 32 Sensitivitetsanalyse.....	61

Begrepsavklaring

CAPM	Capital Asset Pricing Model
DCF	Discounted Cash Flow
EBIT	Earnings before Interest and Taxes
EBITA	Earnings before Interest, Taxes and Amortizations
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciations and Amortizations
FCF	Free Cash Flow
NOPLAT	Net Operating Profit less Adjusted Taxes
NRS	Norway Royal Salmon ASA
ROIC	Return on Invested Capital
WACC	Weighted Average Cost of Capital

1 Innledning

1.2 Formål

Formålet med denne oppgaven er å verdivurdere det børsnoterte oppdrettsselskapet Norway Royal Salmon ASA (NRS). Dette skal gjøres med faglig forankring i kjente økonomiske teorier og modeller. De viktigste modellene for verdsetting vil bli gjennomgått, og modellene som benyttes er dem jeg anser som mest egnet for å verdivurderingen. Merk at dette ikke er en eksakt vitenskap. Resultatene vil kunne sammenlignes med aksjeprisen på børsen for selskapet, og på denne måten kunne si noe om en investering er gunstig eller ikke. I tillegg til å verdivurdere selskapet som en helhet, vil jeg også vurdere konsesjonsverdiene til selskapet. Dette gir et grunnlag for å si noe om hvor mye det kunne kostet å kjøpe konsesjoner, samt hvor sårbare et selskap er dersom konsesjoner mistes.

1.2 Bakgrunn

Jeg har valgt tema ut i fra hva jeg har hatt størst faglig interesse for under studietiden – *verdsetting av selskaper*. På denne måten får jeg muligheten til å fordype meg i flere fagområder, både praktisk og teoretisk.

NRS – selskapet som jeg skal verdsette – har sin kjernevirksomhet innen oppdrett av laks. I tillegg opererer de innen settefisk, slakteri og salg & markedsføring. De er et integrert sjømatelskap. Selskapet har aksjemajoriteten i fire oppdrettsselskaper som til sammen har 35 konsesjoner. I tillegg har selskapet minoritetsandeler i tre tilknyttede oppdrettsselskaper som til sammen har 10 konsesjoner.

Per 20. Mars 2015 selges aksjen for 110,- NOK per aksje. Ut ifra denne aksjeprisen er konsernets egenkapital verdsatt til hele 4 785 140 000,- NOK. Dette gir et bilde av markedsprisen til NRS. Selskapet har hatt store variasjoner i aksjeprisen i 2015, med et bunnpunkt helt nede i 56,75,- NOK per aksje. Høyeste notering har vært på 115,- NOK per aksje. I samme periode som aksjeprisen har steget, har også lakseprisene steget.

1.3 Problemstilling

Ved å anvende sentral verdsettelsesteori skal jeg verdsette verden av oppdrettsselskapet NRS sin egenkapital ved utgangen av 2016. I tillegg vil jeg se på verdien av konsesjonene til selskapet. Problemstillingen(e) min blir derfor:

”Hva er verdien på egenkapitalen til Norway Royal Salmon ASA ved utgangen av 2016?”

Og tilleggsspørsmålet;

”Hva er verdien av konsesjonene til oppdrettsselskapet Norway Royal Salmon ved utgangen av 2016?”

Verdiestimatet jeg kommer fram til ut i fra problemstillingen kan sammenlignes med aksjeprisen. Differansen i disse summene sier noe om en investering i selskapet vil være gunstig eller ikke. Det vil også være svært interessant å belyse hvor mye konsesjonene til selskapet er verdt – hvor mye konsesjoner egentlig er verdt for et oppdrettsselskap. Dette gir et grunnlag for å si noe om hvor mye det kunne kostet å kjøpe konsesjoner, samt hvor sårbare et selskap er dersom konsesjoner mistes.

Spørsmålene vil bli besvart ut i fra offentlig tilgjengelig informasjon, i hovedsak perioderapporter og regnskaper tilgjengelig for allmenheten fra NRS.

1.4 Avgrensning

Avhandlingen har sine begrensinger ut i fra oppgavens omfang – både i form av tid og tilgjengelig informasjon. Analysen kunne også blitt gjort med større nøyaktighet ved å analysere separat på avdelingsnivå. Grunnet oppgavens omfang og tidsbegrensning vil beregning bli gjort på konsernnivå.

Oppgaven er basert på almen tilgjengelig informasjon, noe som kan gjøre den mindre nøyaktig enn dersom man hadde hatt tilgang på detaljert informasjon om fortid og framtid.

Prognosene som legges til grunn for verdsettelsen – framtidige budsjetter og regnskaper – er basert på subjektive vurderinger, noe som kan gjøre estimatene unøyaktige.

Resultatene vil kunne være mindre relevant for kreditorer, og mer relevant for potensielle eiere, da oppgaven er investororientert. Regnskapstallene og driftsresultater er omgruppert til et mer investorperspektiv.

2 Om selskapet og næringen

I dette kapitlet vil jeg presentere Norway Royal Salmon ASA som selskap – historie, eierstruktur, organisasjonsstruktur, historisk kursutvikling og virksomhetsområder. I tillegg vil jeg presentere oppdrettsnæringen.

2.1 Om Norway Royal Salmon

NRS har sin kjernevirksomhet innen oppdrett av laks. Til sammen har selskapet 35 konsesjoner og oppdrettsanlegg. Disse er lokalisert i Finnmark (19), Troms (10) og Rogaland (6). I tillegg til oppdrett av laks, operer NRS også innen settefisk, slakteri og salg & markedsføring. Hovedkontoret ligger i Trondheim. Med det er selskapet representert i store deler av Norge. Selskapet ble stiftet i 1992 av 34 oppdrettsselskaper for å samarbeide med salg og markedsføring av oppdrettsfisk, og har siden den gang utviklet seg til å bli et integrert sjømatelskap. (Norway Royal Salmon ASA 2015)

2.1.1 Historisk utvikling

- 1992** NRS grunnlagt av 34 oppdrettsselskaper for å drive markedsføring og salg av oppdrettslaks.
- 1996** Selskapet går inn på eiersiden i Reinhartsen Seafood AS med 90,1 %. Selskapet skifter navn til NRS Sales AS og samtidig blir et eget investeringselskap Salmon Invest AS etablert.
- 1998** Oppkjøp til 31,1 % til eierandelene i Hardanger Fiskeforedling AS
- 2003** Fusjon mellom Salmon Invest AS og Norway Royal Sales. Navnet blir Norway Royal Salmon AS.
Oppkjøp til 36,1 % av aksjene i Måsøval Fishfarm AS
- 2004** Oppkjøp til 48 % av eierandelene i Larssen Seafood AS
Oppkjøp til 33,5 % av eierandelene i Hellesund Fiskeoppdrett AS
- 2006** Med bistand fra Pareto blir en emisjon på 50 millioner kroner gjennomført.
Oppkjøp til 37,5 % av eierandelene i Espevær Laks AS.
- 2007** 100 % overtakelse av Feøy Fiskeoppdrett AS og Åmøy Fiskeoppdrett AS. I tillegg 82,5 % overtakelse av NOR Seafood AS.

- 2008** En emisjon på 100 millioner med bistand fra Pareto.
- 2008** 100 % overtakelse av Altafjord Laks AS. 76,5 % overtakelse av AS Tri og Salmo Arctica AS.
Oppkjøp til 37,5 % eierandel i Wilsgård Fiskeoppdrett AS
- 2009** 100 % overtakelse av AS Brilliant Fiskeoppdrett.
- 2010** Nord-Senja AS etableres med NRS som 67 % eier. Overtakelse av 100 % av aksjene i As Tri, som fusjoneres med Altafjord Laks AS. NRS omdannes til allmennaksjeselskapet Norway Royal Salmon ASA.
- 2011** I mars 2011 noteres NRS på Oslo Børs etter en emisjon på 50 millioner kroner. Salg av aksjer i Larssen Seafood AS tilsvarende 48 %.
- 2012** Gjennomføring av emisjon og salg av egne aksjer med et brutto MNOK 43,4. Oppkjøp til 37,75 % av aksjene i Ranfjord fiskeprodukter AS
- 2014** NRS tildeles 10 grønne konsesjoner. 1 til NRS Feøy, 2 til Nord-Senja Laks, 2 til Nor Seafood og 5 til NRS Finnmark.
- 2016** NRS kjøper opp resten av aksjene i Nord-Senja AS og blir 100 % eier av selskapet. Kontantvederlag på 70 millioner kroner.

(Norway Royal Salmon ASA 2015), (Norway Royal Salmon 2014) og (Parr, Odd Steinar 2016)

2.1.2 Eierskap og organisasjonsstruktur

Siden stiftelsen i 1992 har selskapet i tråd med konsolideringstrenden i næringen vært gjennom en rekke fusjoner og oppkjøp. Slik har selskapet økt antall konsesjoner, blitt et mer integrert konsern og styrket sin posisjon i markedet.

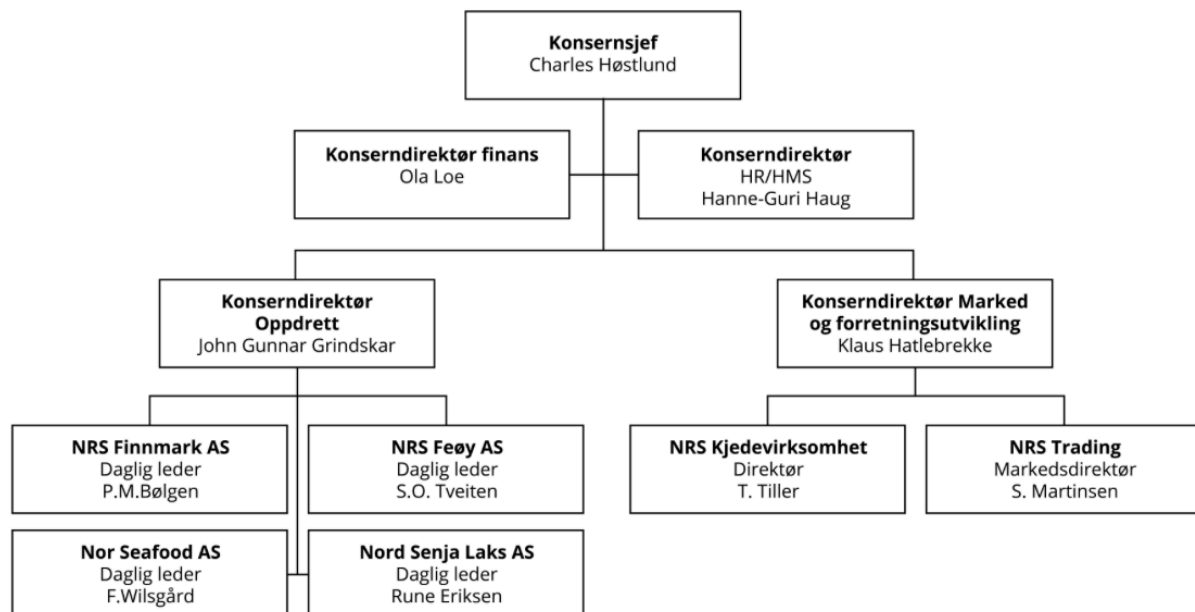
Fylke	Heleid	Eierandel	Konsesjoner
Finnmark	NRS Finnmark AS	100 %	19
Troms	Nord Senja Laks As	100 %	5
	Nor Seafood AS	82,5 %	3
	NRS Feøy AS	100 %	1
	Wilsgård Fiskeoppdrett	37,5 %	5
Rogaland og Hordaland	NRS Feøy AS	100 %	6

Tabell 1 Lisenser, NRS

I 2014 slaktet konsernets oppdrettsvirksomhet 22 356 tonn laks. Salgsvirksomheten omsatte for 59 000 tonn laks. Forskjellen skyldes at NRS i tillegg til å slakte laks, også selger videre

fro andre aktører. Konsernet har fire datterselskaper med til sammen 35 konsesjoner. Samtidig er selskapet minoritetsaksjonær i oppdrettsselskaper med til sammen 10 konsesjoner, i tillegg til 3 slakteriselskaper og 2 settefiskselskaper. (Norway Royal Salmon ASA 2014)

NRS er også på eiersiden i matfiskselskap som produserer smolt som oppdrettslaksen spiser. Selskapet har fokus på å være et integrert selskap med kontroll på så mye som mulig av verdikjeden. NRS eier 37,75 % av Ranfjorden Fiskeprodukter som årlig produserer 5,5 million smolt. Skardalen, som produserer 2,5 million smolt eies 70 % av Wilsgård Fiskeoppdrett og 30 % av NRS. (Norway Royal Salmon ASA 2015). Charles Høstlund er konsernsjef i NRS.



Figur 1 Organisasjonskart NRS (Norway Royal Salmon 2015)

Det er ingen veldig store aksjonærer i NRS. De tre største aksjonærene er Gåsø Næringutvikling AS, Glastad Invest AS og Egil Kristoffersen og Sønner AS. Disse har henholdsvis eierandeler på 15,04 %, 13,08 % og 10,61 %. (Norway Royal Salmon ASA 2015)

2.1.3 Virksomhetsområde og strategisk satsingsområde

De neste fem årene har NRS vedtatt følgende strategiske mål:

- Bli Norges mest lønnsomme lakseselskap

- Gå fra å være et mellomstort til et stort lakseselskap
- Være en foretrukket arbeidsgiver
- Nå målsettingene gjennom bærekraftig vekst

(Norway Royal Salmon ASA 2015)

For å bli Norges mest lønnsomme lakseselskap anser NRS's det som kritisk å være kostnadseffektiv. Laks er en vare som det kan være vanskelig å differensiere seg på, og derfor er prisen man klarer å levere den på en viktig faktor. Samtidig uttaler den nye konsernsjefen – Charles Høstlund – at veksten skal skje på en bærekraftig måte. Nylig har NRS's mottatt 10 nye grønne konsesjoner, noe som gir konsernet muligheten til å vokse med hele 40 %.

(Norway Royal Salmon ASA 2015)

Selskapet har fokus på lokal ledelse med nærhet til produksjon. Derfor er konsernets oppdrettsvirksomhet delt i to deler – Region Nord og Region Sør. Region Nord driver 29 konsesjoner, og Region Sør driver 6.

I tillegg driver konsernet med salg og kjøp av laks og ørret, også med et sterkt internasjonalt fokus. I 2014 solgte NRS laks til kunder i hele 52 land. 92 % av salget ble eksportert til utlandet. 61 % til Vest Europa, 17 % til Asia og 1% til USA. Om lag 37 % av fisken som selges kommer fra konsernets egne oppdrettsvirksomhet. (Norway Royal Salmon ASA 2015)

2.1.4 Produksjon av laks

Tabellen under viser oversikt over produksjon av laks fra årene 2010 til 2015 NRS.

Konsernet har hatt en solid økning i produksjonen de siste årene.

	REGION NORD	REGION SØR	SUM	VEKST I SLAKT VOLUM (%)
Konsesjoner*	29	6	35	
Slaktet volum 2010 (HoG)	6 000	4 677	10 677	
Slaktet volum 2011 (HoG)	12 871	5 910	18 781	76 %
Slaktet volum 2012 (HoG)	13 944	7 218	21 162	13 %
Slaktet volum 2013 (HoG)	20 491	4 700	25 191	19 %
Slaktet volum 2014 (HoG)	17 987	4 369	22 356	-11 %
Slaktet volum 2015e (HoG)	26 000	6 000	32 000	43 %
Kapasitet	45 000		45 000	41 %

(*) Maksimal tillatt biomasse i Region Nord 945 tonn per konsesjon og 780 tonn per konsesjon i Region Sør.

Figur 2 NRS Slakting av laks (Noway Royal Salmon: 17)

2.1.5 Historisk kursutvikling

NRS sine aksjer er notert på Oslo Børs under tickeren NRS. Det siste året har prisen per aksje økt mye – fra å bli solgt for 62,25 kroner 1. April 2015, selges de 1. April 2015 for 109.

Toppnivået så langt i 2016 har vært 116,5 kroner per aksje.



Figur 3 Utviklingen av NRS sine aksjer det siste året [2]

Ser man på aksjen over en 5 års periode kan man også se en stor økning i verdien. For 5 år siden ble aksjene omsatt for 21,04 per aksje. Bunnivået de 5 siste årene var på 6,42 den 11. Desember 2011.

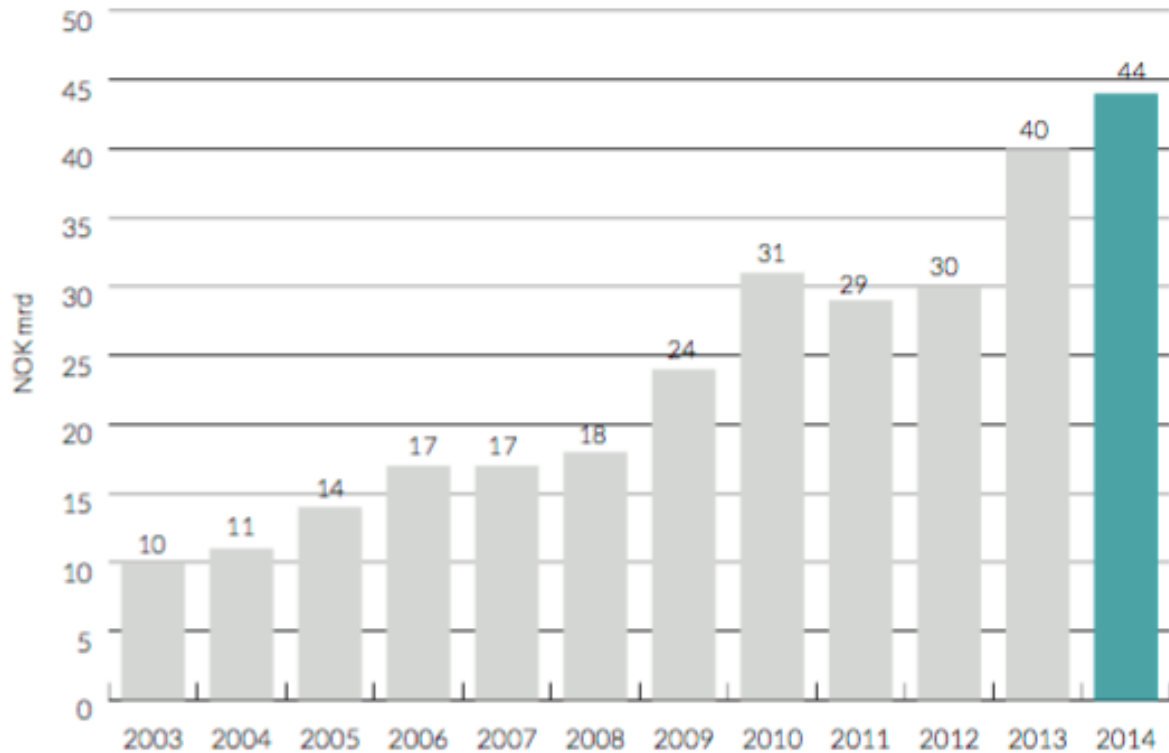


Figur 4 Utviklingen av NRS sine aksjer de 5 siste årene [2]

2.2 Oppdrettsnæringen

Oppdrettsnæringen i Norge startet på 70-tallet, og har siden da vært gjennom en enorm vekst. Norge er verdens største leverandør av oppdrettslaks. Næringen er en av Norges største eksportnæringer, og eksporterte i 2014 for 43,9 milliarder kroner. Det norske markedet inneholder en rekke aktører, både små og store, der de store er børsnoterte. De siste årene har næringen sett en stor vekst, i 2003 eksporterte Norge oppdrettsfisk for ca. 10 milliarder kroner. (Norway Royal Salmon ASA 2015) Næringen vokser raskt, og dette forventes å øke i årene framover. I forhold til andre sjømatprodukter har oppdrettsnæringen et konkurransefortrinn da de kan ha forutsigbarhet i produksjon og levering av råvarer. Laks er ikke vare tilgjengelig i perioder, i motsetning til for eksempel sjømat som baseres på fangst. (Asche & Bjørndal 2011)

Lønnsomheten i lakseoppdrett har historisk vært sterkt korrelert med prisen laks. Analyser viser at lønnsomheten i lakseoppdrett er særs prissensitiv. (Asche & Bjørndal 2011)



Figur 5 Eksport av norsk oppdrettsfisk fra 2003 til 2014 (Norway Royal Salmon ASA 2015: 21)

Norge har med vår lange isfrie kystlinje geografiske fortrinn hva gjelder oppdrett av rød fisk. I tillegg til Norge driver også Chile, Storbritannia og Nord Amerika med oppdrett av Atlantisk laks – *Salmosalar*.

Næringen kjennetegnes av at enkeltaktører i liten grad kan påvirke prisen, dette er det den globale etterspørselen og tilbudet som gjør. De fleste aktørene inngår, grunnet svingende laksepris, kontrakter med fastpris for å sikre inntektene sine. I tillegg foregår også mye av handelen på spotprismarkedet.

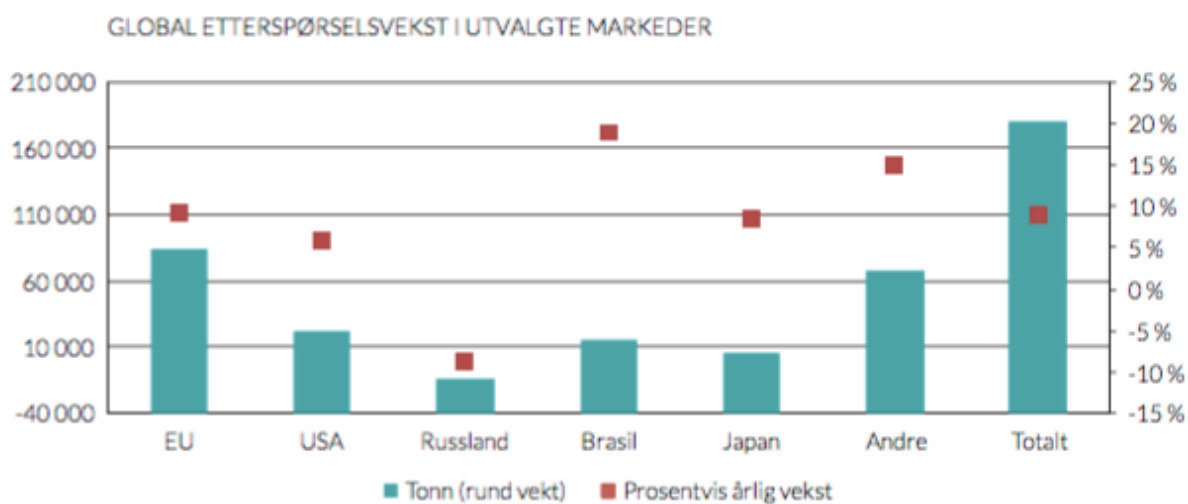
De fem siste årene har man sett en solid økning i norsk sjømat generelt. OSLSFX Seafood Index – som inneholder norske aksjer innenfor sjømatnæringen har steget kraftig de siste

årene. Se grafen under:



Figur 6 OSLSFX index fra 2011 til 2016 [2]

Det siste årene i den norske oppdrettsnæringen har vært preget av importforbudet som ble vedtatt i Russland i 2014. Til tross for denne sanksjonen økte den norske oppdrettsnæringen sin eksport. Dette tyder på at den globale etterspørselen etter laks er sterk. I 2014 var den globale tilbudsveksten på 9 %. Dette kom hovedsakelig fra en betydelig produksjonsvekst på hele 25 % eller 115 000 tonn i Chile. (Norway Royal Salmon ASA 2015)



Figur 7 Global etterspørselsvekst for oppdrettslaks i 2014 (Norway Royal Salmon ASA 2015: 23)

3 Teori

I denne delen av oppgaven vil jeg presentere sentrale og relevante verdsettelsesmodeller og verdidrivere. Avslutningsvis vil jeg redegjøre for hvilke metoder som skal benyttes.

3.1 Avkastning og avkastningskrav

Verdiskapning kan defineres som forskjellen mellom en investeringskostnad og nåverdien av kontantstrømmer som genereres (Koller 2010). For å forstå verdiskapningen er det viktig å finne fram til verdidrivere – en modell for å analysere verdiskapningen i en bedrift.

3.1.1 ROIC

ROIC – avkastning på investert kapital – er et mål på lønnsomheten til en bedrift i et investorperspektiv. Ved hjelp av ROIC kan en si noe om en investering er lønnsom eller ikke. Det gir et mål på hvordan bedriften evner å skape overskudd ut i fra investert kapital. I følge Koller (2010) kan ROIC matematisk defineres slik:

$$ROIC_t = \frac{NOPLAT_t}{Invested\ Capital_{t-1}}$$

NOPLAT er driftsresultat fra kjernevirksomheten etter beregnet skatt (Koller 2010). Merk at dette bare gjelder skatt tilknyttet kjernevirksomheten. Dette betyr at NOPLAT er kontantstrøm fra kjernevirksomheten pluss økning i investert kapital – akkumulerte netto driftsrelaterte aktiva (IC) (Damodaran 2007). IC kan defineres som:

$$IC = \text{Driftsrelaterte anleggsmidler} + \text{Driftsrelaterte omløpsmidler} \\ - \text{driftsrelatert gjeld}$$

Er ROIC større enn kapitalkostnaden, så vil en investering være lønnsom/ha vært lønnsom for en bedrift.

3.1.2 Vekst (g)

Vekst (g) representerer den årlige vekstraten til NOPLAT. En økning i ROIC vil alltid være mer bærekraftig enn en økning i g. Hvis en økning i g skal ha en positiv elastisitet må $ROIC > WACC > g$. Derfor er det viktig å balansere ROIC, og ikke bare tenke på veksten. Vekst (g) kan komme vi intern/organisk vekst eller via oppkjøp. I følge Koller (2010) kan

vekst defineres som:

$$g = \frac{NOPLAT_t - NOPLAT_{t-1}}{NOPLAT_{t-1}} \text{ eller } g = ROIC_t * IR_t$$

IR er investeringsgraden. Altså hvor mye netto som investeres hvert år i forhold til NOPLAT. Den kan defineres slik:

$$IR_t = \frac{NI_t}{NOPLAT_t}$$

NI er netto investert kapital for et gitt år. Og det kan derfor defineres som:

$$NI_t = IC_t - IC_{t-1}$$

3.1.3 Avkastningskravet (WACC)

For å vurdere investeringer må en alltid ta hensyn til alternativkostnaden. Dette representerer investeringer man kan gjøre til samme risiko i kapitalmarkedet. Ut i fra dette får man et avkastningskrav – minimum avkastning for en gitt risiko for at en investering skal være lønnsom (Kaldestad & Møller 2011). Totalkapitalkravet er avkastningen hver investerte krone må gi for å betjene kravet fra investorer og kreditorer (Gjesdal & Johnsen 1999)

Det mest benyttete målet på avkastningskravet er WACC (Weighted Average Cost of Capital). Metoden tar hensyn til både avkastningskravet til gjeld og egenkapital. Merk at WACC-metoden forutsetter at gjeldsgraden til selskapet er konstant. WACC kan i følge Koller (2010) defineres slik:

$$WACC = \frac{G}{G + EK} * r_G * (1 - s) + \frac{EK}{G + EK} * r_{EK}$$

Der:

G = Gjeld

- Markedsverdi

EK = Egenkapital

- Markedsverdi
- Vektingen av $G/(G+EK)$ og $EK/(G+EK)$ er i formelen uendret over tid. I praksis er ofte ikke dette tilfellet. Kan tas hensyn til ved å beregne ny WACC hvert år, men dette gjøres sjeldent i praksis. Men det er ikke uvanlig at en endrer WACC noe på fremtidige kontantstrømmer hvis en vet at forutsetningene endres.

r_G = Bedriftens gjeldskostnad

- Må korrigeres for skatt
- Konkret beregning for et foretak kan være vanskelig spesielt hvis foretaket er i økonomiske vansker. Hvis selskapet ikke har obligasjoner finnes oftest ikke markedsprisen på gjeld og effektiv rente på gjeld. Må anslås

s = Skattesats

r_{EK} = Bedriftens egenkapitalkostnad

For å beregne alle parameterne av WACC brukes kapitalverdimodellen (CAPM).

3.1.3.1 Kapitalverdimodellen

Kapitalverdimodellen brukes for å beregne avkastningskravet til egenkapitalen (r_{EK}). Avkastningen investorer forventer på egenkapitalen er den risikofrie renten (r_f) pluss et risikotillegg. Kompensasjonen som kreves er markedets risikopremie, skalert med investerings Beta-risiko. Beta (β) er investeringens relative markedsrisiko (Gjesdal og Johnsen 1999). Dette vil si aksjens volatilitet og korrelasjon til markedet. Avkastningskravet for en aksje kan derfor defineres slik, uten skatt:

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

Der:

r_m = Forventet avkastning i markedet

Forventet avkastning i markedet er den risikofrie renten pluss markedsindeksens meravkastning. Derfor blir:

$$r_m = r_f + \text{Markedets meravkastning}$$

3.1.3.2 Risikofri rente

Minimumskravet til en investering er at den bør gi mer en avkastningen du kan få på en risikofri rente. En investor må kunne forvente en bedre avkastning enn det. I følge Kaldestad og Møller (2011) vil statsobligasjoner være det nærmeste en kommer risikofrie investeringer i kapitalmarkedet. Boye og Meyer (2008) foreslår at en benytter mellomlange statsobligasjoner for å anslå den risikofrie renten. Lengere obligasjoner foretrekkes fremfor korte, da kortere disse ofte har mer svingninger enn de lengre. Dette vil i praksis si obligasjoner som er mellom 3 og 5 år lange. PWC og NFF har utarbeidet en rapport basert på kvantitativ data der dem anbefaler obligasjoner så lange som 10 år [1].

Koller (2010) anbefaler at man benytter obligasjoner som benytter samme valuta som selskapet. Samtidig må også inflasjon tas hensyn til i rentegraden som benyttes.

3.1.3.3 Risikopremie for markedsporteføljen

Markedets risikopremie er forskjellen mellom avkastning på den risikofrie renten og avkastningen i aksjemarkedet.

Dette beregnes ofte ut i fra den historiske avkastningen i et gitt marked. Implisitt betyr dette at man forutsetter at tidligere investorer i markedet har oppnådd sin forventede markedsgevinst. Boye og Meyer (2008) foreslår en beregning ved å ta gjennomsnittet av en gitt periode, og på den måten estimere markedets meravkastning (r_m).

Det finnes en rekke andre måter å estimere dette på basert på kvantitative og kvalitative data, som for eksempel eksperter eller nåværende kurser. Fordelen med å benytte den historiske avkastningen er at det fanger opp svingninger over tid.

3.1.3.4 Beta

Beta er en del av markedsrisikoen til investeringen. Den er systematisk og kan derfor ikke diversifiseres bort. Det er investeringens markedsrisiko, relativt til markedsporteføljens risiko. Beta verdien gir et bilde på hvor volatil en aksje er i forhold til porteføljens volatilitet. Beta gir altså et bilde på hvor sensitiv en aksje er på svingninger i markedet. For eksempel vil en aksje som svinger like mye som markedet ha en Beta-verdi lik 1. Beta avhenger av aksjens risiko – den finansielle og forretningsrisikoen.

I følge Kaldestad og Møller (2011) kan Beta defineres slik:

$$\beta = \frac{\text{Kovarians}_{(r,r_m)}}{\text{Varians}_{r_m}}$$

3.1.3.5 Gjeldskostnad

Gjeldskostnaden er renten bedriften må betale for sine lån. Dette må justeres for skatt. Merk at det her benyttes nominelle skattesats.

For å beregne gjeldskostnaden kan man gå fram på minst to måter. Den første er å se på regnskapet til selskapet og finne den rentebærende kapitalen, spesielt å finne noter i årsregnskapet som kan beskrive obligasjonslån eller andre langsiktige låneformer. Ut i fra regnskapet kan en også finne enten eksplisitt informasjon om nominelle renter for hvert lån, eller en tar den aggregerte rentekostnaden for all den rentebærende gjelden. Har en eksplisitt informasjon i notene vil rentekostnader kunne være NIBOR – den norske pengemarkedsrenten – pluss tillegg. Er det et obligasjonslån det er snakk om vil tillegget være likeverdig med et risikotillegg. Er det et banklån, vil tillegget også avspeile bankens administrasjonskostnader. (Kaldestad og Møller 2011)

3.2 Verdsettelsesmetoder

Det finnes mange ulike metoder for å verdsette selskaper. I hovedsak kan man dele dem inn i fire hovedtyper – Inntjeningsbasert tilnærming, markedsbaserte modeller, aktivabaserte modeller og opsjonsbasert tilnærming (Boye og Meyer 2008) og (Koller 2010). I denne delen vil jeg presentere de ulike verdsettelsesmetodene, før jeg til slutt redegjør for hvilken jeg vil benytte til verdsettelsen av NRS.

3.2.1 Inntjeningsbasert tilnærming/kontantstrømbaserte modeller

Inntjeningsbaserte modeller legger til grunn å beregne nåverdi ut i fra en substansverdi. I hovedsak kan man dele dette inn i tre hovedtyper – nåverdi med kontantstrøm, Nåverdi med dividende og resultatverdi. Disse modellene bygger på framtidsprognoser for kontantstrømmer. Felles for dem er at man må estimere avkastningskrav og diskontere framtidige kontantstrømmer (Boye & Meyer 2008). Jeg vil nå presentere de mest brukte metodene ved inntjeningsbasert tilnærming

3.2.1.1 Nåverdi av diskontert kontantstrøm (DCF)

Verdsettelse gjennom å beregne nåverdi av fremtidige kontantstrømmer – eller totalkapitalmetoden - er den mest brukte verdsettelsesmetoden blant akademikere (Boye og Meyer 2008). Metoden bygger på å estimere hva fremtidige innbetalinger og utbetalinger vil være. Dette vil være summen av operasjonelle kontantstrømmer og finansielle kontantstrømmer for opprettholde kapasiteten. Dette diskonteres så med avkastningskravet (Penman 2013). Sentralt innenfor slike modeller er DCF-metoden (Discounted Free Cash Flow). Her ser man på den frie kontantstrømmen en bedrift klarer å generere diskontert med den vektete gjennomsnittlige kapitalkostnaden (WACC). De frie kontantstrømmene vil være overskudd av kontant som kan brukes til for eksempel ekspansjon eller utbytte. Selskapaverdien kan derfor uttrykkes slik:

$$Nåverdi = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Frie\ kontantstrømmer_t}{(1 + WACC)^t}$$

Utgangspunktet når man regner den frie kontantstrømmen er driftsresultatet etter skatt. I følge Boye og Dahl (1997) kan det beregnes slik: Driftsresultat etter skatt + avskrivninger og nedskrivninger + økning kortsiktig omsetningsavhengig gjeld – økning omløpsmidler omsetningsavhengig – anleggsinvesteringer. Å beregne kontantstrømmen til totalkapitalen er den mest anvendelige metoden, og kan brukes i de aller fleste tilfeller.

I tillegg til nåverdien av framtidige frie kontantstrømmer vil selskapet ha en verdi etter perioden T. Vi kaller denne verdien Terminalverdi. Slik slipper man å estimere i det uendelige. Nåverdien av selskapet kan derfor uttrykkes som:

$$Nåverdi = \sum_{t=1}^T \frac{Frie\ kontantstrømmer_t}{(1 + WACC)^t} + Terminalverdi$$

Terminalverdien representerer verdien av selskapet for all framtid fra et gitt punkt. Terminalverdien kan i følge Koller (2010) uttrykkes slik:

$$Terminalverdi_t = \frac{NOPLAT_{t+1}(1 - \frac{g}{RONIC})}{WACC - g}$$

Der:

RONIC = Framtidig avkastning på investert kapital

Boye og Meyer (2008) anbefaler å budsjettere for 5-15 år fram i tid for kontantoverskuddene.

3.2.1.2 Egenkapitalmetoden

Et alternativ til å bruke frie kontantstrømmer fra totalkapitalen, er å bruke frie kontantstrømmer fra egenkapitalen. Dette kan være relevant spesielt hvis en skal verdsette selskaper med likviditetsproblemer eller selskaper innenfor finanssektoren (Thoresen 2011). Dette vil være penger som vil være tilgjengelig for aksjonærer. Kontantstrøm til egenkapitalen kan regnes ut slik:

Resultat etter skatt

- Investeringer i anleggsmidler
- + Avskrivninger
- + Økning rentebærende gjeld
- + Økning kortsiktig gjeld, omsetningsavhengig
- Økning omløpsmidler, omsetningsavhengig
- Investeringer i anleggsmidler

3.2.1.3 Residualfortjeneste

Residualfortjeneste – eller superprofitt – er en verdsettelsesmetode som tar utgangspunkt i alternativkosten til en investering (Kaldestad og Møller 2011). Metoden setter et konkret minimumskrav for hvor mye kapitalen skal gi i avkastning. Leien er et bilde av hvor mye et selskap minst må oppnå for å oppnå historisk avkastning. Minimumskravet kalles *kapitalleie* og kan uttrykkes slik:

$$\textit{Kapitalleie} = \textit{Kapitalkostnad} * \textit{Sysselsatt kapital}$$

Residualfortjenesten(superprofitten) blir eventuell fortjeneste selskapet skaper utover kapitalleien (Kaldestad og Møller 2011). For et bestemt år kan dette derfor uttrykkes slik:

$$\textit{Superprofitt} = \textit{Driftsresultat etter skatt} - \textit{Kapitalleie}$$

Metoden passer best for kapitalintensive selskaper, der mesteparten av verdien ligger i materielle eiendeler. Fordelen i forhold til andre metoder er at metoden fokuserer på verdidriverne i selskapet. En ulempe kan være at det kun tas utgangspunkt i investert kapital. (Kaldestad og Møller 2011)

3.2.1.4 Normalresultatmetoden

Resultatmetoden er en forenklet og mindre tidkrevende versjon av DCF-metoden. I likheten med DCF-metoden diskonterer man de fremtidige kontantstrømmene med avkastningskravet. Metoden omtales også som normalresultatmetoden. Dette er fordi det er de normaliserte kontantstrømmene som diskonteres, der terminalverdien estimeres direkte fra dag en. Verdien forutsetter vekst under "steady state". Dette gjøres ut i fra Gordons vekstformel og kan i følge Penman (2010) uttrykkes slik:

$$CV_T = \frac{\text{Driftsrelatert superprofitt}_{T+1}}{\text{Avkastningskravet på totalkapitalen} - \text{langsiktig vekst i økonomien}}$$

Metoden forutsetter stabil situasjon i driften og normalisert konjunktursituasjon. Dette betyr at påliteligheten til metoden kan variere i forhold til hvor mye dagens resultatsituasjon avviker fra langsiktig normalisert nivå. Dette betyr at metoden ikke vil være særlig egnet for bedrifter med utsikter for vekst eller nedgang (Kaldestad og Møller 2011). Likeså vil det metoden fungere dårlig med store svingninger i konjekturer, etterspørsel eller tilbud.

3.2.1.5 Dividendemodellen

Denne metoden bygger på nåverdien av framtidige dividender. Dette er kontantstrømmen som tilfaller eierne i selskapet. Metoden diskonterer kontantstrømmene med egenkapitalkostnaden.

I følge Kaldestad og Møller (2011) kan verdien av egenkapitalen utledes slik:

$$v_{EK} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{Forventet dividende}_t}{(1 + \text{avkastningskravet til EK})^t}$$

Eventuell forventet vekst i formelen kan utledes ved Gordons vekstformel.

Metoden tar hensyn til at deler av overskudd holdes tilbake dersom et selskapet vokser. Av den være egnet å bruke for finansinstitusjoner. Avkastningskravet forutsetter konstant gjeldsgrad basert på markedsverdi, noe som i praksis sjeldent vil være tilfelle (Kaldestad og Møller 2011). Det er også ofte behov for lange prognoseperioder, i motsetning fra andre metoder som kun forutsetter at det tas utgangspunktet i stabile perioder.

3.2.1.6 APV-metoden

APV-metoden tar hensyn til at gjeld har en skattemessig fordel i form av rentefradrag. Metoden baseres på at kontantstrømmen deles i to deler – en der fri kontantstrøm bygges på et scenario der selskapet ikke har gjeld, og den andre delen er rentefradraget (tax shield).

Dersom gjeldsgraden varierer mye kan det være gunstig å benytte metoden (Kaldestad og Møller 2011). Dette kan spesielt være relevant for selskaper i oppstartsfaser eller som planlegger å ta opp mye gjeld. Hvis gjeldsgraden er spesielt dominerende i finansieringen av et selskapet vil metoden også være gunstig.

En ulempe med metoden er at metoden diskonteres med renter som ikke direkte kan observeres. (Kaldestad og Møller 2011)

3.2.3 Markedsbaserte modeller

Markedsbaserte verdsettelsesmetoder er komparative metoder som tar utgangspunkt i å sammenligne et selskap med andre bedrifter. I slike metoder må det samles inn relevant data – priser eller eiendeler – fra andre relevante selskaper. Metodene beregner hva selskapet kan selges for.

I praksis kan det være vanskelig å finne sammenlignbare selskaper, noe som kan være en ulempe. På den andre siden er den svært enkel å benytte seg av. Et annet navn for metoden er relativ prising og verdsetting skjer med hjelp av bruk av multiplikatorer.

Når en priser et selskap ved hjelp av referanseselskaper er det markedet som bestemmer verdien, av den grunn er metoden lite tidkrevende og enkel å gjennomføre. En ulempe er at metoden er kortsiktig og at sammenlignbare selskaper kan være vanskelig å identifisere. Det er sjeldent selskaper kan sammenlignes helt direkte mot hverandre på en god måte,

individuelle forskjeller kan være betydelige. Det finnes flere typer slike metoder og jeg vil her kom inn på noen sentrale (Kaldestad og Møller 2011).

3.2.3.1 EV/EBITDA

I følge Kaldestad og Møller (2011) er dette den mest anvendte metoden ved oppkjøp av selskaper. Den sammenligner den underliggende driften av selskaper. Metoden belager seg på driftsresultat før avskrivninger, og slik fjernes eventuelle forskjeller grunnet goodwill og avskrivningsprofiler. Samtidig ignoreres forskjeller for fremtiden i risiko og investeringsbehov. Metoden kan uttrykkes slik:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Markedsverdi av egnekapital} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsres før avskrivninger}}$$

Å dele på driftsresultatet inkludert avskrivninger kan til en viss grad ta hensyn til investeringsbehovet. Problemet med denne tilnærmingen er at den ikke hensyntar forskjeller i risiko. Dette kan uttrykkes følgende:

$$\frac{EV}{EBIT} = \frac{\text{Markedsverdi av egnekapital} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Driftsresultat}}$$

3.2.3.2 EV/Salg

Denne metoden ser etter selskaper med samme salgsmarginer (Kaldestad og Møller 2011). Dette betyr at selskapene må ha samme produktfortjeneste, noe som i praksis sjeldent skjer. Formelen kan uttrykkes slik:

$$\frac{EV}{Salg} = \frac{\text{Markedsverdi av egnekapital} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Salg}}$$

3.2.3.3 Price/Earnings

Denne metoden tar utgangspunkt i resultat før ekstraordinære poster, med fratrukk for skatt. Dette multipliseres så med en Price/Earnings-faktor (Boye og Dahl 2002). Dette er en relativ vurdering der en sammenligner faktorer med andre selskaper. Slik reflekteres både potensiale for vekst og risiko. I følge Thoresen (2011) bør P/E-tallet kalkuleres ut i fra en langsiktig snittinntjening. Formelen for P/E-tallet kan uttrykkes som:

$$\frac{Price}{Earning} = \frac{Markedsverdi\ av\ egenkapital}{Resultat\ etter\ skatt}$$

Videre kan verdien uttrykkes slik:

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

Modellen er populær og enkel å benytte. En ulempe er at metoden ikke tar hensyn til forskjeller i kapitalbehov og risiko.

3.2.3.4 Price/book

Dette er en metode som deler markedsverdien av egenkapitalen på den bokførte verdien av egenkapitalen. Slik kan det indikere evnen til verdiskapning av egenkapitalen til et selskap (Thoresen 2011). Formelen kan uttrykkes slik:

$$\frac{Price}{Book} = \frac{Egenkapital, markedsverdi}{Egenkapital, bokført}$$

Metoden er mest relevant for selskaper med høy andel av materielle eiendeler.

3.2.4 Aktivabaserte modeller

3.2.4.1 Kostbasert metode

Denne metoden tar utgangspunkt i hva det vil koste å erstatte eiendeler. Det kan være vanskelig å fastsette verdi med denne metoden da gjenanskaffelseskost kan variere over tid og en må hensynta verdiforringelse og teknisk utvikling av eiendelene.

Videre skilles det om en skal gjenskaffe en identisk lik eiendel eller en substitutt. Disse metoden kalles henholdsvis reproduksjon eller gjenanskaffelse. Denne metoden egner seg dog dårlig for å verdsette et selskap som en helhet, men kan være en grei metode for å verdsette deler av den. (Kaldestad og Møller 2011)

3.2.4.1 Substansmetoden

Metoden tar utgangspunkt i å verdsette selskaper basert på eiendeler. Substansmetoden verdsetter selskapet for hva eiendelene kan selges for i dag (Boye og Meyer 2008). Det sees bort i fra eiendelers nåværende bruk, og det forutsettes at det finnes representative priser for eiendelene i selskapet.

I praksis vil det være vanskelig å få solgt alle verdiene i selskapet fort, og i slike tilfeller kan en bruke likvidasjonsverdien av eiendelene. Dette er den laveste verdien aksjonærene kan forvente å få ved et eventuelt salg.

Disse metodene er mest relevant for selskaper innen shipping, investering og eiendom. For slike selskaper vil det ofte eksistere relevante referansepriser å sammenligne med. I tillegg er eiendelenes verdi uavhengig av hvem det er som eier dem – de generer samme kontantstrøm uansett. Metoden tar kun hensyn til materielle eiendeler (Kaldestad og Møller 2011). Det kan også være forskjeller for verdiene i selskapene om man ser på dem enkeltvis eller som en helhet.

3.2.5 Opsjonsbasert tilnærming

Denne tilnærming bygger på å ha rettigheter til beslutninger eller investeringer i realaktive. En opsjon er en rett til å kjøpe eller selge noe til en bestemt pris. Opsjonsbasert tilnærming kan deles i tre kategorier – Muligheten til å ekspandere, muligheten til å avhende og muligheten til å utsette. Binominalmodellen er den vanligste. (Kaldestad og Møller 2011)

Modellen er bygget opp som et utfallstre over en gitt tidsperiode. Verdien blir regnet ut som med en gitt sannsynlighet for ulike utfall. Dette blir så diskontert tilbake til starttidspunktet.

Opsjonsbasert tilnærming vil ikke være hensiktsmessig å bruke i verdsettelsen av NRS da det ikke er snakk om realopsjoner.

3.2.6 Fundamental analyse

Dette er ikke en verdsettelsesmetode, men en måte å analysere informasjon, budsjettere framtidig avkastning med grunnlag i framtidsprognoser. Penman (2013) deler opp i følgende deler ved gjennomføring av en fundamental analyse:

1. Kjenne til bransjen og selskapet

Dette går ut på å kjenne godt til selskapet og bransjen det opererer i. Det viktigste å forstå med selskapet er verdiskapningsstrategien. (Penman 2013)

2. Analysere informasjon

For å kunne tolke et selskap må all informasjon analyseres grundig. Dette gjelder all data i selskapet man kan få tak i – regnskapstall, kundeforhold, likviditet, interne forhold etc. Ved hjelp av god analyse av selskapsinformasjon kan man lage prognoser for fremtiden (Penman 2013).

3. Fremtidsbudsjettere

Basert på informasjon om historiske regnskapstall gjøres det en fremtidsbudsjettering.

4. Konvertering av fremtidsbudsjettet til verdsettelsen

Fremtidsbudsjettet fra fase 3 må diskonteres til nåverdi, med hensyn til avkastningskrav.

5. Handelsstrategi basert på verdsettelsen

I denne fasen vurderer man verdsettelsen mot markedsverdien av selskapet. Ut i fra differansen må en handelsstrategi utføres. Dersom verdsettelsen er høyere enn markedsverdien bør en investor kjøpe aksjer, og vice versa.

3.3 Valg av verdsettelsesmetode

I NRS er det de fremtidige kontantstrømmene som skaper verdier. I følge Boye og Meyer (2008) er det enklest og mest nøyaktig å benytte total kapitalmetoden ved diskontering av kontantstrømmer. Denne metoden vil også være hensiktsmessig å benytte i verdsettelsen av NRS, og jeg vil derfor benytte meg av denne. Av den skal jeg prognostisere framtidige kontantstrømmer ved hjelp av en fundamental analyse. DCF-metoden egnes også godt for et konsern som NRS med flere virksomhetsområder.

4 Forskningsmetode

I denne delen av teksten vil jeg belyse hvordan min forskning skal gjennomføres – metodikken som legges til grunn i analysen. Dette danner grunnlaget for min forskning, og vil på mange måter sette føringer for mitt arbeid. Jeg vil redegjøre for valg av forskningsdesign, hvordan jeg skal samle inn data, hvordan data skal analyseres og testing av reliabilitet og validitet.

4.1 Forskningsdesign, data og metodevalg

For å finne fram til en verdivurdering av selskapets egenkapital har jeg sett det hensiktsmessig å basere forskningen på en deskriptiv casestudie av NRS. Forskningen er

basert på både kvalitative og kvantitative metoder. Fundamental verdiestimeringen av selskapet vil bli gjort gjennom bruk av diskontert kontantstrøm (Koller 2010). Ved bruk av denne metoden vil en også måtte estimere kapitalkostnaden til selskapet. Studien vil være av eksplorerende design. Teori og framgangsmåte ved bruk av fundamental verdisetting gjennom kontantstrøm vil ikke presenteres i detalj i denne teksten. Grunnen til at dette ikke belyses her er oppgavens begrensede omfang. Dette er noe som naturligvis vil bli gjort i min masteroppgave.

Beregningene av avkastningskravet vil bli gjort gjennom å estimere WACC, altså kapitalkostnaden. For å beregne WACC er det sentralt å komme fram til valid beta-parameter. For å sørge for validiteten i estimatene vil jeg benytte statistiske modeller. Dette vil bli gjort gjennom regresjonsanalyse og t-test.

Analysen av framtidig kontantstrøm vil baseres på en tidsseriestudie fra år 2009 til år 2014, altså på en tidsperiode over fem år. For å komme fram til best mulig prognoser vil jeg analysere selskapets økonomiske situasjon, markedsparametere og bransjen i seg selv. Dataen i analysen vil hovedsakelig være sekundærdata. Min viktigste datakilde vil være NRS's årsrapporter. Siden NRS er et børsnotert selskap vil årsrapporter inkludert årsregnskap være tilgjengelig for allmenheten. I tillegg vil annen offentlig informasjon som aksjekurser, rapporter, prisdata, selskapspresentasjoner og børsmeldinger bli benyttet. Dette vil altså være data som vil være lett å få tak i. Det må merkes at regnskapstall presentert i årsrapporter tradisjonelt har et sterkt kreditorperspektiv. Av den grunn vil tallene måtte tolkes, og samtidig prøves å sees og omgrupperes til et investorperspektiv. Fordeler med å benytte seg av sekundærdata vil blant annet være tids- og kostnadsbesparelse. Ulemper kan knyttes til at dataen egentlig var ment til et annet formål, og at den derfor kanskje ikke egner seg optimalt til min forskning. I sum mener jeg dog sekundærdata skal være svært gunstig for å besvare mitt forskningsspørsmål.

I tillegg til å estimere totalverdien til egenkapitalen, skal som sagt min forskning også redegjøre for konsesjonsverdiene i NRS. Denne verdsettingen vil være en del av de immaterielle eiendelene til selskapet. Normalt utgjøres de immaterielle eiendelene i all hovedsak av konsesjonsverdier for matfiskanlegg. Summen kan også inkludere en liten del goodwill, men dette vil være en svært liten del (Bjørndal og Aaker 2006). Verdien av immaterielle eiendeler, og derfor konsesjonsverdier, vil teoretisk sett være enkelt å regne ut.

Dette vil være salgssummen til et selskap, minus omløpsmidler og anleggsmidler. Regnskapsverdien til omløpsmidler og anleggsmidler vil være offentlig tilgjengelig i årsregnskaper. Slike regnskap blir ført ut i fra blant annet forsiktighetsprinsippet, og i realiteten er ofte virkelig verdi høyere enn bokført verdi. Dette vil føre til at beregningen ut i fra denne metoden kan være upresis. En bør derfor streve etter å finne markedsverdien på anleggs- og omløpsmidler. Da vil denne metoden kunne bli mer korrekt. Det er nettopp markedsverdien av konsesjoner jeg skal estimere.

4.2 Validitet

En god undersøkelse kjennetegnes av at den er valid og reliabel. Jeg vil ha stor fokus på grundighet og nøyaktighet i mitt arbeid for å sikre at mine undersøkelser er dette. Det er viktig at undersøkelsen måler det jeg ønsker å måle, og at resultatene er til å stole på.

Validiteten er det som sier noe om en måler det en ønsker å måle. Dette knytter seg spesielt til tallmaterialet og prognosene som legges til grunn for analysen – spesielt de framtidige kontantstrømmene og avkastningskravet. Disse tallene vil være basert på prognoser, samt subjektive holdninger og meninger. Forutsetninger som dette kan svekke validiteten. For å sikre validiteten i min forskning vil jeg knytte oppgaven tett til teoretiske modeller og anerkjente økonomiske modeller. I tillegg vil vurderinger være svært grundig drøftet. For å sikre grundigheten og validiteten ytterligere vil jeg benytte flere verdsettelsesmetoder, og på den måten få et bredere grunnlag for beslutninger. Merk også at målet min forskning ikke er å få resultat som kan generaliseres. Forskningen ønsker kun å få fram verdivurdering på et konkret selskap. Ut i fra studiens eksplorerende design vil den interne validiteten være hovedfokus.

4.3 Reliabilitet

Reliabilitet er at man kan stole på undersøkelsene man foretar. I praksis betyr dette at man skal få samme resultat dersom man gjentar undersøkelsen. For min forskning er det derfor viktig at jeg får de samme resultatene dersom jeg gjentar forskningen med de samme forutsetningene flere ganger. Da vil vi ha en solid og pålitelig verdivurdering av NRS. Dette krever stor grad av nøyaktighet i mitt arbeid. Det skal merkes at en kan ha høy reliabilitet uten å ha høy validitet – målene kan være pålitelige uten at man måler det man egentlig ønsker. Vi får da en systematisk feil.

Det er viktig at jeg benytter meg av reliabel data i min analyse. Sekundærdataen jeg benytter er som sagt offentlig informasjon, og i hovedsak årsrapporter og årsregnskap. Denne dataen skal være kontrollert av revisor, og være gjort i henhold til norske lovverk og god regnskapsskikk. Dette lagt til grunn vil det være nærliggende å tro at denne dataen vil være reliabel data å basere forskningen min på.

Framtidsprognosene jeg vil estimere vil det være knyttet usikkerhet til. Jeg vil ikke kunne skaffe nok informasjon for å gjøre dette hundre prosent sikkert. For eksempel vil jeg mangle informasjon om planlagte framtidige inn- og utbetalinger. I tillegg er det umulig å estimere framtiden perfekt. Det er dog svært sentralt i diskontert kontantstrøm-metoden å estimere en kontantstrøm for framtiden, og derfor helt nødvendig i oppgaven. Dette vil bli gjort på en så nøyaktig måte som mulig. Generelle prisstigninger vil også kunne være vanskelig å spå, og også være noe som vil påvirke estimerer. Forutsetninger og teknikker vil være faglig forankret og godt drøftet for å sikre reliabiliteten. Uansett så må alle estimerer tolkes med forsiktighet. Det skal også sies at diskontert kontantstrøm-metoden er en anerkjent teknikk for verdsetting. Summen av dette gjør at jeg vil sikre reliabiliteten i min forskning, selv om bedre tilgang på informasjon kunne økt den.

Analysen kunne også blitt gjort med større nøyaktighet ved å analysere separat på avdelingsnivå. Grunnet oppgavens omfang og tidsbegrensning vil beregning bli gjort på konsernnivå.

Reliabilitet i estimert avkastningskrav (WACC) er også viktig. For å sørge for tilstrekkelig reliabilitet i dette målet vil jeg også regne ut denne med stor nøyaktighet. I tillegg vil det være mulig å kjøre sensitivitetsanalyser for å sikre kvaliteten.

4.4 Metode, oppsummering

Den fundamentale verdsettelsen av NRS vil gjøres ut i fra diskontert kontantstrøm-metoden. Dette vil bli gjort ut i fra sekundærdata fra fem år tilbake i tid. For å gjøre dette må også verdiestimat utredes i form av avkastningskrav – WACC. For å øke påliteligheten til verdsettelsen fra denne metoden, vil også andre verdsettelsesteorier bli brukt. Selve verdsettelsesmetoden vil la seg praktisk gjennomføres rimelig greit.

Det kan knytte seg utfordringer til validitet og reliabilitet i min forskning. Spesielt vil det være vanskelig å forutse og estimere framtidige kontantstrømmer. Dog er dette helt sentralt for min metode, og må av den grunn gjøres. Forutsetninger må knyttes til teori og drøftes grundig for å sørge for validiteten i forskningen. Det samme gjelder for estimering av avkastningskrav. Ved at man også dobbeltsjekker med andre verdsettelsesmetoder vil man sikre best mulig validitet. Optimalt sett skulle man hatt tilgang til planlagte grep som vil påvirke framtidig kontantstrøm. Dette er ikke offentlig tilgjengelig data, og vil av den grunn ikke inngå i min forskning.

Reliabiliteten i selve dataen som hentes inn vil i stor grad kunne sikres av at den skal være basert på det norske lovverk og god regnskapsskikk. Dette er et krav og skal også være innfridd av børsnoterte selskaper.

5 Strategisk analyse

Første steget i en fundamental analyse er å forstå selskapet og markedet det opererer i, og på den måten kunne sette seg inn i verdiskapningen (Penman 2013). For å utføre en verdsettelse må man forstå hva det er som generer verdi. Strategi er en plan for å nå bedriftens målsettinger (Hill & Jones 2004). Dersom selskapet i gjennomsnitt genererer større overskudd enn konkurrenter kan dette skyldes strategiske konkurransefortrinn.

For å forstå selskapet og bransjen vil jeg foreta en kvalitativ analyse der jeg avdekker trusler og muligheter i markedet, samt svakheter og styrker med NRS. Dette lar seg presentere i en SWOT-analyse. Den eksterne analysen av markedet vil gjøres gjennom Porters five forces (Hill & Jones 2004), og den interne gjennom VRIO-rammeverket (Barney og Hesterly 2008).

5.1 Ekstern analyse

Porters modell – five forces – identifiserer fem konkurransekrefter som er med å styre en industri. Dette er en universell modell som kan brukes på tvers av bransjer. De fem konkurransekreftene til Porter er:

1. Risiko for inntrengere

Dette vil si hvor enkelt det er for andre å etablere seg i markedet – hvor store inngangsbarrierene er for å komme inn i et marked vil avgjøre hvor enkelt det er å etablere seg for nye selskaper. Hvis disse er lave vil det øke sannsynligheten for nyetableringer, og dermed utgjøre en trussel for allerede etablerte bedrifter. Høye inngangsbarrierer kan for eksempel være høye investeringskrav for å komme inn i bransjen, avansert teknologi eller juridiske krav for å komme inn i bransjen (Hill & Jones 2004).

Det er flere relativt store inngangsbarrierer for å etablere seg i oppdrettsnæringen. Juridisk må en aktør ha konsesjoner for å få lov til å drive med oppdrett. Statlige organ kontrollerer hvem som har tillatelse til å drive oppdrett, samt regulerer omfanget av produksjon. [3]

I tillegg følger det med en stor investeringskostnad i anleggsmidler ved å etablere seg i oppdrettsnæringen. Dette kombinert med at man gjerne ikke oppnår profitt ved de første driftsårene gjør at konkurs utgjør en trussel.

Å etablere seg innen oppdrettsnæringen krever også immaterielle ressurser som kontakter og kompetanse. De største aktørene besitter allerede dette, noe som kan være en hindring når man skal konkurrere i det globale markedet. I tillegg har også etablerte store aktører stordriftsfordeler, som kan være vanskelig for nye aktører å konkurrere med. I sum vurderer jeg alle disse etableringskostnadene som høye, noe som gjør trusselen for inntrengere lav.

2. Kundens forhandlingsmakt

Dersom kunden har stor forhandlingsmakt vil konkurransen øke i et marked. Dette vil drive prisene ned. Hvis det er få kunder med stor makt i et marked, så vil dette øke kundenes forhandlingsmakt i forhold til kvalitet og pris. Følgelig vil dette kunne påvirke lønnsomheten i en næring. Hvor stor byttekostnaden er for en kunde vil også påvirke kundens

forhandlingsmakt. Hvis det koster mye å bytte for kunden, så vil hans/hennes forhandlingsmakt minke. (Hill & Jones 2004)

Oppdrettsselskaper produserer i hovedsak råvarer til aktører som videreforedler laksen. I så måte er oppdrettslaksen som NRS selger en råvarer, og ikke en konsumvare for konsumentene. Kundene som kjøper laksen har lite byttekostnader ved å bytte sin leverandør. At laks kan sees på som en udifferensiert råvare underbygger dette.

Alt dette tatt i betraktning må en kunne si at kundenes forhandlingsmakt er relativt høy.

3. Tilbyders forhandlingskraft

Dersom tilbydere har stor forhandlingsmakt vil konkurransen øke i et marked. Hvis det er få tilbydere med stor makt i et marked, så vil dette øke tilbydernes forhandlingsmakt. Tilbyders mulighet til å senke kvaliteten eller drive prisene opp vil påvirke tilbyders forhandlingsmakt. Samtidig vil et selskap kunne utnytte det dersom en tilbyder har lav forhandlingskraft. Det er også viktig å huske på at det er viktig med et godt samarbeid med leverandører for et selskap. (Hill & Jones 2004)

Leverandørene til oppdrettsselskaper er i hovedsak produsenter av laksefor. De største produsentene for det norske markedet er Skretting, BioMar og EWOS.

I tillegg til å kjøpe laksefor av leverandører er NRS en vertikalt integrert organisasjonen, i den betydning at de har kjøpt opp produsenter av laksefor. Dette gjør at de i større grad har kontroll over verdikjeden.

Det eksisterer en stor gjensidig avhengighet mellom oppdrettsselskaper og produsenter av laksefôr. Oppdrettsnæringen kjøper majoriteten av fiskefor som produseres, men er også samtidig helt avhengig av tilgang på for. Uten fôr til laksen kan ikke NRS produsere. Likevel er det trolig få byttekostnader for oppdrettsselskaper ved bytte av fôrprodusent. Laksefor er heller ikke en særlig differensiert vare. Alt dette tatt i betraktning vurderer jeg leverandørens forhandlingsmakt til å være relativt lav for et selskap som NRS.

4. Substitutter

Hvis det finnes substitutter for et produkt, så vil dette øke konkurransen. Substitutter er varer eller tjenester som kan utfylle behovet til en eksisterende vare eller tjeneste. Dette er en trussel dersom det kan senke etterspørselen til et selskap eller drive ned prisnivået (Hill & Jones 2004).

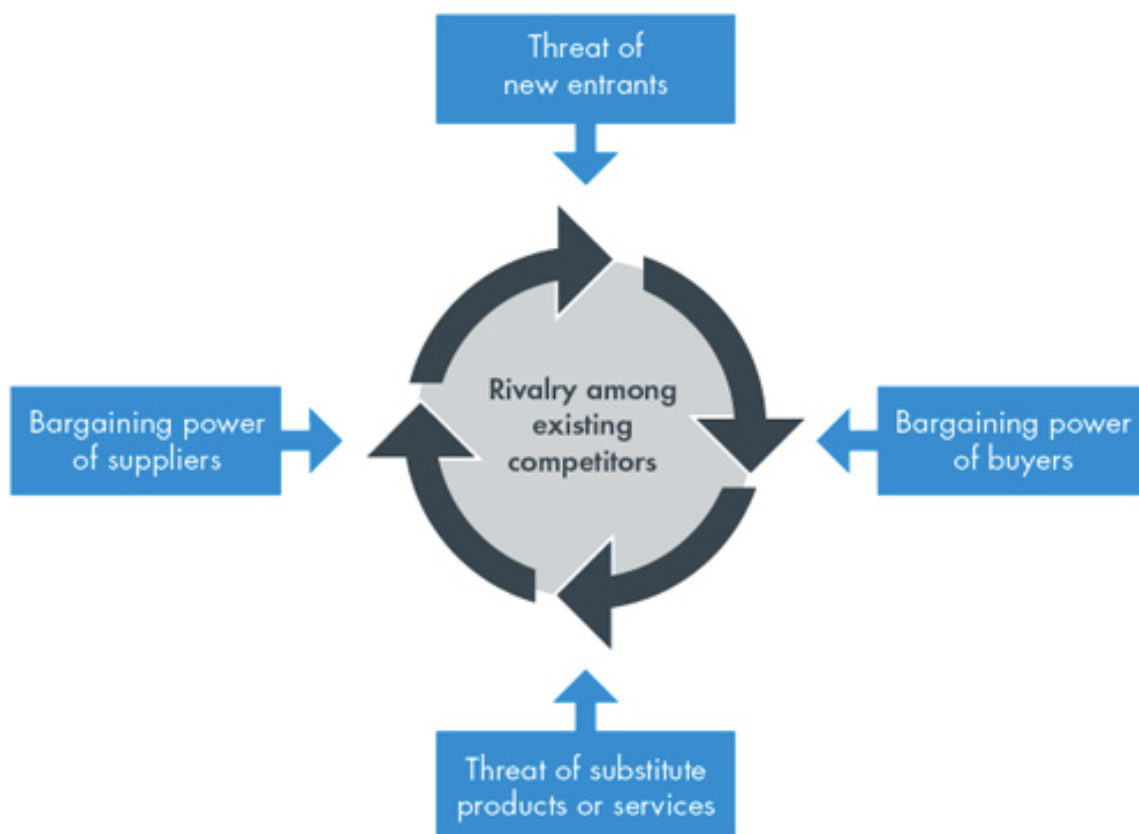
Det er mange substitutter for oppdrettslaks, spesielt i det globale markedet. Annen fisk, samt proteinrikmat – kylling, svin eller storfe – er eksempler på slike.

I veldig mange land sees norsk laks på som en eksklusiv vare. Likevel vil lakseprisen også være avgjørende. Relativt sett er laks dyrere enn mange av substituttene, som for eksempel svin eller kylling. Dette tatt i betraktning er trusselen fra substitutter for oppdrettsnæringen middels.

5. Konkurransen i bransjen

Alle de foregående punktene er med å skape og påvirke konkurransen i en bransje – konkurransen mellom eksisterende konkurrenter.

Desto sterkere alle disse kreftene, jo sterkere er konkurransen i en bransje. I følge Porter så er en bransje med sterk konkurranse lite attraktiv å gå inn i (Hill & Jones 2004). Sterke konkurransekrefter vil være en trussel for et selskap, mens svake vil representere muligheter. Grafisk framstilling av hele modellen følger.



Figur 4 Porters five forces [4]

Bransjen har også vært gjennom konsolideringstrend der det har blitt færre og større aktører enn tidligere. Bransjen ser ut til å øke de neste årene. Totalt sett ser vi en økning i både etterspørselen og produksjon av oppdrettslaks (Norway Royal Salmon ASA 2015). Laksen er ikke særlig differensierbar, som betyr at priskonkurransen er gjeldende. Selskapene ønsker vekst, og samlet sett presser dette prisene og marginene ned. Etterspørselen – det vil si markedet – bestemmer derfor i stor grad prisene. Dette gir mindre makt til aktørene selv. Av den grunn vil ikke rivaliseringen av selskapene være høy, men ha et middels nivå.

5.1.1 Five Forces, oppsummert

Nedenfor er vurderingen av konkurransen gjennom Five Forces presentert i en tabell.

Konkurransen	Lav	Middels	Høy
Risiko for inntrengere	x		
Kundenes forhandlingsmakt			x
Tilbydernes forhandlingsmakt	x		
Substitutter		x	
Konkurransen i bransjen		x	

Tabell 2 Five Forces, oppsummert

5.2 VRIO-Rammeverket

VRIO-analyse er et rammeverk for å se om en bedrift har varige strategiske konkurransefortrinn. Rammeverket tar utgangspunkt i et ressursbasert standpunkt for å vurdere om ressursene og kapabilitetene til en bedrift er *verdifulle, sjeldne, imiterbare og hvordan bedriften er organisert*. Hvis en kapabilitet eller ressurs scorer bra på disse parameterne vil dem i følge rammeverket kunne være varige strategiske konkurransefortrinn. Videre kan en ressurs deles inn i menneskelige, fysiske, finansielle eller organisatoriske. (Barney og Hesterly 2008)

Verdifull

En ressurs er verdifull dersom den makter å utnytte muligheter eller dempe trusler. Dette styrker bedriftens konkurransedyktighet og strategiske posisjon. (Barney og Hesterly 2008)

Sjelden

For at en verdifull ressurs skal utgjøre et varig strategisk konkurransefortrinn må den være sjelden. Dersom en ressurs ikke er sjelden – og tilgjengelig for alle – vil den heller ikke gi konkurransefortrinn på sikt. (Barney og Hesterly 2008)

Imiterbare

En ressurs som er en verdifull og sjelden må også være ikke-imiterbar for at den skal utgjøre et varig konkurransefortrinn. Dersom andre kan kopiere verdifulle og sjeldne ressurser, så vil de ikke gi konkurransefortrinn som vil vedvare over lang tid. (Barney og Hesterly 2008)

Organisering

En ressurs som er verdifull, sjelden og ikke-imiterbar må utnyttes riktig for å være et varig strategisk konkurransefortrinn. Da må bedriften være organisert i henhold til dette. Bedriften må være organisert slik at den evner å utnytte ressursene sine fullt ut. Dette vil utnytte og forsterke konkurransefortrinn. (Barney og Hesterly 2008)

5.2.1 VRIO-rammeverket benyttet på Norway Royal Salmon

Jeg vil nå benytte VRIO-rammeverket for å vurdere ressursene – de menneskelige, fysiske, finansielle og organisatoriske – til NRS.

Finansielle ressurser

Oppdrettsnæringen er en kapitalkrevende bransje for aktørene. Det kreves finansiell styrke for å kunne være en aktør i oppdrettsbransjen og samtidig kreves det midler til utvikling da dette er en bransje i rask endring. Kravene til kapital – egenkapital og gjeld – er derfor betydelige.

De finansielle ressursene til NRS er uten tvil verdifulle. De evner å utnytte muligheter og svekke trusler i markedet. På den andre siden så gjelder det også konkurrenter. De finansielle ressursene til NRS er derfor ikke sjeldne, noe som implisitt betyr at de ikke kan utgjøre varige strategiske konkurransefortrinn.

Fysiske ressurser

Biomassen er ofte en verdifull fysisk ressurs for oppdrettsselskaper. Dette er fisk som raskt kan omsettes til likvider. Dette gjelder også for NRS, de har flere oppdrettsanlegg med betydelige mengder biomasse. Likeså har NRS flere oppdrettsanlegg, som også vil være en verdifull fysisk ressurs.

De fysiske ressursene som NRS besitter er verdifulle, men både biomassen og anleggsmidlene er noe tilsvarende konkurrenter har. Det utgjør ikke noe unikt. Av den grunn er ikke de fysiske ressursene til NRS nevneverdig sjeldne. Dette lagt til grunn vil ikke dem klare å føre til varige strategiske konkurransefortrinn.

Menneskelige fortrinn

Oppdrettsnæringen er i stadig utvikling, og det kreves stor kompetanse med tanke på sykdom hos laksen, produksjon og drift av selskap. Dette stiller krav til menneskelige fortrinn blant selskapene. Viktig er det også å rekruttere og videreutvikle dyktige ansatte.

NRS er et integrert selskap med betydelig kompetanse i alle ledd – fra produksjon til salg og markedsføring. At selskapet har opplevd stor vekst de siste årene er et godt bilde på at selskapet må besitte verdifull kompetanse. NRS påpeker også at alle demmes anlegg drives i av lokale mennesker med et nært forhold til natur og livet på sjøen (Norway Royal Salmon ASA 2015). Denne lokalkunnskapen utgjør også en verdifull ressurs for konsernet. Selskapet ønsker også å være ledende på bærekraftig utvikling og produksjon, og av den grunn satser de betydelig på FoU. Et godt bilde på dette var at NRS ble tildelt hele 10 nye grønne konsesjoner i 2014. Innen 2020 har NRS et mål om at alle oppdrettseneheter skal være ASC

sertifiserte – det strengeste statlige miljøkravet (Norway Royal Salmon ASA 2015). Dette gir et bilde av en organisasjon som satser på menneskelige ressurser og kompetanse.

Likevel er ikke dette unikt i oppdrettsbransjen. Dette er en bransje der det satses tungt på bærekraft og FoU. Av den grunn vil man ikke kunne betegne de menneskelige ressursene til NRS som særs sjeldne. Selv om de er verdifulle og skaper verdi for selskapet, så vil de sannsynligvis ikke gi varige strategiske konkurransefortrinn.

Organisatoriske ressurser

I følge Barney og Hesterly (2008) vil selskapets rykte og merkenavn være regnet som organisatoriske ressurser. Et godt rykte og merkevare vil være viktig for å innhente de beste hodene, skaffe kapital og for å være attraktiv for kjøpere av laksen.

NRS har stort fokus på å være en fremtidsrettet og bærekraftig aktør i oppdrettsnæringen. At de ble tildelt et stort antall grønne konsesjoner ved siste utdeling og at de satser på at alle enheter skal bli ASC sertifisert er et godt bildet på dette. Selskapet framstår som de ønsker – bærekraftig og fremtidsrettet. En slik merkevare er vanskelig å kopiere, og den er uten tvil verdifull og skaper verdier for selskapet. Det hjelper selskapet i å nå sine strategiske mål. Selskapet har et godt omdømme. Samtidig har selskapet vært etablert lenge, noe som har gjort at de har utviklet gode relasjoner til kjøpere av laksen.

Oppdrettsenhetene til selskapet har også lokasjoner på strategiske plasser – Finnmark, Rogaland, Hordaland og Troms. Dette er gode og verdifulle lokasjoner for å drive oppdrett. Disse blir skapt av konsesjonene som selskapet besitter.

De organisatoriske ressursene er verdifulle for selskapet, men skiller seg ikke betydelig fra hva andre tilsvarende aktører besitter. Ressursene er derfor ikke sjeldne. Dette betyr at de ikke kan føre til varige strategiske konkurransefortrinn.

5.2.2 VRIO-rammeverket, oppsummert

Norway Royal Salmon besitter flere verdifulle ressurser. Men ut i fra min vurdering er ingen av disse sjeldne nok til å kunne utgjøre varige strategiske konkurransefortrinn. Dette gjør at de har konkurransedyktig paritet med tilsvarende aktører i oppdrettsbransjen.

Likevel kan et gjennombrudd innen FoU – noe selskapet fokuserer mye på – kunne føre til verdier for selskapet som kan utgjøre varige strategiske konkurransefortrinn i fremtiden.

5.3 Strategisk posisjon

Oppdrettsbransjen preges av relativt få, store og mektige aktører. NRS er blant disse. Høye inngangsbarrierer og eksisterende aktørers makt gjør det vanskelig for nye selskaper å etablere seg. Samtidig ser vi at de eksisterende selskapene sliter med å få varige strategiske konkurransefortrinn ovenfor hverandre. Laks er en vare som er vanskelig å differensiere, og eksisterende aktører innehar mye av de samme viktige ressursene.

NRS har fokus på å være fremtidsrettet, bærekraftig og å satse på utvikling i en bransje i rask utvikling. De fokuserer også på å være kostnadseffektiv. At selskapet de siste årene har opplevd vekst og gode resultater gir et godt bilde av dette. Av den grunn vil det være nærliggende å tro at selskapet vil ha konkurransedyktig paritet med de beste i bransjen i årene som kommer.

6 Regnskapsanalyse

I den fundamentale verdsettelsen av et selskap er regnskapsanalysen det neste steget. Formålet er å kunne utarbeide et framtidsregnskap, som skaper grunnlaget for verdsettelsen av Norway Royal Salmon. Her vil jeg ta utgangspunkt i de offentlig tilgjengelige finansregnskapene til NRS. Disse kan man finne i de offentlige rapportene til selskapet. For å gjøre informasjonen relevant må jeg omgruppere regnskapet i henhold til et investorperspektiv. Dette inkluderer å vurdere og luke ut ikke relevant informasjon. Finansregnskapet er i utgangspunktet formet slik at det er mer relevant for kreditorer. For investorer vil skillet mellom driftsrelatert og finansielle poster være mer sentralt. Og i fra et kreditorperspektiv vil forskjeller mellom omløpsmidler og anleggsmidler, og langsiktig og kortsiktig gjeld, kunne være mer sentralt. Dette skyldes at det finansieringsaktiviteter ikke generer verdier i seg selv, slik driftsrelaterte aktiviteter gjør. Det er også vanlig at finansposter er bokført til virkelig verdi. Av den grunn er det viktig i et investorperspektiv å skille mellom driftsfremmende og driftsrelaterte eiendeler, og mellom finansiell og driftsrelatert gjeld. (Gjesdal 2007)

Norway Royal Salmon er et relativt gammelt og etablert selskap. Jeg vurderer det derfor til et modent selskap, og benytter av den grunn en analyseperiode på fem år som grunnlag i analysen.

Jeg har valgt å verdsette konsernet basert på diskontert fri kontantstrøm. Metoden krever at jeg kjenner til investert kapital (IC) og driftsrelatert resultat etter skatt (NOPLAT). For å komme frem til dette kreves det en omgruppering av resultat- og balanseregnskapet.

Analysen tar utgangspunkt i konsernregnskapet til NRS. Av revisors beretning framgår det at regnskapet er avgitt i samsvar med lov og forskrifter. Både resultater og kontantstrømmer er i samsvar med IFRS.

6.1 Resultat og balanseregnskap 2010-2014

I dette avsnittet vil jeg presentere resultat og konsernregnskapet for NRS. Dette er dataen som min analyse vil bygge på. Alle regnskapstall og utregninger vises i hele NOK 1000.

Resultatregnskap NRS 2010-2014

(Tall i NOK 1000)	2014		2013		2012		2011		2010	
Driftsinntekter	kr	2 599 799	kr	2 603 712	kr	1 744 266	kr	1 734 022	kr	2 002 085
Varekostnad	kr	2 175 278	kr	2 137 934	kr	1 540 290	kr	1 549 263	kr	1 748 681
Lønnskostnader	kr	104 557	kr	85 627	kr	71 764	kr	60 595	kr	47 443
Avskrivninger	kr	41 412	kr	33 728	kr	30 449	kr	26 043	kr	18 555
Nedskrivninger	kr	-	kr	-	kr	-	kr	-	kr	12 851
Andre driftskostnader	kr	120 488	kr	90 422	kr	71 428	kr	50 865	kr	51 765
Sum driftskostnader	kr	2 441 735	kr	2 347 711	kr	1 713 931	kr	1 686 766	kr	1 879 295
Operasjonelt driftsresultat	kr	158 064	kr	256 002	kr	30 335	kr	47 257	kr	122 790
Enkeltstående hendelser	kr	-	kr	-	-kr	9 919	-kr	2 500	kr	-
Virkelig verdijustering	kr	57 456	kr	94 725	kr	49 428	-kr	70 627	kr	26 339
Resultat fra investeringer i tilknyttede selskaper	kr	27 136	kr	28 834	kr	10 464	-kr	1 689	kr	19 772
Driftsresultat	kr	242 656	kr	379 561	kr	80 308	-kr	27 559	kr	46 111
Gevinst av finansielle eiendeler	kr	100 262	kr	49 497	kr	10 464	-kr	1 689	kr	18 121
Renteinntekt	kr	935	kr	338	kr	422	kr	448	kr	704
Annen finansinntekt	kr	418	kr	88	kr	244	kr	1 407	kr	3 295
Rentekostnad	-kr	22 434	-kr	31 321	-kr	35 928	-kr	28 363	-kr	19 466
Annen finanskostnad	-kr	1 130	-kr	1 870	-kr	4 298	-kr	4 597	-kr	2 630
Netto finansresultat	kr	78 051	kr	16 732	-kr	29 096	kr	8 704	kr	19 796
Resultat før skattekostnad	kr	320 707	kr	396 292	kr	40 748	-kr	17 166	kr	168 925
Skatt	-kr	52 422	-kr	80 487	-kr	9 130	kr	15 548	-kr	36 798
Årsresultat	kr	268 284	kr	315 805	kr	31 618	-kr	1 618	kr	132 127

Tabell 3 Resultatregnskap NRS 2010-2014

Balanseregnskap NRS 2010-2014

Eiendeler (Tall i NOK 1000)	2014	2013	2012	2011	2010
Anleggsmidler					
Immaterielle eiendeler					
Konsesjoner	kr 648 887	kr 502 887	kr 502 887	kr 502 887	kr 498 287
Sum immaterielle eiendeler	kr 648 887	kr 502 887	kr 502 887	kr 502 887	kr 498 287
Varige driftsmidler					
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	kr 12 746	kr 5 474	kr 4 103	kr 4 021	kr 3 392
Maskiner og anlegg	kr 164 139	kr 115 370	kr 95 457	kr 89 013	kr 56 154
Båter og flytende anlegg	kr 105 299	kr 84 475	kr 72 486	kr 76 089	kr 48 708
Inventar, kontormaskiner og lignende	kr 6 868	kr 5 235	kr 6 853	kr 8 187	kr 5 683
Sum varige driftsmidler	kr 289 052	kr 210 554	kr 178 899	kr 177 311	kr 113 937
Finansielle anleggsmidler					
Investering i tilknyttet selskap	kr 150 155	kr 132 758	kr 110 860	kr 96 087	kr 114 136
Investering i aksjer og andeler			kr 3 335	kr 3 385	kr 34 053
Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg	kr 1 895	kr 1 395			
Andre langsiktige fordringer	kr 3 000	kr 3 127	kr 4 673	kr 3 766	kr 3 760
Sum finansielle anleggsmidler	kr 155 050	kr 137 280	kr 118 867	kr 103 238	kr 151 949
Sum anleggsmidler	kr 1 092 989	kr 850 721	kr 800 654	kr 783 436	kr 764 173
Omløpsmidler					
Varelager	kr 40 270	kr 27 038	kr 20 816	kr 18 851	kr 15 219
Biologiske eiendeler	kr 808 674	kr 639 238	kr 525 739	kr 387 880	kr 385 975
Sum varer	kr 848 944	kr 666 276	kr 546 556	kr 406 730	kr 401 194
Fordringer					
Kundefordringer	kr 421 691	kr 412 148	kr 286 918	kr 227 901	kr 253 912
Andre kortsiktige fordringer	kr 174 344	kr 68 735	kr 31 545	kr 43 021	kr 40 811
Sum kortsiktige fordringer	kr 596 035	kr 480 883	kr 318 463	kr 270 922	kr 294 723
Kontanter og kontanekvivalenter	kr 61 494	kr 53 732	kr 9 854	kr 6 205	kr 4 748
Sum omløpsmidler	kr 1 506 473	kr 1 200 891	kr 874 873	kr 683 857	kr 700 665
Sum eiendeler	kr 2 599 462	kr 2 051 612	kr 1 675 526	kr 1 467 292	kr 1 464 838

Tabell 4 Eiendeler NRS 2010-2014

Egenkapital og gjeld(Tall i NOK 1000)	2014	2013	2012	2011	2010
Egenkapital					
Aksjekapital	kr 43 572	kr 43 572	kr 43 572	kr 39 611	kr 37 229
Egne aksjer	-kr 34	-kr 30	kr -	-kr 1 467	-kr 9
Overkursfond			kr 82 029	kr 54 936	kr 15 525
Opptjent egenkapital	kr 905 587	kr 771 090	kr 441 183	kr 402 354	kr 485 189
Sum egenkapital henført til eierne av morselskapet	kr 949 125	kr 814 632	kr 566 785	kr 495 433	kr 537 934
Ikke kontrollerende eierinteresser	kr 64 781	kr 54 355	kr 40 984	kr 37 229	kr 41 862
Total egenkapital	kr 1 013 904	kr 868 989	kr 607 769	kr 532 622	kr 579 796
Langsiktig gjeld og forpliktelser					
Pensjonsforpliktelser	kr 18 733	kr 10 320	kr 9 040	kr 8 480	kr 7 719
Utsatt skatt	kr 272 742	kr 231 640	kr 161 981	kr 153 784	kr 173 610
Langsiktig rentebærende gjeld	kr 518 788	kr 323 084	kr 328 292	kr 320 884	kr 282 481
Sum langsiktig gjeld og forpliktelser	kr 810 263	kr 565 044	kr 499 313	kr 483 148	kr 463 810
Kortsiktig gjeld og forpliktelser					
Kortsiktig rentebærende gjeld	kr 182 089	kr 184 530	kr 247 637	kr 217 054	kr 148 259
Leverandørgjeld	kr 426 331	kr 382 944	kr 292 655	kr 219 868	kr 254 338
Betalbar skatt	kr 2 031	kr 8 313	kr 780	kr -	kr 1 136
Annen kortsiktig gjeld	kr 164 842	kr 41 792	kr 27 371	kr 14 560	kr 17 499
Sum kortsiktig gjeld og forpliktelser	kr 775 293	kr 617 580	kr 568 444	kr 451 482	kr 421 232
Sum gjeld og forpliktelser	kr 1 585 556	kr 1 182 624	kr 1 067 757	kr 934 630	kr 885 042
Sum gjeld og egenkapital	kr 2 599 462	kr 2 051 612	kr 1 675 526	kr 1 467 292	kr 1 464 848

Tabell 5 Egenkapital og gjeld NRS 2010-2014

6.2 Omgruppering av regnskapene

Her vil jeg foreta en omgruppering av resultat- og balanseregnskapet sett ut ifra et investorperspektiv. Viktige opplysninger er gitt i notene som er vedlagt regnskapene. Omgrupperingen skjer i henhold til prinsippene til Koller (2010) og Penman (2010).

Reformuleringen viser hvordan egenkapital endrer seg i følge av et resultat av transaksjoner med aksjonærene og fullstendig nettoresultat. På denne måten kan en ta hensyn til brudd på kongruensprinsippet/"dirty surplus", som sammen med nettoresultatet utgjør fullstendig nettoresultat. Utbytte og utstedelse av aksjer utgjør vanligvis sammen transaksjoner mellom aksjonærene (Penman 2010). NRS har diryt surplus i sine regnskaper, men dette berører den finansielle delen av selskapet, og må derfor ikke hensyntas i beregning av NOPLAT. Observert dirty surplus skyldes gevinst/tap ved valutaomregning, samt andre finansielle gevinster/tap.

Målet er å kunne si noe om de framtidige kontantstrømmene, og da vil det være hensiktsmessig å analysere det "normale" driftsresultatet. Dette vil best gjenspeile framtidsutsiktene. Unormale inntekter eller kostnader kan skyldes endring i regnskapsprinsipper eller endring i betydelige økonomiske forhold – som for eksempel store svingninger i prisen på råstoff.

Endringer i lakseprisen vil kunne føre til store svingninger i lagrene med biomasse for et oppdrettsselskap. Jeg har valgt å se bort i fra disse svingningene i beregning av NOPLAT. Dette er vanlig praksis i verdsettelse av denne typen virksomhet.

Investeringer i andre selskaper sees i regnskapet på som en finansiell investering. I følge Penman (2010) må langsiktige egenkapitalinvesteringer i andre selskaper kunne sees på som driftsrelatert. I analyseperioden har NRS investert betydelig andre selskaper. Dette vil kunne klassifiseres som driftsrelaterte anleggsmidler.

Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg er ført som anleggsmiddel på eiendelssiden. Dette er en finansiell eiendel, og dette vil bli omgruppert ved utregning av NOPLAT. Det samme gjelder derivater og finansielle instrumenter, som i praksis består av valutakontrakter. Penman (2010) foreslår at det er tryggest å vurdere kontanter og kontantekvivalenter som en finansiell eiendel dersom du ikke har inngående kjennskap til et selskap. I mitt tilfelle har jeg ikke det, og jeg velger derfor å vurdere kontantbeholdningen som en finansiell eiendel i det omgrupperte regnskapet.

Det er også viktig å skille mellom driftsrelatert gjeld og rentebærende gjeld. Driftsrelatert gjeld vil være en del av det omgrupperte regnskapet, mens rentebærende gjeld vil vurderes til en finansiell eiendel. Dette gir grunnlaget for å finne sysselsatt kapital. Utsatte skatteforpliktelser vil bli vurdert til finansiell gjeld, det samme gjelder kontantopsjoner. Dette da disse ikke har en direkte innvirkning på det driftsmessige resultatet. Leverandørgjeld er ikke rentebærende gjelde, men vil ha et stort kostnadselement ved innfrielse, og vurderes dersom som finansiell gjeld. Å ta det med i det driftsmessige resultatet vil gi et feil bilde. Betalbar skatt er en del av eiendelene i balansen til den er betalt, denne føres også som finansiell i det omgrupperte regnskapet da det ofte betales året etter. Det fremgår ikke i notene at annen gjeld (kortsiktig og langsiktig) er rentebærende. Dette vil derfor bli regnet som driftsrelatert i det omgrupperte regnskapet.

I det omgrupperte regnskapet tar jeg utgangspunkt i en skattesats på 28 % for å finne det driftsrelaterte resultatet.

6.3 Resultat- og balanseregnskap, omgruppert

6.3.1 Resultatregnskap, omgruppert

Omgruppert resultatregnskap (Tall i NOK 1000)	2014	2013	2012	2011	2010
Driftsinntekter	kr 2 599 799	kr 2 603 712	kr 1 744 266	kr 1 734 022	kr 2 002 085
Resultat fra investeringer i tilknyttede selskaper	kr 27 136	kr 28 834	kr 10 464	-kr 1 689	kr 19 772
Varekostnad	kr 2 175 278	kr 2 137 934	kr 1 540 290	kr 1 549 263	kr 1 748 681
Lønnskostnader	kr 104 557	kr 85 627	kr 71 764	kr 60 595	kr 47 443
Andre driftskostnader	kr 120 488	kr 90 422	kr 71 428	kr 50 865	kr 51 765
Justert EBITDA	kr 226 612	kr 318 563	kr 71 248	kr 71 610	kr 173 968
Avskrivninger	kr 41 412	kr 33 728	kr 30 449	kr 26 043	kr 18 555
Nedskrivninger	kr -	kr -	kr -	kr -	kr 12 851
Enkeltstående hendelser	kr -	kr -	-kr 9 919	-kr 2 500	kr -
Virkelig verdijustering	kr 57 456	kr 94 725	kr 49 428	-kr 70 627	kr 26 339
Justert EBIT	kr 242 656	kr 379 560	kr 80 308	-kr 27 560	kr 168 901
Driftsrelatert skatt (28 %)	kr 67 944	kr 106 277	kr 22 486	-kr 7 717	kr 47 292
NOPLAT	kr 174 712	kr 273 283	kr 57 822	-kr 19 843	kr 121 609

Tabell 6 Resultatregnskap, omgruppert

6.3.2 Balanseregnskap, omgruppert

Omgruppert eiendeler (Tall i NOK 1000)	2014	2013	2012	2011	2010
Konsesjoner	kr 648 887	kr 502 887	kr 502 887	kr 502 887	kr 498 287
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	kr 12 746	kr 5 474	kr 4 103	kr 4 021	kr 3 392
Maskiner og anlegg	kr 164 139	kr 115 370	kr 95 457	kr 89 013	kr 56 154
Båter og flytende anlegg	kr 105 299	kr 84 475	kr 72 486	kr 76 089	kr 48 708
Inventar, kontormaskiner og lignende	kr 6 868	kr 5 235	kr 6 853	kr 8 187	kr 5 683
Investering i tilknyttet selskap	kr 150 155	kr 132 758	kr 110 860	kr 96 087	kr 114 136
Andre langsiktige fordringer	kr 3 000	kr 3 127	kr 4 673	kr 3 766	kr 3 760
Driftsrelaterte anleggsmidler	kr 1 091 094	kr 849 326	kr 797 319	kr 780 050	kr 730 120
Varelager	kr 40 270	kr 27 038	kr 20 816	kr 18 851	kr 15 219
Biologiske eiendeler	kr 808 674	kr 639 238	kr 525 739	kr 387 880	kr 385 975
Kundefordringer	kr 421 691	kr 412 148	kr 286 918	kr 227 901	kr 253 912
Andre kortsiktige fordringer	kr 174 344	kr 68 735	kr 31 545	kr 43 021	kr 40 811
Driftsrelaterte omløpsmidler	kr 1 444 979	kr 1 147 159	kr 865 018	kr 677 653	kr 695 917
Driftsrelaterte eiendeler	kr 2 536 073	kr 1 996 485	kr 1 662 337	kr 1 457 703	kr 1 426 037
Investering i aksjer og andeler			kr 3 335	kr 3 385	kr 34 053
Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg	kr 1 895	kr 1 395			
Finansielle anleggsmidler	kr 1 895	kr 1 395	kr 3 335	kr 3 385	kr 34 053
Kontanter og kontanekvivalenter	kr 61 494	kr 53 732	kr 9 854	kr 6 205	kr 4 748
Finansielle omløpsmidler	kr 61 494	kr 53 732	kr 9 854	kr 6 205	kr 4 748
Finansielle eiendeler	kr 63 389	kr 55 127	kr 13 189	kr 9 590	kr 38 801
Sum eiendeler	kr 2 599 462	kr 2 051 612	kr 1 675 526	kr 1 467 293	kr 1 464 838

Tabell 7 Eiendeler, omgruppert

Omgruppert egenkapital og gjeld (Tall i NOK 1000)		2014		2013		2012		2011		2010	
Total egenkapital	kr	1 013 904	kr	868 989	kr	607 769	kr	532 622	kr	579 796	
Pensjonsforpliktelser	kr	18 733	kr	10 320	kr	9 040	kr	8 480	kr	7 719	
Utsatt skatt	kr	272 742	kr	231 640	kr	161 981	kr	153 784	kr	173 610	
Langsiktig rentebærende gjeld	kr	518 788	kr	323 084	kr	328 292	kr	320 884	kr	282 481	
Langsiktig finansiell gjeld	kr	810 263	kr	565 044	kr	499 313	kr	483 148	kr	463 810	
Betalbar skatt	kr	2 031	kr	8 313	kr	780	kr	-	kr	1 136	
Kortsiktig rentebærende gjeld	kr	182 089	kr	184 530	kr	247 637	kr	217 054	kr	148 259	
Kortsiktig finansiell gjeld	kr	184 120	kr	192 843	kr	248 417	kr	217 054	kr	149 395	
Sum finansiell gjeld	kr	994 383	kr	757 887	kr	747 730	kr	700 202	kr	613 205	
Leverandørgjeld	kr	426 331	kr	382 944	kr	292 655	kr	219 868	kr	254 338	
Annen kortsiktig gjeld	kr	164 842	kr	41 792	kr	27 371	kr	14 560	kr	17 499	
Driftsrelatert gjeld	kr	591 173	kr	424 736	kr	320 026	kr	234 428	kr	271 837	
Egenkapital og gjeld	kr	2 599 460	kr	2 051 612	kr	1 675 525	kr	1 467 252	kr	1 464 838	

Tabell 8 Omgruppert egenkapital og gjeld

6.3.3 Beregning investert kapital (IC)

Med utgangspunkt i det omgrupperte balanseregnskapet vil jeg beregne den totale investerte kapitalen til NRS. For å gjøre dette benytter jeg kapitaltilnærmingen etter Damodaran (2007).

Kapitaltilnærming (Tall i NOK 1000)		2014		2013		2012		2011		2010	
Total egenkapital	kr	1 013 904	kr	868 989	kr	607 769	kr	532 622	kr	579 796	
Langsiktig finansiell gjeld	kr	810 263	kr	565 044	kr	499 313	kr	483 148	kr	463 810	
Kortsiktig finansiell gjeld	kr	184 120	kr	192 843	kr	248 417	kr	217 054	kr	149 395	
Total investert kapital	kr	2 008 287	kr	1 626 876	kr	1 355 499	kr	1 232 824	kr	1 193 001	

Tabell 9 Beregning av investert kapital

6.4 Nøkkeltallanalyse

For å forstå selskapet og dens framtidsutsikter vil jeg foreta en nøkkeltallanalyse. Jeg vil analysere lønnsomheten, soliditeten og likviditeten til NRS. Dette vil hjelpe meg med å forstå hva som ligger bak regnskapstallene.

Nøkkeltallene analysen bygger på er hentet fra Proff Forvalts nettsider – www.proff.no. Jeg fortsetter å benytte samme analyseperiode som tidligere (2010-2014). For å få et dypere innblikk vil jeg sammenligne nøkkeltallene mot noen av NRS sine konkurrenter.

Nøkkeltallene er risiko- og bransjeavhengige, og en sammenligning mot noen av konkurrentene vil kunne ta hensyn til dette. Jeg har valgt å sammenligne nøkkeltallene til NRS med Lerøy Seafood Group ASA og Grieg Seafood ASA – som også er norske børsnoterte oppdrettsselskap.

6.4.1 Lønnsomhet

Lønnsomheten er noe av det viktigste for fremtiden til et selskap. I teorien kan en bedrift drive evig dersom den driver lønnsomt, altså et inntektene som genereres er større enn kostnadene.

For å analysere lønnsomheten til NRS og dens konkurrenter vil jeg bruke kjente rentabilitetsmål. Dette gir et bilde av avkastningen selskapene makter å generere. Nøkkeltallene jeg velger å se nærmere på er egenkapitalrentabiliteten og total kapitalrentabiliteten.

6.4.1.1 Total kapitalrentabiliteten

Det kanskje mest sentrale nøkkeltallet for lønnsomhet er total kapitalrentabiliteten. Dette er et mål på hvor mye inntjening selskapet klarer å skape på den totale kapitalen i selskapet. (Kristoffersen 2005)

Tabell 10 Total kapitalrentabiliteten

Total kapitalrentabilitet i %	2014	2013	2012	2011	2010
Grieg Seafood ASA	5,6	15	-2,2	-3,2	23,9
Lerøy Seafood Group ASA	11	20,3	6,9	5,4	20,6
Norway Royal Salmon ASA	14,8	23	5,2	1,1	15

Norway Royal Salmon ASA har fra 2010 til 2014 hatt en positiv total kapitalrentabilitet. Vi ser at nøkkeltallet sank fra 15 % prosent i 2010 til 1,1 % i 2011. 2013 var et godt år der det steg til hele 23 %, før det sank til 14,8 % i 2014.

Konkurrentene opplevde også fallet i total kapitalrentabiliteten fra 2010 til 2011, før det også steg i de neste årene. Vi ser at NRS har en høyere rentabilitet i 2013 og 2014 enn konkurrentene.

Det er ikke noe eksakt krav på hvor stor total kapitalrentabiliteten burde være, men i følge Hoff (2010) burde det være godt over det selskapet betaler sine lån og om lag 5 % over den risikofrie renten. Vi ser at selskapet trolig har en god rentabilitet for alle årene, med unntak av nedgangsåret 2012 og 2011.

6.4.1.2 Egenkapitalrentabiliteten

Dette målet sier noe om hvor mye avkastning det har vært på kapitalen eiere og investorer har investert i selskapet. Slik kan eiere se hvor mye av resultatet som tilfaller egenkapitalen.

(Kristoffersen 2005)

Tabell 11 Egenkapitalrentabiliteten

Egenkapitalrentabilitet før skatt i %	2014	2013	2012	2011	2010
Grieg Seafood ASA	7,6	31,1	-12,6	-10,6	51,1
Lerøy Seafood Group ASA	18,3	36,7	11,5	9,1	37,7
Norway Royal Salmon ASA	34,1	53,7	7,1	-3,1	34,5

Vi ser at rentabiliteten på egenkapitalen til NRS har svingt i analyseperioden. Selskapet hadde en nedgang fra 2010 på 34,5 % til -3,1 % i 2011. Etter 2011 har det fram til 2014 steget til 34,1 %.

Selskapet ser ut til å ha relativt god avkastning på egenkapitalen sammenlignet med bransjen. Den dårlige avkastningen i 2012 ser ut til å være noe som gjaldt hele bransjen.

I likhet med totalkapitalrentabiliteten, så har heller ikke egenkapitalrentabiliteten noe eksakt krav på hvor høyt det burde være. Men for analyseperioden ser det ut til at rentabiliteten på egenkapitalen er tilfredsstillende, med unntak av 2012. Vi ser også at egenkapitalrentabiliteten er mer sensitiv til inntjening enn totalkapitalrentabiliteten, som kan tyde på at selskaper tjener mer på salg enn kostnader på finansieringen.

6.4.2 Soliditet

For at en bedrift skal kunne tåle nedgangstider og tap er det viktig at finansieringen til selskapet er solid (Kristoffersen 2005). Nøkkeltallene jeg i denne sammenheng skal se på er egenkapitalandel og gjeldsgrad.

6.4.2.1 Egenkapitalandel

Dette er et mål på forholdet mellom totalkapital og egenkapital. Det viser hvor mye av eiendelene som er finansiert gjennom egenkapital. En høy egenkapitalandel gjør bedriften mer solid. (Kristoffersen 2005)

Tabell 12 Egenkapitalandel

Egenkapitalandel i %	2014	2013	2012	2011	2010
Grieg Seafood ASA	44,1	43,3	37,2	40,5	48,9
Lerøy Seafood Group ASA	54,4	54,3	50,7	50,6	52,8
Norway Royal Salmon ASA	39	42,4	36,3	36,3	39,6

NRS har en egenkapitalandel på 39 % i 2014. Dette er lavere enn hva Grieg Seafood og Lerøy kan vise til. Egenkapitalen til konsernet har svingt noe de siste årene. I 2013 var den på 42,4 % og i 2010 på 39,6 %.

Det er ikke noe eksakt mål på hvor stor egenkapitalandelen burde være, men Kristoffersen (2005) antyder at den burde ligge over 30 %, noe den også gjør for NRS. Jeg legger uansett merke til at NRS har en lavere andel egenkapital enn konkurrentene, som kan gjøre selskapet mer sårbart enn konkurrentene.

6.4.2.2 Gjeldsgrad

Gjeldsgraden er forholdet mellom gjeld og egenkapital. Dette nøkkeltallet viser hvor stor andel av eiendelene som er finansiert gjennom gjeld. En lav gjeldsgrad vil gjøre selskapet mer solid, og mer robust i nedgangstider. (Kristoffersen 2005)

Tabell 13 Gjeldsgrad

Gjeldsgrad	2014	2013	2012	2011	2010
Grieg Seafood ASA	1,3	1,3	1,7	1,5	1
Lerøy Seafood Group ASA	0,8	0,8	1	1	0,9
Norway Royal Salmon ASA	1,6	1,4	1,8	1,8	1,5

NRS har en gjeldsgrad på hele 1,6, noe som er høyere enn konkurrentene. Dette betyr at NRS i større grad enn bransjen er finansiert gjennom gjeld. Dette samsvarer med analysen av egenkapitalandelen. Samtidig ser vi at gjeldsgraden har økt fra 2013 til 2014 fra 1,5 til 1,6. Gjeldsgraden må sees i sammenheng med egenkapitalandelen, og selv om det ser tilfredsstillende ut, så må det belyses at NRS kan være mer risikoutsatt enn konkurrentene.

6.4.3 Likviditet

Likviditetsanalysen er ment å si noe om konsernets betalingsevne. For å kunne drive lønnsomt og langsiktig er det viktig at en bedrift har likvider som gjør at bedriften evner å betale sine forpliktelser. De mest likvide midlene er omløpsmidler som raskt kan omsettes,

for eksempel kontantbeholdning og verdipapirer. For å analysere likviditeten til selskapet vil jeg se nærmere på nøkkeltallet likviditetsgrad 1.

6.4.3.1 Likviditetsgrad 1

Dette nøkkeltallet viser forholdet mellom kortsiktig gjeld og omløpsmidler. Det er et mål på hvor mye kortsiktige midler selskapet har i forhold til forpliktelsene med samme tidshorisont i konsernet.

Tabell 14 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1	2014	2013	2012	2011	2010
Grieg Seafood ASA	2,3	2,24	1,81	1,59	2,95
Lerøy Seafood Group ASA	3,12	2,74	2,51	2,52	2,97
Norway Royal Salmon ASA	1,94	1,94	1,54	1,51	1,66

NRS har en likviditetsgrad på 1,94 i 2014 og 2013. Dette er en økning fra 2012 da likviditetsgraden var på 1,54. Dette er en betydelig lavere likviditetsgrad enn konkurrentene.

I følge Hoff (2010) er en generell regel at likviditetsgrad 1 burde ligge på over 2. Dette er ikke et absolutt krav, men en god pekepinn på hvor likvid et selskap burde holde seg. NRS er ikke langt unna dette kravet, men like under. Dette kombinert med at konsernet generelt scorer lavere enn bransjen, kan tyde på at likviditeten med fordel kunne bedres noe. At konsernet ligger like under anbefalt grense tyder dog på at dette ikke vil være kritisk.

7 Avkastningskrav

Neste steget i den fundamentale verdsettelsen er å sette et avkastningskrav for konsernet. Det er avkastningskravet de framtidige frie kontantstrømmene skal diskonteres med for å finne nåverdien. Dette representerer minimumsavkastningen til en investor på en investering, i forhold til risiko og tidsverdi. Dersom en investering skal skape merverdi for en investor må avkastningen være høyere enn avkastningskravet. (Penman 2010)

For å finne avkastningskravet vil jeg benytte WACC – ”Weighted Average Cost of Capital”.

7.1 Avkastningskrav på egenkapitalen

For å finne WACC må en først finne avkastningskravet på egenkapitalen. Dette vil jeg gjøre gjennom å benytte kapitalverdimodellen (CAPM) (Penman 2010). Kapitalverdimodellen ble presentert i kapittel 3 og kan uttrykkes slik:

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

der:

r_{EK} = Avkastning på egenkapitalen

r_f = Risikofri rente

β = Betaverdi for NRS (systematisk risiko)

r_m = Markedets risikopremie

7.1.1 Risikofri rente

For å finne den risikofrie renten i praksis benyttes ofte langsiktige statsobligasjoner. I kapittel 3 argumenterte jeg for at man bør bruke en tidshorisont på obligasjonene på om lag 10 år. Norges Bank oppgir at en 10 årlig statsobligasjon i 2015 i gjennomsnitt hadde en rente på 1,57 % [8].

7.1.2 Betaverdi

Beta er en del av markedsrisikoen til investeringen. Det er investeringens markedsrisiko, relativt til markedsporteføljens risiko.

I følge Reuters har NRS en betaverdi på 0,83 den 1. mai 2016 [9]. Den er mindre enn 1, og derfor har selskapet en mindre systematisk risiko enn markedet. Aksjen er mindre volatil enn markedet generelt.

7.1.3 Markedets risikopremie

I følge PWC ligger risikopremien i det norske markedet på 5 % [10].

7.1.4 Utregning av avkastningskravet på egenkapitalen

$$r_{EK} = 1,57\% + 0,83 * 5\% = 5,72\%$$

7.2 Avkastningskravet på gjelden

Gjeldskostnaden er renten bedriften må betale for sine langsiktige finansielle lån. Det framkommer i årsrapporten til NRS at denne er på 5% (Norway Royal Salmon ASA 2015). Dette er den vektete gjennomsnittlige rentesatsen.

7.3 Markedsverdi på egenkapital og gjeld

For å finne WACC må en estimere markedsverdien på egenkapitalen og gjelden til selskapet.

Per 1. mai 2016 omsettes NRS sine aksjer for 104 kroner. Ut i fra denne kursen er markedsverdien på egenkapitalen til konsernet 4 530 millioner NOK.

Netto finansiell gjeld framkommer fra det omformulerte regnskapet, og er på 994 millioner NOK. Verdien på totalkapitalen til selskapet er summen av markedsverdien på egenkapitalen og netto finansiell gjeld

7.4 Avkastningskravet på totalkapitalen

Avkastningskravet på totalkapitalen finner jeg gjennom å bruke WACC-modellen. Denne ble presentert i kapittel 3 og kan uttrykkes som følgende:

$$WACC = \frac{G}{G + EK} * r_G * (1 - s) + \frac{EK}{G + EK} * r_{EK}$$

Der:

G = Gjeld = 994 millioner

EK = Egenkapital = 4 530 millioner

r_G = Bedritens gjeldskostnad = 5 %

s = Skattesats = 28 %

r_{EK} = Bedritens egenkapitalkostnad = 5,72 %

Innsatt i formelen kan jeg estimere WACC:

$$WACC = \frac{994}{5\,524} * 5\% * (1 - 28\%) + \frac{4530}{5\,524} * 5,72\% = 5,34\%$$

Ut i fra mine estimater er den vektete gjennomsnittlige kapitalkostnaden til NRS 5,34 %. Jeg vil i mine videre kalkuleringer ta utgangspunkt i denne WACC-verdien.

8 Framtidsregnskap

Basert på den strategiske analysen og regnskapsanalysen vil jeg utarbeide et framtidsregnskap for NRS. Dette vil danne grunnlaget for de framtidige frie kontantstrømmene, som videre skal diskonteres til nåverdi for å verdsette konsernet. Det er vanskelig å beregne framtiden, og merk at prognosene baseres på skjønn og subjektive vurderinger.

Det vil være nærliggende å tro at NRS nærmer seg ”steady state” – en tilstand der et selskap vokser like mye hvert år (Penman 2010). Ytterligere vekst krevet oppkjøp, store investeringer eller nye konsesjoner. Samtidig er NRS et relativt gammelt og etablert konsern i oppdrettsbransjen. Det er også viktig å ikke budsjettere detaljert i for lange perioder, da usikkerheten øker desto lengre tidshorisont man benytter. NRS er allerede nå et relativt stabilt selskap, og av den grunn velger jeg å benytte en budsjettperiode på 5 år fram i tid.

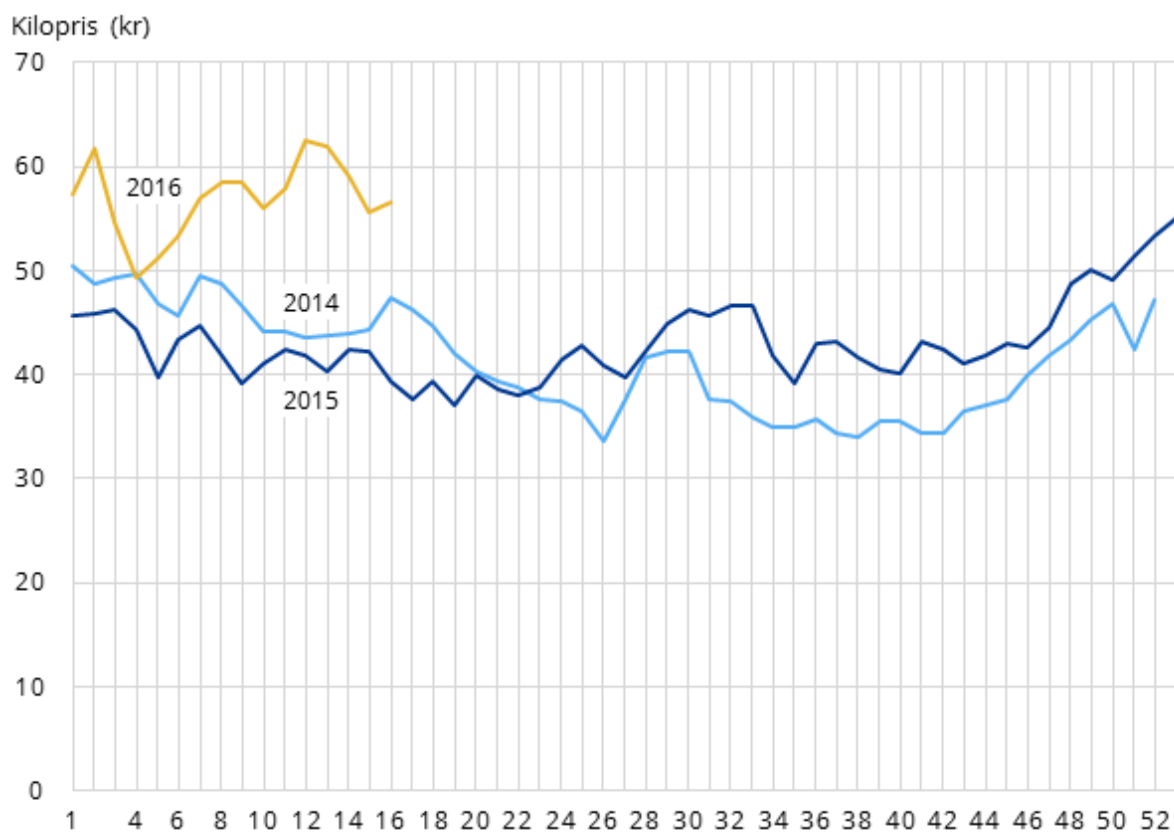
8.1 Driftsinntekter

Driftsinntektene til NRS er i all hovedsak salgsinntekter fra laks. Nedenfor er endringen i salgsinntekter, produsert masse og endringer i lakseprisen presentert.

Tabell 15 Driftsinntekter endring

(i 1000 NOK)	2010	2011	2012	2013	2014	Gjennomsnitt
Driftsinntekter	2028424	1734022	1744266	2727271	2599799	
Endring i %		-15 %	1 %	56 %	-5 %	9 %
Solgt (tonn)	49584	50428	57673	62141	59110	
Endring i %		2 %	14 %	8 %	-5 %	5 %
Lakseprisen	38,18	32,02	26,95	40,17	40,56	
Endring i %		-16 %	-16 %	49 %	1 %	5 %

Driftsinntekter og lønnsomhet til oppdrettsselskaper er i stor grad påvirket av råvareprisen på laksen. Dette ser vi også er tilfellet for NRS. I analyseperioden har lakseprisene i gjennomsnitt steget med 5 % årlig. Driftsinntektene har steget med 9 % årlig i gjennomsnitt, noe som også skyldes at antall solgt fisk i tonn også har steget i gjennomsnitt årlig med 5 %.



Figur 8 Laksepriser 2014-2016 [11]

Lakseprisene i 2014 var preget av store svingninger. Tidlig på året var prisen på sitt høyeste, før det falt utover året, og steg litt på slutten. Forskjellen på prisene var på hele 21 kroner. Utviklingen i 2015 var relativt lik den fra året tidligere. Vi ser at prisene i 2016 har vært relativt høye. I uke 16 selges laksen for 54,66 kroner [12]. Det er klart at store svingninger i lakseprisen vil gi store utslag for lønnsomheten til oppdrettsselskapene. Det er vanskelig å spå prisene for framtiden, og å si noe eksakt om utviklingen vil være vanskelig. Jeg tar utgangspunkt i at lakseprisene vil stige i takt med den generelle prisstigningen i Norge. Tall fra SSB viser at tolv måneders endring i konsumprisindeksen har vært på 3,3 prosent i mars 2016 [13]. Å ta utgangspunkt i dette tallet vil være nøkternt, og derfor i henhold med forsiktighetsprinsippet.

I 2014 solgte NRS 59 110 tonn laks. Mesteparten av dette ble eksportert til utlandet. I analyseperioden har årlig salgsvolum steget med 5 %, men vi ser at volumet i 2014 sank med 5 %. I 2015 har NRS hatt 3 210 548 (i tusen) NOK i driftsinntekter og solgt 69 971 tonn laks (Norway Royal Salmon ASA 2015). Dette var et rekordhøy salgsvolum for konsernet. Det vil være vanskelig å si hvor mye dette vil øke eller synke i framtiden. Nye konsesjoner eller

investeringer kan eksempelvis endre på dette. NRS har satt seg som mål å øke salget i framtiden. Basert på en nøktern betraktning og tidligere vekst vurderer jeg det slik at det vil være realistisk at konsernet ser en årlig vekst i salget på 2,5 %.

Basert på mine estimeringer om framtiden i lakseprisen og årlig salgsvolum for NRS får vi følgende framtidsprognoser for driftsinntektene:

Tabell 16 Estimering av driftsinntekter

(i 1000 NOK)	2015	2016	2017	2018	2019	Gjennomsnitt
Driftsinntekter	3210548	3104134,53	3286735,25	3480077,45	3684793,01	
Endring i %		-3 %	6 %	6 %	6 %	4 %
Solgt (tonn)	69971	71720,275	73513,2819	75351,1139	77234,8918	
Endring i %		2 %	2 %	2 %	2 %	2 %
Lakseprisen	41,89848	43,2811298	44,7094071	46,1848176	47,7089165	
Endring i %		3 %	3 %	3 %	3 %	3 %

8.2 Driftskostnader

De fleste driftskostnadene til NRS vil være direkte knyttet opp mot produksjonen. Det vil si at desto mer som produseres, desto mer vil det koste konsernet. Driftskostnadene til NRS i regnskapet består varekostnad, lønnskostnader og andre driftskostnader. I tillegg kommer avskrivninger og nedskrivninger på varige driftsmidler.

I følge Koller (2010) vil man kunne se på driftskostnadene som en fast andel av driftsinntektene. Nedenfor er dette presentert i en tabell for NRS:

Tabell 17 Driftskostnader

(Tall i NOK 1000)	2014	2013	2012	2011	2010	Gjennomsnitt
Driftsinntekter	kr 2 599 799	kr 2 603 712	kr 1 744 266	kr 1 734 022	kr 2 002 085	
Varekostnad	kr 2 175 278	kr 2 137 934	kr 1 540 290	kr 1 549 263	kr 1 748 681	
Varekostnad i % av driftsinntekter	83,67 %	82,11 %	88,31 %	89,35 %	87,34 %	86,16 %
Lønnskostnader	kr 104 557	kr 85 627	kr 71 764	kr 60 595	kr 47 443	
Lønnskostnader i % av driftsinntekter	4,02 %	3,29 %	4,11 %	3,49 %	2,37 %	3,46 %
Andre driftskostnader	kr 120 488	kr 90 422	kr 71 428	kr 50 865	kr 51 765	
Andre driftskostnader i % av driftsinntekter	4,63 %	3,47 %	4,10 %	2,93 %	2,59 %	3,54 %

Som vi ser så holder varekostnaden, lønnskostnaden og andre driftskostnader en relativt stabil andel av driftsinntektene. Av den grunn vil jeg ta utgangspunkt i at disse kostnadene i framtidsprognosene utgjør gjennomsnittet av det de har gjort i analyseperioden.

Varekostnaden vil derfor utgjøre 86,16 % av driftsinntektene, lønnskostnaden 3,46 % av driftsinntektene og andre driftskostnader 3,54 % av driftsinntektene.

Avskrivninger og nedskrivninger skjer på de varige driftsmidlene. I analyseperioden har avskrivningene og nedskrivningene i gjennomsnitt utgjort 3,85 % av de varige driftsmidlene. En mer nøyaktig måte å gjøre dette på kunne vært dersom man hadde tilgang på avskrivningsplanen til konsernet. Dette er dog ikke i min tilgjengelighet. På den andre siden ser vi at årlige avskrivninger er relativt stabil. Kun i år 2010 har det vært nedskrivninger i analyseperioden. For framtidsprognoen tar jeg utgangspunkt i gjennomsnittet fra analyseperioden. Samtidig ser vi også at varige driftsmidler har økt de siste årene. Hvor mye dette blir å øke i framtiden er veldig vanskelig å si noe om uten ytterligere informasjon, av den grunn velger jeg å ta utgangspunkt i at det ikke blir å øke mer.

Tabell 18 Avskrivninger og nedskrivninger

(Tall i NOK 1000)	2014		2013		2012		2011		2010		Gjennomsnitt
Avskrivninger og nedskrivninger	kr	41 412	kr	33 728	kr	30 449	kr	26 043	kr	31 406	
Driftsrelaterede anleggsmidler	kr	1 091 094	kr	849 326	kr	797 319	kr	780 050	kr	730 120	
Avskrivninger og nedskrivninger %		3,80 %		3,97 %		3,82 %		3,34 %		4,30 %	3,85 %

Basert på mine estimater kan driftskostnadene til Norway Royal Salmon presenteres slik i framtidsprognoene:

Tabell 19 Driftskostnader

(Tall i NOK 1000)	2015		2016		2017		2018		2019	
Varekostnad	kr	2 766 208	kr	2 674 522	kr	2 831 851	kr	2 998 435	kr	3 174 818
Lønnskostnader	kr	111 085	kr	107 403	kr	113 721	kr	120 411	kr	127 494
Andre driftskostnader	kr	113 653	kr	109 886	kr	116 350	kr	123 195	kr	130 442
Avskrivninger og nedskrivninger	kr	42 007	kr	40 390	kr	38 835	kr	37 340	kr	35 902

8.3 Budsjettert NOPLAT

Jeg har nå utledet framtidsprognoene for driftsinntekter og driftskostnader for NRS. Basert på dette kan jeg regne meg fram til NOPLAT. Jeg tar utgangspunkt i en skattesats på 28 %.

Tabell 20 Budsjettert NOPLAT

(Tall i NOK 1000)	2015		2016		2017		2018		2019	
Driftsinntekter	kr	3 210 548	kr	3 104 135	kr	3 286 735	kr	3 480 077	kr	3 684 793
Driftskostnader	kr	3 032 954	kr	2 932 202	kr	3 100 757	kr	3 279 380	kr	3 468 655
Budsjettert EBIT	kr	177 594	kr	171 933	kr	185 978	kr	200 698	kr	216 138
Skatt	kr	49 726	kr	48 141	kr	52 074	kr	56 195	kr	60 519
NOPLAT	kr	127 868	kr	123 792	kr	133 904	kr	144 502	kr	155 619

8.4 Finansposter

Hva finansinntektene direkte genereres av kommer ikke godt fram i årsrapportene. Av den grunn tar jeg utgangspunkt i at finansinntektene er gjennomsnittet fra de fem foregående årene.

Finanskostnadene er også vanskelig å estimere for framtiden. Dette utgjøres i hovedsak av rentekostnader. Kapitalbehovet for framtiden er vanskelig å spå. Likeså er det vanskelig å vite hvilke lån og refinansieringsmåter konsernet velger å ta. Av den grunn velger jeg å benytte samme metode for finanskostnadene som finansinntektene. Finanskostnadene estimeres ut i fra gjennomsnittet fra de fem foregående årene.

Dette gir følgende framtidsestimater for finanspostene:

Tabell 21 Finansposter

(Tall i NOK 1000)	2019		2018		2017		2016		2015		2014		2013		2012		2011		2010	
Finansinntekter	kr	56 356	kr	55 284	kr	47 925	kr	39 965	kr	36 991	kr	101 615	kr	49 923	kr	11 130	kr	166	kr	22 120
Finanskostnader	-kr	29 631	-kr	30 225	-kr	31 892	-kr	32 070	-kr	30 407	-kr	23 564	-kr	33 191	-kr	40 226	-kr	32 960	-kr	22 096
Netto finansresultat	kr	26 724	kr	25 059	kr	16 033	kr	7 895	kr	6 583	kr	78 051	kr	16 732	-kr	29 096	-kr	32 794	kr	24

8.5 Årsresultat

Ut i fra estimatene i de foregående delkapitellene kan jeg estimere prognostisert årsresultat for NRS.

Tabell 22 Årsresultat

(Tall i NOK 1000)	2019		2018		2017		2016		2015	
EBIT	kr	216 138	kr	200 698	kr	185 978	kr	171 933	kr	177 594
Finansinntekter	kr	56 356	kr	55 284	kr	47 925	kr	39 965	kr	36 991
Finanskostnader	-kr	29 631	-kr	30 225	-kr	31 892	-kr	32 070	-kr	30 407
Netto finansresultat	kr	26 724	kr	25 059	kr	16 033	kr	7 895	kr	6 583
Resultat før skatt	kr	242 862	kr	225 757	kr	202 011	kr	179 828	kr	184 177
Skatt (28 %)	kr	68 001	kr	63 212	kr	56 563	kr	50 352	kr	51 570
Årsresultat	kr	174 861	kr	162 545	kr	145 448	kr	129 476	kr	132 608

8.6 Balanseregnskap

Koller (2010) anbefaler å prognostisere hver enkelt linje i balansen som en direkte funksjon av inntekter. Jeg vil ta utgangspunkt i de omgrupperte regnskapene, og på den måten finne det framtidsbudsjetterte balanseregnskapet, den investerte kapitalen og ROIC.

8.6.1 Eiendeler

Videre anbefaler Koller (2010) å starte med å estimere posteringer i arbeidskapitalen i forhold til driftsinntektene. Jeg velger å benytte gjennomsnittlig andel ved framtidsprognostiseringen av arbeidskapitalen.

Tabell 23 Arbeidskapital

(Tall i NOK 1000)	2014	2013	2012	2011	2010	Gjennomsnitt
Driftsinntekter	kr 2 599 799	kr 2 603 712	kr 1 744 266	kr 1 734 022	kr 2 002 085	
Driftsrelaterte omløpsmidler	kr 1 444 979	kr 1 147 159	kr 865 018	kr 677 653	kr 695 917	
% av driftsinntekter	55,58 %	44,06 %	49,59 %	39,08 %	34,76 %	44,61 %
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	kr 591 173	kr 424 736	kr 320 026	kr 234 428	kr 271 837	
% av driftsinntekter	22,74 %	16,31 %	18,35 %	13,52 %	13,58 %	16,90 %
Arbeidskapital	kr 853 806	kr 722 423	kr 544 992	kr 443 225	kr 424 080	
% av driftsinntekter	32,84 %	27,75 %	31,24 %	25,56 %	21,18 %	27,71 %

Jeg har tidligere forutsatt at det ikke vil bli foretatt ytterligere investeringer i varige driftsmidler for konsernet. Dette betyr at varige driftsmidler vil holdes konstant, med unntak av minkingen som skjer som en konsekvens av årlige avskrivninger.

De immaterielle eiendelene til NRS er i regnskapet ført opp som konsesjoner. Disse har i gjennomsnitt i analyseperioden utgjort 25,40 % av driftsinntektene. Jeg tar utgangspunkt i denne andelen i videre prognostisering av konsesjonene.

Andre langsiktige fordringer og investeringer tilknyttet selskap må i følge Koller (2010) prognostiseres med forsiktighet. I tillegg utgjør de en veldig liten del av driftsinntektene. Av den grunn velger jeg å estimere disse som gjennomsnittet av de fem foregående årene.

Finansielle anleggsmidler utgjøres av investeringer i aksjer og andeler, og finansielle eiendeler tilgjengelig for salg. I tråd med Koller (2010) vil jeg estimere disse som en andel av driftsinntektene. Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg har utgjort 0,03 %. Investeringer i aksjer og andeler har i 2013 og 2014 vært lik 0, og jeg velger derfor å forutsette at konsernet ikke investerer mer. Dette forblir derfor 0. Kontanter og kontantekvivalenter utgjør de finansielle omløpsmidlene. Koller (2010) påpeker at dette skal estimeres med nøkternhet dersom man ikke har inngående kjennskap til selskapet. Av den grunn lar jeg denne posten være lik gjennomsnittet av de fem foregående årene.

Basert på metodene over gir dette følgende prognostiserte eiendeler:

Tabell 24 Prognostiserte eiendeler

Prognostiserte eiendeler (Tall i NOK 1000)	2019		2018		2017		2016		2015	
Konsesjoner	kr	935 937	kr	883 940	kr	834 831	kr	788 450	kr	815 479
Varige driftsmidler	kr	94 578	kr	130 480	kr	167 820	kr	206 655	kr	247 045
Investering i tilknyttet selskap	kr	130 213	kr	130 637	kr	127 341	kr	122 132	kr	120 799
Andre langsiktige fordringer	kr	3 469	kr	3 412	kr	3 622	kr	3 646	kr	3 665
Driftsrelaterte anleggsmidler	kr	1 164 197	kr	1 148 469	kr	1 133 614	kr	1 120 883	kr	1 186 989
Driftsrelaterte omløpsmidler	kr	1 643 786	kr	1 552 462	kr	1 466 212	kr	1 384 755	kr	1 432 225
Driftsrelaterte eiendeler	kr	2 807 984	kr	2 700 931	kr	2 599 826	kr	2 505 638	kr	2 619 214
Investering i aksjer og andeler		0		0		0		0		0
Finansielle eiendeler tilgjengelig for salg	kr	1 105	kr	1 044	kr	986	kr	931	kr	963
Finansielle anleggsmidler		1105,4379		1044,0231		986,0205		931,2405		963,1644
Kontanter og kontanekvivalenter	kr	39 876	kr	42 186	kr	36 797	kr	31 698	kr	27 207
Finansielle omløpsmidler		39876,29696		42185,5808		36796,984		31698,32		27206,6
Finansielle eiendeler		40981,73486		43229,6039		37783,0045		32629,5605		28169,7644
Sum eiendeler	kr	2 848 965	kr	2 744 161	kr	2 637 609	kr	2 538 268	kr	2 647 384

8.6.2 Egenkapital og gjeld

Egenkapitalen til NRS består av Aksjekapital, egne aksjer, opptjent egenkapital og ikke kontrollerende eierinteresser. I tillegg har regnskapet en post for overkursfond, men denne har vært lik null i de to foregående årene og jeg lar derfor den stå tom. Aksjekapital, egne aksjer og ikke kontrollerende eierinteresser har jeg ingen detaljert informasjon på, og jeg lar derfor disse postene være like gjennomsnittet av de fem foregående årene. Opptjent egenkapital kan i følge Koller (2010) regnes ut som:

$$Opptjent\ egenkapital_t = Opptjent\ egenkapital_{t-1} + \text{Årsresultat}_t - Utbytte_t$$

Årsresultatene har jeg allerede prognostisert som positive for de kommende årene. I følge årsrapportene til NRS har konsernet en utbyttepolitikk der de betaler ut 60 % av positivt resultat, såfremt konsernet har en egenkapitalandel på over 40%. Tidligere i oppgaven har jeg funnet at konsernet har en egenkapitalandel på godt under 40 %. Av den grunn velger jeg å skru ned andelen som gis i utbytte til 35 %.

Ut i fra disse metodene gir dette NRS følgende egenkapital for prognoseperioden:

Tabell 25 Prognostisert egenkapital

Prognostisert egenkapital (Tall i NOK 1000)	2019	2018	2017	2016	2015
Egenkapital					
Aksjekapital	kr 42 632	kr 42 788	kr 42 919	kr 42 368	kr 41 511
Egne aksjer	-kr 207	-kr 178	-kr 148	-kr 368	-kr 308
Overkursfond	kr 22 367	kr 18 639	kr 29 204	kr 33 493	kr 30 498
Opptjent egenkapital	kr 1 389 797	kr 1 276 137	kr 1 170 483	kr 1 075 942	kr 991 782
Sum egenkapital henført til eierne av morselskapet	kr 1 454 588	kr 1 337 387	kr 1 242 458	kr 1 151 434	kr 1 063 483
Ikke kontrollerende eierinteresser	kr 53 309	kr 53 483	kr 51 400	kr 49 038	kr 47 842
Total egenkapital	kr 1 507 897	kr 1 390 870	kr 1 293 858	kr 1 200 472	kr 1 111 325

Lønnskostnadene er trolig driveren for pensjonsforpliktelsene. Pensjonsforpliktelsene har i analyseperioden utgjort 14,6 % av lønnskostnadene.

Det langsiktige lånebehovet – langsiktig rentebærende gjeld – har i analyseperioden vært 50,3 % av egenkapitalen. Jeg har ikke inngående kjennskap til nedbetalingsplanen, og lar derfor posten fortsette å være denne andelen.

Det er vanskelig å identifisere drivere for resten av gjelde. Av den grunn lar jeg de gjeldspostene være lik gjennomsnittet av de fem foregående årene. Dette lagt til grunn får NRS følgende prognostiserte egenkapital og gjeld for årene 2015-2019:

Tabell 26 Prognostisert egenkapital og gjeld

Prognostisert egenkapital og gjeld (Tall i NOK 1000)	2019	2018	2017	2016	2015
Total egenkapital	kr 1 507 897	kr 1 390 870	kr 1 293 858	kr 1 200 472	kr 1 111 325
Pensjonsforpliktelser	kr 13 172	kr 12 697	kr 12 088	kr 11 486	kr 10 858
Utsatt skatt	kr 222 638	kr 224 138	kr 213 779	kr 203 780	kr 198 751
Langsiktig rentebærende gjeld	kr 402 071	kr 388 907	kr 378 804	kr 369 151	kr 354 706
Langsiktig finansiell gjeld	kr 637 882	kr 625 742	kr 604 670	kr 584 417	kr 564 316
Betalbar skatt	kr 2 842	kr 3 754	kr 3 258	kr 2 715	kr 2 452
Kortsiktig rentebærende gjeld	kr 196 158	kr 194 220	kr 203 123	kr 205 445	kr 195 914
Kortsiktig finansiell gjeld	kr 199 000	kr 197 974	kr 206 381	kr 208 160	kr 198 366
Sum finansiell gjeld	kr 836 882	kr 823 716	kr 811 052	kr 792 577	kr 762 681
Leverandørgjeld	kr 355 608	kr 360 164	kr 348 912	kr 327 405	kr 315 227
Annen kortsiktig gjeld	kr 85 174	kr 77 943	kr 69 515	kr 60 356	kr 53 213
Driftsrelatert gjeld	kr 440 782	kr 438 107	kr 418 427	kr 387 761	kr 368 440
Egenkapital og gjeld	kr 2 785 560	kr 2 652 693	kr 2 523 337	kr 2 380 810	kr 2 242 447

9 Verdivurdering

I dette kapittelet vil jeg benytte DCF-metoden – som presentert i kapittel 3 – til å verdsette verdien av egenkapitalen til Norway Royal Salmon. For å gjøre dette vil jeg budsjettere de framtidige kontantstrømmene til konsernet, beregne en terminalverdi, for så å diskontere disse til nåverdi med hjelp av WACC funnet i kapittel 7.

9.1 Fri kontantstrøm

I følge Koller (2010) kan den frie kontantstrømmen til et selskap defineres slik:

$$FCF = NOPLAT - \text{Netto investering}$$

der:

$$\text{Netto investeringer}_t = \text{Investert kapital}_t - \text{Investert kapital}_{t-1}$$

I kapittel 8 har jeg regnet ut NOPLAT. Jeg vil nå estimere investert kapital for prognoseperioden. I følge Koller (2010) kan dette gjøres slik:

Tabell 27 Beregning av investert kapital

Totalt investert kapital (Tall i NOK 1000)	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Driftsrelaterte omløpsmidler	kr 1 643 786	kr 1 552 462	kr 1 466 212	kr 1 384 755	kr 1 432 225	kr 1 444 979
Driftsrelatert kortsiktig gjeld	kr 440 782	kr 438 107	kr 418 427	kr 387 761	kr 368 440	kr 591 173
Driftsrelatert arbeidskapital	kr 2 084 568	kr 1 990 570	kr 1 884 640	kr 1 772 515	kr 1 800 665	kr 2 036 152
Driftsrelaterte anleggsmidler	kr 1 164 197	kr 1 148 469	kr 1 133 614	kr 1 120 883	kr 1 186 989	kr 1 091 094
Netto anleggsmidler	kr 1 164 197	kr 1 148 469	kr 1 133 614	kr 1 120 883	kr 1 186 989	kr 1 091 094
Investert kapital	kr 3 248 765	kr 3 139 038	kr 3 018 253	kr 2 893 399	kr 2 987 654	kr 3 127 246
Finansielle anleggsmidler	kr 1 105	kr 1 044	kr 986	kr 931	kr 963	kr 1 895
Finansielle omløpsmidler	kr 39 876	kr 42 186	kr 36 797	kr 31 698	kr 27 207	kr 61 494
Finansielle eiendler	kr 40 982	kr 43 230	kr 37 783	kr 32 630	kr 28 170	kr 63 389
Totalt investert kapital	kr 3 289 747	kr 3 182 268	kr 3 056 036	kr 2 926 028	kr 3 015 824	kr 3 190 635
Netto investert kapital	kr 107 479	kr 126 232	kr 130 008	-kr 89 796	-kr 174 811	

Ut i fra dette kan jeg regne ut FCF:

Tabell 28 FCF

Beregning av FCF (Tall i NOK 1000)	2019	2018	2017	2016	2015	2014
NOPLAT	kr 155 619	kr 144 502	kr 133 904	kr 123 792	kr 127 868	
Investert kapital	kr 3 289 747	kr 3 182 268	kr 3 056 036	kr 2 926 028	kr 3 015 824	kr 3 190 635
Netto investering	kr 107 479	kr 126 232	kr 130 008	-kr 89 796	-kr 174 811	
FCF	kr 48 140	kr 18 270	kr 3 896	kr 213 588	kr 302 679	

Den frie kontantstrømmen må så diskonteres til år 0 for å finne nåverdien skal finnes. Dette vil i praksis si å diskontere til starten av prognoseperioden. Jeg velger å gjøre dette i Excel gjennom å diskontere hver enkelt kontantstrøm for så å summere dem sammen. Resultatet blir som følger:

Tabell 29 Beregning av nåverdi, FCF

Beregning av nåverdi (Tall i NOK 1000)		2015	2016	2017	2018	2019
år		1	2	3	4	5
FCF	kr	302 679	kr 213 588	kr 3 896	kr 18 270	kr 48 140
WACC		5,34 %	5,34 %	5,34 %	5,34 %	5,34 %
Netto nåverdi	kr	287 335	kr 192 482	kr 3 333	kr 14 838	kr 37 114
Netto nåverdi, summert	kr	535 102				

9.2 Terminalverdi

Jeg har nå regnet ut nåverdien fra prognoseperioden. Selskapet vil fortsette å generere kontantstrømmer også etter dette. Og denne verdien kaller man for terminalverdi (Koller 2010). Formelen for å finne terminalverdien er:

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

der:

g = vekst

I følge Koller (2010) er det vanlig å bruke inflasjonsraten som vekstparameter i formelen. Den norske regjeringen har fastsatt et årlig inflasjonsmål på 2,5 % [14]. Dette gir NRS en terminalverdi på:

$$Terminalverdi_{2020} = \frac{(48\,140 * 1,025)}{5,34\% - 2,5\%} = 1\,727\,451$$

Dette er terminalverdien i år 2020. For å finne nåverdien av denne må den diskonteres med avkastningskravet (WACC). Nå man gjør dette gir dette en nåverdi på kr 1 271 606. Oppgitt i 1000.

9.3 Finansiell gjeld

Verdien av egenkapitalen til NRS må korrigeres for verdien av finansiell gjeld. Netto finansiell gjeld utgjøres av totalsummen av finansiell gjeld minus totalsummen av finansielle eiendeler. Dette gir netto finansiell gjeld på kr 930 994 000 per 31.12.2014.

9.4 Verdien av Norway Royal Salmon ASA

Basert på kalkulasjonene i denne avhandlingen kan jeg nå fastslå verdien av Norway Royal Salmon følgende:

Tabell 30 Verdi NRS

Verdi	2014	
Nåverdi fra prognoseperioden	kr	535 102 262
Terminalverdi	kr	1 271 606 326
Enterprise Value	kr	1 806 708 589
Verdi av netto finansiell gjeld	kr	930 994 000
Verdi av egenkapital	kr	875 714 589
Antall aksjer		43572191
Verdi per aksje	kr	20

9.5 Verdi av konsesjoner

I tillegg til å estimere totalverdien til egenkapitalen, skal som sagt min forskning også redegjøre for konsesjonsverdiene i NRS. De immaterielle eiendelene til NRS utgjøres av konsesjonsverdier for matfiskanlegg. Verdien av immaterielle eiendeler, og derfor konsesjonsverdier, vil teoretisk sett være enkelt å regne ut. Dette vil være salgssummen til et selskap, minus omløpsmidler og anleggsmidler. Regnskapsverdien til omløpsmidler og anleggsmidler er offentlig tilgjengelig i årsregnskaper. I utgangspunktet bør en streve etter å finne markedsverdien på anleggsmidler og omløpsmidler, men for enkelthetskyld vil regnskapsverdien bli benyttet i denne analysen.

I 2014 kjøpte NRS opp 33,33 % av aksjene i Nord Senja Laks AS, noe som gjorde at NRS etter det eide 100 % av selskapet. Prisen var et kontantvederlag på 70 millioner kroner. Nord Senja Laks eier 5 konsesjoner [15]. Salgssummen impliserer en valuation av selskapets egenkapital på 210 millioner. Verdien av anleggsmidlene og omløpsmidlene til Nord Senja Laks AS var i 2014 regnskapsført til NOK 174 543 000. Netto finansiell gjeld var på:

Tabell 31 Netto finansiell gjeld

(i hele 1000)	2014	
Sum avsetninger til forpliktelser	kr	20 248
Pant/gjeld til kredittinstitusjoner	kr	1 538
Gjeld til kredittinstitusjoner	kr	69 928
Skyldig offentlige avgifter	kr	849
Netto finansiell gjeld	kr	92 563

Et estimat for hvor mye Norway Royal Salmon betalte per konsesjon kan finnes gjennom ligningen:

$$\text{Verdi per konsesjon} = \frac{\text{Valuation} - (\text{AM} + \text{OM} - \text{Netto finansiell gjeld})}{\text{Antall konsesjoner}}$$

Setter man inn tallene for Nord Senja AS ser det slik ut:

$$\text{Verdi per konsesjon} = \frac{210\,000\,000 - (174\,543\,000 - 92\,563\,000)}{5} = 25\,604\,000$$

Ut i fra mine forutsetninger og estimater så har NRS betalt 25,6 millioner per konsesjon. Dette er et bilde av markedsverdien for konsesjonene, og kan være et anslag på hvor mye en konsesjon burde koste dersom man skulle selge dem.

NRS har til sammen 35 konsesjoner. Med den estimerte verdien per konsesjon betyr dette at konsesjonsverdien til selskapet er på til sammen NOK 896 140 000.

10 Sensitivitetsanalyse

Usikkerhetsmomentene er mange i mine estimater og analyse. Små forandringer i parametere kan gi stor utslag i selskapsverdien. Av den grunn vil det være behov for å foreta en sensitivitetsanalyse. Her vil jeg se på hvordan endringer i viktige parametere vil slå ut. To helt sentrale parametere vil være WACC og vekst (g).

10.1 Endring i avkastningskravet og langsiktig vekst

I tabellen nedenfor ser vi hvordan aksjeprisen endrer seg som følge av endringer i avkastningskravet og den langsiktige veksten. Å ha en høyere vekst enn avkastningskrav gir ikke økonomisk mening, og tallene der dette er tilfellet er merket med oransje. Vi ser at utslagene i aksjeprisen blir spesielt store når veksten ligger rett under avkastningskravet.

Sensitivitetsanalyse																			
		Vekst																	
		0,50 %		1 %		1,50 %		2 %		2,50 %		3 %		3,50 %		4 %		4,50 %	
WACC	4,00 %	kr	16	kr	21	kr	27	kr	36	kr	51	kr	81	kr	172	#DIV/0!	-kr	191	
	4,50 %	kr	12	kr	16	kr	20	kr	26	kr	35	kr	49	kr	79	kr	168	#DIV/0!	
	5,00 %	kr	9	kr	12	kr	15	kr	19	kr	25	kr	33	kr	48	kr	77	kr	163
	5,34 %	kr	8	kr	10	kr	12	kr	16	kr	20	kr	27	kr	36	kr	54	kr	92
	6,00 %	kr	5	kr	7	kr	8	kr	11	kr	14	kr	18	kr	23	kr	31	kr	45
	6,50 %	kr	3	kr	5	kr	6	kr	8	kr	10	kr	13	kr	17	kr	22	kr	30
	7,00 %	kr	2	kr	3	kr	4	kr	6	kr	7	kr	10	kr	12	kr	16	kr	21
	7,50 %	kr	1	kr	2	kr	3	kr	4	kr	5	kr	7	kr	9	kr	12	kr	15
	8,00 %	-kr	0	kr	0	kr	1	kr	2	kr	3	kr	5	kr	6	kr	9	kr	11

Tabell 32 Sensitivitetsanalyse

11 Konklusjon

I denne oppgaven har jeg utført en verdsettelse av Norway Royal Salmon ASA.

Problemstillingen oppgaven stiller var: *"Hva er verdien på egenkapitalen til Norway Royal Salmon ASA ved utgangen av 2016?"*. I tillegg ønsket jeg å undersøke verdien av konsesjonene til oppdrettsselskapet.

Gjennom den strategiske analysen fikk jeg god innsikt i konsernet og hvordan det skaper verdier. Dette var viktig for å skjønne hva det er som skal skape framtidig lønnsomhet. Oppdrettsbransjen preges av relativt få, store og mektige aktører. NRS er blant disse. Høye inngangsbarrierer og eksisterende aktørers makt gjør det vanskelig for nye selskaper å etablere seg. Samtidig ser NRS ut til å ha en strategi som gjør at de vil være konkurransedyktige i årene som kommer.

Oppdrettsnæringen er generelt også svært avhengig av lakseprisene, svingninger i denne vil påvirke lønnsomheten. Dette gjør at estimater i regnskapsanalysen må tolkes med forsiktighet.

Ut i fra diskontert fri kontantstrømmetoden estimerte jeg verdien av egenkapitalen til NRS til å være NOK 875 714 589, og verdien per aksje til å være 20 kroner. Dette skiller seg kraftig fra hva aksjen selges for på børsen. Prisen ligger per 1. mai 2016 på 104 kroner per aksje. Ut i fra denne kursen er markedsverdien på egenkapitalen til konsernet 4 530 000 000 NOK. Dette lagt til grunn argumenterer min analyse for at en investering definitivt ikke ville vært lønnsomt, og at de som sitter med aksjer i dag burde selge.

Ut i fra mine forutsetninger og estimater vurderer jeg at en konsesjon i oppdrettsnæringen er 25,6 millioner kroner. NRS har til sammen 35 konsesjoner. Med den estimerte verdien per konsesjon betyr dette at konsesjonsverdien til selskapet er på til sammen NOK 896 140 000.

Lesere av denne avhandlingen må ta forbehold om unøyaktighet og subjektive vurderinger i oppgaven.

12 Litteraturliste

12.1 Web-sider

- [1] Risikopremien i det norske markedet 2011-2012. Sist åpnet: 03.04.2016
<http://www.pwc.no/no/publikasjoner/deals/risiko-pdf.pdf>
- [2] Norway Royal Salmon. Sist åpnet: 05.11.2015
<http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/NRS.OSE/overview>
- [3] Forskrift om tildeling, endring og bortfall av konsesjoner. Sist åpnet: 03.05.2016
<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/forskrift-om-tildeling-endring-og-bortfa/id423996/>
- [4] Porters five forces. Sist åpnet: 03.05.2016
<http://www.cgma.org/Resources/Tools/essential-tools/Pages/porters-five-forces.aspx>
- [5] Norway Royal Salmon tar resten av Nord Senja Laks. Sist åpnet: 20.04.2016
<http://www.hegnar.no/Nyheter/Boers-finans/2016/03/Norway-Royal-Salmon-tar-resten-av-Nord-Senja-Laks>
- [6] Norway Royal Salmon ASA: Historie. Sist åpnet: 20.04.2016
<http://norwayroyalsalmon.com/no/Om-NRS/Historie>
- [7] Essential tools for management accountants. Sist åpnet: 25.04.2016
<http://www.cgma.org/Resources/Tools/essential-tools/DownloadableDocuments/Essential%20Tools%20for%20Management%20Accountants.pdf>
- [8] Statsobligasjoner årgjennomsnitt. Sist åpnet: 29.04.2016
<http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Argjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>
- [9] Norway Royal Salmon ASA. Sist åpnet: 30.04.2016
<http://www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=NRS.M.OL>
- [10] Risikopremien i det norske markedet 2015. Sist åpnet: 02.05.2016
<http://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremie/risikopremien-i-det-norske-markedet-2015.html>
- [11] Laks. Sist åpnet: 03.05.2016
<http://www.ssb.no/laks>
- [12] Stigende laksepris. Sist åpnet: 03.05.2016
<http://www.framtidinord.no/ntb/innenriks/2016/04/27/Stigende-laksepris-12658070.ece>
- [13] Konsumprisindeksen. Sist åpnet: 03.05.2016
<http://ssb.no/kpi>

- [14] Inflasjon. Sist åpnet: 03.05.2016
<http://www.norges-bank.no/Statistikk/Inflasjon/>
- [15] Norway Royal Salmon ASA kjøper resterende utestående aksjer i Nord Senja Laks AS. Sist åpnet: 03.05.2016
<http://norwayroyalsalmon.com/no/Norway-Royal-Salmon-ASA-NRS-kjoper-resterende-utestaende-aksjer-i-Nord-Senja-Laks-AS-for-et-kontantvederlag-pa-NOK-70-millioner>

12.2 Bøker, artikler og rapporter

Aaker, Harald (2005): *Fiskeoppdrett og verdsettelse: En analyse av resultatjustering og modeller for identifikasjon av slik aktivitet*. [Bergen]: Samfunns- og Næringslivsforskning AS.

Asche, F., & Bjørndal, T. (2011). *The economics of salmon aquaculture*. Chichester: Wiley-Blackwell.

Asche, F., & Tveterås, R. (2011). *En kunnskapsbasert sjømatnæring* (Vol. 8/2011). Oslo: Handelshøyskolen BI.

Barney, J. B. og Hesterly, W. S. (2008). *Strategic management and competitive advantage: Concepts and cases*. Pearson Prentice Hall.

Bjørndal og Aaker (2006): *Konsesjonar og konsesjonsverdi i norsk oppdrettsnæring*. [Bergen]: Samfunns- og Næringslivsforskning AS.

Boye, K. og Dahl, G. A. (1997). *Verdsettelsesmodeller, Verdsettelse i teori og praksis*. Cappelen akademisk forlag.

Boye, K., & Meyer, C. B (2008): *Fusjoner og oppkjøp*. [Oslo]: Cappelen akademisk.

Damodaran, Aswath (2012): *Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. Wiley Finance (tredje utg.).

Gjesdal, F (1990): *Bedriftsøkonomisk og regnskapsmessig verdsettelse og vurdering*. Praktisk Økonomi nr. 4

Gjesdal, Frøystein og Johnsen, Thore (1999): *Kravsetting, lønnsomhet og verdivurdering*. Cappelen Akademisk Forlag.

Gjesdal, F. (2007). *Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse, Praktisk økonomi og ledelse*. 23 (2): 3-17.

Halvorsen, K.A. og Hansen, N.M.H (2013): *Fundamental verdsettelse og strategisk regnskapsanalyse av Grieg Seafood ASA*. Universitetet i Tromsø

Hill, C. W. L. og Jones, G. R. (2004). *Strategic management theory: An integrated approach*. Houghton Mifflin Company.

Hoff, K.G. (2010): *Bedriftens økonomi*. 7. utgave, Universitetsforlaget.

Kaldestad, Yngve og Møller, Bjarne (2011): *Verdivurdering. Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. DnR Kompetanse AS.

Koller, T., Goedhart, M. og Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and managing the value of companies*. John Wiley & Sons.

Kristoffersen, T. (2005): *Årsregnskapet – en grunnleggende innføring*. 2. utgave, Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke AS.

Mehra, R. & Prescott, E. C. (2003): *The equity premium in retrospect, The handbook of economics of finance*, Vol. 1, del B, s. 889-938, Elsevier Ltd.

Norway Royal Salmon ASA (2016): *Årsrapport 2015*

Norway Royal Salmon ASA (2015): *Årsrapport 2014*

Norway Royal Salmon ASA (2014): *Årsrapport 2014*

Norway Royal Salmon ASA (2013): *Årsrapport 2012*

Norway Royal Salmon ASA (2012): *Årsrapport 2011*

Norway Royal Salmon ASA (2011): *Årsrapport 2010*

Penman, S. H. (2013): *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. Fifth edition, McGraw Hill, International edition.

Rasch, Johan Sverrisson (2012): *Verdivurdering av Salmar ASA*. Universitetet i Tromsø.

Thoresen, Ole. 2011. *Verdsettelse av aksjer*. Oslo: Hegnar Media.

Vedlegg

BALANSEREGNSKAP i hele 1000	2014	2013	2012	2011	2010
Valutakode	NOK	NOK	NOK	NOK	NOK
Goodwill	-	-	300	300	300
Sum immaterielle midler	35 300	15 300	15 300	15 300	13 800
Sum anleggsmidler	85 643	46 225	38 389	37 487	33 033
Tomter, bygninger og annen fast eiendom	4 257	2 740	1 330	1 503	1 686
Maskiner/anlegg/biler	25 844	16 108	13 813	12 541	9 695
Driftsløsøre/ inventar/ verktøy/ Biler	946	1 009	732	655	10
Sum varige driftsmidler	48 665	29 316	21 538	20 953	18 148
Aksjer/Investeringer i datterselskap	-	-	-	-	-
Endr. behold. varer under tilvirk./ferdige	-21 238	-9 711	5 054	-22 717	-19 696
Investeringer i aksjer og andeler	64	64	85	1 235	1 085
Sum finansielle anleggsmidler	1 678	1 610	1 552	1 235	1 085
Sum varelager	93 922	72 684	62 974	68 028	45 311
Kundefordringer	18 108	16 174	13 777	8 615	410
Konsernfordringer	-	-	-	-	-
Sum fordringer	29 356	20 341	17 356	12 003	5 341
Sum investeringer	0	0	0	0	26
Kasse/Bank/Post	923	614	356	273	378
Sum Kasse/Bank/Post	923	614	356	273	-
Sum omløpsmidler	124 200	93 640	80 686	80 304	51 056
Sum eiendeler	209 843	139 865	119 076	117 791	84 089
Aksje/Selskapskapital	405	405	405	405	405
Annen innskutt egenkapital	309	309	309	309	309
Sum innskutt egenkapital	714	714	6 941	6 941	6 941
Sum opptjent egenkapital	57 344	36 824	15 816	12 768	14 306
Annen egenkapital	57 344	36 824	15 816	12 768	14 306
Sum egenkapital	58 058	37 538	22 756	19 709	21 247
Sum avsetninger til forpliktelser	20 248	12 676	4 811	3 929	4 546
Pant/gjeld til kredittinstitusjoner	12 538	30 842	31 343	6 209	9 478
Sum annen langsiktig gjeld	0	0	6 441	6 117	3 000
Annen langsiktig gjeld	-	0	6 441	6 117	3 000
Sum langsiktig gjeld	32 786	43 518	42 595	16 255	17 024
Gjeld til kredittinstitusjoner	69 928	31 077	39 060	50 433	33 829
Leverandørgjeld	25 388	14 329	12 405	29 736	10 916
Skyldig offentlige avgifter	849	835	450	411	241
Utbytte	-	6 228	-	-	-
Annen kortsiktig gjeld	22 834	6 341	1 809	1 246	833
Sum kortsiktig gjeld	118 999	58 808	53 724	81 827	45 819
Sum gjeld	151 785	102 326	96 319	98 082	62 842
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	209 843	139 865	119 076	117 791	84 089

Figur Balanseregnskap Nord Senja Laks AS, 2014