

Bacheloroppgave ved Universitetet i Stavanger



Universitetet
i Stavanger

VERDSETTELSE AV AKVA GROUP ASA

«Hva er verdien av AKVA Group våren 2021?»



AKVAGROUP™

Bacheloroppgave innenfor finansregnskap og verdsettelse

Innleveringsdato: 10.05.2021

Skrevet av Karen Skadberg og Elena Bergfjord



Universitetet
i Stavanger

HANDELHØGSKOLEN VED UIS

BACHELOROPPGAVE

STUDIUM:

Økonomi og administrasjon

OPPGAVEN ER SKREVET INNEN
FØLGENDE TEMATISKE RETNING:

Regnskap og Finans

TITTEL:

Verdsettelse av AKVA Group ASA

ENGELSK TITTEL:

Valuation of AKVA Group ASA

FORFATTERE (**NB!** maks tre studenter pr oppgave):

Kandidatnr:

7778

.....

7797

.....

Navn:

Karen Skadberg

.....

Elena Bergfjord

.....

VEILEDER:

Egil Steinberg

Forord

Denne bacheloroppgaven representerer vår siste innspurt av en bachelorgrad i økonomi og administrasjon, tatt på Handelshøgskolen ved Universitetet i Stavanger (UiS). I løpet av bachelorstudiet har vi begge delt en felles interesse for finans- og regnskapsrelaterte fag. Det var spesielt valgfaget vi tok i høst som fremmet interessen for verdsettelse. Det å skrive en bacheloroppgave innen verdsettelse bidrar til å gi oss en videre fordypning i de fundamentale verdidriverne og teorien bak verdsettelse, og med dette styrke vår forståelse og interesse for faget.

Verdsettelse muliggjør en utvidet forståelse for årsregnskap, samt hvordan man skal utføre en selskapsanalyse. I motsetning til tradisjonell læring gjennom generell finans- og regnskapsteori, vil vi i denne oppgaven kunne anvende og teste tilegnet kunnskap gjennom utdanningen i en mer praktisk setting. Vi har et ønske om at denne bacheloroppgaven skal gi oss en forretningsforståelse og et større bilde på et selskaps omgivelser ut fra dens reelle mikro- og makroforhold.

Vi vil med denne anledning takke vår veileder Egil Steinberg som har vært tilgjengelig og gitt konstruktive tilbakemeldinger gjennom skriveprosessen dette semesteret. Vi vil også takke Marius Sikveland som inspirerte oss til å velge å skrive oppgave innenfor faget verdsettelse.

Sammendrag

Vi ønsker med bacheloroppgaven å gi et fornuftig svar på problemstillingen «Hva er verdien til AKVA Group ASA våren 2021?». Ved å basere oss på aksjeprisen i markedet vil vi estimere en aksjeverdi som vi i slutten av denne oppgaven vil bruke når vi skal gi en handelsanbefaling.

For å løse problemstillingen har vi delt oppgaven inn i fire steg. Vi vil starte med å presentere selskapet og bransjen, og deretter presentere to verdsettelsesmetoder. I del tre vil vi gjennomgå både en strategisk analyse og en regnskapsanalyse. Siste del vil bestå av en kobling mellom de tre første delene og avslutningsvis gi en handelsanbefaling basert på funnene.

Eksempelvis vil vi beskrive de ulike komponentene en DCF- verdsettelsesmodell består av, samt et utvalg av multipler, og senere bruke disse verktøyene for å estimere en aksjeverdi for AKVA Group. Da disse verktøyene krever innsatsfaktorer, vil vi foreta en strategisk analyse og en regnskapsanalyse, for å identifisere eksterne forhold som eksempelvis konkurransesituasjonen i markedet og avdekke interne forhold som AKVA Groups interne ressurser. Ved å kombinere funnene hentet ut fra den strategiske analysen, kan man finne ut om disse valgene og selskapets foreløpige posisjon i markedet bidrar til å skape varige konkurransefortrinn. I tillegg vil vi sammenligne historisk data av selskapets lønnsomhet, likviditet og soliditet for å finne en sammenheng mellom tidligere års resultater og videre uttrykke en forventet utvikling i fortsettelsen. Avslutningsvis vil vi presentere en sannsynlig aksjeverdi av AKVA Group i lys av en akseptabel analyse.

Ved bruk av fundamental og relativ verdsettelses modellene kom vi frem til et resultat på henholdsvis 78 kr og 81 kr. Ved større vektig av den fundamentale verdsettelsen med relativ verdsettelse som støtte kom vi frem til en aksjekurs på 78 kr. Markedet priset AKVA Group ASA til en aksjepris på 93kr pr. 15/03-21. Ved den estimerte aksjeverdien på 78 kr vil vi gi en salgs-anbefaling, grunnet en potensiell nedside på 16,1%.

Innholdsfortegnelse

Forord	ii
Sammendrag	iii
Innholdsfortegnelse	iv
Figur-, tabell- og formel liste	vii
1. Innledning	1
1.1 Bakgrunn for valg av oppgave	1
1.2 Problemstilling	1
2. Presentasjon av AKVA Group, oppdrettsnæringen og havbruksleverandørbransjen	2
2.1 AKVA Group ASA	2
2.1.1 AKVA Groups tilknytning til oppdrettsselskaper	2
2.1.2 Historie	3
2.1.3 Misjon og verdier	4
2.1.4 Organisasjonsstruktur	5
2.1.5 Virksomhetsområder	6
2.1.6 Selskap og eierstruktur	7
2.2 Oppdrettsnæringen	8
2.3 Havbruksleverandørbransjen	10
2.3.1 Etterspørsel, tilbud og utvikling	10
2.3.2 Konkurransen	11
3. Verdsettelsesteori	13
3.1 Fundamental verdsettelse basert på neddiskontering av forventede fremtidige kontantstrømmer	13
3.1.1 Egenkapitalmetoden (FCFE)	14
3.1.1.1 Kontantstrøm til egenkapitalen (FCFE)	15
3.1.1.2 Avkastningskravet til egenkapitalen	15
3.1.1.2.1 Risikofri rente	16
3.1.1.2.2 Beta	17
3.1.1.2.3 Markedets risikopremie	19
3.1.1.3 Terminalverdi	19
3.1.2 Totalkapitalmetoden (FFCF)	20
3.1.2.1 Kontantstrøm til totalkapitalen (FFCF)	20
3.1.2.2 Avkastningskravet til totalkapitalen	20

3.1.2.2.1	Gjeldskostnad.....	21
3.1.2.3	Terminalverdi.....	22
3.2	Relativ verdsettelse.....	22
3.2.1	P/E.....	23
3.2.2	P/B.....	23
3.2.3	EV/EBITDA.....	24
3.3	Valg av metode.....	24
4.	Strategisk analyse.....	25
4.1	Ekstern markedsanalyse - PESTEL.....	26
4.1.1	Politiske (P) og legale (L) forhold.....	26
4.1.2	Økonomiske (E).....	28
4.1.3	Sosiokulturelt (S).....	30
4.1.4	Teknologi (T).....	31
4.1.5	Miljømessige (E).....	32
4.1.6	Oppsummering - PESTEL.....	33
4.2	Konkurransesituasjon - Porter's Five Forces.....	33
4.2.1	Trussel for nyetablering.....	34
4.2.2	Trussel for nære substitutter.....	36
4.2.3	Leverandørens forhandlingsmakt.....	36
4.2.4	Kundenes forhandlingsmakt.....	37
4.2.5	Rivalisering.....	37
4.2.6	Oppsummering av Porter analysen.....	38
4.3	Intern ressursanalyse - VRIO.....	38
4.3.1	Merkevare.....	39
4.3.2	Geografisk lokalisering.....	39
4.3.3	Teknologi og innovasjon.....	40
4.3.4	Menneskelig kapital.....	40
4.3.5	Oppsummering av VRIO- analyse.....	41
4.4	SWOT -Analyse.....	41
4.5	Oppsummering av strategisk analyse.....	42
5.	Regnskapsanalyse.....	43
5.1	Historisk utvikling.....	43
5.2	Lønnsomhet.....	44
5.1.1	Totalkapitalrentabilitet.....	45
5.1.2	Egenkapitalrentabilitet.....	46
5.1.3	Driftsmargin.....	47
5.2	Likviditet.....	48
5.2.1	Likviditetsgrad 1.....	48

5.2.2	Likviditetsgrad 2.....	49
5.3	Soliditet	50
5.3.1	Egenkapitalprosent	50
5.4	Oppsummering	52
6.	Prognose av fremtidige kontantstrømmer.....	53
6.1	Driftsinntekter	53
6.1.1	Inntekt fra merdbasert oppdrett	54
6.1.2	Inntekt fra landbasert oppdrett og Software.....	54
6.1.3	Oppsummert driftsinntekt.....	55
6.2	Driftskostnader	55
6.2.1	Varekostnad.....	56
6.2.2	Lønnskostnad.....	56
6.2.3	Andre driftskostnader	57
6.2.4	Oppsummering driftskostnader.....	58
6.3	Avskrivninger	59
6.4	Skattesats	60
6.5	Arbeidskapital	60
6.6	Investeringer (CapEx)	61
6.7	Oppsummering kontantstrømmer	63
6.8	Terminalvekst	63
7.	Avkastningskravet (WACC).....	64
7.1	Avkastningskravet til egenkapitalen.....	64
7.1.1	Risikofri rente.....	64
7.1.2	Egenkapitalbeta	65
7.1.2.1	Justert beta	65
7.1.3	Markedsrisikopremie	65
7.1.4	Oppsummering av avkastningskravet til egenkapitalen	66
7.2	Gjeldskostnad	66
7.3	Markedsverdien av egenkapitalen til AKVA Group	67
7.4	Markedsverdien av gjelden til AKVA Group.....	68
7.5	Selskapskatt.....	68
7.6	Oppsummering i form av WACC	69
8.	Verdiberegning.....	70
9.	Sensitivitetsanalyse	72
9.1	WACC og Terminalvekst	72
9.2	Oppsummering av sensitivitetsanalysen fremstilt i et tornadodiagram.....	73
10.	Relativ verdsettelse	74
10.1	P/E- multipel	74

10.2	P/B- multippel.....	75
10.3	EV/ EBITDA- multippel.....	75
10.4	Oppsummering av den relative verdsettelsen	76
11.	Verdiestimering.....	78
12.	Kritikk til oppgaven.....	79
	Referanseliste.....	80
	Databaser.....	80
	Faglitteratur	80
	Rapporter.....	81
	Lover og forskrifter	82
	Nyhetsartikler og nettsider	82

Figur-, tabell- og formel liste

<i>Figur 1: Oversikt datterselskaper 2021 (Kilde: Eikon, 2021)</i>	5
<i>Figur 2: Eierstruktur, (Kilde: Reuters Thomson)</i>	7
<i>Figur 3: Strategisk analyse, basert på innhol i kapittel 4.</i>	25
<i>Figur 4: Porters five forces, basert på (Johnson, et al. 2017)</i>	34
<i>Figur 5: SWOT analyse, basert på innhold i kapittel 2.</i>	41
<i>Figur 6: Relativ verdsettelse</i>	77
<i>Bilde 1: Atlantis Subsea Farming (Kilde: AKVA News 2017).....</i>	2
<i>Bilde 2: Polarcirkel 1974, (Kilde: AKVA Group).....</i>	3
<i>Bilde 3: Service nettverk over hele verden, (Kilde: AKVA Group).....</i>	4
<i>Bilde 4: Våre verdier, (Kilde: AKVA Group)</i>	5
<i>Bilde 5: Virksomhetsområder, (Kilde: AKVA Group)</i>	6
<i>Bilde 6: Merdprodukter, (Kilde: 3Q 2016, AKVA Group)</i>	7
<i>Bilde 7: Merdflåte, (Kilde: AKVA Group)</i>	8
<i>Bilde 8: Merdanlegg ved kysten, (Kilde: AKVA Group)</i>	9
<i>Bilde 9: Akvasmart CCS, hentet fra AkvaGroup (Akva, merdbasert).....</i>	35
<i>Formel 1: Nåverdi</i>	14
<i>Formel 2: KVM</i>	15
<i>Formel 3: Regresjonsbeta</i>	18
<i>Formel 4: Unlevered Beta</i>	18
<i>Formel 5: Terminalverdi</i>	19
<i>Formel 6: WACC.....</i>	21
<i>Formel 7: Gjeldskostnad før skatt.....</i>	21
<i>Formel 8: Price/Earnings</i>	23
<i>Formel 9: P/B.....</i>	23
<i>Formel 10: EBITDA</i>	24
<i>Formel 11: Totalkapitalrentabilitet.....</i>	45
<i>Formel 12: Gjennomsnittlig totalkapital</i>	45

<i>Formel 13: Egenkapitalrentabilitet</i>	46
<i>Formel 14: Gjennomsnittlig egenkapital</i>	46
<i>Formel 15: Driftsmargin</i>	47
<i>Formel 16: Likviditetsgrad 1</i>	49
<i>Formel 17: Likviditetsgrad 2</i>	50
<i>Formel 18: Egenkapitalprosent</i>	51
<i>Formel 19: Lineær Avskrivning</i>	59
<i>Formel 20: CapEx</i>	62
<i>Formel 21: Nåverdi i terminalverdi</i>	70
<i>Tabell 1: Kontantstrøm til Egenkapital</i>	15
<i>Tabell 2: Kontantstrøm til totalkapitalen</i>	20
<i>Tabell 3: VRIO</i>	39
<i>Tabell 4: Omgruppert resultatregnskap 2016-2020, AKVA Group AS</i>	43
<i>Tabell 5: Omgruppert Balanse, Eiendeler 2016-2020, AKVA Group AS</i>	44
<i>Tabell 6: omgruppert balanse EK og Gjeld, 2016-2020, AKVA Group AS</i>	44
<i>Tabell 7: Estimert salg av merdbasert utstyr 2021-2025</i>	54
<i>Tabell 8: Estimert salg av landbasert utstyr 2021-2025</i>	55
<i>Tabell 9: Estimert salg av Software 2021-2025</i>	55
<i>Tabell 10: Estimert total inntekt 2021-2025</i>	55
<i>Tabell 11: Varekostnad 2016-2019, tall hentet fra årsrapportene til AKVA Group AS</i>	56
<i>Tabell 12: Prognose av varekostnad 2021-2025</i>	56
<i>Tabell 13: Lønnskostnad 2016-2019, tall hentet fra årsrapportene til AKVA Group AS</i>	57
<i>Tabell 14: Prognose av lønnskostnad 2021-2025</i>	57
<i>Tabell 15: Andre driftskostnader 2016-2019, tall hentet fra årsrapportene til AKVA Group AS</i>	57
<i>Tabell 16: Prognose av andre driftskostnader 2021-2025</i>	58
<i>Tabell 17: Oppsummering av prognosen av driftskostnadene 2021-2025</i>	58
<i>Tabell 18: EBITDA prognosen 2021-2025</i>	58
<i>Tabell 19: Avskrivninger 2016-2020, tall hentet fra årsrapportene og kvartalsrapportene til AKVA Group AS</i>	59
<i>Tabell 20: Prognose av avskrivninger 2021-2025</i>	60
<i>Tabell 21: Prognose av skattesats 2021-2025</i>	60
<i>Tabell 22: Arbeidskapital 2016-2020, tall hentet fra års- og kvartalsrapportene til AKVA Group AS</i>	61
<i>Tabell 23: Prognose av arbeidskapital 2021-2025</i>	61
<i>Tabell 24: Investering (CapEx) 2016-2020, tall hentet fra års- og kvartalsrapportene til AKVA Group AS</i>	62
<i>Tabell 25: Prognose av investeringer (CapEx) 2021-2025</i>	62
<i>Tabell 26: Oppsummering av kontantstrømmer 2021-2025</i>	63
<i>Tabell 29: Standardisert tabell for påslag på misligholdsrisiko, tall hentet fra Damodaran (2012)</i>	67
<i>Tabell 27: Markedsverdi av egenkapital og egenkapitalandel (Oslo Børs, 2021)</i>	67
<i>Tabell 28: Markedsverdi av gjeld</i>	68
<i>Tabell 30: nåverdi av fremtidige kontantstrømmer</i>	70
<i>Tabell 31: Verdien av egenkapital</i>	71
<i>Tabell 32: Verdi per aksje</i>	71
<i>Tabell 33: Sensitivitets analyse</i>	72
<i>Tabell 34: P/E</i>	75
<i>Tabell 35: P/B</i>	75
<i>Tabell 36: EV/EBITDA</i>	76
<i>Tabell 37: Gjennomsnitt aksjekurs</i>	76
<i>Tabell 38: Endelig aksjeverdi</i>	78
<i>Diagram 1: Kilopris på eksport av laks, 2000-2019</i>	29
<i>Diagram 2: Totalkapitalrentabilitet, 2017-2019, tall hentet fra proff.no og årsrapportene til AKVA Group</i>	46

<i>Diagram 3: Egenkapitalrentabilitet, 2017-2019, tall hentet fra Proff.no og årsrapportene til AKVA Group</i>	<i>47</i>
<i>Diagram 4: Driftsmargin 2017-2019, tall hentet fra Proff.no og årsrapportene til AKVA Group</i>	<i>48</i>
<i>Diagram 5: Likviditetsgrad 1 2017-2019, tell hentet fra Proff.no og årsrapportene til AKVA Group</i>	<i>49</i>
<i>Diagram 6: Likviditetsgrad 2, 2017-2019, tall hentet fra Proff.no og årsrapportene til AKVA Group</i>	<i>50</i>
<i>Diagram 7: Egenkapitalprosent 2017-2019, tall hentet fra Proff.no og årsrapportene til AKVA Group</i>	<i>51</i>
<i>Diagram 8: Driftsinntekter 2017-2019, tall hentet fra Proff.no og årsrapportene til AKVA Group</i>	<i>53</i>
<i>Diagram 9: Tornadodiagram.....</i>	<i>73</i>

1. Innledning

1.1 Bakgrunn for valg av oppgave

Vi har under bachelorgraden i økonomi og administrasjon ved Universitetet i Stavanger vært innom fag som har gitt oss kunnskap innen verdsettelse- og regnskapsteori. Ettersom vi begge er oppvokst på vestkysten av Norge og ser viktigheten av oppdrettsnæringen i regionen vi bor i, valgte vi å undersøke virksomheten til det lokalt baserte selskapet AKVA Group ASA.

Dette selskapet er børsnotert og har sitt hovedkontor i Klepp kommune, og det er en positiv bidragsyter til næringslivet i vår region. Vi har tro på at vår analyse vil gi oss et bedre innsyn i oppdrettsnæringen, og ikke minst være en spennende utfordring denne våren.

1.2 Problemstilling

Formålet med oppgaven er å verdsette egenkapitalen til selskapet AKVA Group ASA våren 2021. Målet vårt er altså å finne den økonomiske verdien til AKVA Group målt i norske kroner per utestående aksje.

Problemstillingen vi har valgt lyder derfor som følger:

«Hva er verdien til AKVA Group ASA våren 2021?»

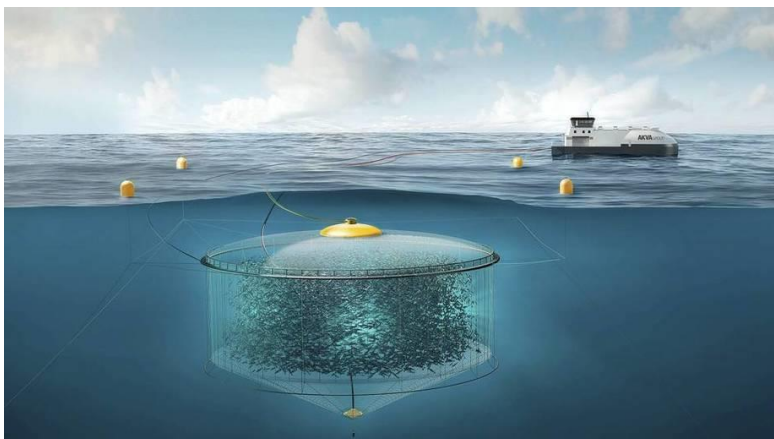
For å løse denne problemstillingen har vi valgt å dele oppgaven inn i fire deler. De første tre delene vil gi en detaljert beskrivelse av selskapet, bransjen, oppdrettsnæringen, verdsettelsesteori, samt ta for seg både en strategisk analyse og en regnskapsanalyse. I den siste delen av oppgaven vil vi nytte våre analyser for å estimere selskapets verdi.

2. Presentasjon av AKVA Group, oppdrettsnæringen og havbruksleverandørbransjen

2.1 AKVA Group ASA

2.1.1 AKVA Groups tilknytning til oppdrettsselskaper

AKVA Group tilhører havbruksleverandørbransjen og identifiserer seg selv som en totalleverandør av utstyr, programvaresystemer og tjenester, der disse kategoriene i hovedsak er designet og tilpasset oppdrettsnæringen. Det at selskapet betegner seg selv som en totalleverandør betyr at de er i stand til å levere «alt fra enkelt-komponenter og serviceoppdrag, til komplette installasjoner» (AKVA, 2020) til næringen eller sine kunder.



BILDE 1: ATLANTIS SUBSEA FARMING (KILDE: AKVA NEWS 2017)

En havbruksleverandør vil være påvirket av bl.a. de krav som settes av oppdrettsbransjen på flere plan. Disse kravene kan være av miljømessig, tidsmessig, prismessig og kvalitetsmessig karakter. Dette betyr at selskapets teknologiutvikling kan bli styrt av de behov og trender som eksisterer i oppdrettsbransjen, noe som kan være vanskelig å forutse og planlegge for en leverandør av utstyr, service og programvare. Kobler vi havbruksleverandørbransjen sammen med oppdrettsbransjen, vil vi kunne betegne havbruksleverandører som underleverandørene til oppdrettsselskapene. Havbruksleverandører er dermed en integrert del av oppdrettsnæringen.

2.1.2 Historie

AKVA Group startet sin virksomhet i begynnelsen av 1974. På denne tiden lanserte Helgeland Plast AS, et heleid datterselskap av AKVA Group, verdens første oppdrettsmerd i PE- plast: Polarcirkel. Varemerket Polarcirkel har siden hatt en mektig posisjon innen oppdrettsnæringen.



BILDE 2: POLARCIRKEL 1974, (KILDE: AKVA GROUP)

Stålmerden Wavemaster ble introdusert for markedet i 1985 av det britiske selskapet Wavemaster Group, få år etter at plastmerden kom på markedet. Både stålmerden og plastmerden har inngått i AKVA Groups produktsortiment siden 2006 som følge av at selskapene Helgeland Plast, Wavemaster Group og AKVA Smart, slo seg sammen dette året og dannet AKVA Group. På verdensbasis har det blitt solgt mer enn 15 000 Wavemastermerder og 45 000 Polarcirkel-merder siden produktene ble lansert. AKVA Group-konsernet ble derimot etablert på Bryne i 1982, og der ble deres hovedkontor værende fram til 2019.

I årene mellom 1982 og 2006 gjennomgikk AKVA Group to store fusjoner, og i 2006 ble selskapet børsnotert på Oslo Børs. Selskapene i gruppen drev hovedsakelig med produktutvikling, produksjon av programvaresystemer og serviceoppdrag for å dekke oppdrettsselskaperens behov. Siden 2006 har AKVA Group konsernet vokst seg større gjennom oppkjøp av leverandørselskaper som er spesialdesignet med tanke på oppdrettsnæringen. Disse leverandørselskaperne fungerer da som selvstendige selskaper under AKVA Group.

AKVA Group blir i dag ansett for å være verdensledende innen leveranser av havbruks- og akvakulturprodukter. Da selskapet består av en rekke datterselskaper som har spesialisert seg på produksjon og leveranse av produkter innenfor landbasert- og merdbasert oppdrett, programvaretjenester eller service, er det sammensetningen av disse selvstendige selskaperne som representerer tilbudet til AKVA Group. Et av disse datterselskaperne er f.eks. Helgeland Plast AS som hovedsakelig fokuserer på leveranser av plastprodukter tilpasset merdbasert oppdrett.

Bilde 3 viser i hvilke land AKVA Group har sine kontorer plassert. Landene er Norge, Chile, Danmark, Skottland, Spania, Hellas, Island, Canada, Australia og Tyrkia. AKVA Groups humankapital består av ca. 1500 ansatte som er plassert i nevnte land. Dette innebærer at selskapet er tilgjengelig på flere lokasjoner rundt om i verden. Det kan nevnes at AKVA Group i 2020 gjennomførte oppkjøp av et kanadisk selskap i et forsøk på å ta markedsandeler på det utenlandske markedet.



BILDE 3: SERVICE NETTVERK OVER HELE VERDEN, (KILDE: AKVA GROUP)

2.1.3 Misjon og verdier

Det at AKVA Group produserer utstyr, og leverer utstyr og service til oppdrettsnæringen vil for kundene deres bety at de nå har en mulighet til å fokusere på selve lakseproduksjon eller oppdrett av andre fiskearter, samt gi dem større valgfrihet mellom flere produktalternativer enn uten dette eksterne tilbudet. Ifølge hjemmesiden til AKVA Group er deres misjon «å utvikle teknologiske løsninger og tilby tjenester som optimaliserer kundens produksjon, og som bidrar til en kostnadseffektiv, bærekraftig og sikker akvakulturnæring.» (AKVA, 2020).

På selskapets hjemmeside har AKVA Group valgt å fremstille sine egne verdier slik: Kundefokus, akvakulturkunnskap, pålitelighet, og entusiasme. *Hvordan organisasjoner fungerer* (Jacobsen & Thorsvik, 2014), nevner at de fleste bedrifter har utarbeidet egne verdier som skal virke styrende og ledende for hele bedriften. Verdiene til AKVA Group vil antageligvis være en integrert del av organisasjonskulturen, noe som betyr at selskapets ansatte vil utføre operasjonelle og finansielle aktiviteter i samsvar med selskapets verdier. Det forventes de ansatte i AKVA Group identifiserer seg med selskapets verdier og opptrer lojalt overfor sin egen arbeidsplass.

Nedenfor presenterer bilde 4 AKVA Groups valgte verdier, der disse preges av et overordnet ønske i å bygge langvarige relasjoner med kunder, aksjonærer og samfunn, gjennom å ansette kunnskapsrike og nytenkende medarbeidere.

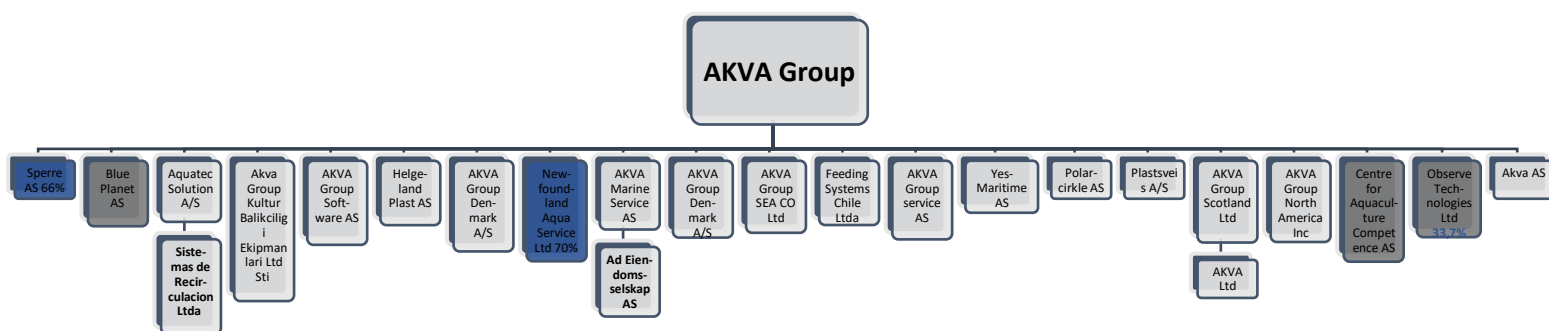
VÅRE VERDIER



BILDE 4: VÅRE VERDIER, (KILDE: AKVA GROUP)

2.1.4 Organisasjonsstruktur

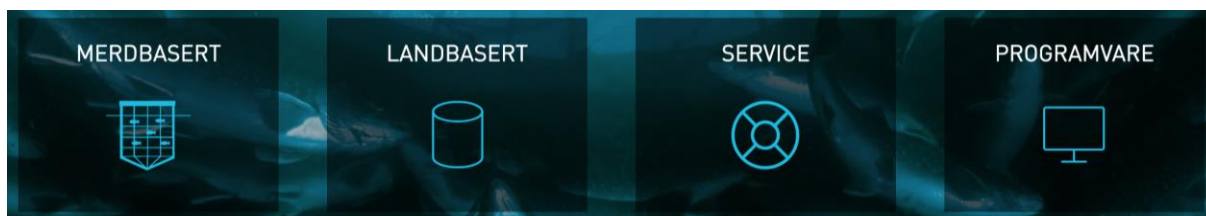
AKVA Group består av flere datterselskaper, der disse utfører ulike aktiviteter som produksjon av produkter innenfor landbasert- og merdbasert oppdrett. Virksomheten til AKVA Group foregår dermed gjennom ulike selvstendige selskaper som opererer innenfor AKVA Groups fokusområder. AKVA Group fungerer som et morselskap med ansvar for fordeling av arbeidsoppgaver og koordinering mellom datterselskapene. Produktene AKVA Group produserer blir hovedsakelig solgt til eksterne kunder, da datterselskapene er i stand til å levere komplette produkter.



FIGUR 1: OVERSIKT DATTERSELSKAPER 2021 (KILDE: EIKON, 2021)

Organisasjonskartet som vises ovenfor, er basert på Reuters Eikons fremstilling av AKVA Groups selskapsstruktur. De selskapene som er heldekket i mørkegrått, har en form for tilknytning til AKVA Group, og de resterende selskapene som er vist i lysegrått, er heleid av AKVA Group med unntak av dem som er skissert i fargen blå. Disse har blitt tildelt en prosentsats som uttrykker eierandelen til AKVA Group. I tillegg kan den nevnes at et selskap som vises i fargen mørkegrått, ikke er heleid av AKVA Group. Prosentsatsen fremhevet i blått, viser også her eierposisjonen til selskapet.

2.1.5 Virksomhetsområder



BILDE 5: VIRKSOMHETSOMRÅDER, (KILDE: AKVA GROUP)

AKVA Group har, som tidligere nevnt, delt sin virksomhet inn i de kategoriene som er illustrert ovenfor: merdbasert, landbasert, service og programvare. Innenfor hver kategori finnes det produkter som kan knyttes til den valgte kategorien. Disse produktene kan AKVA Group levere i ulike størrelser og formater; standardisert eller skreddersydd. For oppdrettsnæringen gir denne inndelingen en mer oversiktlig fremstilling av hvilke produkter AKVA Group kan levere.

Det må understrekes at disse fokusområdene vil være gjenstand for forbedringer og innovasjon i fremtiden da teknologi og etterspørsel er i stadig endring. Eksempelvis viser historien til AKVA Group at en omstilling innen fokusområdene service, landbasert og programvare, har vokst med årene. Ettersom produktsortimentet til AKVA Group er bredt og dypt, velger vi å nevne noen av produktene de tilbyr innenfor de ulike kategoriene.

Produktutvalget innenfor fokusområdene merdbasert- og landbasert oppdrett, består av utstyr tilpasset oppdrett både i sjø og på land. Dette er eksempelvis merder og notposer, fôrflåter, fôringsanlegg, båter, fortøyning, kamera og sensorikk. For landbasert oppdrett tilbys

kartteknologi, fiskelogistikk, fôringssystem, lysstyring og vannbehandling som hovedprodukter.



BILDE 6: MERDPRODUKTER, (KILDE: 3Q 2016, AKVA GROUP)

Kategorien: Service, inneholder ansatte med kompetanse innenfor hele produktsortimentet til AKVA Group der disse medarbeiderne kan tilby utleie, marine-tjenester, og merdbasert- og landbasert service til oppdrettsselskapene. Det kan nevnes at behovet for slike tjenester har økt med årene etter hvert som teknologien innenfor oppdrett er blitt mer avansert, samt at de kravene som stilles til oppdretterne stadig blir større. Det siste fokusområdet, programvare, består av datatjenester som for oppdrettsselskaper vil fungere som verktøy for å holde oversikt og kontroll over produksjonen. Bildet over er hentet fra AKVA Groups hjemmeside og viser AKVA Groups tilbud av produkter tilhørende merdbasert oppdrett.

2.1.6 Selskap og eierstruktur

Et konsern er en økonomisk enhet bestående av flere selvstendige selskaper. Da AKVA

Group er et børsnotert selskap og eier

flere selvstendige selskaper, er det

pliktet til å utarbeide et

konsernregnskap, der det er AKVA

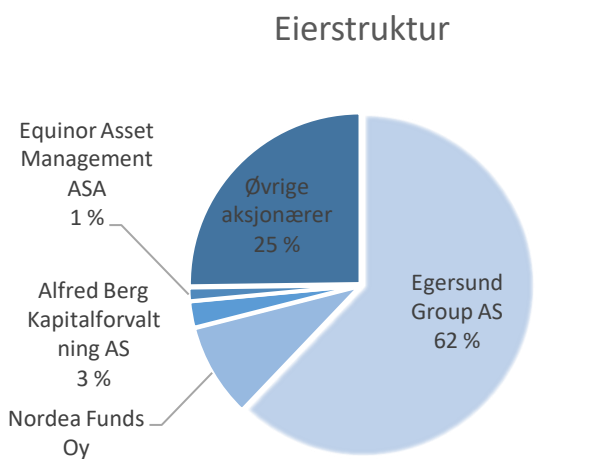
Groups datterselskaper som danner

konsernregnskapet.

Majoritetseieren av AKVA Group

er Egersund Group AS, som er et

holdingselskap. Slik det



FIGUR 2: EIERSTRUKTUR, (KILDE: REUTERS THOMSON)

fremkommer på Reuters Eikon, eier Egersund Group AS 62% av alle aksjene i AKVA Group. Videre eier Nordea Funds Oy 9%, Alfred Berg Kapitalforvaltning AS 3% og Equinor Asset Management ASA 1% av AKVA Groups egenkapital. De resterende 25% eies av øvrige aksjonærer.

2.2 Oppdrettsnæringen

Oppdrettsnæringen inneholdt tidligere mange små aktører. I dag preges næringen av få og store aktører, som følge av at oppdrettsnæringen gjennom de siste tiårene har blitt gjenstand for en rekke omstruktureringer. Næringen har med andre ord opplevd en reduksjon i antall aktører, som følge av at næringens tidligere aktører har gjennomført fusjoner og konsolideringer slik at de har klart å vokse seg store. De største næringene innenfor oppdrett finner vi i Kina, Chile, Skottland, Australia, Norge og på Færøyene. I Kina er det produksjon av karpe- fisken som utgjør den største andelen av produksjonen. De andre landene som er nevnt, befinner seg på geografiske områder som gir dem en gunstig havtemperatur for lakseoppdrett.

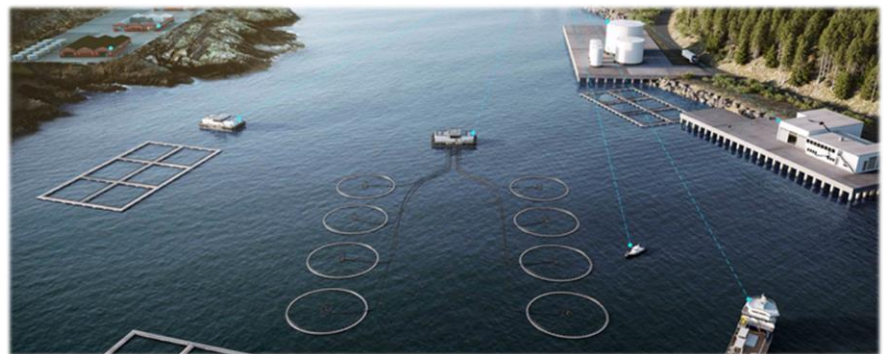


BILDE 7: MERDFLÅTE, (KILDE: AKVA GROUP)

Da verden i dag står overfor flere globale utfordringer som befolkningsvekst, klimaendringer og truende karbonavtrykk, er verdens fremtidige populasjon avhengig av at vi utvikler teknologi som muliggjør hyppige teknologiske fremskritt for å redusere de omfattende konsekvensene av nevnte globale problemer. Ulike næringer stilles derfor strenge produksjons- og miljøkrav med hjemmel i norsk lov. For eksempel kreves det at de oppdrettsselskaper som driver virksomhet i Norge har konsesjon som innebærer tillatelse til å drive oppdrett langs norskekysten, og at de er i stand til å legge til rette for god fiskehelse og en akseptabel fiskevelferd under hele produksjonen. Konsesjon utstedes av myndighetene og er et verktøy for å kunne holde kontroll over næringsvirksomheter, slik at samfunnet kan kontrollere og begrense bruks- og eierforhold som påvirker fremtidige generasjoner. Samtidig forventes det at produksjonen oppfyller fastsatte miljøkrav med hjemmel i miljøvernloven.

Videre preges verden for tiden av et grønt skifte der bedrifter stadig omstilles for å bli mer miljøvennlige. Vi observerer at stadig flere foretak kjemper for å redusere sine utslipp av CO₂, og vi ser at samfunnets borgere engasjerer og involverer seg mer i problemstillinger knyttet til klima- og miljø saker. Overlevelses evnen til en bedrift vil derfor bære preg av kontinuerlige endringer og tilpasninger som samsvarer med samfunnets behov. Bedriftene vil blant annet være presset til å levere miljøvennlige produkter for å imøtekomme ønsker og krav fra sine kunder og konsumenter. Dagens konsumenter er opptatt av å spise sunn mat, der f.eks. laks anses som et sunnere proteinprodukt enn kjøttprodukter som kylling, svin og storfe. Samtidig betraktes laksekjøtt som en mer miljøvennlig proteinkilde enn nevnte proteinkilder, da laksen er i behov av mindre mengde fôr for å levere samme kg-mengde tilberedt fiskekjøtt.

For oppdrettsnæringen gir altså det grønne skiftet og nye helsetrender positive effekter gjennom høyere etterspørsel etter laks. Men lakseproduksjonen sliter fortsatt med forurensningsproblemer, noe som skyldes beleggdannelse av



BILDE 8: MERDANLEGG VED KYSTEN, (KILDE: AKVA GROUP)

fiskeavføring og fôr-rester på havbunnen, samt at fisken utsettes for mikroplast som følge av forsøpling i havet. Lansering av ny teknologi vil derfor være en viktig forutsetning for å gjøre produksjonen mer ren, effektiv og bærekraftig. Innenfor lakseproduksjonen har eksempelvis havoppdrett, lukkede anlegg og landbasert oppdrett opptrådt som innovative løsninger for industrien. Slike investeringer reflekterer samtidig en forventning om at utviklingen av lakseoppdrett er en del av løsningen på fremtidens matbehov da lakseoppdrett medfører sunnere produkter og er mindre ressurskrevende enn andre proteinkilder. Det bør samtidig nevnes at det finnes få studier om oppdrettsfiskenes trivsel og helse under produksjonen, og av denne grunn må oppdretterne forholde seg til potensielle endringer i dyrevelferdsloven.

På verdensmarkedet finnes det i dag etablerte havbruksleverandører, der disse kan tilby det oppdrettsselskaper behøver av utstyr og service for å drive oppdrett som næring.

Havbruksleverandørene utfører da aktiviteter som innebærer produksjon av utstyr, samt tjenester som har tilknytning til utførte leveranser av utstyr. Da havbruksleverandørene stadig kommer frem til bedre løsninger og utviklingen av programvaresystemene følgelig blir mer

omfattende, vil tjenestene de tilbyr bære preg av kompetanse som fra oppdrettsselskapers ståsted, kan være ressurs- og tidkrevende å kopiere. Vi observerer likevel tendenser til at oppdrettsselskaper iverksetter vertikal integrasjon, slik at de kan kontrollere flere distribusjonsledd i distribusjonskanalen. En slik organisasjonsstruktur kan gi fordeler som kompetanseoverføringer gjennom de ulike distribusjonsleddene. Dette kan videre gi selskapet en bedre oversikt og kontroll over de ulike aktivitetene som næringen faktisk behøver og potensielt medføre en ny omstilling innen oppdrettsnæringen.

2.3 Havbruksleverandørbransjen

AKVA Group tilhører havbruksleverandørbransjen. Havbruksleverandørbransjen består av selskaper som i hovedsak leverer service, utstyr, teknologi og programmer til havbruks- og oppdrettsnæringen innbefattet alt av merder, kamera, tanker, filter, fôringssystem, nett o.l. Bransjens aktører har derfor en direkte tilknytning til oppdrettsselskapene.

Historisk sett har bransjen vært dominert av mange små aktører, der disse har spesialisert seg innenfor produksjon av bestemte systemer. Dette innebærer at aktørene dekker et behov hos oppdrettsselskapene. For eksempel kan dette være produksjon av fôringssystemer eller renseanlegg.

Siden 2000-tallet har havbruksbransjen vært preget av en rekke konsolideringer hvor majoriteten er norske selskaper. Vi har derfor, i denne oppgaven, valgt å se på norske havbruksleverandørselskaper og aktører som leverer komplette systemer som AKVA Group. Da bransjen som helhet er svært påvirket av utviklingen i oppdrettsnæringen, vil bransjen være eksponert for flere av de samme risikoene som oppdrettsnæringen har. Risikofaktorene kan være trender, teknologi-utvikling, miljøkrav, og generelle svingninger i markedet.

2.3.1 Etterspørsel, tilbud og utvikling

Havbruksleverandørselskaper som AKVA Group, leverer sine produkter i hovedsak til oppdrettsnæringen og blir dermed påvirket av deres utvikling. Med dette som bakgrunn kan vi si at både tilbud og etterspørsel, samt kostnader og laksepris, vil gi ringvirkninger til havbruksleverandørene. Kravene som myndighetene pålegger oppdrettsnæringen, vil dermed

også påvirke havbruksleverandørbransjen i eksempelvis miljøkrav, konsesjoner o.l. (utredes mer i kap. 4). Tilbudet og etterspørselen for bransjen blir derfor påvirket av flere eksterne kilder, både direkte og indirekte.

I Norge ser vi store investeringer i lakseoppdrett, der laksen anses som en av våre viktigste eksportvarer målt i verdi. Norges topp-fem eksportvarer målt i verdi, var i 2019: Råolje (258 mrd. kr), naturgass (177 mrd. kr), sjømat (104 mrd. kr), kjemiske produkter (61 mrd. kr), og industrimaskiner og utstyr (41 mrd. kr) (NHO, 2019). Samtidig vurderes laks som en sunn proteinkilde og et forholdsvis miljøvennlig produkt. Endring av lover har bidratt til at oppdrettsbransjen jobber for å utvikle bedre teknologiske løsninger på forurensingsproblemene, samt finne kostnadsvennlige tiltak for å øke tilbudet og etterspørselen. Etterspørselen og tilbudet etter oppdretts- og fiskeprodukter vil direkte påvirke utviklingen i havbruksleverandørbransjen fremover. Eksempelvis vil etterspørselen etter mat være grunnlag for befolkningsvekst, pris, trender og miljøfokus.

Havbruksnæringen har til nå bestått av en kobling mellom produksjonsselskapene (oppdrettsselskapene) og deres underleverandører (havbruksleverandørene). Utviklingen observert innenfor havbruksnæringen har historisk vokst raskere for oppdrettsselskapene enn for underleverandørene, og vi ser tendenser til en vertikal integrasjon for oppdrettsselskapene, noe som vil komme til å prege utviklingen til markedet i fremtiden.

2.3.2 Konkurransen

Konkurransen som havbruksleverandørselskapene møter på i markedet vil legge føringen for bransjens lønnsomhet og derav selskapets evne til å overleve i markedet. Dette innebærer blant annet prissettingen på produkter, investering i forskning og utvikling, tilbud av tjenester osv. Konkurransen i denne forstand innebærer at det er vanskelig å tiltrekke seg kunder da det eksisterer aktører i markedet som driver med tilsvarende produksjon og at bransjens aktører tar i bruk en rekke verktøy for å utkonkurrere hverandre for å skape mer profitt. Som følge av større konkurranse, følger det mer press for å ta markedsandeler, generere overskudd og beholde sin kundebase.

Som nevnt tidligere er havbruksleverandørbransjen bygget opp av mange små aktører der disse har spesialisert seg innenfor ulike produktleveranser tilpasset oppdrettsselskaper. Ettersom AKVA Group driver sin virksomhet innenfor flere områder, vil alle disse mindre aktørene bli ansett som konkurrenter for AKVA Group. For å forenkle vårt tema, har vi valgt å avgrense AKVA Groups konkurrenter til de selskapene som leverer komplette systemer. Dette fordi vi antar at AKVA Group kan igangsette oppkjøp av disse mindre aktørene om det anses som en nødvendighet.

En av de større konkurrentene til AKVA Group er Optimar AS som, på lik linje med AKVA Group, leverer komplette systemer. Sammenlignet med AKVA Group har Optimar AS et større fokus på automatisering av produksjonssyklusen, og differensierer seg da med dette hovedfokuset. Den andre hovedkonkurrenten til AKVA Group er Scale AQ AS. Scale AQ ble dannet gjennom en sammenslåing av Steinsvik AS og Aqualine AS i 2017 i den hensikt å utnytte, forstørre og utvikle markedet innenfor teknologi og leveranse av tjenester, utstyr og programvarer. Dannelsen av Scale AQ gjorde det mulig for Steinsvik og Aqualine å utvide sitt globale marked, og selskapet har nå kontorer og produksjonsanlegg i 13 land. Vi vil videre sammenligne AKVA Group med Scale AQ og Optimar AS.

3. Verdsettelsesteori

Målet med verdsettelse er å finne verdien til en eiendel eller et selskap. For å estimere verdien til et selskap eksisterer det flere verdsettelsesmetoder man kan benytte seg av. I følge Damodaran kan vi gruppere verdsettelsesmetodene inn etter tre ulike kategorier: verdsettelse basert på neddiskontering av forventede fremtidige kontantstrømmer, relativ verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse. Vanligvis tas det i bruk mer enn én verdsettelsesmetode på ett selskap, da dette gir en grundigere analyse av selskapet. Med andre ord, vil bruk av en verdsettelsesmetode ikke forhindre bruk av en annen. Siden hver av disse tre verdsettelsesmetodene vil komme frem til et verdiestimat, vil disse estimatene som regel ha en utslagsgivende effekt på nåverdien av et selskap, selv om selskapet som analyseres er det samme i alle metodene. I denne oppgaven skal vi fordype oss i følgende verdsettelsesmetoder: fundamental verdsettelse og relativ verdsettelse.

3.1 Fundamental verdsettelse basert på neddiskontering av forventede fremtidige kontantstrømmer

I en fundamental verdsetting skal man finne de fundamentale økonomiske forholdene i et selskap. I følge Damodaran vil selskapets fundamentale verdi ligge i dens finansielle karakteristikk; fremtidig vekst, risikoprofil og kontantstrømmer. Et avvik fra den fundamentale verdien i forhold til markedets aksjepris, kan sende et signal om at aksjen er under- eller overvurdert. (Damodaran, 2012, s. 6)

For å gjøre en fundamental verdsetting, må man ha følgende forutsetninger: man må anta at forholdet mellom verdi og de underliggende finansielle faktorene er målbare, forholdet mellom dem er stabilt over tid, og at disse forholdene kan rettes opp på lang sikt i en gitt fornuftig tidsperiode. Denne verdsettelsesmetoden vil altså kreve en rekke innsatsfaktorer, og for at disse skal ha en verdi for oss må dem samtidig rettferdiggjøres av analytikeren(e). (Damodaran, 2012, s.9)

DCF: Diskontert fri kontantstrøm

Ved hjelp av DCF modellen kan vi finne nåverdien av alle fremtidige forventete kontantstrømmer. Denne verdsettelsen er basert på nåverdimetoden (NPV), som sier at verdien av en eiendel er nåverdien av alle dens fremtidige kontantstrømmer. Formelen for NPV er følgende:

$$\text{Nåverdi (NPV)} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

FORMEL 1: NÅVERDI

CF_t = Kontantstrøm i periode t

n = Livet til eiendelen

r = Avkastningskrav som reflekterer risikoen til de estimerte kontantstrømmene

(Damoradan, 2012, s. 12)

Av formelen til nåverdimetoden ser vi at en DCF vil kreve estimat på levetiden til selskapet, fremtidige kontantstrømmer og avkastningskrav. Kontantstrømmene i en DCF kan beregnes gjennom egenkapitalmetoden (FCFE) eller totalkapitalmetoden (FCFF). Forskjellen mellom de to metodene er at totalkapitalmetoden neddiskonterer kontantstrømmer til totalkapitalen, mens egenkapitalmetoden neddiskonterer kontantstrømmer til egenkapitalen. Uavhengig av hvilken metode som velges må man i tillegg ikke blande avkastningskrav, reelle og nominelle verdier, og valuta. Dette fordi begge metodene gir fra seg konsistente estimat på verdien av egenkapitalen så lenge estimatene er konsistente; verdiene samsvarer (Damodaran, 2012, s. 14).

3.1.1 Egenkapitalmetoden (FCFE)

Når vi bruker egenkapitalmetoden, ønsker vi å finne den frie kontantstrømmen som tilfaller eierne av selskapet. Fri kontantstrøm reflekterer den likvide kapitalen som er tilgjengelig for aksjonærene i et selskap etter alle kostnader, gjeld og investeringer er betalt. I følge Damodaran baseres fri kontantstrømmodellen på to forutsetninger: (1) ingen kapital blir gjenværende i selskapet og (2) forventet vekst representerer veksten i operative eiendeler og ikke i omsettelige eiendeler (Damodaran, 2012, s. 357- 358). Egenkapitalverdien beregnes følgelig som nåverdien av fremtidige kontantstrømmer tilhørende egenkapitalen neddiskontert med egenkapitalkravet.

3.1.1.1 Kontantstrøm til egenkapitalen (FCFE)

Tabellen under er basert på Bøhren og Gjærum (2016) og viser en generell utregning av kontantstrøm etter egenkapitalmetoden.

	Årsresultat
	<hr/>
+	Avskrivinger
-	Investeringer
-/+	Endring i Arbeidskapital
-/+	Endring i gjeld
-	Netto finansposter
-	Skatt
=	<hr/> Kontantstrøm til egenkapitalen <hr/>

TABELL 1: KONTANTSTRØM TIL EGENKAPITAL

3.1.1.2 Avkastningskravet til egenkapitalen

Egenkapitalens avkastningskrav representerer den avkastningen investorer krever å få for å eie en del av et selskap. Den skal reflektere både tidsverdien av penger og risikoen investorene pådrar seg ved investeringen. Når vi skal finne nåverdien av fri kontantstrøm til egenkapitalen, bruker vi dette avkastningskravet som diskonteringsrente.

Kapitalverdimodellen (KVM) er den mest brukte modellen for å beregne avkastningskravet til egenkapitalen, og modellen baserer seg på en investeringsteori som tar for seg forholdet mellom risiko og avkastning. Formelen til KVM er følgende:

$$r_e = r_f + \beta_i(r_m - r_f)$$

FORMEL 2: KVM

r_e = forventet avkastningskrav til egenkapitalen

r_f = Risikofri rente

β_i = Beta til investering

$(r_m - r_f)$ = Markedsrisikopremie

Komponentene i kapitalverdimodellen er (1) risikofri rente, (2) beta og (3) markedets risikopremie. Risikofri rente representerer den renten man får ved sikkerhet, beta reflekterer markedsrisiko, og markedsrisikopremie gjenspeiler det påslaget investorer får ved å ha pengene i markedet fremfor å ha dem i sikre havner (Damodaran, 2012, s. 68). Av formelen kan man se at forventet avkastningskrav til egenkapitalen påvirkes direkte av beta justert for markedsrisikopremie og risikofri rente. Forventet avkastningskrav skal ifølge Damodaran representere den renten investorene trenger å tjene for å bli kompensert for risikoen de har pådratt seg ved å investere i selskapets egenkapital (Damodaran, 2012, s. 208).

Markedsrisiko eller systematisk risiko er en av to hovedgrunner til at faktisk avkastning kan avvike fra forventet avkastning (Damodaran, 2012, s. 62). Markedsrisiko representerer risikoen som påvirker flere eller alle investeringer i markedet da den ikke er diversifiserbar. Diversifisering er et finansbegrep som sier at man kan spre risikoen vedrørende en investering, ved å holde en porteføljesammensetning av ulike verdier og risiko; eie mer enn én aksje. Markedsrisiko kan omfatte generelle endringer i makroøkonomien, som trender og økonomiske resesjoner (Damodaran, 2012, s. 63). Den andre hovedgrunnen til et avvik mellom faktisk og forventet avkastning er bedriftsspesifikk risiko eller usystematisk risiko, og denne risikoen påvirker én eller få investeringer. Om man diversifiserer, kan man eliminere eller redusere bedriftsspesifikk risiko til et akseptabelt nivå.

3.1.1.2.1 Risikofri rente

En eiendel er risikofri dersom man vet dens forventede avkastning med sikkerhet. Samtidig er det to krav som må oppfylles: den risikofrie renten kan ikke inneholde misligholds-risiko og/eller reinvesteringsrisiko. (Damodaran, 2012, s. 154)

Misligholds-risiko innebærer risiko for at en utsteder av en obligasjon ikke betaler sine avtalte renter og avdrag. Statsobligasjoner med en topp rating, som indikerer liten sannsynlighet for å gå konkurs, er det nærmeste man i praksis kommer en sikker avkastning. Damodaran demonstrerer at dette er en følge av at staten normalt kontrollerer pengetrykking av sin egen valuta. Det finnes derimot eksempler fra virkeligheten om stater som har gått konkurs, som Argentina og Brasil. Reinvesteringsrisiko innebærer risiko om at man ikke vet helt sikkert hvilket nivå den fremtidige risikofrie renten har. Damodaran demonstrer at renten bør reflektere tidshorisonten til tilhørende kontantstrøm (Damodaran, 2012, s. 154-155). Videre

forklarer Damodaran at den risikofrie renten må følge prinsippet om konsistens og samsvare med valutaen kontantstrømmene estimeres i. Denne forklaringen baserer seg på Purchasing Power Parity (PPP) og Fisher Equation, som sier at den risikofrie renten inneholder inflasjonsforventninger og valutaendringer, som representerer inflasjonsforskjellene.

3.1.1.2.2 Beta

Beta er mål på markedsrisiko, og representerer sensitiviteten av avkastningen til et selskap i forhold til en markedsportefølje. Egenkapitalbetaen i kapitalverdimodellen representerer selskapets påvirkning av systematisk risiko, og er den kompensasjonen investor krever for å pådra seg ekstra risiko. Ifølge Damodaran finnes det empiriske data som antyder at gjennomsnittsbetaen for de fleste selskaper er 1. Dette kan forklares ved at selskaper blir mer diversifisert i sin produktsammensetning og kundebase ved vekst (Damodaran, 2012, s. 187). Om et selskap har en beta høyere enn 1, kan dette indikere at selskapet er mer volatil og dermed mer risikabelt å investere i, sammenlignet med markedet. Dersom en aksje har en beta som er mindre den 1, kan dette tyde på at aksjen er mindre volatil og dermed mindre risikofyllt enn markedet.

Når man skal beregne et selskaps beta, kan man benytte flere metoder. De to mest brukte metodene er (1) å estimere beta ved hjelp av en regresjonsanalyse og da vurdere selskapets historiske aksjeavkastning i forhold til markedsporteføljen, og (2) beregne en bottom-up-beta basert på fundamentale karakteristikker.

Regresjonsbeta

En regresjonsanalyse forsøker å finne en sammenheng mellom en avhengig variabel og en uavhengig variabel, og lage en rett linje av denne sammenhengen. Selskapet settes som den avhengige variabelen og markedet som den uavhengige variabelen, og analysen baserer seg på nominell avkastning. For børsnoterte selskaper kan man estimere egenkapitalbetaen ved å bruke historiske kursdata for aksjen og indeksen. Helningen til regresjonen samsvarer med aksjebetaen og måler risikoen til aksjen. Formelen under viser hvordan man kan regne ut selskapets regresjonsbeta:

$$\text{Regresjonsbeta} = \frac{\text{Kovarians } (x, y)}{\text{Var } (x)}$$

FORMEL 3: REGRESJONSBETA

$y = \text{Selskapets avkastning}$

$x = \text{Markedets avkastning}$

Regresjonsbetaen har ifølge Damodaran flere begrensninger, da den ofte inneholder mye støy, eksempelvis ved endringer i finansieringskildene: gjeld og egenkapital. Dersom gjelden reduseres, fører dette til at risikoen for soliditet reduseres og gjør at fremtidig inntjening blir mer sikker. Siden beta er et mål på markedsrisiko, og endring i gjeld ikke påvirker markedsrisiko, vil denne effekten anses som støy i regresjonsberegningen.

Fundamental beta

Beregningen av fundamental beta baserer seg på fundamentene i et selskap. Damodaran forklarer at egenkapitalbetaen består av følgende tre variabler: (1) virksomhetstypen bedriften tilhører, (2) operasjonell gearing og (3) finansiell gearing (Damodaran, 2012, s.193). Begrepet finansiell gearing innebærer å låne penger for å kunne investere mer, der målet er å oppnå en høyere avkastning etter at gjeldskostnaden er trukket fra. Både virksomhetstypen og operasjonell gearing er knyttet til virksomhetsrisiko. Finansiell gearing viser hvilken risiko selskapets finansieringskilder brygger på.

Nedenfor vises eiendelsbetaen eller gjeldsupåvirket beta, og av formelen kan man se hvor mye risiko som skyldes selskapets eiendeler. Dette betyr risikoen som har sitt utgangspunkt i finansiering av selskapets eiendeler.

$$\text{Unlevered Beta} = \frac{\text{Egenkapital beta}}{1 + (1 - t) * \frac{\text{Gjeld}}{\text{Egenkapital}}}$$

FORMEL 4: UNLEVERED BETA

3.1.1.2.3 Markedets risikopremie

Kapitalverdimodellen forutsetter at en investor vil kreve en kompensasjon for å pådra seg risiko ved en investering. Markedets risikopremie er differansen mellom markedsrisiko og risikofri rente, og denne premien representerer den renten en investor kan forvente å få ved å holde en markedsportefølje; å ha penger plassert i markedet.

3.1.1.3 Terminalverdi

En vanlig forutsetning i økonomifaget er å anta at et selskap lever evig. Dette betyr at en stor del av verdien til et selskap vil ligge i terminalverdien. Terminalverdien representerer et selskaps årlige estimerte fremtidig kontantstrøm fra et gitt tidspunkt til det uendelige. En svakhet med DCF er størrelsen på terminalverdien i forhold til de andre kontantstrømmene. Eksempelvis vil en høyere vekstrate i terminalverdien enn vekstrate i BNP medføre at verdien av selskapet en gang i fremtiden overstiger verdien av hele økonomien. Terminalverdien er derfor sensitiv for verdien av den endelige analysen.

Ifølge Damodaran er det tre metoder vi kan bruke for å beregne terminalverdien, og den mest brukte av dem er stabil vekstmodell. Stabil vekstmodell beregnes ved å multiplisere den siste estimerte kontantstrømmen med en konstant vekstfaktor. For å omgjøre den fremtidige verdien til nåverdi må man videre neddiskontere kontantstrømmen vi fant ved hjelp av stabil vekstmodell. Nedenfor vises modellen for å beregne terminalverdi basert på den stabile vekst i modellen. NB: formelen viser ikke neddiskontering til nåverdi. Ved bruk av egenkapitalmetoden benyttes egenkapitalavkastningskravet som diskonteringsrente.

$$\text{Terminalverdi}_t = \frac{CF_t + (1 + g)}{r - g}$$

FORMEL 5: TERMINALVERDI

CF_t = kontantstrøm til år t

g = stabilt vekst estimat

r = avkastningskrav som reflekterer risikoen til de estimerte kontantstrømmene

3.1.2 Totalkapitalmetoden (FFCF)

Totalkapitalmetoden beregner verdien av hele selskapet basert på en neddiskontering av selskapets fremtidige kontantstrømmer. Verdien man finner ved hjelp av totalkapitalmetoden vil da representere markedsverdien av selskapets egenkapital og gjeld.

3.1.2.1 Kontantstrøm til totalkapitalen (FFCF)

Nedenfor vises en generell tabell for å komme frem til kontantstrømmen til totalkapitalen. Av tabellen ser vi at totalkapitalen tar utgangspunkt i den frie kontantstrømmen etter skatt.

	Årsresultat
	<hr/>
+	Avskrivninger
-	Investeringer
-	Skatt
+/-	Endring i Arbeidskapital
=	<hr/>
	Kontantstrøm til totalkapitalen
	<hr/>

TABELL 2: KONTANTSTRØM TIL TOTALKAPITALEN

Det må belyses at vi etter prinsippet om konsistens må bruke det avkastningskravet som gjenspeiler totalkapitalen og ikke egenkapitalen eller gjelden. Avkastningskravet må med andre ord reflektere den risikoen som er knyttet til selskapets totalkapital, og avkastningskravet skal representere den renten selskapet etterstreber å gi deres ulike finansieringskilder.

3.1.2.2 Avkastningskravet til totalkapitalen

Totalkapitalens avkastningskrav reflektere selskapets finansieringskilder som foretrukne aksjer, egenkapital og gjeld. Avkastningskravet skal dermed vise hvilken avkastning de ulike tilbyderne av selskapet kan forvente å få ved å låne selskapet kapital i form av gjeld eller egenkapital. Beregningen av totalkapitalens avkastningskrav gjøres ved å ta et vektet snitt av de ulike finansieringskildene der man bruker formelen «Weighed Average Cost of Capital» (WACC). Av formelen ser vi de ulike komponentene en WACC inneholder.

$$WACC = \frac{E}{E + D} * r_e + \frac{D}{E + D} * r_d * (1 - t)$$

FORMEL 6: WACC

E = Markedsverdi av EK

D = Markedsverdi av gjeld

E + D = Markedsverdien av totalkapitalen

r_e = Egenkapitalkostnaden

r_d = Gjeldskostnaden

t = Selskapsskatt

Markedsverdien til totalkapitalen er summen av markedsverdien til egenkapitalen og gjelden. Markedsverdien til egenkapitalen representerer markedets syn på verdien av selskapets egenkapital, og vi finner denne ved å multiplisere de utestående aksjene med aksjeprisen. Markedsverdien av gjelden gjenspeiler den prisen en investor er villig å betale for å bære selskapets gjeld. En WACC bruker ofte den bokførte verdien av gjelden da et selskap sjeldent oppgir nødvendig informasjon for å kunne beregne markedsverdien av gjelden. Egenkapitalkostanden er avkastningskravet til egenkapitalen som man f.eks. finner ved hjelp av kapitalverdimodellen presentert i overskrift 3.1.1.1, og denne kostnaden skal gjenspeile prisen på en investor. Da gjeldsrenter er fradragsberettiget representerer det siste leddet (t-1) i WACC-en denne skattefordelen.

3.1.2.2.1 Gjeldskostnad

For å kunne finansiere prosjekter bruker de fleste selskaper en kombinasjon av egenkapital og gjeld. Gjeld gir mulighet til å gjøre investeringer som ellers ikke kunne blitt gjennomført. Gjeldskostnaden måler selskapets nåværende kostnad ved å bruke lånte midler for finansiering av prosjekter (Damodaran, 2012, s. 211). Da de som låner et selskap kapital pådrar seg risiko for mislighold, medfører dette at långiverne normalt vil kreve en kompensasjon for å holde denne risikoen. Denne kompensasjonen kalles premie, og formelen for gjeldskostnaden blir da:

$$Gjeldskostnad \text{ før skatt} = \text{risikofri rente} + \text{misligholdsrisiko}$$

FORMEL 7: GJELDSKOSTNAD FØR SKATT

3.1.2.3 Terminalverdi

Terminalverdien beregnes på samme måte som vist under overskrift 3.1.1.3, men i stedet for å bruke avkastningskravet til egenkapitalen som diskonteringsrente, vil man i totalkapitalmetoden bruke avkastningskravet til totalkapitalen som diskonteringsrente.

3.2 Relativ verdsettelse

I en relativ verdsettelse beregner man et selskaps verdi ved å se på hvordan sammenlignbare selskaper blir priset i markedet på et gitt tidspunkt. Vi benytter altså forholdet mellom ulike nøkkeltall og selskapenes aksje- og markedsverdi.

For å finne verdien av et selskap relatert til sammenlignbare selskaper må man standardisere og omdanne priser til ulike multipler. En multippel er en brøk og kan uttrykke forhold som pris- overskudd, pris- bokført verdi, eller andre nøkkelindikatorer. De mest brukte multiplene er P/E, P/B og EV/EBITDA, men multiplene kan også være sektorspesifikke. For eksempel er EBIT/KG spesifikk for oppdrettsbransjen.

Ifølge Damodaran må vi finne selskaper som er sammenlignbare, og dette kan til tider være svært utfordrende. Ingen selskaper er helt identiske, og til og med selskaper som tilhører samme bransje kan ha ulike risikoprofiler, vekstmuligheter og kontantstrømmer (Damodaran, 2012, s. 453). Det betyr at vi må finne selskaper som deler like risikoprofiler, vekstmuligheter og kontantstrømmer med selskapet vi skal verdsette. Selskapene som blir gjenstand for sammenligning med selskapet, kan dermed tilhøre en annen bransje så lenge disse kriteriene holdes.

For at multippelen skal ha en verdi for oss må vi også finne multipler for de sammenlignbare selskapene. Dette må vi gjøre for å kunne si om multippelen til selskapet er høy eller lav, dårlig eller bra, i forhold til de andre selskapene. Det vanligste er å sortere multiplene etter gjennomsnitt og median slik at vi kan lage oss en oversikt over multiplene og skille dem raskt. Ved å bruke denne oversikten kan vi gjøre oss opp en mening om hvilke selskaper som kan være billigere eller dyrere enn de andre.

En relativ verdsettelse er mindre tid- og ressurskrevende, og trenger mindre spesifikk informasjon, enn en DCF. Det vil si at det er få variabler som kan påvirke resultatet. Samtidig er det kun historisk data som blir brukt i verdsettelsen. En DCF derimot består av en blanding av historisk data og forventningsverdier. Men en DCF vil ikke ha noen verdi hvis ikke variablene den inneholder begrunnes. I en relativ verdsettelse vil ikke de fundamentale verdidriverne bli undersøkt på samme måte fordi vi kun er interessert i å sammenligne selskapets verdi med de sammenlignbare selskaperes verdi gjennom multipler. Verdien vi får av en relativ verdsettelse, indikerer dermed ikke nødvendigvis fremtiden. Derimot vil multipler reflekterer stemninger i markedet, og dette kan medføre over- eller undervurderinger basert på hvordan stemningen i markedet er.

3.2.1 P/E

P/E viser forholdet mellom selskapets aksjepris og inntjening i en bestemt periode. Perioden må være lik for alle de sammenlignbare selskapene, og analytikere bruker ofte de neste 12 månedene som en slik periode. Verdien vil da reflektere hvor mye man betaler for 1 krone overskudd. En høy P/E kan indikere at et selskap er høyt priset i forhold til resultatet selskapet generer, og dette vil ofte bety at markedet forventer høy vekst i selskapet. En lav P/E kan indikere at markedet er mett og at selskapets overskudd reflekterer selskapets verdi. P/E multiplene kan regnes ut ved å benytte formelen som er vist nedenfor.

$$P/E = \frac{\text{Aksjepris}}{\text{Resultat per aksje}}$$

FORMEL 8: PRICE/EARNINGS

3.2.2 P/B

P/B viser forholdet mellom selskapets aksjepris og bokførte verdi i en bestemt periode. Verdien viser hvor høyt eller lavt selskapets bokførte verdi er i forhold til prisen. En høy P/B kan indikere at selskapet er overpriset i markedet og om den er lav, kan det bety det motsatte. Formelen til P/B multiplene er vist nedenfor.

$$P/B = \frac{\text{Aksjepris}}{\text{Bokført verdi}}$$

FORMEL 9: P/B

3.2.3 EV/EBITDA

EV/EBITDA brukes for å beregne kontantstrømmen til selskapets total kapital. Dette innebærer at selskapets kapitalstruktur og gjeldskostnader ikke tas med, siden gjelden er inkludert. «EBITDA» er et engelsk begrep og uttrykker driftsresultat før renter, skatt, avskrivning og nedskrivning. Det er mer vanlig å finne sammenlignbare selskaper med en negativ P/E enn en negativ EBITDA, og dette gjør at multiplene sammenlignet med eksempelvis P/E og P/B har færre selskaper som faller utenfor analysen. I tillegg bruker selskaper ulike regnskapsmetoder for avskrivninger, noe som kan påvirke selskapets resultat, men ikke deres EBITDA. EV/EBITDA multiplene vil i de bransjer som krever store kapitalinvesteringer, være en bra multiplene å bruke forutsatt at hoveddelen av infrastrukturinvesteringene allerede er gjennomført (Damodaran, 2012, s.506-507). EV/EBITDA formelen kan ses nedenfor.

$$EV/EBITDA = \frac{\text{Markedsverdi av EK} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{EBITDA}$$

FORMEL 10: EBITDA

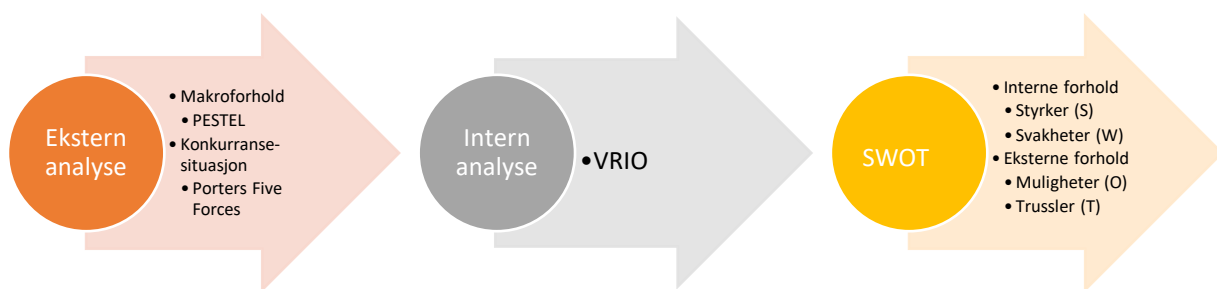
Både P/E og P/B multiplene brukes når man skal verdsette egenkapitalen, mens EV/EBITDA brukes når man skal verdsette total kapitalen. I følge Damodaran (2012) er denne verdsettelsesmetoden den mest brukte, og brukes ofte som et supplement til en fundamental verdsettelse.

3.3 Valg av metode

I denne oppgaven vil vi bruke DCF modellen med to perioder som vårt metodevalg. Den første perioden strekker seg over 5 år og representerer da den kortsiktige tidshorisonten, og årene deretter uttrykker terminalverdien som representerer den langsiktige tidshorisonten for selskapet. For å gjennomføre en slik verdsettelse i praksis, har vi valgt å basere oss på tilgjengelige regnskapstall og data om selskapet som vi har hentet ut fra AKVA Groups kvartals- og årsrapporter for 2017-2020, når vi har estimert og utarbeidet selskapets fremtidsregnskap. Etersom teorien sier at man vil komme frem til samme resultat uavhengig av hvilken fundamental metode man hadde benyttet, har vi valgt å gjøre én fundamental verdsettelsesmetode. For å teste troverdigheten til DCF modellen vår, vil vi i tillegg gjennomføre en relativ verdsettelse. Siden dette er ulike metoder for å beregne verdien til selskapet, vil vi sammenligne og nytte dem i vårt endelige verdiestimat.

4. Strategisk analyse

Det tidligere kapittelet inneholdt en beskrivelse av de ulike stegene i en verdsettelse. I dette kapittelet skal vi forsøke å kartlegge de mest aktuelle strategiske forholdene rundt AKVA Group. Ved å benytte oss av et utvalg av strategiske modeller og verktøy kan vi identifisere viktige faktorer som selskapets omgivelser, posisjon i markedet og ressurser AKVA Group har tilgang til, ressurser som skaper varig konkurransefortrinn. Målet med analysen er å avdekke de strategiske fortrinnene AKVA Group har, samt belyse latente farer og trusler som kan knyttes til selskapet. Vi vil dermed kunne finne viktige faktorer som har påvirkningskraft på fremtidige kontantstrømmer og dermed også på verdien av AKVA Group. Figuren under illustrerer hvilke analyser vi skal gå igjennom.



FIGUR 3: STRATEGISK ANALYSE, BASERT PÅ INNHOL I KAPITTEL 4.

Den strategiske analysen vil gi oss en bedre forståelse av verdidriverne og hvilke forhold som påvirker AKVA Group direkte og indirekte. Målet med analysen er å kunne rettferdiggjøre estimatene om fremtidige kontantstrømmer og risiko i analysen, som et supplement til statistikk og historisk data. Funnene som belyses i den strategiske analysen vil med andre ord brukes i estimeringen av aksjeverdien til AKVA Group.

Vi har valgt å dele den strategiske analysen inn i to deler: intern- og ekstern analyse. Gjennom den eksterne analysen av omgivelsene til selskapet vil vi bruke PESTEL og Porters Five Forces modellen. Ved hjelp av disse analyse-verktøyene vil vi forsøke å avdekke de truslene og mulighetene som finnes i selskapets omgivelser. Den interne ressurs-analysen består av VRIO modellen. Denne modellen vil kunne identifisere de interne fortrinnene og svakhetene som direkte kan kobles til AKVA Group. Avslutningsvis vil vi oppsummere de eksterne og interne forholdene i en SWOT analyse.

4.1 Ekstern markedsanalyse - PESTEL

PESTEL-rammeverket brukes ofte i strategiske analyser for å danne et overordnet bilde av de ulike makroøkonomiske forholdene som påvirker et selskap og en bransje. PESTEL består av seks ulike kategorier; 1. Politiske (P), 2. Økonomiske (E), 3. Sosiokulturelle (S), 4.

Teknologiske (T), 5. Miljømessige (E) og 6. Juridiske (L). Disse 6 forholdene som vi belyser i denne PESTEL-analysen, vil vi oppsummere senere i en SWOT-analyse.

4.1.1 Politiske (P) og legale (L) forhold

Handelspolitikk

Innenfor bransjen til AKVA Group finnes det et stadig økende fokus på global ekspansjon. Global ekspansjon gjør at bransjen blir mer sensitiv for internasjonale handelskonflikter, og det er derfor viktig å inngå gode handelsavtaler med utlandet. De viktigste eksportmarkedene for norske havbruksleverandører er i dag EU, Canada, Chile, og USA. Norges forhold til utlandet er dermed essensielt med tanke på eksportvarer som laks.

EØS-avtalen sikrer norske selskaper tilgang på det Europeiske markedet (EU). Ved eksport til EU-land vil norske selskaper innenfor både havbruksleverandørbransjen og oppdrettsbransjen derfor ha stor nytte av EØS-avtalen. Siden 2016 har BREXIT blitt en sentral del av handelspolitikken og utviklingen i EU. Storbritannia valgte å gå ut av EU den 31. januar i 2020, og handelen mellom EU-landene og Storbritannia gikk som normalt til den midlertidige handelsavtalen ble iverksatt. Denne avtalen ble underskrevet den 30. desember i 2020 og skulle tredd i kraft den 1. januar i 2021. Det er enda usikkerhet knyttet til hvilken påvirkningskraft denne avtalen vil ha for havbruksleverandørene fremover. Selv om BREXIT har skapt usikkerhet i hvordan eksport-markedet kommer til å endre seg i fremtiden, sier de nye handelsavtalene og den politiske utviklingen oss at fremtidig handel mest sannsynlig vil stabilisere seg. Vi forventer at Norge fortløpende vil inngå egne handelsavtaler med Storbritannia på lik linje som EU. Derfor forventer vi ingen større endringer i eksportandelen verken i forhold til EØS-avtalen eller nye handelsavtaler med Storbritannia.

Det har siden mars i 2018 pågått en handelskonflikt mellom Kina og USA. Bakgrunnen til handels-konflikten var at USA iverksatte økning av tollsatser på aluminium og stål som ble importert fra Kina. Siden da har landene respondert med å øke tollsatser på importvarer som kommer fra det andre landet. Det er også her knyttet usikkerhet til hvordan dette vil påvirke den internasjonale handelen fremover. Vi vil anta at denne konflikten vil roe seg i fremtiden grunnet demokratiskskrifte under presidentvalget i USA 2020, som førte til at Joe Biden ble tatt i ed 20. Januar 2021.

Reguleringer

Havbruksleverandørene blir påvirket av reguleringer som pålegges oppdrettsbransjen. Det er i Akvakulturloven fra 2005 vi finner de viktigste føringene for oppdrettsselskapene, der formålet med loven er jf. § 1 er formulert slik: *“Loven skal fremme akvakultur næringens lønnsomhet og konkurransekraft innenfor rammene av en bærekraftig utvikling, og bidra til verdiskaping på kysten.”* (Akvakulturloven, §1).

For å kunne drive med havbruk i Norge, krever norske myndigheter en konsesjon. Denne tillatelsen blir tildelt gjennom en søknadsprosess der de sentrale temaene er miljø/biologi, kystforvaltning og næringsutvikling. Det eksisterer antall- og mengde-begrensninger for oppdrett av ulike fiskearter: ørret, regnbueørret og laks, i norsk sjøvann. Årsaken til dette er en stadig økende etterspørsel og ønske om å ivareta det naturlige biologiske artsmiljøet. Reguleringer som dette demper utviklingen av produksjon og vekst i det norske markedet samtidig som det tar vare på det biologiske mangfoldet vi finner langs norskekysten. Konsesjonsreguleringene eksisterer kun i Norge og påvirker ikke fiskeproduksjonen i utlandet på lik linje.

Disse reguleringene kan tilbakeføres til 2013 da det tredde i kraft en ny forskrift om grønne konsesjoner. Denne forskriften beskytter den naturlige akvakulturen langs kysten, og reduserer miljøutfordringene knyttet til rømming av oppdrettsfisk og spredningen av lakselus. Forskriften stilte også oppdrettsnæringen strengere krav om produksjonen av laks. Det betydde dyrere drift for oppdrettsselskapene, og stilte høyere krav til etterspørsel etter bedre teknologi og utstyr. For havbruksleverandører medfører slike tiltak flere bestillinger fra eksisterende og potensielt nye kunder.

I 2016 ble det innført en endring i konsesjonsvilkåret for landbasert oppdrett for å gjøre Norge mer konkurransedyktig i utlandet. I perioden mellom 2015 til 2017 kunne man søke om utviklingstillatelse, og i 2017 ble det innført et trafikklyssystem (Fiskedirektoratet, 2021). Dette trafikklyssystemet skal kontrollere oppdrettslaksens påvirkningskraft på villaksen. Grønt lys betyr muligheter for vekst, og rødt lys betyr at volumet må reduseres. Ut fra disse endringene kan man se at myndighetene kommer med regulering som hovedsakelig har til hensikt å støtte opp om innovasjon og vekst i bransjen. Det er derfor rimelig å forvente at det fortsatt vil komme nye tiltak. Norsk politisk utvikling gjennom de siste 10-årene tyder på at søkelyset på nasjonal bedriftsutvikling vil fortsette, dette uavhengig av hvilken regjering vi har. Dette vil si at våre politikere fortsatt vil ha fokus på eksport, produksjon og miljø. Det vil derfor være rimelig å anta at veksten både i oppdretts- og havbruksleverandørbransjen vil fortsette. Dette vil bl.a. innebære vekst i produksjon, omsetning og konsesjoner.

4.1.2 Økonomiske (E)

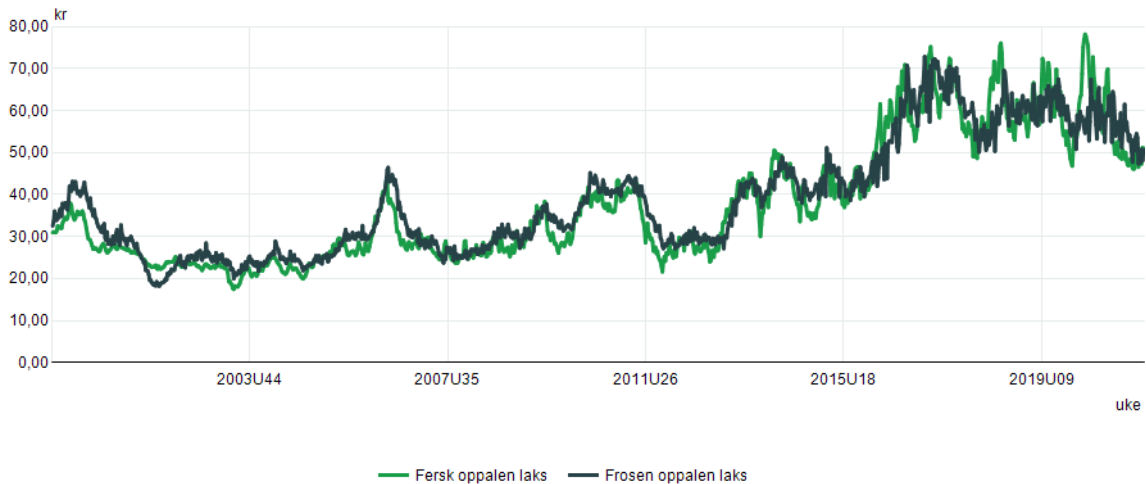
Laksepris

Havbruksleverandører blir indirekte påvirket av lakseprisen gjennom oppdrettsselskapene. Lakseprisen er en ekstern faktor og styres i hovedsak av tilbud og etterspørsel. Tilbudet styres av oppdrettsselskapene gjennom omfanget av produsert laks. Størrelsen på tilbudet blir likevel påvirket av en rekke ukontrollerbare faktorer som lakselus og fiskedød. Etterspørselen styres av konsumentene, og størrelsen på mengde etterspurt laks kan påvirkes av trender og spekulasjoner.

Diagrammet nedenfor viser hvilken utvikling lakseprisen har hatt fra år 2000 til 2019 (SSB, 2019). Tallene gjenspeiler en kraftig økning i lakseprisen på slutten av 2015 og siden dette året har den holdt seg på et høyt nivå sammenlignet med tidlig 2000-tall. I et historisk perspektiv observeres det en volatil laksepris. Dette gjenspeiler en vanlig observasjon i mange råvareindustrier. Hovedårsaken til en volatil laksepris, er at planleggingen og produksjonssyklusen til laks tar rundt 3 år. Dette har som konsekvens at det kreves mye kapital for å justere produksjonsnivået. Det er også vanlig å forvente en uelastisk etterspørsel på kort sikt, men at den over tid vil variere. Lakseprisen i NOK er et produkt av både

lakseprisen og valutaen. Dette vil si at den inkluderer valutaendringer og inflasjonsforventninger.

03024: Eksport av oppalen laks, etter varegruppe og uke. Kilopris (kr).



Kilde: Statistisk sentralbyrå

DIAGRAM 1: KILOPRIS PÅ EKSPORT AV LAKS, 2000-2019

For havbruksleverandører er virkningen av en gunstig laksepris mindre tydelig på kort sikt i forhold til lang sikt, ettersom havbruksleverandørbransjen er sterkt preget av mange små aktører mot oppdrettsbransjens få og store. Dette betyr at økningen i lakseprisen bidrar til høyere marginer for oppdrettsselskapene, og at havbruksleverandørene ikke nødvendigvis vil oppnå den samme prisstigningen på deres produkter.

Valuta

Valutasvingninger vil ha en direkte påvirkning for de havbruksleverandørene som er eksponert i det internasjonale markedet. Den direkte påvirkningen vil i hovedsak skje ved handel med internasjonale aktører på salgstidspunktet. For havbruksleverandørbransjen er det spesielt etterspørsel etter landbasert teknologi som er forventet å øke i de internasjonale markedene fremover. I hovedsak er det valutasvingninger knyttet til pund, euro og dollar som vil være mest styrende for norske havbruksleverandører. For norsk eksport er en svak krone økonomisk gunstig da norske oppdrettsselskaper og havbruksleverandører blir mer konkurransedyktig i det internasjonale markedet.

Rentenivå

For havbruksleverandører vil rentenivået ha betydning på særlig to områder. Rentenivået vil først og fremst påvirke egne finansieringskostnader innenfor bransjen. Lav rente vil gjøre investeringer i eksempelvis produksjonsanlegg eller utviklingsprosjekt mer attraktive da finansieringskostnadene er billigere. Rentenivået vil videre kunne påvirke havbruksleverandørene indirekte gjennom oppdrettselskapenes investeringsavgjørelser, da de er avhengig av mye kapital for å kunne foreta investeringer. En lav rente vil altså øke investeringer i oppdrettsanlegg/utstyr, og dermed øke etterspørsel etter produktene havbruksleverandørene leverer. Siden oppdrettsnæringen driver en kapitalintensiv produksjon, vil rentenivået ha en stor betydning for viljen til å investere i forskning og utvikling.

4.1.3 Sosiokulturelt (S)

Demografi

I midten av 2020 ble det beregnet at verdens befolkningen var på rundt 7,8 milliarder mennesker. FN anslår at verdens befolkningen passerer 9,8 milliarder mennesker i 2050. Det forventes altså en befolkningsøkning, noe som vil medføre en høyere etterspørselen etter mat i årene fremover. FNs data estimerer at matbehovet i 2050 vil være rundt 60 % høyere enn dagens matbehov, da det er forventet at det i fremtiden vil være færre mennesker som lever i ekstrem fattigdom (FN, 2021).

Gitt at jordens overflate består av rundt 30 % land og 70 % hav, der utnyttelsesgraden av havoverflaten er på rundt 5 % og dyrkbar mark på land kun utgjør om lag 11 % av verdens landareal (The World Bank, 2018), vil dette indikere at dyrking av proteinrik mat som fisk i hav har et stort vekstpotensial. Derimot kan landbasert dyrking av proteinrik mat ses på som en begrenset ressurs. Dette medfører at man fremover må se etter alternative løsninger til dagens matproduksjon for å dekke fremtidig matbehov. I hovedsak er det de biologiske utfordringene i produksjon av oppdrettslaks som hindrer mengden av tilbudt laks, og det vil derfor være viktig for oppdrettsnæringen å utvikle teknologi som kan redusere disse utfordringene.

Bærekraftighetstrend

Myndighetene sammen med konsumentene har gjennom de siste 30- årene engasjert seg mer i hvordan man sammen skal løse verdens miljøutfordringer. Generelt sett har samfunnet blitt mer bevisst i sine valg av produkter, og det forventes at produktene som kjøpes, er bærekraftige. Dagens bedrifter møter altså et økt press på produksjonen av sine produkter. Fra et helse- og kostholds perspektiv legges det mye fokus på at sjømat er en proteinkilde som inneholder sunne vitaminer og fett, og dette har ført til at middagsretter bestående av blant annet laks, har blitt en trend internasjonalt. For havbruksleverandører vil en slik forbrukertrend gi en positiv effekt dersom oppdrettsselskapene klarer å generere profitt av produksjonen. Det kan også understrekes at det er dette sunnhetsfokusset som har lagt føringer for den økende etterspørselen etter laks og ørret i de siste årene.

Vi observerer at verdens land engasjerer seg stadig mer i kampanjer med fokus på å redusere miljøavtrykk. Blant annet har vi hatt en kampanje som oppfordrer alle til å gå “små steg for kloden” (Utdanningsforbundet, 2021). I 2019 ga WWF ut en rapport hvor de anslo at det på verdensbasis var ca. 15 tonn plast som havnet i havet hvert eneste minutt. Forsøpling er en av flere miljøproblem som påvirker oppdrettsnæringen. Eksempelvis får laksen i seg mikroplast. Organisasjoner som WWF og FN jobber kontinuerlig med å lage globale avtaler slik at problemer som dette kan bekjempes. En slik avtale vil for AKVA Group og havbruksleverandører generelt bety at deres produksjon av fiskevarer, må forholde seg til disse ordningene både lokalt og internasjonalt.

4.1.4 Teknologi (T)

Oppdrettsselskapene møter i dag på en rekke problemer som lakselus, rømminger og fiskedød. For å minimere sykdom får laksen i seg kjemikalier og vaksiner. Samtidig benytter oppdrettsselskapene seg av bedre utstyr og regelmessig service for å forhindre potensielle rømminger. Oppdrettsanleggene er også utstyrt med blant annet kamera, termometer, og sensorer som skal oppdage biologiske endringer i laksens utvikling. Disse tiltakene gjør at det eksisterer et marked for utstyr og teknologibaserte løsninger. På denne måten blir lakseproduksjonen mer forutsigbar, og samtidig øker fiskevelferden i oppdrettsanleggene. Da

blant annet lakseproduksjonen møter på forskjellige utfordringer som kan påvirke tilbudet, vil det også i fremtiden være nødvendig å kontinuerlig utvikle teknologi slik at man kan løse utfordringene effektivt.

Helt overordnet styres denne utviklingen i oppdrettsnæringen av et ønske om å realisere en miljøvennlig produksjonsvekst av laks, hvor den teknologien som utvikles forholder seg til de lover og regler som gjelder. Flere norske oppdrettsselskaper har i de senere årene begynt å satse på oppdrett i lukkede løsninger i sjø og blant annet har SalMar's Ocean Farm 1 blitt brukt som et laboratorium for å teste biologien på åpne hav. Dette forsøket har altså bidratt til å rette et økt fokus på "havbruk til havs" (Norsk industri, 2021). Samtidig har landbasert oppdrett et potensiale i å skape produksjonsvekst, som også vil redusere kostnader som transport og logistikk, samt utslipp i sjøen. For norske havbruksleverandører er det uklart hvordan landbasert oppdrett vil påvirke etterspørselen etter utstyr og service. Derimot kan dette føre til mer konkurranse for oppdrettsbransjen, ettersom alle land kan produsere laks gitt humankapital, kapital og areal

4.1.5 Miljømessige (E)

FN har utgitt en rekke rapporter som anslår at temperaturen på jordkloden vil stige i årene fremover. Det er allerede registrert en rekke klimaendringer, og flere forskere hevder at den globale oppvarmingen vil gå raskere jo lengre nord en kommer. Dette medfører at isen på Nordpolen kan smelte, samtidig som man kan forvente at havtemperaturen stiger. Det er også gjort observasjoner av mye forurensing i havet, og dette kan reflektere et økende utslipp av CO₂. For havbruksleverandører betyr dette at det utstyr og de løsninger som nyttes, må være robuste nok til å kunne håndtere disse miljøforandringene. Samtidig må bransjen holde seg innenfor de økende miljøkravene som myndighetene pålegger oppdrettsnæringen.

Det har allerede blitt stilt strengere krav til miljøavtrykk, noe som krever at bedriftene kaster mindre og legger større vekt på gjenbruk av søppel fra foretakene. Havbruksleverandører vil på mange måter måtte tilpasse seg de nye kravene, og den fremtidige produksjonsutviklingen vil dermed antas å endre seg fremover. Bærekraftig vekst har blitt det nye mantraet i dagens samfunn. Den norske regjeringen uttalte blant annet i 2019 at målet for havbruksnæringen var en bærekraftig produksjon på 5 millioner tonn i 2050. (Reve, Haus-Reve, Misund, &

Blomgren, 2019, s. 27). Havbruksleverandører vil altså måtte forholde seg til de krav som stilles og etterstrebe innovasjon i årene som kommer.

4.1.6 Oppsummering - PESTEL

Av politiske og lovbestemte tiltak er det i hovedsak konsesjonssystemet i Norge som må vektlegges for havbruksnæringen. Myndighetene stiller hele tiden strengere miljøkrav, noe som gir insentiv til miljøvennlig teknologiutvikling. Da oppdrettsselskaper eksporterer store mengder av produksjonen til utlandet, vil endring i laksepris påvirke investeringsviljen. De ytre økonomiske forholdene i oppdrettsbransjen påvirker dermed havbruksleverandørbransjen indirekte. De sosiokulturelle forholdene representerer miljøtrender, og en forventning om befolkningsvekst, hvilket igjen kan resultere i høyere etterspørsel etter sjømat.

Utviklingen av bedre teknologi peker mot en overgang til mer landbasert oppdrett, og vi har allerede sett eksperimentering med offshore anlegg. Hovedfokuset er å skape bærekraftige produkter og løsninger som harmonerer med miljøkravene. Da vi kan forvente mer ekstremvær i fremtiden, må løsningene i tillegg være mer robuste. Disse eksterne forholdene vil kunne spille en rolle for hvordan AKVA Group vokser og utvikler seg i fremtiden. Antageligvis vil det medføre høyere investeringer innenfor forskning og utvikling, men på den andre side vil økt etterspørsel få en positiv påvirkning på produksjonsvolum og salg.

4.2 Konkurransesituasjon - Porter's Five Forces

Porters Five Forces er et strategisk rammeverk som ofte brukes for å identifisere attraktiviteten til en industri. Formålet med analysen er å foreta en vurdering om en industri har mulighet til å generere profitt. Modellen er vist nedenfor og tar utgangspunkt i fem faktorer der disse fremstiller ulike kategorier av konkurranse en industri vil oppleve i markedet. Disse faktorene er: trussel for nyetablering, trussel fra nære substitutter, leverandørenes forhandlingsmakt, kundenes forhandlingsmakt, og konkurransesituasjonen i industrien. Jo sterkere disse kreftene er, desto mindre attraktiv blir industrien da industriens mulighet for lønnsomhet reduseres ved økt tilstedeværelse av nevnte fem krefter (Johnsen, Whittington, Scholes, Angwin, & Regnér, 2017). For AKVA Group vil denne analysen skape

et bedre bilde på hvordan og i hvilken grad bedriftens videre utvikling er truet av konkurranse i tillegg til det helhetlige konkurransemarkedet til havbruksleverandørene.



FIGUR 4: PORTERS FIVE FORCES, BASERT PÅ (JOHNSON, WHITTINGTON, SCHOLES, ANSWIN, & REGNNØR, 2017)

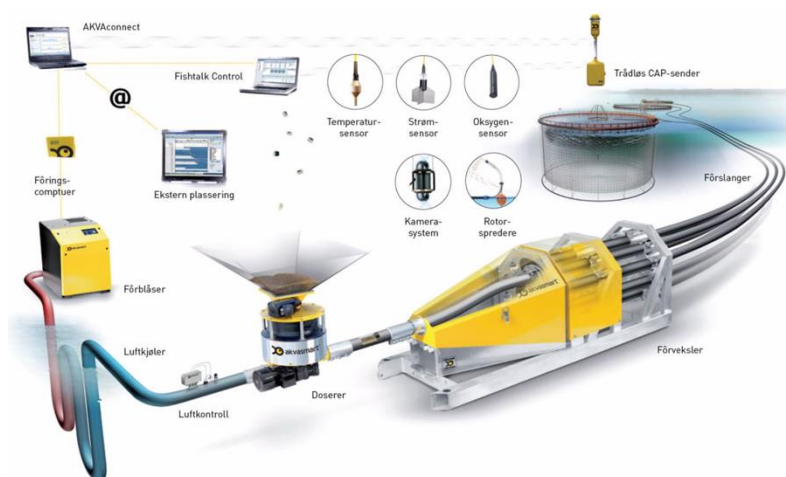
4.2.1 Trussel for nyetablering

Det å produsere komponenter til oppdrettsnæringen krever tilgang på byggeareal og kapitalbeholdning da enkelte komponenter vil kreve avanserte maskiner og ulike råvarer som metall og plast før en bestilling kan mottas og behandles. Størrelsen på produksjonsanlegget vil imidlertid være avhengig av hvilke produkter som skal leveres. For eksempel vil det eksistere høyere etableringsbarrierer for totalleverandører sammenlignet med leverandører som har spesialisert seg innenfor en produktgruppe.

Totalleverandører krever en sammensetning av ansatte som besitter ulik spesialkompetanse for å kunne levere sine produkter. Utviklingen av teknologi og forskning i bransjen vil dermed være svært avhengig av humankapitalen. Det stilles, som tidligere nevnt, strengere krav fra myndighetene til den teknologien som blir levert til oppdrettsbransjen i dag, blant annet krav om tåleevnen til fortøyning og flytekrager. Dette medfører kompetanseutfordringer som kan dempe etableringsviljen til nye aktører på markedet. Myndighetene har også større fokus på bærekraft og fiskevelferd da selskaper som ikke forholder seg til miljøvernloven og

dyrevelferdsloven blir straffet. Årlige kontroller blir utført av blant annet mattilsynet. Dette har gitt innovative aktører større muligheter til å tre inn i markedet. Det innovative fokuset har ført til større konkurranse og press på den eksisterende industrien for å tilpasse seg endringene, og utvikle bedre systemer.

Et annet viktig element innenfor nyetablering er evnen til å opparbeide langvarige kunderelasjoner. Produktene som eksempelvis AKVA Group leverer, er komplette systemer. Systemene er svært kostbare og komplekse og egnet for lang levetid. I samsvar med dette vil systemoppdateringer slik som foringssystem, kamera o.l., også være en del av den jevnlig servicen som blir utført. Disse oppdateringene er ofte unike for de ulike systemene, noe som tilsier at kunden er avhengig av å ha den samme leverandøren for å få den oppdaterte teknologien tilhørende anlegget. På denne måten sikrer leverandørselskapet seg kunder i lengre perioder og skaper sterkere kunderelasjoner. Dette vil gjøre at nye aktører som vil inn på havbruksleverandørmarkedet vil finne det vanskeligere å opprette kundekontakter, noe som forsterkes av lavere volumutvikling av selskaper og nye konsesjoner i oppdrettsbransjen. Bilde nedenfor viser Fôringsanlegget Akvasmart CCS, og man kan ved hjelp av bildet se sammenhengen mellom programvare og de enkelte produktene et fôringsanlegg behøver.



BILDE 9: AKVASMART CCS, HENTET FRA AKVAGROUP (AKVA, MERDBASERT)

Utover den konkurransen og utviklingen som skjer i havbruksleverandørbransjen, ser man tendenser til en økende konkurransekraft i oppdrettsbransjen. MOWI som hovedsakelig er et kapitalsterkt oppdrettsselskap har blant annet begynt med fôrproduksjon i eget anlegg. Dette er et strategisk valg for å kunne kontrollere deler av verdikjeden selv og gir et eksempel på at

det finnes svært kapitalsterke aktører på oppdrettsmarkedet med vilje til en utvikling som bl.a. kan presse konkurransen i havbruksleverandørmarkedet i fremtiden.

4.2.2 Trussel for nære substitutter

Substitutter er alternative produkter eller tjenester som kan erstatte funksjonen til gjeldende produkter eller tjenester. Disse kan være vanskelige å identifisere da produktene eller tjenestene kan ha ulik form og fremtoning. Substitutter kan samtidig redusere eller erstatte etterspørselen etter eksisterende produkt (Johnson et al., 2017, s. 66-68). Det må understrekes at det i dag ikke finnes særlige substitutter for havbruksleverandørene ettersom oppdrettsbransjen har behov for utstyr og tjenester tilhørende merdbasert og landbasert oppdrett.

4.2.3 Leverandørens forhandlingsmakt

Leverandørens forhandlingsmakt er høy når (1) det er dyrt å skifte leverandør, (2) det er få leverandører som styrer tilbudet, (3) produktene er unike og (4) leverandøren kan redusere antall mellomledd i verdikjeden (Johnson, Whittington, Scholes, Answin, & Regnnør, 2017, s. 69). Leverandører tilbyr innsatsfaktorer som et selskap trenger for å produsere varer eller tjenester. I tilknytning til havbruksleverandørbransjen vil dette være produkter som drivstoff til maskiner og transportmidler, råmaterialer til produksjon av utstyr, og utstyr til arbeidskraft.

Da havbruksleverandørbransjen har opplevd en rekke oppkjøp og sammenslåinger, har dette bidratt til å minske forhandlingsmakten til deres leverandører ettersom deres innflytelse er økt grunnet større markedsandeler. Ettersom havbruksleverandører i større grad baserer seg på avansert teknologi, vil humankapitalen også ha betydning for hvor godt leverandørene henger med i utviklingen av ny teknologi. Med andre ord hvor innovative de er. Vi observerer blant annet at kapitalsterke oppdrettsselskaper mer enn tidligere interesserer seg for teknologiutvikling. Dette representerer en form for press på humankapitalen til leverandørene da sannsynligheten for at kompetente ansatte kan bli kjøpt opp av kapitalsterke oppdrettsselskaper, er større.

4.2.4 Kundenes forhandlingsmakt

Det har i de siste årene vært en trend i å øke integrasjonen mellom ulike komponenter i anleggene, og dette gjør at oppdrettsselskaper i større grad kjøper de ulike komponentene fra samme leverandør. Dette vil innebære høyere byttekostnader for kundene og således redusere kundenes forhandlingsmakt.

Ettersom oppdrettsselskapene omsetter for høyere verdier enn havbruksleverandørene, vil dette kunne føre til at oppdrettsselskapene selv styrer teknologiutviklingen i tillegg til at de driver med innovasjon og utvikling av utstyr. Det er blant annet den høye lakseprisen som har bidratt til økt økonomisk vekst for oppdrettsselskapene, og havbruksleverandørene har på den andre siden ikke oppnådd de samme marginene på sine produkter. Dette økonomiske misforholdet har økt over tid. Den høye lakseprisen har altså styrket oppdrettsselskapenes forhandlingsmakt i havbruksleverandørnæringen.

4.2.5 Rivalisering

Det er mye som tyder på at havbruksleverandørbransjen isolert sett har vært preget av lav teknologisk variasjon. Om man skiller bransjen inn etter produktgrupper ser man derimot større forskjeller. Det er blant annet blitt satt et sterkere søkelys på programvareutvikling, forventninger i markedet om en potensiell omstrukturering i oppdrettsnæringen og overgang til landbasert oppdrett.

Tradisjonelt sett har havbruksleverandørbransjen vært preget av mange små aktører der aktørene har valgt å ha fokus på leveranser av enkeltkomponenter som foringssystem, nøter, merder, eller tjenester. Mer enn tidligere er bransjen i dag preget av avansert teknologi som kan møte oppdrettsbransjens forventninger og behov. Dette kravet har ført til store utviklingskostnader for mindre aktører der konsekvensen ofte har vært konsolidering med andre selskaper. Ettersom vi går en usikker fremtid i møte, er det vanskelig å avgjøre hvilke teknologiske løsninger som blir gjeldende i fremtiden. Det kan imidlertid antas at den potensielle overgangen til landbasert oppdrett, gjør det mulig for nye aktører å etablere seg i markedet, hvilket kan resultere i en mer internasjonal bransje.


Det kan videre tyde på at selskaper som ikke kontinuerlig endrer seg eller gjør teknologiske fremskritt, vil miste sin posisjon i markedet. For leverandørene er det usikkerhet omkring overgangen til lukkede anlegg og landbasert oppdrett. Det er derfor vanskelig å estimere eller anta hvordan oppdrettsnæringen vil se ut i årene fremover og hvilke kunder leverandørene da vil ha.

4.2.6 Oppsummering av Porter analysen

Kapitalsterke kunder er en av hovedutfordringen til havbruksleverandørene. Vi observerer at oppdrettsbransjen vokser mer i verdi enn havbruksleverandørbransjen. Dette har ført til at oppdrettsbransjen i større grad har påvirkningskraft på innovasjonsutviklingen, samtidig som vi ser en tendens til at oppdrettsselskaper driver egen teknologiutvikling. Vi var også inne på at noe av drivkraften i denne prosessen er lakseprisen, og at den har vært en viktig årsak til å skape bedre lønnsomhet for næringen. Da havbruksleverandører krever mye kapital og areal, er dette med på å skyve bort potensiell konkurranse. På den andre siden har oppdrettsnæringen en del uløste problemer, noe som vil gi mulighet for at innovative selskaper kommer seg inn i markedet. Det kan likevel være etableringsbarrierer knyttet til kunderelasjoner som eksisterende leverandørene besitter. Samtidig kan markedsstørrelsen fungere som et hinder for at oppdrettsbransjen skal etablere seg i havbruksleverandørbransjen, noe som gjør at konkurransen svekkes.

4.3 Intern ressursanalyse - VRIO

VRIO- analysen er en intern analyse av selskapets ressursbase. Formålet med analysen er å identifisere og evaluere de ressursene og den kompetansen som kan bidra til varig konkurransefortrinn. Analysen bruker fire kriterier: Value (V), Rare (R), Inimitable (I), og Organizational support (O), der VRIO er et akronym for disse kriteriene. På norsk kan man bruke begrepene verdifull, sjelden, ikke-kopierbar og effektivt organisert.

Verdifull	Sjelden	Ikke-kopierbar	Effektivt organisert	Konkurransemessige implikasjon
Nei	-	-	Nei  Ja	Konkurransemessig ulempe
Ja	Nei	-		Konkurransemessig paritet
Ja	Ja	Nei		Midlertidig konkurransemessig fortrinn
Ja	Ja	Ja		Varig konkurransemessig fortrinn

TABELL 3: VRIO

4.3.1 Merkevare

AKVA Group har opparbeidet et arsenal med veletablerte produkter på markedet. Polarcirkel er et eksempel på dette. Når det kommer til merkevarer innenfor havbruksleverandørbransjen, er det den enkelte kundes erfaring som i stor grad avgjør styrken til produktet som “merkevare”.

Teknologien innad i bransjen er relativt lik for de ulike leverandørene. På grunn av dette vil det være svært viktig å ha en sterk merkevare. Sterke merkevarer vil være vanskelige for markedet å imitere, og i dette markedet vil det være svært kostbart og tidkrevende å utvikle konkurrerende produkter.

4.3.2 Geografisk lokalisering

Som nevnt tidligere i oppgaven har AKVA Group kontorer plassert i flere land. Produktene blir eksportert til blant annet Storbritannia, Chile, Island. osv. AKVA Group har også flere internasjonale kontorer og produksjonsanlegg i Chile, Baltikum, Polen, Tyrkia m.m. Selskapet er derimot ikke alene om den internasjonale satsingen. Eksempelvis har Optimar AS i senere tid hatt et større fokus på internasjonal ekspansjon.

Utviklingen som foregår i bransjen per dags dato indikerer et skifte til landbasert oppdrett. Dette kan skape muligheter for å produsere nye arter som laks og regnbueørret i områder hvor dette tidligere ikke var mulig. At AKVA Group er til stede på det internasjonale markedet, er som nevnt ingen sjelden foreteelse. Derimot kan lokalisering på mindre nivå være en ikke-kopierbar ressurs, spesielt om dette er lokasjoner med kort vei til oppdrettsanlegg. Ut ifra et internasjonalt perspektiv vil alle selskaper ha muligheten for å etablere seg på det internasjonale markedet. Dette vil derfor ikke være en ikke-kopierbar ressurs.

4.3.3 Teknologi og innovasjon

Oppdrettsbransjen jobber kontinuerlig med å gjøre produksjonen mer bærekraftig, og dette preger havbruksleverandørbransjens utvikling av produkter. Ettersom fiskeoppdrett tradisjonelt sett har hatt utfordringer som påvirker miljøet som rømninger, avfall og kjemikalier, er det mye som tyder på at fremtidens oppdrett vil foregå på land. Oppdrettslaks som er produsert på land, vil også være renere, da den ikke får i seg mikroplast som finnes i sjøen. Det må likevel nevnes at landbasert oppdrett har en kostnadsside da produksjonsanleggene krever tilgang på rent vann, areal, og andre teknologiske løsninger. Havbruksleverandørbransjen har derfor fokusert mye på programvare til landbasert oppdrett, samt å utvikle robuste produkter til hovedsakelig offshore anlegg, noe som kan passe til fremtidens behov. Utviklingen av produkter baserer seg også på gjeldende lover og regler. Da vi opplever sterkere forventninger om bærekraftig produksjon, kan det antas en utvikling i produkter som beskytter det naturlige miljøet og legger til rette for god dyrevelferd.

4.3.4 Menneskelig kapital

Det er vanlig at selskapets ansatte besitter kvalifikasjoner, evner, kunnskap og faglig tyngde, som både er verdifulle og viktige ressurser for å kunne drifte selskapet optimalt. For å vedlikeholde kompetansen og øke kunnskap i selskapet, er det i tillegg vanlig at selskaper tilbyr sine ansatte opplæring, etterutdanning og kurs. Dette er også en metode for å ta vare på den menneskelige kapitalen, noe som øker sannsynligheten for at de ansatte er lojale overfor selskapet. En høy grad av menneskelig kapital er dermed en vanlig ressurs for de fleste havbruksleverandørselskapene og derfor ikke en sjelden ressurs. For AKVA Groups ståsted kan det virke som at de har kjøpt opp og knyttet seg til sine konkurrenter for å kunne få

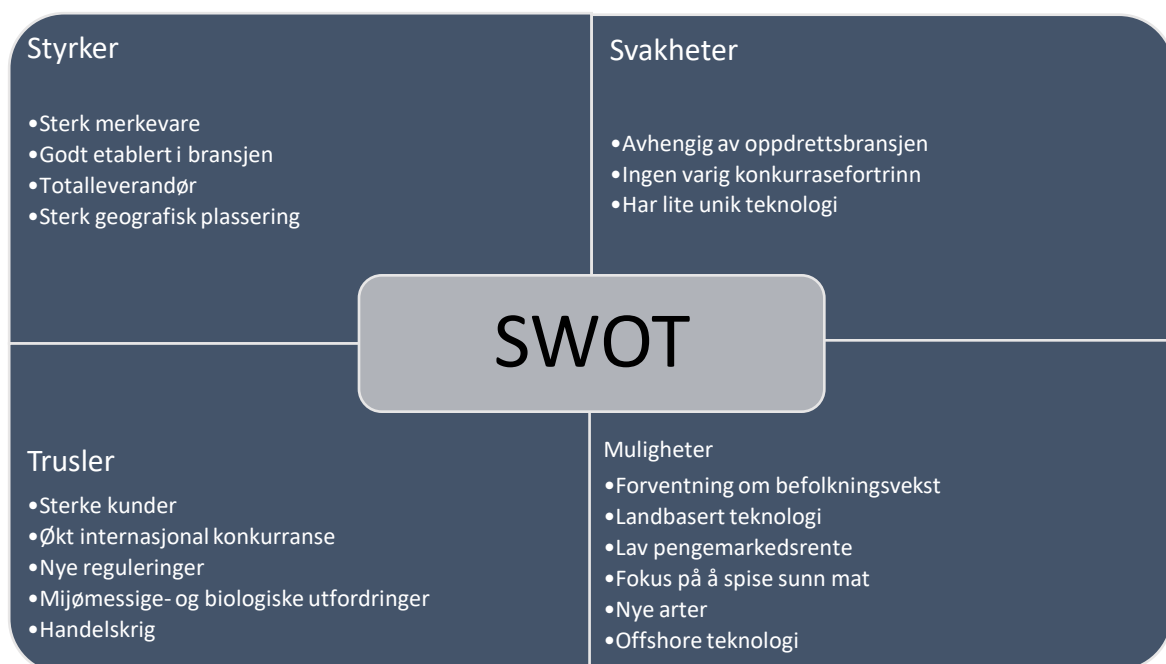
tilgang til deres humankapital, noe som gjør at de per dags dato besitter meget kompetente og kunnskapsrike ansatte.

4.3.5 Oppsummering av VRIO- analyse

AKVA Group besitter viktige ressurser som merkevare, geografisk lokalisering, teknologi og innovasjon, og menneskelig kapital, og disse elementene vil være viktige bidrag til fremtidig verdiskapning for selskapet. Som vi nevnte tidligere, skiller ikke AKVA Groups produkter seg særlig ut fra andre havbruksleverandørselskaper. Skal en kunne hevde seg i dette markedet, kreves det kompetanse og effektiv organisering over hele linjen.

4.4 SWOT -Analyse

Vi bruker en SWOT-analyse for å oppsummere den strategiske analysen. Innsatsfaktorene i SWOT-analysen består av den informasjonen som er presentert i de eksterne og interne analysene gjort i dette kapitlet. SWOT er et rammeverk som ser på følgende fire aspekter: styrker (S), svakheter (W), muligheter (O) og trusler (T). Styrker og svakheter er rettet mot de interne forholdene vi presenterte i VRIO- analysen. Muligheter og trusler er rettet mot de eksterne forholdene som vi presenterte i Porters fem konkurransekrefter og PESTEL.



FIGUR 5: SWOT ANALYSE, BASERT PÅ INNHOLD I KAPITTEL 2.

4.5 Oppsummering av strategisk analyse

Det er nå gjennomført en analyse av de eksterne og interne strategiske forholdene til AKVA Group. Innledningsvis i dette kapitlet gjennomførte vi en PESTEL-analyse for å kartlegge de ytre forholdene for havbruksleverandørbransjen. Analysen satte spesielt søkelys på myndighetenes konsesjonssystem og de lovpålagte begrensningene oppdrettsbransjen møter, som trafikklyssystemet. Havbruksleverandørene blir også indirekte påvirket av utviklingen og investeringsnivået til oppdrettsnæringen. Videre ble det bemerket at flere av begrensningene og utfordringene AKVA Group møter på ved oppdrettsbransjens volumbegrensninger, vil avhenge av den videre utviklingen på det biologiske og miljømessige området. Dette vil i fremtiden kunne påvirke vekstpotensialet til produksjon og lønnsomhet for AKVA Group. Det strategiske valget ved å globalisere og fokusere på utviklingen av landbasert oppdrett, er derfor et smart strategisk valg for fremtiden.

Etter PESTEL-analysen, gjennomførte vi en analyse som ser på profittevnen i bransjen (Porter sine fem konkurransekrefter), og vi merket oss en høy etableringsbarriere for nye selskaper. Det eksisterer også sterke relasjoner mellom eksisterende leverandører og kunder (kunderelasjonen). Et annet viktig funn i Porter-analysen var at det finnes store og kapitalsterke oppdrettselskaper i markedet. Følgelig svekker de forhandlingsmakten til havbruksleverandørnæringen.

Kapitlet ble avsluttet med en VRIO analyse, der målet med denne analysen var å avdekke om ressursbasen kunne skape varige konkurransefortrinn. Vi oppdaget at ressursbasen inneholder verdifulle ressurser som er effektivt organisert, men at produktene ikke er sjeldne eller ikke-kopierbare.

SWOT-analysen oppsummerte den strategiske analysen, og koblet sammen interne og eksterne forhold. Den brukes normalt som en del av den strategiske planleggingen til en bedrift eller et selskap. Der man setter selskapets konkurransefortrinn opp mot selskapets konkurrenter.

5. Regnskapsanalyse

5.1 Historisk utvikling

Regnskapsanalysen er en viktig del av verdsettelsen da regnskapet presenterer den grunnleggende informasjonen om et selskaps drift. I det følgende kapittelet har vi omgruppert det historiske resultatregnskapet og balansen til AKVA Group fra perioden 2016-2020.

Tallene, hentet fra rapportene i nevnte tidsspenn, blir brukt til å regne ut nøkkeltallene som gjennomgås i kapittel 5.2.

Omgruppert resultatregnskap (Mill NOK)	2016	2017	2018	2019	2020
Salgsinntekter	1603	2088	2579	3051	3190
Andre inntekter	8	15	13	26	
Totale inntekter	1603	2088	2579	3077	3190
Varekostnad	913	1196	1517	1861	
Lønnskostnader	422	496	638	766	
Andre kostander	124	156	187	177	
OPEX	1459	1848	2342	2805	2853
EBITDA	144	240	238	272	337
Avskrivinger og nedskrivinger	69	83	108	210	190
EBIT	75	157	130	62	147
Rentekostnader	26	22	18	49	33
EBT	49	136	112	13	114
Skatt	21	36	22	-3	28
Driftsresultat etter skatt	28	100	89	17	87

TABELL 4: OMGRUPPERT RESULTATREGNSKAP 2016-2020, AKVA GROUP AS

Omgruppert Balanseoppføring (Mill NOK)	2016	2017	2018	2019	2020
Eiendeler					
Immaterielle eiendeler og goodwill	562	582	1 037	1 011	1 044
Varige driftsmidler	151	246	332	781	740
Langsiktige finansielle eiendeler	20	20	89	91	161
Totale langsiktige eiendeler	732	848	1 459	1 883	1 945
Varelager	186	238	462	514	469
Kundefordringer	260	404	326	317	
Kontant og lignende betalingsmidler	166	117	133	161	221
Andre kortsiktige eiendeler	32	55	323	158	623
Totale kortsiktige eiendeler	644	814	1 244	1 150	1 313
Totale eiendeler	1 376	1 663	2 703	3 034	3 258

TABELL 5: OMGRUPPERT BALANSE, EIENDELER 2016-2020, AKVA GROUP AS

Omgruppert Balanseoppføring (Mill NOK)	2016	2017	2018	2019	2020
Egenkapital og Gjeld					
Total egenkapital	435	500	1 063	991	1 022
Total langsiktig gjeld	469	518	549	1 164	1 331
Leverandørgjeld	143	186	232	228	
Kortsiktig rentebærende gjeld	30	122	-	127	29
Annen kortsiktig gjeld	299	336	860	524	877
Total kortsiktig gjeld	472	644	1 091	880	906
Total Gjeld	941	1 162	1 640	2 043	2 237
Sum Egenkapital og Gjeld	1 376	1 663	2 703	3 034	3 258

TABELL 6: OMGRUPPERT BALANSE EK OG GJELD, 2016-2020, AKVA GROUP AS

5.2 Lønnsomhet

Lønnsomhet sier noe om hvor god en bedrifts inntjeningssevne er, og blir ofte referert som «avkastning for innsatsen». Begrepet er av økonomisk karakter der en lønnsomhetsberegning har til hensikt å avdekke om en bedrift faktisk evner å tjene penger på sin virksomhet.

Lønnsomhet kan beregnes ved bruk av ulike metoder, deriblant følgende nøkkeltall: Totalkapitalrentabilitet, Egenkapitalrentabilitet og Driftsmargin. I dette kapitlet skal vi også se på AKVA Groups regnskapstall i forhold til regnskapstallene til sammenlignbare selskaper innen havbruksleverandørbransjen. Disse selskapene er som nevnt i konkurransedelen: Optimar AS og Scale AQ AS. Tallene er hentet fra perioden 2017-2019, dette grunnet utvikling i bransjen der Steinsvik AS og Aqualine AS, to av AKVA Groups større konkurrenter, slo seg sammen og dannet selskapet Scale AQ i 2017. Da ingen av de sammenlignbare selskapene er børsnoterte og derav ikke tilgjengelige i samme grad som AKVA Group, har vi hentet regnskapstallene for de sammenlignbare selskapene gjennom Proff.no.

5.1.1 Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabilitet sier noe om hvor effektivt et selskap har anvendt totalkapitalen for å generere overskudd, og skal ifølge Hoff og O. Pedersen vise totalkapitalens avkastning ved normal drift, uten å ta hensyn til ekstraordinære inntekter og/ eller kostnader (Pederes & Hoff, 2016). Nedenfor vises en formel for å beregne totalkapitalrentabiliteten til et selskap.

$$TK_R = \frac{\text{Ordinært resultat før skattekostnad} + \text{rentekostnader}}{\text{Gjennomsnittlig totalkapital}} \times 100\%$$

FORMEL 11: TOTALKAPITALRENTABILITET

$$\text{Gjennomsnittlig totalkapital} = \frac{(\text{Inngående balanse} + \text{Utgående balanse})}{2}$$

FORMEL 12: GJENNOMSNISSLIG TOTALKAPITAL

Diagram 2 som er fremstilt under, presenterer forholdet mellom AKVA Group sin totalkapitalrentabilitet mot gjennomsnittet av dens sammenlignbare selskaper i bransjen. Y-aksen viser totalkapitalrentabiliteten i prosent og x-aksen viser perioden 2017-2019. Vi ser at AKVA Group gjennom valgte periode ligger over gjennomsnittet. Vi kan også se en sammenheng med de sammenlignbare selskapene, Optimar AS og Scale AQ AS, der totalkapitalrentabiliteten har en avtagende helning. Denne trenden kan skyldes bransjens behov etter å foreta store kapitalavsetninger for å kunne gjennomføre investering i teknologiutvikling og større prosjekter, noe som også kan forklare lavere resultatutvikling.

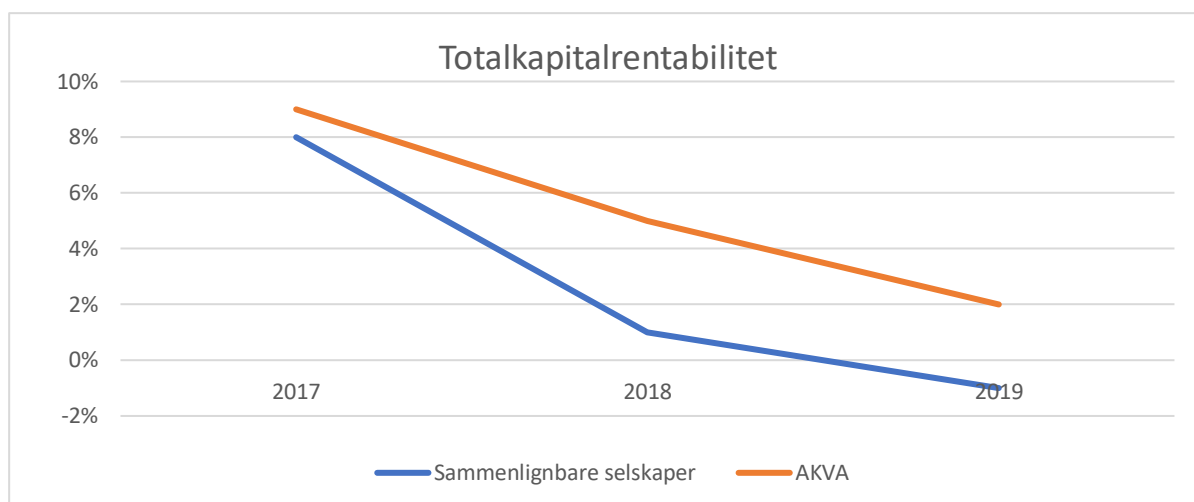


DIAGRAM 2: TOTALKAPITALRENTABILITET, 2017-2019, TALL HENTET FRA PROFF.NO OG ÅRSRAPPORTENE TIL AKVA GROUP

5.1.2 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabilitet sier noe om hvor effektivt et selskap bruker sin egenkapital for å skape fortjeneste. Som regel endrer investert egenkapital seg gjennom året og det er derfor vanlig å ta et vektet gjennomsnitt av inngående og utgående egenkapital i beregningen, slik som man må gjøre i beregningen av gjennomsnittlig totalkapital vist i formel 12 over.

Egenkapitalrentabilitet kan beregnes både før og etter skatt, og vi har valgt å trekke fra skatt da dette gir en bedre fremstilling på hva bedriften har å rutte med etter at skattekostnader og andre utgifter er betalt.

$$EK_R = \frac{\text{Ordinært resultat etter skatt}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}} \times 100\%$$

FORMEL 13: EGENKAPITALRENTABILITET

$$\text{Gjennomsnittlig egenkapital} = \frac{(\text{Inngående egenkapital} + \text{Utgående egenkapital})}{2}$$

FORMEL 14: GJENNOMSNISSLIG EGENKAPITAL

Diagram 3 som vises nedenfor presenterer egenkapitalrentabiliteten til AKVA Group og gjennomsnittet av sammenlignbare selskaper i bransjen. Y-aksen viser egenkapitalrentabiliteten i prosent og x-aksen i perioden 2017-2019. Vi ser i figuren at AKVA Group ligger under gjennomsnittet frem til 2019. Grunner til dette kan være større investeringer som ikke har vist igjen i det ordinære resultatet. Sammenlignet med de sammenlignbare selskapene, Optimar AS og Scale AQ AS, ser vi at AKVA Group unnytter sin

egenkapital bedre i sammenheng med utførte investeringer. Vi kan se den samme tendensen ved større fokus på sikrere investeringer i prosjekter og teknologiutvikling og ved å utnytte mer av egenkapitalen som finansieringskilde.

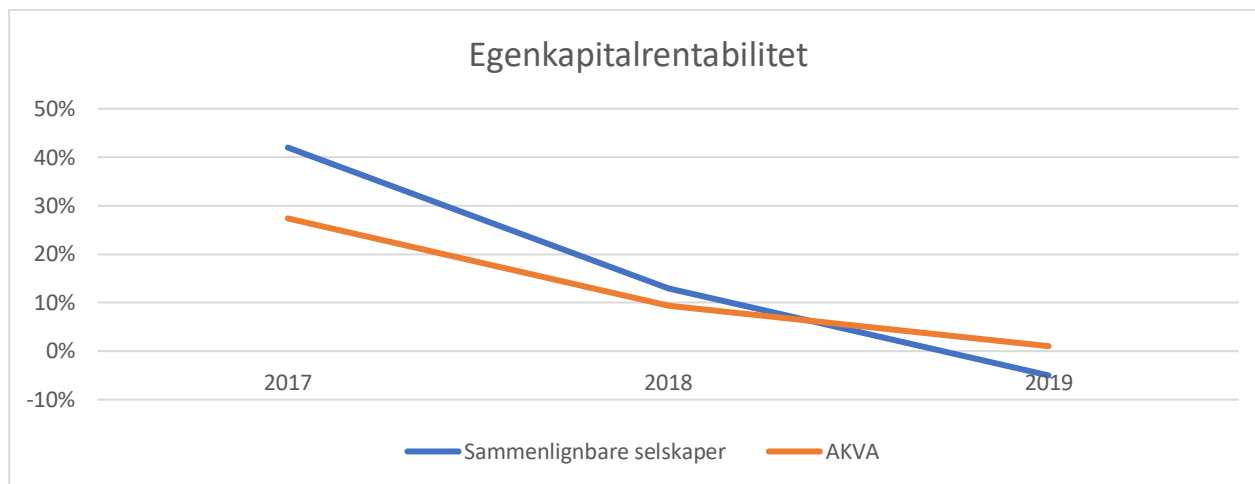


DIAGRAM 3: EGENKAPITALRENTABILITET, 2017-2019, TALL HENTET FRA PROFF.NO OG ÅRSRAPPORTENE TIL AKVA GROUP

5.1.3 Driftsmargin

Driftsmarginen er driftsresultat sett i forhold til driftsinntektene, og sier hvor mye overskudd som skyldes driftsinntektene. Nøkkeltallet viser hvor mye en virksomhet tjener per krone av omsetningen. Driftsmarginen tar utgangspunkt i den operasjonelle aktiviteten justert for avskrivning og nedskrivning før rente- og skattekostnader. Da nøkkeltallet ikke har hensyntatt rente- og skattekostnader, bør driftsmarginen være stor nok til å dekke det de operative selskapene skal betale inn av disse kostnadene.

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

FORMEL 15: DRIFTSMARGIN

Diagram 4 som fremstilles under viser driftsmarginen for AKVA Group og gjennomsnittet av sammenlignbare selskaper i bransjen. Y-aksen viser driftsmarginen i prosent og x-aksen det samme i perioden 2017-2019. Vi ser i figuren at AKVA Group ligger over gjennomsnittet i driftsmargin i hele perioden. Dette betyr at per krone investert til driften, tjener AKVA Group mer enn gjennomsnittet av de sammenlignbare selskapene.

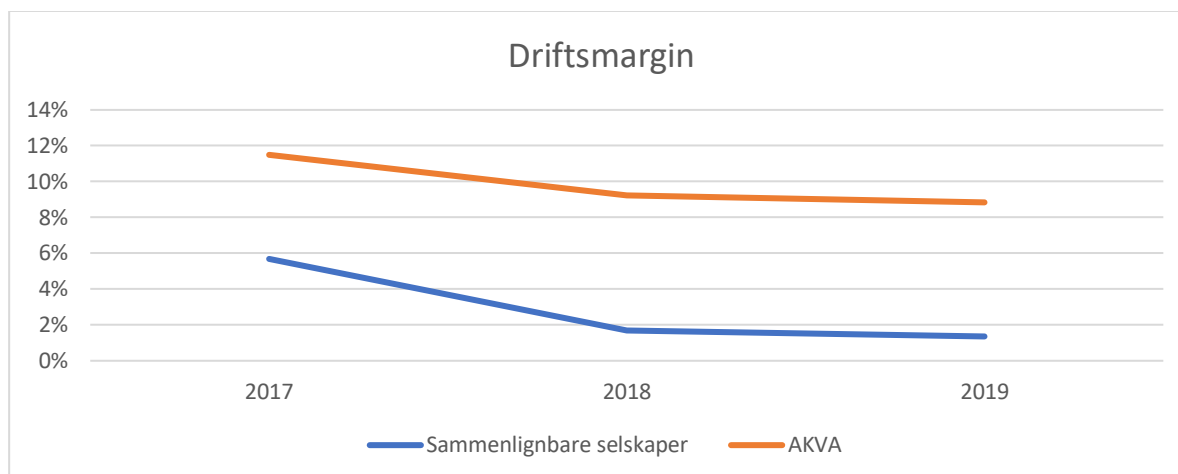


DIAGRAM 4: DRIFTSMARGIN 2017-2019, TALL HENTET FRA PROFF.NO OG ÅRSRAPPORTENE TIL AKVA GROUP

5.2 Likviditet

Likviditet er et kontantstrømbegrep som innebærer å ha «evne til å dekke løpende betalingsforpliktelser» (Hoff & O. Pedersen, 2015, s. 231). Eksempelvis vil det for et selskap være viktig å ha likvide midler for å kunne betale sine forpliktelser. Det må understrekes at god lønnsomhet ikke er synonymt med god likviditet, og det kan være tilfeller der en bedrift må gjøre en vurdering av hvilke tiltak bedriften kan iverksette for å forbedre sin likvide stilling da en insolvent bedrift kan gi ringvirkninger i og utenfor bedriften, og i verste tilfelle føre til konkurs for bedriften.

5.2.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 (LG1) er et nøkkeltall som tar utgangspunkt i en bedrifts balanse, og vurderer omløpsmidlenes størrelse i forhold til bedriftens kortsiktige gjeld. Da ubenyttet kassekreditt utgjør en del av likviditetsreserven til en bedrift legges den til omløpsmidlene. Med andre ord gir dette nøkkeltallet en indikasjon på hvor god en bedrift er til å betjene sin kortsiktige gjeld. Formelen nedenfor viser hvordan man beregner LG1 for et selskap. En generell regel er at et selskap bør ha en LG1 som er større enn 2, da dette forholdstallet sier at halvparten av omløpsmidlene er finansiert med langsiktig kapital (både egenkapital og gjeld). Ifølge Hoff og O. Pedersen vil denne halvparten ofte inkludere hele varelageret (Hoff. O. Pedersen, 2015, s. 234).

$$LG1 = \frac{\text{Omløpsmidler} + \text{Ubenyttet kassekreditt}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

FORMEL 16: LIKVIDITETSGRAD 1

(GR2, S. 234)

Diagram 5 som er fremstilt under viser likviditetsgraden til AKVA Group og gjennomsnittet av de sammenlignbare selskapene. Y-aksen viser likviditetsgrad 1 og x-aksen i perioden 2017-2019. Vi ser at AKVA Group ligger litt over, men på linje med gjennomsnittet frem til 2018. Etter 2018 ser vi at gjennomsnittet ligger jevnt, mens AKVA Group øker sin likviditetsgrad. Dette kan indikere at AKVA Group vil ha bedre evne til å betale deres kortsiktige forpliktelser sammenlignet med gjennomsnittet.

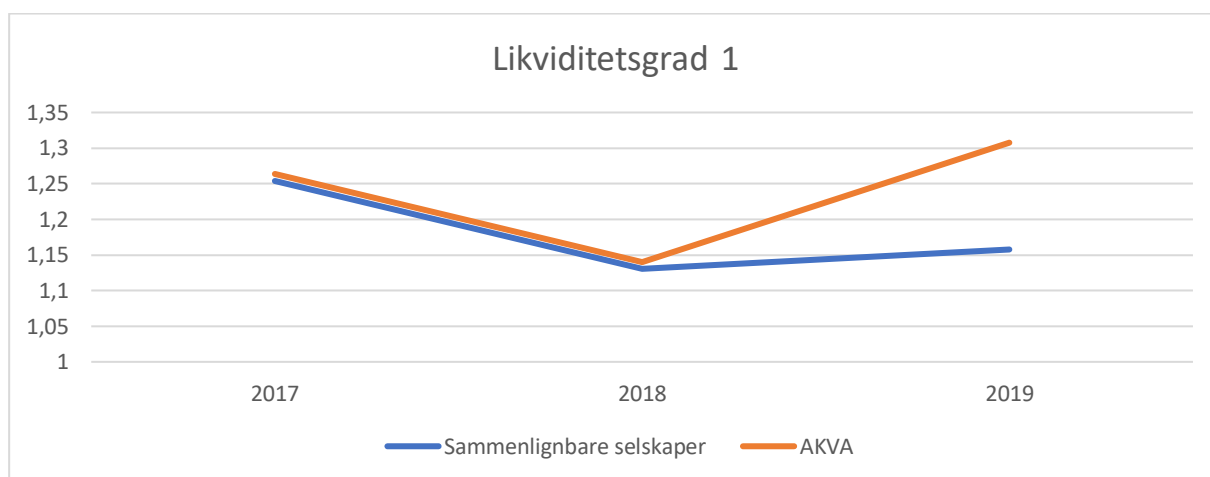


DIAGRAM 5: LIKVIDITETSGRAD 1 2017-2019, TELL HENTET FRA PROFF.NO OG ÅRSRAPPORTENE TIL AKVA GROUP

5.2.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 (LG2) viser forholdet mellom de mest likvide omløpsmidlene tillagt ubenyttet kassekreditt og kortsiktig gjeld. Grunnen til at varelageret er trukket ut fra omløpsmiddelbegrepet, skyldes at vi anser varelageret å være mindre likvid enn de andre omløpsmidlene som kundefordringer. Som regel produserer havbruksleverandørselskaper på bestilling da delene er kostbare og krever mye tid for å bli ferdigstilt. Dette betyr at varelageret inneholder eiendeler som ikke anses som likvide nok. Formelen til LG2 vises nedenfor der en generell regel er at forholdstallet bør være større enn 1. Dette er en strengere anbefaling enn for LG1.

$$LG2 = \frac{\text{Mest likvide omløpsmidler} + \text{Ubenyttet kassekreditt}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

FORMEL 17: LIKVIDITETSGRAD 2

(GR2, S. 234)

Diagram 6 som er presentert under viser Likviditetsgrad 2 til AKVA Group og gjennomsnittet av de sammenlignbare selskapene. Y-aksen viser Likviditetsgrad 2 og x-aksen viser perioden 2017-2019. Vi ser i figuren at AKVA Group ligger over gjennomsnittet av de sammenlignbare selskapene. AKVA ligger også innenfor den generelle regelen om at likviditetsgrad 2 bør være over 1. AKVA har også en bedre evne til å betale sin kortsiktige gjeld fratrukket varelager, sammenlignet med gjennomsnittet av de sammenlignbare selskapene.

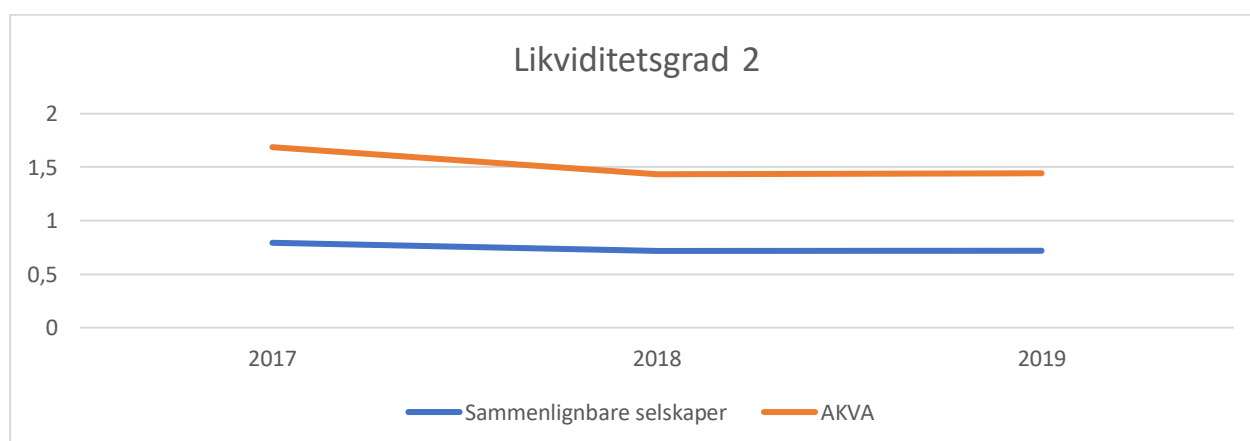


DIAGRAM 6: LIKVIDITETSGRAD 2, 2017-2019, TALL HENTET FRA PROFF.NO OG ÅRSRAPPORTENE TIL AKVA GROUP

5.3 Soliditet

Soliditet er et økonomisk begrep som uttrykker en bedrifts evne til å tåle tap over lengre tid, der en ser på hvor stor andel av et selskaps eiendeler som er finansiert av dens egenkapital. Graden av soliditet beregnes normalt ut fra størrelsen på nøkkeltallet, egenkapitalprosenten.

5.3.1 Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosent blir ifølge Hoff og O. Pedersen ansett å være et viktig soliditetsmål og uttrykker hvor solid og robust en bedrift er, altså hvor mye den kan tåle å tape. Mer presist

forteller den hvor stor andel av eiendelene en bedrift kan miste, uten at tapet påvirker dens långivere og de øvrige kreditorene. De fleste bedrifter vil ha et mål om å ha en høy egenkapitalprosent, fordi den bidrar til å øke bedriftens kredittverdighet og dermed øke mulighet for å få tak i en gunstig finansiering. Formelen for egenkapitalprosent kan ses nedenfor.

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapitalen}}{\text{Totalkapitalen}} \times 100\%$$

FORMEL 18: EGENKAPITALPROSENT

(GR2, S. 272)

Diagram 7 som vises nedenfor viser egenkapitalprosenten for AKVA Group og gjennomsnittet av de sammenlignbare selskapene. Y-aksen viser egenkapitalprosenten og x-aksen viser perioden 2017-2019. Et vanlig mål for egenkapitalprosenten er at den ikke burde ligge under 30 %. Vi ser at AKVA Group jevnt ligger rundt 30-40 % som er 15-20 % over gjennomsnittet, dette ligger også innenfor kravet om 30 %. En høy egenkapital vil ikke nødvendigvis være positivt da det er dyrere å finansiere med egenkapital enn gjeld. Det handler om å ha et godt forhold mellom egenkapitalen og gjelden.

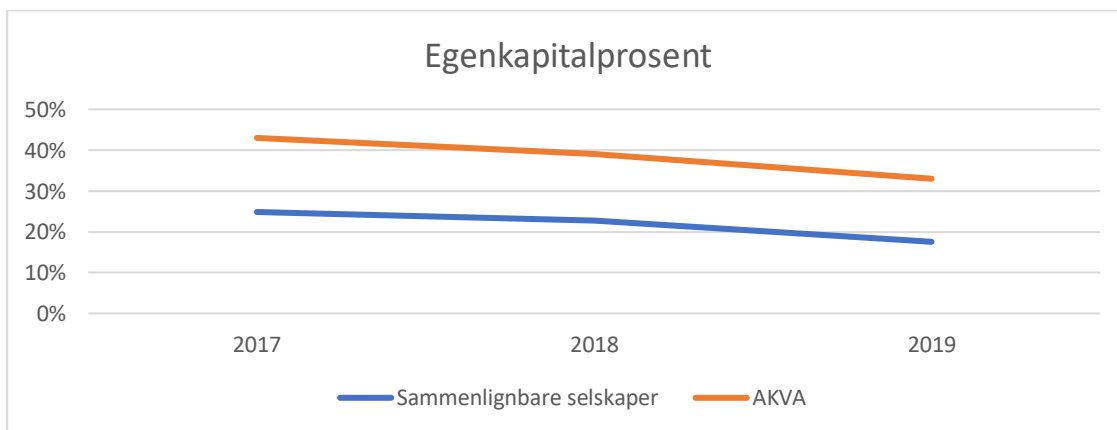


DIAGRAM 7: EGENKAPITALPROSENT 2017-2019, TALL HENTET FRA PROFF.NO OG ÅRSRAPPORTENE TIL AKVA GROUP

5.4 Oppsummering

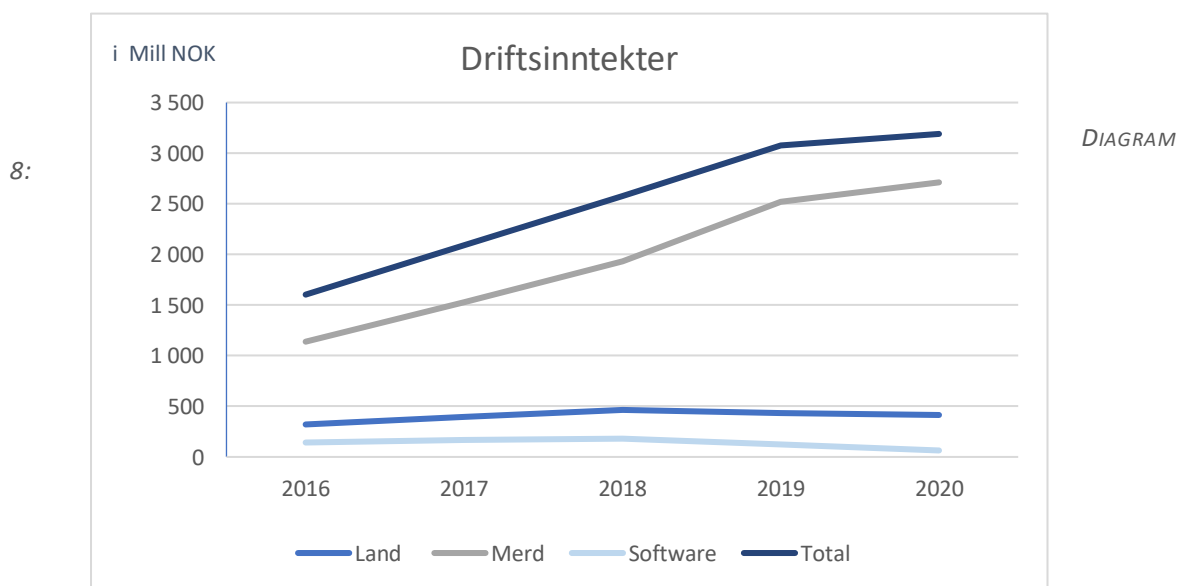
Regnskapsanalysen belyser at AKVA Group har hatt en tilfredsstillende lønnsomhet, samt hatt en bedre lønnsomhet enn gjennomsnittet av dens sammenlignbare selskaper i perioden 2017-2019. Det er sannsynlig å tro at man vil se denne observasjonen også i fremtiden. Gjennom likviditetsanalysen fant vi ut at AKVA Group har ligget over gjennomsnittet i de siste årene, noe som er et bra tegn. Avslutningsvis foretok vi en analyse av soliditeten til selskapet, og der fant vi ut at AKVA Group hadde en høy soliditet. En høy soliditet vil fungere som en forsikring for eiere og potensielle investorer da den viser hvor mye selskapet evner å tape uten å påvirke dens långivere. Dette betyr at AKVA Group evner å tåle tap i dårlige perioder, og dette vil dermed gjøre dem til en sikrere investering sammenlignet med dens sammenlignbare selskaper.

6. Prognose av fremtidige kontantstrømmer

Målet med en fundamental verdsettelse er å finne nåverdien av alle fremtidige kontantstrømmer tilhørende total kapitalen. For å kunne gjøre dette trenger vi et estimat på den fremtidige utviklingen til selskapet, og vi vil derfor utarbeide et fremtidsregnskap for AKVA Group. Grunnlaget for de fremtidige estimatene vil være historiske regnskapstall som senere vil bli justert for å reflektere den informasjonen som ble funnet i den strategiske analysen.

6.1 Driftsinntekter

AKVA Group får sine inntekter gjennom sine tre forretningsområde: merdbasert, landbasert og programvare. Av figuren under ser vi at summen av driftsinntektene har økt stabilt over de siste fem årene, der Y-aksen uttrykker driftsinntekter i Mill NOK, og x-aksen uttrykker perioden 2016 - 2020. Bryter vi inntektene ned etter forretningsområdene, ser vi en økende trend i merdbasert oppdrett, stabil trend i landbasert oppdrett og en avtagende trend i Software. I diagrammet ser vi at merdbasert oppdrett er størst og utgjør i snitt 78,4 % av selskapets totale driftsinntekter i den femårige perioden. Landbasert oppdrett og Softwares gjennomsnitt har henholdsvis vært på 16,2 % og 5,4 %. De øvrige inntektene som AKVA Group får inn, er i hovedsak gjennom service og vedlikeholdsarbeid. Vi har på grunn av dette innbakt denne inntekten i de ulike sektorene med den samme prosentangivelsen som sektoren har av de totale inntektene.



DRIFTSINNEKTER 2017-2019, TALL HENTET FRA PROFF.NO OG ÅRSRAPPORTENE TIL AKVA GROUP

6.1.1 Inntekt fra merdbasert oppdrett

Ordreboken til merdbasert oppdrett har de siste fem årene hatt en gjennomsnittlig andel av salgsinntektene på 78,4 %, og dens gjennomsnittlige vekst har i samme periode vært 25 %. Likevel kan det observeres en trend i retning av en mer stabil og stagnerende vekst i salgsinntektene i dette segmentet. Setter vi disse observasjonene sammen med de funnene vi gjorde i den strategiske analysen kan vi argumentere for en forventning om at AKVA Group de neste årene ikke klarer å levere samme vekst som vi har sett til nå. Ved disse antakelsene estimerer vi en avtagende vekst mot terminalåret. I tabellen under har vi illustrert den forventede veksten i perioden 2021 til 2025. Vi velger å justere veksten nedover ettersom den strategiske analysen peker på økende fokus og satsing på landbasert oppdrett de kommende årene. I tillegg til dette ser vi i diagrammet i kapittel 6.1 at veksten begynner å avta og stabilisere seg.

i Mill NOK	2020	e 2021	e 2022	e 2023	e 2024	e 2025
Salg av merdbasert	2 712	2 983	3 221	3 447	3 688	3 909
% vekst		10 %	8 %	7 %	7 %	6 %

TABELL 7: ESTIMERT SALG AV MERDBASERT UTSTYR 2021-2025.

6.1.2 Inntekt fra landbasert oppdrett og Software

Inntektene fra landbasert oppdrett og Software har historisk sett representert henholdsvis 16,2% og 5,4% av AKVA Groups driftsinntekter. Basert på funnene som ble utredet i den strategiske analysen, tyder mye på at AKVA Group vil oppleve en vekst i disse fokusområdene i tiden fremover.

I tabellene under vises en presentasjon av den forventede veksten til sektorene landbasert oppdrett og Software. Vi forventer en gradvis økning i den gjennomsnittlige veksten inn i fremtiden basert på funnene i den strategiske analysen. Da vi ser et økende globalt fokus på landbasert oppdrett, kan dette indikere økt etterspørsel etter landbasert utstyr i fremtiden. Den økte etterspørselen vil i tillegg utløse behov for produksjon og salg av ny teknologi, som oppdaterte programvaresystemer tilpasset landbasert oppdrett, noe som vil påvirke Software sektoren. Det må nevnes at gjennomsnittlig vekst i perioden for landbasert og Software var henholdsvis 7% og -14%.

i Mill NOK	2020	e 2021	e 2022	e 2023	e 2024	e 2025
Salg av landbasert	415	444	479	527	590	673
% vekst		7 %	8 %	10 %	12 %	14 %

TABELL 8: ESTIMERT SALG AV LANDBASERT UTSTYR 2021-2025.

i Mill NOK	2020	e 2021	e 2022	e 2023	e 2024	e 2025
Salg av Software	64	57	53	50	49	50
% vekst		-10 %	-8 %	-5 %	-2 %	1 %

TABELL 9: ESTIMERT SALG AV SOFTWARE 2021-2025.

6.1.3 Oppsummert driftsinntekt

Vi valgte å integrere øvrige driftsinntekter med salgsinntektene til AKVA Groups tre forretningsområder, der vi vektet øvrige driftsinntekter med samme prosentvise andel som disse tre segmentene i gjennomsnitt har vist gjennom andel av totale salgsinntekter.

Vi har på bakgrunn av den strategiske analysen og AKVA Groups årsrapporter estimert AKVA Groups prosjekterte driftsinntekter i de kommende årene, der vi har estimert deres potensielle vekst basert på bransjens framtidsutsikter. I tabellen under har vi presentert den samlede utviklingen for driftsinntektene til AKVA Group i Mill NOK og samlet prosentvis vekst gjennom de fem kommende årene.

i Mill NOK	2020	e 2021	e 2022	e 2023	e 2024	e 2025
Merdbasert	2 712	2 983	3 221	3 447	3 688	3 909
Landbasert	415	444	479	527	590	673
Software	64	57	53	50	49	50
SUM	3 190	3 484	3 753	4 024	4 328	4 632
Total % endring		9 %	8 %	7 %	8 %	7 %

TABELL 10: ESTIMERT TOTAL INNTEKT 2021-2025.

6.2 Driftskostnader

Driftskostnader er kostnader som kan knyttes til den løpende driften til et selskap.

Driftskostnad blir i hovedsak delt inn i varekostnad, lønnskostnad og andre driftskostnader.

For å estimere de fremtidige driftskostnadene, har vi valgt å beregne dem som et forholdstall av de historiske, totale driftsinntektene. Metoden vi benytter er avhengig av at det finnes en direkte korrelasjon mellom veksten i inntekt og kostnad knyttet til driften. Vi velger å bruke denne metoden fordi vi mener dette vil gi oss et mer realistisk bilde på hvordan driftsinntektene og driftskostnadene historisk sett har korrelert i vekstperioder, i motsetning til å estimere veksten separat, år for år.

6.2.1 Varekostnad

I tabellen nedenfor ser man at varekostnaden til AKVA Group i gjennomsnitt utgjør 58 % av driftsinntektene, noe som betyr at varekostnadsposten er den største kostnaden for selskapet.

i Mill NOK	2016	2017	2018	2019	Gjennomsnitt
Varekostnad	913	1 196	1 517	1 861	
Driftsinntekt	1 603	2 088	2 579	3 077	
% av driftsinntekt	57 %	57 %	59 %	60 %	58 %

TABELL 11: VAREKOSTNAD 2016-2019, TALL HENTET FRA ÅRSRAPPORTENE TIL AKVA GROUP AS.

Innenfor havbruksleverandørbransjen vil kostnaden tilhørende vareproduksjon være den høyeste, og varekostnaden er dermed avgjørende for den prosentvise profitten på inntekten. Som vi observerte i VRIO analysen, har AKVA Group opparbeidet seg en sterk merkevare, noe som er med på å styrke posisjonen til deres produkter i markedet da merkevare er vanskelig å imitere. Vi antar at deres merkevare vil være sterkt også i fremtiden, og forutsetter at denne kostnadsposten følgelig vil holde seg stabil over tid. Da AKVA Group produserer mesteparten av sine produkter i separate produksjonsanlegg i utlandet, kan dette i tillegg bidra med å holde noe av varekostnaden nede. Tabellen nedenfor viser den fremtidige prognosen på varekostnaden basert på den estimerte driftsinntekten, og den gjennomsnittlige prosentvise andelen av den.

i Mill NOK	2020	e 2021	e 2022	e 2023	e 2024	e 2025
Varekostnad	1 850	2 021	2 177	2 334	2 510	2 687
Estimert driftsinntekt	3 190	3 484	3 753	4 024	4 328	4 632
% av driftsinntekt	58 %	58 %	58 %	58 %	58 %	58 %

TABELL 12: PROGNOSE AV VAREKOSTNAD 2021-2025.

6.2.2 Lønnskostnad

I tabellen under ser man at lønnskostnadene i gjennomsnitt ligger på 25 % av den samlede driftsinntekten.

i Mill NOK	2016	2017	2018	2019	Gjennomsnitt
Lønnskostnad	442	496	638	766	
Driftsinntekt	1 603	2 088	2 579	3 077	
% av driftsinntekt	28 %	24 %	25 %	25 %	25 %

TABELL 13: LØNSSKOSTNAD 2016-2019, TALL HENTET FRA ÅRSRAPPORTENE TIL AKVA GROUP AS.

Lønnskostnader er kostnader som kan knyttet sammen med selskapets aktivitetsnivå. Forholdet mellom totale driftsinntekter og lønnskostnader viser en relativt stabil utvikling, og kostnadsposten utgjør i gjennomsnitt mellom 24-28 % av driftsinntektene. Tabellen nedenfor viser den fremtidige prognosen på selskapets lønnskostnad basert på den estimerte driftsinntekten, og den gjennomsnittlige prosentvise andelen av den.

i Mill NOK	2020	e 2021	e 2022	e 2023	e 2024	e 2025
Lønnskostnad	798	871	938	1 006	1 082	1 158
Estimert driftsinntekt	3 190	3 484	3 753	4 024	4 328	4 632
% av driftsinntekt	25 %	25 %	25 %	25 %	25 %	25 %

TABELL 14: PROGNOSE AV LØNSSKOSTNAD 2021-2025.

6.2.3 Andre driftskostnader

Innenfor posten andre driftskostnader ligger blant annet frakt, energi, vedlikehold og andre mindre kostnads-posteringer. Da disse kostnadene er små, blir de samlet opp og lagt inn i samleposten «Andre driftskostnader». Andre driftskostnader ligger på et stabilt nivå, mellom 8-6 % av driftsinntektene, og vi bruker gjennomsnittet på 7 % i senere utregninger.

i Mill NOK	2016	2017	2018	2019	Gjennomsnitt
Andre driftskostnad	124	156	187	177	
Driftsinntekt	1 603	2 088	2 579	3 077	
% av driftsinntekt	8 %	7 %	7 %	6 %	7 %

TABELL 15: ANDRE DRIFTSKOSTNADER 2016-2019, TALL HENTET FRA ÅRSRAPPORTENE TIL AKVA GROUP AS.

De fleste mindre kostnads- posteringene til AKVA Group kommer fra reise, markedsføring, utstyr, leasing, rente til bygninger, vedlikehold m.m. Dette er kostnadene som er nødvendige for å holde en normal drift gående. Gjennom 2020 til dags dato har verden vært preget av en pandemi som eksempelvis har forhindret oss i å reise både på utenlandsreiser og på forretningsmøter. Da posten «Reise» utgjør en svært liten andel av andre driftskostnader, gir dette ingen store utslag på den prosentvise andelen andre driftskostnader har i forhold til driftsinntektene. Vi bruker dermed 7 % i videre beregninger. Tabellen nedenfor viser den

fremtidige prognosen på andre driftskostnader basert på den estimerte driftsinntekten, og den gjennomsnittlige prosentvise andelen av den.

i Mill NOK	2020	e 2021	e 2022	e 2023	e 2024	e 2025
Andre driftskostnader	223	244	263	282	303	324
Estimert driftsinntekt	3 190	3 484	3 753	4 024	4 328	4 632
% av driftsinntekt	7 %	7 %	7 %	7 %	7 %	7 %

TABELL 16: PROGNOSE AV ANDRE DRIFTSKOSTNADER 2021-2025.

6.2.4 Oppsummering driftskostnader

Tabellen under viser en oversikt over foretatte utregninger av varekostnaden, lønnskostnaden og andre driftskostnader til AKVA Group, der vi har samlet disse sammen under sum driftskostnad. I tabellen ser vi at varekostnaden skiller seg ut som den største kostnaden til bedriften, etterfulgt av lønnskostnader og deretter andre driftskostnader. Som vi observerte i kapittel 6.2, har kostnadspostene hatt en relativt stabil utvikling og følger dermed samme trend som utviklingen i driftsinntektene. Tabellen under presenterer en prognose for sum driftskostnader i perioden 2021 til 2025.

i Mill NOK	e 2021	e 2022	e 2023	e 2024	e 2025
Varekostnad	2 021	2 177	2 334	2 510	2 687
Lønnskostnad	871	938	1 006	1 082	1 158
Andre driftskostnad	244	263	282	303	324
sum driftskostnad	3 135	3 378	3 622	3 895	4 169

TABELL 17: OPPSUMMERING AV PROGNOSEN AV DRIFTSKOSTNADENE 2021-2025.

Tabellen under viser at resultatet av prognosene til driftsinntekter og driftskostnader. Når man trekker fra driftskostnadene fra driftsinntektene får vi EBITDA som er resultatet før renter, skatt, avskrivninger og nedskrivninger.

i Mill NOK	e 2021	e 2022	e 2023	e 2024	e 2025
Driftskostnader	3 135	3 378	3 622	3 895	4 169
Driftsinntekter	3 484	3 753	4 024	4 328	4 632
EBITDA	348	375	402	433	463

TABELL 18: EBITDA PROGNOSEN 2021-2025.

6.3 Avskrivninger

Når et selskap investerer i anleggsmidler som f.eks. maskiner, vil disse eiendelene bli kostnadsført etter deres forventede levetid i regnskapet.

i Mill NOK	2016	2017	2018	2019	2020	Gjennomsnitt
Avskrivninger og nedskrivninger	69	83	108	210	190	
Driftsinntekter	1 603	2 088	2 579	3 077	3 190	
% av driftsinntekter	4 %	4 %	4 %	7 %	6 %	5 %

TABELL 19: AVSKRIVNINGER 2016-2020, TALL HENTET FRA ÅRSRAPPORTENE OG KVARTALSRAPPORTENE TIL AKVA GROUP AS

Avskrivningene til AKVA Group har historisk sett ligget mellom 4-7 % av driftsinntektene. Det at vi observerer høyere avskrivningene de siste årene, kan forklares ved at selskapet har vært avhengig av en maskininvestering, noe som har ført til et høyere gjennomsnitt. Grunnen til at vi forsetter med prosentvis økning i driftsinntektene slik som vi ser i tabellen over, har bakgrunn i vår antakelse om at vi vil se en økning i investeringer innenfor Software teknologi. AKVA Groups bestemte levetid på software utvikling er på 1 til 15 år. Gjennom lineær avskrivning vil verdien avskrives det samme beløpet i hele levetiden. Formelen for lineær avskrivning er som følger:

$$A_t = \frac{(K - R)}{N}$$

A = Avskrivningen per periode

t = Beregningsåret

R = Restverdi

N = Antall år

K = Kostpris

FORMEL 19: LINEÆR AVSKRIVNING

I tabellen under har vi regnet ut levetiden til denne investeringen og at den vil, forutsatt at restverdien er 0, bli 7,2 år.

$$\frac{602\,569}{83\,840} = 7,2$$

Gjennom denne informasjonen ser vi at hele fremtidsprognosen vil bli påvirket av denne investeringen. Som vi presenterer i den strategiske analysen, er det i de siste årene oppstått et større fokus på landbasert oppdrett. Vi vil på bakgrunn av dette forvente en høyere avskrivning

i takt med investering og utvikling innenfor dette segmentet. Med dette som grunnlag forventer vi at avskrivningsprosenten vil i fremtiden ligge mellom 4-6 % av driftsinntektene.

i Mill NOK	e 2021	e 2022	e 2023	e 2024	e 2025
Avskrivninger og nedskrivninger	139	150	161	216	278
% av driftsinntekter	4 %	4 %	4 %	5 %	6 %

TABELL 20: PROGNOSE AV AVSKRIVNINGER 2021-2025.

6.4 Skattesats

Den norske selskapsskatten er i 2021 på 22 %. Satsen har blitt gradvis redusert fra 28 % i 2013 til 23 % i 2018, før den i 2019 ble 22 %. Vi forventer at dagens selskapsskatt vil være aktuell for fremtiden ettersom den har holdt seg stabil i to år, og vi vil dermed benytte oss av dagens sats på 22 % i videre beregninger.

i Mill NOK	e 2021	e 2022	e 2023	e 2024	e 2025
Driftsinntekter	3 484	3 753	4 024	4 328	4 632
Driftskostnader	3 135	3 378	3 622	3 895	4 169
EBITDA	348	375	402	433	463
Av- og nedskrivninger	139	150	161	216	232
EBIT	209	225	241	216	232
Skatt (22%)	46	50	53	48	51

TABELL 21: PROGNOSE AV SKATTESATS 2021-2025.

6.5 Arbeidskapital

Arbeidskapital er differansen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld, som ikke er rentebærende. I beregningen av fri kontantstrøm er ikke arbeidskapitalen i seg selv særlig interessant, men endringen fra periode til periode er det da den forteller hvor mye kapital som er bundet opp i driften. Endringen i arbeidskapital representerer da midler som påvirker kapitalflyten til selskapet.

i Mill NOK	2016	2017	2018	2019	2020	Gjennomsnitt
Varelager	186	238	462	514	469	
Kundefordringer	260	404	326	317		
Andre fordringer	32	55	323	158	623	
Kontantbeholdning	166	117	133	161	221	
Omløpsmidler	644	814	1 244	1 150	1 313	
Leverandør gjeld	143	186	232	228		
Skyldig skatt	22	12	26	28		
Annen kortsiktig gjeld	277	300	409	496		
Kortsiktig g. ikke-rentebærende	442	498	666	752	877	
Arbeidskapital	202	316	578	398	437	
<i>AK i % av driftsinntekter</i>	<i>13 %</i>	<i>15 %</i>	<i>22 %</i>	<i>13 %</i>	<i>14 %</i>	<i>14 %</i>

TABELL 22: ARBEIDSKAPITAL 2016-2020, TALL HENTET FRA ÅRS- OG KVARTALSRAPPORTENE TIL AKVA GROUP AS

Arbeidskapitalen som vi har kalkulert og som vises ovenfor, blir uttrykt som en prosentandel av driftsinntektene. Driftsinntektene til AKVA Group består hovedsakelig av tre komponenter, som er salgsinntekter fra merdbasert og landbasert oppdrett, programvaresystemer og andre driftskostnader. Som vi ser i tabellen over har AKVA Group en negativ endring i arbeidskapitalen, og dette indikerer at selskapet i perioden 2016 - 2020 har redusert sitt varelager, noe som virker fornuftig da selskapet produserer utstyr på bestilling og derfor ikke behøver mye kapital i den operasjonelle driften. Den gjennomsnittlige prosentvise delen av arbeidskapital mot driftsinntektene er 15 %, men vi velger å justere for den store økningen i 2018 og får ett gjennomsnitt på 14 % som er brukt for å regne ut de fremtidige endringene i arbeidskapital. Dette er presentert i tabell 23 under.

i Mill NOK	2020	e 2021	e 2022	e 2023	e 2024	e 2025
Arbeidskapital	437	473	510	547	588	629
Endring i Arbeidskapital		37	37	37	41	41

TABELL 23: PROGNOSE AV ARBEIDSKAPITAL 2021-2025.

6.6 Investeringer (CapEx)

Investeringer, som på engelsk ofte uttrykkes som CapEx, som står for Capital Expenditures, representerer kapital som blir brukt i anskaffelse, vedlikehold og påkostning av fysiske eiendeler. Slike eiendeler kan være maskiner, utstyr, teknologi og eiendom. Formelen vi benytter for å finne CapEx i perioden 2016 - 2020 er følgende:

$$CapEx = \Delta PP\&E + \text{periodens avskrivninger}$$

FORMEL 20: CAPEX

$$CapEx = \text{Investeringer}$$

$$\Delta PP\&E = \text{Endring i eiendom, anlegg og utstyr}$$

For å kunne finne de fremtidige prognosene for investering må vi finne ut hvor stor endring i PP&E utgjør i prosent av driftsinntektene. De fleste selskaper vil være avhengige av ytterligere investeringer for å kunne vokse totalt sett.

i Mill NOK	2016	2017	2018	2019	2020	Gjennomsnitt
Eiendom, Anlegg og utstyr (PP&E)	151	246	332	781	740	
Endring i PP&E		96	86	449	-41	
Avskrivninger	43	54	69	148	148	
Investering		150	87	596	107	
Investeringer i % av driftsinntektene		7 %	3 %	19 %	3 %	5 %

TABELL 24: INVESTERING (CAPEX) 2016-2020, TALL HENTET FRA ÅRS- OG KVARTALSRAPPORTENE TIL AKVA GROUP AS

Ut fra tabellen ser vi at investeringene utgjør i gjennomsnitt 5% av driftsinntektene, og vi ser bort i fra den store økningen i 2019. Denne økningen ble utløst av investering i maskiner og utstyr til produksjon av nye RAS-systemer som er en del av land-oppdrett. I tabellen under har vi illustrert den forventede fortsettende veksten i investering for AKVA Group. Vi justerer for den unormale økningen i 2019 og får et gjennomsnitt på 5 %. Vi har valgt å bruke en prosentsats på 5-6 % av driftsinntekter på grunn av forventning om normale investeringer som er mer rettet mot land-oppdrett i fremtiden. Avskrivninger er den regnskapsmessige behandlingen av investeringer, og man kan ikke avskrive mer enn hva investeringene i realiteten har kostet i det lange løp. Dette er spesielt viktig med tanke på terminalverdi-beregninger. Av denne grunn har vi satt den prosentvise veksten i investeringer lik den prosentvise veksten i avskrivninger.

i Mill NOK	e 2021	e 2022	e 2023	e 2024	e 2025
Investeringer (CapEX)	174	188	201	260	278
Investeringer i % av driftsinntekter	5 %	5 %	5 %	6 %	6 %

TABELL 25: PROGNOSE AV INVESTERINGER (CAPEX) 2021-2025

6.7 Oppsummering kontantstrømmer

Tabellen under viser en oppsummering av de estimerte kontantstrømmene til AKVA Group i perioden 2021 - 2025.

i Mill NOK	e 2021	e 2022	e 2023	e 2024	e 2025
Driftsinntekter	3484	3753	4024	4328	4632
- Driftskostnader	3135	3378	3622	3895	4169
= EBITDA	348	375	402	433	463
- Avskrivinger	139	150	161	216	278
= EBIT	209	225	241	216	185
- Skatt (22%)	38	41	44	39	41
- Investeringer	174	188	201	260	278
- Økning i Arbeidskapital	37	37	37	41	41
+ Avskrivinger	139	150	161	216	278
= Fri kontantstrøm til totalkapitalen	99	110	120	93	103

TABELL 26: OPPSUMMERING AV KONTANTSTRØMMER 2021-2025.

6.8 Terminalvekst

Vi vil ta utgangspunkt i vår estimerte kontantstrøm, e 2025 når vi skal beregne terminalverdien til AKVA Group. For å kunne regne ut terminalverdien vil vi i tillegg trenge en størrelse på terminalveksten, noe vi kan finne ved å estimere selskapets vekst fra år 2025 til all fremtid. Som vi var inne på i verdsettelsesteorien må denne veksten settes lavere enn veksten i hele økonomien for å unngå at selskapet vokser seg ut av økonomien den er en del av. Da AKVA Group er tilgjengelige i flere land gjennom sine kontorer og produksjonslokaliteter, velger vi å se på veksten til verdensøkonomien basert på forventninger om at selskapet ekspanderer mer internasjonalt i fremtiden. International Monetary Fund (IMF) har innhentet data i perioden 1980 til 2020, og disse viser at den årlige gjennomsnittlige nominelle veksten i verdensøkonomien vil ligge på rundt 3,5 % i 2025.

I den strategiske analysen belyste vi en mulighet for å observere en omstilling i oppdrettsnæringen i fremtiden i korrelasjon med en forventning om høyere etterspørsel etter laks. I betraktning av disse forventningene forutsetter vi en moderat vekst i terminalverdien. Ved hjelp av Porters Five Force fant vi i tillegg ut at AKVA Group har en solid posisjon i markedet, der selskapet tidligere har vist handlekraft innenfor produkt- og teknologiutvikling

sammenlignet med havbruksleverandørbransjens øvrige aktører. Basert på den strategiske analysen har vi derfor valgt å justere ned terminalveksten og setter den til 2 %. Estimeringen av terminalverdien vil foregå i kapittel 9. Da det er vanskelig å estimere vekstfaktoren, vil den bli utdypet mer i sensitivitetsanalysen.

7. Avkastningskravet (WACC)

Vi vil i følgende kapittel beregne egenkapitalkravet, gjeldskostnad, markedsandel av egenkapital, markedsverdi av gjeld og skatt. Dette er alle komponentene en WACC kalkulasjon består av. Etersom AKVA Group benytter seg av en sammensetning av ulike finansieringskilder da deres kapitalstruktur består av både egenkapital og gjeld, må vi vekte de ulike finansieringskildene for å komme frem til et mer korrekt bilde på avkastningskravet til selskapets total kapital. Det betyr at avkastningskravet til AKVA Group vil reflektere alle tilbyderne av kapital til selskapet utover aksjonærene.

7.1 Avkastningskravet til egenkapitalen

Regnskapstallene til AKVA Group er uttrykt i norske kroner, og vi vil dermed benytte oss av NOK i våre utregninger. Dette fordi vi må forholde oss til regelen om konsistens mellom fremtidige kontantstrømmer og selskapets forventede avkastningskrav. Tallene vi baserer våre estimater på, er hentet ut fra årsrapportene som presenterer selskapets finansielle stilling. Vi vil benytte oss av kapitalverdimodellen når vi beregner avkastningskrav til egenkapitalen.

7.1.1 Risikofri rente

I praksis er den beste tilnærmingen til en risikofri rente en likvid og langsiktig statsobligasjon utstedt av en stat hvor misligholds-risikoen er minimal. Da det er mulig å få tak i ulik løpelengde på en statsobligasjon, bør man anvende lik tidshorisont på de estimerte fremtidige kontantstrømmene og den valgte statsobligasjon. Dersom tidshorisonten er ulik, vil dette kunne føre til en utslagsgivende effekt på nåverdien til AKVA Group. Vi benytter oss av en strategi som går ut på å ha en sammenfallende varighet på de fremtidige kontantstrømmene og

den risikofrie renten. På Norges Banks hjemmeside kan man se at den 10-årige norske statsobligasjonen pr. 08/03-21 har en avkastning på 1,52 %. Den 10-årige statsobligasjonen er i Norge den statsobligasjonen med lengst løpetid. Vi vil i denne verdsettelsen benytte denne avkastningen når vi skal beregne det forventede egenkapitalkravet til AKVA Group.

7.1.2 Egenkapitalbeta

Vi har gjennomført en regresjonsanalyse av AKVA Group. Aksjeprisene er hentet ut i tidsrommet: 1.03.2016 – 18.03.2021 fra Oslo Børs og har blitt brukt i beregningen av selskapets aksjeavkastning. Referanseindeksen som vi har valgt å sette selskapet opp mot, er Oslo Børs Index (OSBEX). Ettersom AKVA Group kan vise til en lang historie med data, har vi valgt å bruke fem år med data. For å redusere støy i estimatet, har vi i tillegg valgt å bruke ukentlig avkastning i stedet for daglig avkastning. Gjennom regresjonsanalysen fant vi en beta på 0,65.

7.1.2.1 Justert beta

Bloomberg metoden går ut på å justere regresjonsbetaen slik at betaen til et selskap har hensyntatt effekten av tendensen til at selskaper blir mer diversifisert over tid, og at betaen beveger seg mot 1. Ved å benytte denne metoden får AKVA Group en beta på 0,77.

Utrekningen vises nedenfor:

$$\text{Justert beta} = 0,65 \times 0,67 + 1 \times 0,33 = 0,77$$

For å kunne si om dette er et fornuftig estimat, velger vi å sammenligne med størrelsen på den observerbare betaen til AKVA Group i markedet. Ifølge Yahoo Finance er den på 0,84. Ved å sette den justerte betaen opp mot nevnte observasjonen, velger vi å benytte den justerte betaen til regresjonsanalysen som en komponent i beregningen av selskapets diskonteringsfaktor.

7.1.3 Markedsrisikopremie

Revisjonsselskapet PwC utfører årlig en markedsundersøkelse for å kartlegge hvilke markedsrisikopremier medlemmene i den Norske Finansanalytikerforening (NFF) bruker i

sine estimater. Medlemmene til NFF består i hovedsak av aktører som har tilknytning til finans og som f. eks arbeider med investeringer, analyser, verdivurderinger og kapitalmarked. PwCs undersøkelse har blitt gjennomført på nevnte medlemmer i de siste 10 årene, og estimatene de utga i 2020 er basert på 151 svar fra NFFs ca. 1 000 medlemmer. Innsamlet data viser at markedsrisikopremien i det norske markedet har holdt seg på et stabilt nivå siden 2012, og i 2020 var medianen til markedsrisikopremien 5 % (PwC, 2020, s. 4). Da PwCs undersøkelse er utført på et representativt utvalg, der forventningen om avkastning søker å reflektere den ekstra risikoen som kan knyttes til markedet, har vi valgt å bruke en markedsrisikopremie på 5 % i kapitalverdimodellen.

7.1.4 Oppsummering av avkastningskravet til egenkapitalen

Egenkapitalkostnaden skal reflektere hva det koster et selskap å ha egenkapital i form av aksjonærer. Denne kostnaden skal altså representere den avkastningen selskapet vil måtte kreve på en investering for å gjøre sine investorer tilfreds. Vi vil derfor bruke det avkastningskravet vi kom frem til på 5,4 % som egenkapitalkostnaden.

$$r_f = 1,5\%, \quad \beta_i = 0,77, \quad (r_m - r_f) = 5\%$$

$$r_e = r_f + \beta_i(r_m - r_f) = 1,5\% + 0,77 * 5\% = 5,4\%$$

7.2 Gjeldskostnad

Gjeldskostnaden er vanskeligere å beregne fordi den vanligvis er mindre omsettelig enn aksjer. Om et selskap har gjeld i form av obligasjoner og fast rente, er gjelden mer likvid, slik at man i lignende tilfeller kan benytte utstedt obligasjonsgjeld som den effektive renten på lånet. Ettersom AKVA Group og sine sammenlignbare selskaper hverken har gjeld i form av obligasjoner og ikke er ratet av ratingbyråene S&P og Moodys, må vi ty til alternative metoder. Vi velger derfor å lage en syntetisk rating for å estimere AKVA Groups gjeldskostnad.

Interest Coverage Ratio	Rating	Spread
>12.50	AAA	0,50 %
9.50 - 12.50	AA	0,65 %
7.50 - 9.50	A+	0,85 %
6.00 - 7.50	A	1,00 %
4.50 - 6.00	A-	1,10 %
3.50 - 4.50	BBB	1,60 %
3.00 - 3.50	BB	3,35 %
2.50 - 3.00	B+	3,75 %
2.00 - 2.50	B	5,00 %
1.50 - 2.00	B-	5,25 %
1.25 - 1.50	CCC	8,00 %
0.80 - 1.25	CC	10,00 %
0.50 - 0.80	C	12,00 %
< 0.50	D	15,00 %

TABELL 27: STANDARDISERT TABELL FOR PÅSLAG PÅ MISLIGHOLDSRISIKO, TALL HENTET FRA DAMODARAN (2012)

Tabellen ovenfor gir en oversikt over rating-nivåene som finnes, og er gjeldende for selskaper med en markedsverdi under \$5 000 millioner dollar. For å finne ut hvilket nivå AKVA Group ligger på, krever tabellen en beregning av selskapets rentedekningsgrad. AKVA Group har en dekningsgrad på 4,47. Dette gir oss en rating på BBB fra den standardiserte tabellen og en misligholds-risiko på 1,6 %. Da den langsiktige risikofrie renten er pr. 08/03- 21 på 1,52 % vil dette gi en gjeldskostnad på 3,1 %.

7.3 Markedsverdien av egenkapitalen til AKVA Group

AKVA Group har pr. 15/03-21 en markedsverdi på sin egenkapital på 3.1 milliarder norske kroner ($33\,334\,303 \times 93 = 3\,100\,090\,179$). Markedsverdien til totalkapitalen består av markedsverdien av egenkapitalen og gjelden som beregnes i neste delkapittel. For å finne ut hvor solid kostnadsstrukturen er, kan vi se på markedsverdien av egenkapitalen i sammenligning med markedsverdien av totalkapitalen (egenkapitalandelen). Tabellen nedenfor viser at egenkapitalandelen ligger på 74,1%.

Antall aksjer utstedt	33,3 millioner
Aksjekurs i NOK	93
Markedsverdi av EK i NOK	3 100 millioner
Markedsverdi av G i NOK	1 086 millioner
Markedsverdi av TK i NOK	4 186 millioner
Egenkapitalandel	0,741

TABELL 28: MARKEDSVERDI AV EGENKAPITAL OG EGENKAPITALANDEL (OSLO BØRS, 2021)

7.4 Markedsverdien av gjelden til AKVA Group

IFRS står for International Financial Reporting Standards, og er en internasjonal regnskapsstandard. Norske myndigheter krever at alle selskaper notert på Oslo Børs skal utarbeide sitt årsregnskap etter IFRS. Tallene som presenteres i selskapenes kvartals- og årsrapport må da basere seg på de best estimerte markedsverdier. Ettersom AKVA Group ikke har all gjeld i form av obligasjoner og fast rente, er det mulig å bruke bokførte verdier av gjeld i stedet for markedsverdien av gjeld. Dette fordi bruk av regnskapsstandard for profesjonelle virksomheter vil bety at markedsverdi av gjeld er lik markedsverdi av gjeld. AKVA Groups bokførte verdier av rentebærende gjeld var i slutten av desember 2020, 1 086 MNOK. Tabellen nedenfor viser at gjeldsandelen til AKVA Group ligger på 25,9%.

Markedsverdi av G i NOK	1 086 millioner
Markedsverdi av EK i NOK	3 100 millioner
Markedsverdi av TK i NOK	4 186 millioner
Gjeldsandel	0,2594

TABELL 29: MARKEDSVERDI AV GJELD

(AKVA Group, 2021)

7.5 Selskapsskatt

Skattesatsen som inngår i WACC kalkulasjonen skal i hovedsak reflektere fremtidig risiko. Da den effektive skattesatsen vil endre seg over tid, vil ikke denne anses som en langsiktig skattesats og dermed ikke reflektere fremtidig risiko. Av denne grunn vil man benytte den marginale skattesatsen i estimeringen av skatt i WACC kalkulasjonen. Dette fordi den marginale skattesatsen er en lovfestet skattesats, noe som betyr at selskaper er pålagt å betale denne satsen. Likevel er selskapene kun pliktig til å betale selskapsskatt til det landet de er registrert i, og den marginale skattesatsen styres derfor av skattepolitikken til selskapets moderland. Siden AKVA Group har sin virksomhet registrert i Norge skal de betale den marginale skattesatsen til Norge. I 2021 ligger den på 22 %, og som nevnt i kapitlet om kontantstrømmer anser vi denne satsen som vesentlig for fremtiden (Regjeringen, 2021).

7.6 Oppsummering i form av WACC

En WACC kalkulasjon trenger alle faktorene som vi har funnet i dette kapitlet, og vi bruker WACC- formelen som vi utredet i kapittel 3.1.5 for å estimere avkastningskravet til totalkapitalen. Nedenfor vises utregningen av totalkapitalkostnaden til AKVA Group, og vi vil bruke denne som en diskonteringsfaktor for å finne nåverdien av AKVA Groups fremtidige kontantstrømmer.

$$WACC = \frac{E}{E + D} * r_e + \frac{D}{E + D} * r_d * (1 - t)$$

$$E = \text{Markedsverdi av EK} = 3\,100\,090\,179$$

$$D = \text{Markedsverdi av gjeld} = 1\,085\,919\,000$$

$$E + D = \text{Markedsverdien av totalkapitalen} = 4\,186\,009\,179$$

$$r_e = \text{Egenkapitalkostnaden} = 5,4\%$$

$$r_d = \text{Gjeldskostnaden} = 3,1\%$$

$$t = \text{Selskapsskatt} = 22\%$$

$$WACC = 0,741 * 5,4\% + 0,259 * 3,1\% * (1 - 22\%) = 4,6\%$$

8. Verdiberegning

Vi har nå beregnet alle faktorene som vi trenger for å fullføre en fundamental verdsettelse, og vi kan nå finne nåverdien til AKVA Group gjennom å neddiskontere de estimerte fremtidige kontantstrømmene med avkastningskravet til totalkapitalen på 4,6%. Beregningen av avkastningskravet ble gjennomgått i kapittel 7, mens de fremtidige kontantstrømmene ble estimert i kapittel 6. Nedenfor har vi valgt å vise en fremstilling av hvordan man kan komme frem til nåverdien av totalkapitalens fremtidige kontantstrømmer, fra år 2021 til 2025.

I Mill NOK	e 2021	e 2022	e 2023	e 2024	e 2025
= Estimerte kontantstrøm til totalkapitalen	99	110	120	93	103
Diskonteringsfaktor basert på 4,6% avkastningskrav	0,96	0,91	0,87	0,84	0,80
Nåverdi av kontantstrøm	95	100	104	78	82

TABELL 30: NÅVERDI AV FREMTIDIGE KONTANTSTRØMMER

For å finne markedsverdien til AKVA Group må vi i tillegg estimere kontantstrømmen i terminalverdien. Ved å benytte formelen 21, som vises nedenfor, finner vi nåverdien av kontantstrømmene i terminalverdien.

$$Nåverdi_{TV} = \frac{CF_{2025} * (1 + g_{TV})}{(1 + WACC)^n} = \frac{103 \text{ Mill NOK} * (1 + 0,02)}{(1 + 0,046)^5} = 3\,213 \text{ Mill NOK}$$

FORMEL 21: NÅVERDI I TERMINALVERDI

$TV = \text{Terminalverdi}$

$CF_{2025} = \text{Kontantstrøm i år 2025} = 103 \text{ Mill NOK}$

$g_{TV} = \text{Terminalvekst} = 0,02$

$WACC = \text{Avkastningskrav} = 0,046$

$n = \text{antall år} = 5$

I tabell 31 nedenfor presenterer vi summen av terminalverdien som nåverdi og den neddiskonterte kontantstømmen i form av selskapsverdi. Vi justerer selskapsverdien med nettogjelden i budsjettperioden fra kapittel 7.4. Dette gir oss verdien av egenkapitalen til AKVA Group på 2 587 MNOK.

Verdiberegning i Mill NOK	
Nåverdi av estimerte fremtidige kontantstrømmer	460
+ Nåverdi av terminalverdien	3 213
= Estimert selskapsverdi	3 673
- Netto rentebærende gjeld	1 086
= Verdien av egenkapital	2 587

TABELL 31: VERDIEN AV EGENKAPITAL

For å finne verdi per aksjer, må vi dividere antall utestående aksjer med verdien av egenkapitalen vi fant i tabellen over. Beregningen ser vi i tabell 32 under og verdien per aksje blir 78 kr.

Aksjepris i NOK	
Verdi av egenkapital i NOK	2 587 millioner
Antall utestående aksjer	33,3 millioner
Verdi per Aksje	78 kroner

TABELL 32: VERDI PER AKSJE

9. Sensitivitetsanalyse

Da vi har foretatt vurderinger basert på tilgjengelig informasjon, hviler våre estimater på en del forutsetninger som vi har tatt gjennom verdsettelsen. Disse antakelsene vi har basert oppgaven på, inneholder dermed usikkerhet, der dette igjen er med på å påvirke resultatet av verdsettelsen. For å ta hensyn til denne usikkerheten, har vi valgt å gjennomføre en sensitivitetsanalyse, ettersom en sensitivitetsanalyse er en metode som kan brukes for å se på hvordan endringer i sentrale faktorer kan påvirke utfallet til aksjekursen eller ønsket resultatvariabel. Målet med en sensitivitetsanalyse vil dermed være å avdekke hvor sensitiv sluttresultatet er for endringer i disse faktorene. Vi har valgt å bruke følgende faktorer i denne sensitivitetsanalysen; (1) WACC og (2) terminalvekst. Dette fordi vi forventer at disse faktorene kan påvirke aksjekursen til AKVA Group mest.

9.1 WACC og Terminalvekst

Under viser tabell 33 hvor sensitiv aksjekursen er for en prosentvis endring av WACC og/ eller en endring i terminalveksten. Vi har plassert WACC på x-aksen og terminalveksten på y-aksen. Aksjekursen som er fremhevet i midten av tabellen, reflekterer den aksjeprisen vi fant gjennom DCF beregningen vår. Derimot er de de andre aksjekursene tabellen viser, basert på kombinasjoner av de to variablene: Terminalvekst og WACC.

Aksjepris i norske kroner	WACC							
		3,00 %	3,50 %	4,00 %	4,61 %	5,00 %	5,50 %	6,00 %
Terminal vekst	3,0 %		515	240	136	103	75	57
	2,5 %	526	246	152	98	78	59	46
	2,0 %	251	156	108	78	61	47	37
	1,5 %	159	111	82	59	48	38	30
	1,0 %	114	84	64	47	39	31	24

TABELL 33: SENSITIVITETS ANALYSE

Av tabellen ser vi at aksjekursen til AKVA Group er veldig sensitiv for endringer i begge variablene, og da spesielt ved endringer i WACC. Vi ser eksempelvis at aksjekursen stiger til 156 kr når WACC reduseres fra 4,6 % til 3,5 %, der dette viser en verdistigning på 108 %. Hadde vi i stedet brukt en terminalverdi på 1 % i stedet for 2 % ville vi fått en aksjekurs på 47 kr, der dette ville representert et verdifall på 40 % fra aksjekursen vi har estimert ved hjelp av DCF. Om vi ser på absoluttverdien i disse tilfellene, ser vi altså at en prosentvis endring i WACC gir størst utslag i prosent.

9.2 Oppsummering av sensitivitetsanalysen fremstilt i et tornadodiagram

For å oppsummere sensitivitetsanalysen har vi laget et tornadodiagram. Diagram 9 under fremstiller et tornadodiagram, der diagrammet viser hvordan aksjeverdien til AKVA Group påvirkes av en negativ eller positiv endring på 10 % i variablene. Vi har valgt å føre den samme prosentvise endringen i begge variablene fordi det gjør det lettere for oss å se en sammenheng mellom de ulike variablene. Diagrammet gir oss dermed en god oversikt over hvor sensitiv aksjekursen er for endringer i terminalvekst og WACC. X-aksen presenterer aksjekursen til AKVA Group målt i kroner og y-aksen viser de ulike variablene aksjekursen sammenlignes med.

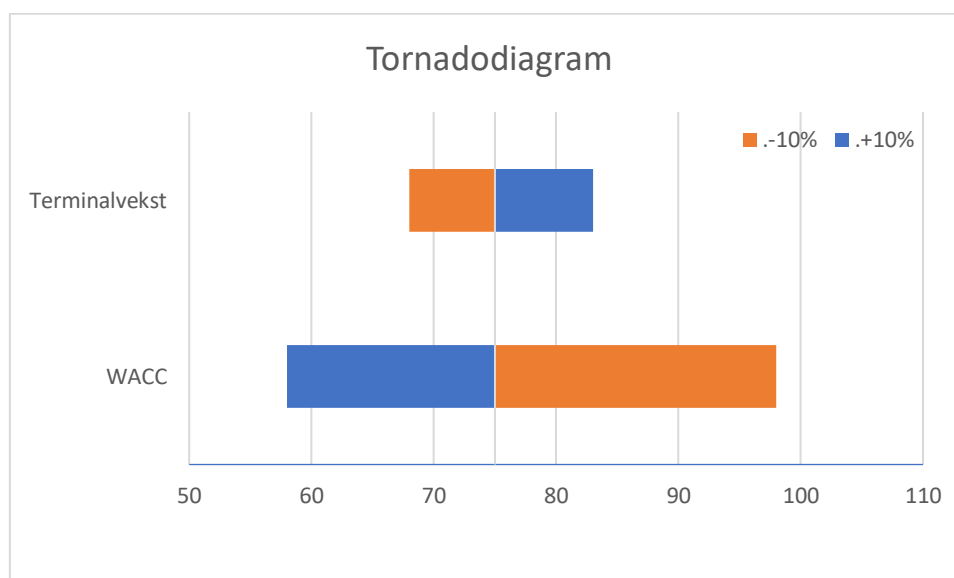


DIAGRAM 9: TORNADODIAGRAM

Som tornadodiagrammet ovenfor også illustrerer, er aksjekursen mest sensitiv for en endring i WACC. Av diagrammet kan vi også se at aksjekursen er mest sensitiv til en reduksjon i WACC og stigning i terminalvekst. Med andre ord betyr dette at en investor som holder et lavere avkastningskrav, og dermed kan anses som optimistisk, får en høyere økning i sine kursmål enn hva en pessimistisk investor får i sine kursmål.

10. Relativ verdsettelse

Vi har tidligere foretatt en kort presentasjon av selskaper AKVA Group kan sammenlignes med, som er Optimar AS og Scale AQ AS. Da disse selskapene ikke er børsnotert har vi funnet det vanskelig å beregne deres multipler. Vi har derfor tatt utgangspunkt i Pareto sin kursrapport for AKVA Group. I deres verdivurdering av AKVA Group benyttet de seg av følgende selskaper: Kongsberg- gruppen, Norbit, Alfa Laval og Wärtsilä, som Pareto mente var sammenlignbare med AKVA Group. Etersom Pareto kun presenterte budsjetterte tall for 2021 for disse selskapene uttrykt i form av multipler, har vi brukt Reuters Eikon for å finne multiplene for disse selskapene i 2020 tall. I dette kapitlet vil vi vise våre beregninger av multiplene: P/E, P/B og EV/ EBITDA for AKVA Group, og inkludere disse multiplene i gjennomsnittet for bransjen som er basert på Paretos valg av sammenlignbare selskaper tilpasset AKVA Group.

Ut fra dette gjennomsnittet har vi klart å finne en estimert aksjekurs for AKVA Group, som vi kan sammenligne med den aksjekursen den fundamentale verdsettelsesmetoden ga oss. Da pris, overskudd og bokverdi er dynamiske variabler, altså at disse beveger seg periodisk, bruker analytikere, som nevnt i verdsettelsesteorikapitlet, ofte de neste 12 måneder i beregningen av disse multiplene. Vi velger derimot å bruke tall for 2020 i våre beregninger ettersom koronakrisen har medført en forsinkelse i publisering av kvartalsrapporter, samt at vi ikke har tilgang på de budsjett tallene til selskapene i perioden 2021.

10.1 P/E- multippel

Av tabell 34 ser vi at P/E multippel til AKVA Group er på 34,2. Da vi ikke kan justere noen av multiplene til AKVA Group mot snittet av dens bransje, er det vanskelig å si noe om AKVA Group er overpriset eller underpriset i forhold til havbruksleverandørbransjen. For å gjøre denne analysemetoden mer aktuell, har vi valgt å gjennomføre et hjemmelaget gjennomsnitt basert på finanshuset Paretos utvalg av maskinleverandørselskaper, Eikons estimerte multipler og vår beregning av P/E for AKVA Group. På denne måten har vi funnet et gjennomsnitt av P/E på 29. Dette kan indikere at AKVA Group er overpriset, da man betaler mer for hver krone overskudd. Ifølge Damodaran skal man ikke inkludere selskaper med negative multipler i en gjennomsnittsberegning. Da Kongsberg har en negativ P/E har vi

derfor valgt å fjerne dette selskapet fra gjennomsnittet. Beregningen av aksjekursen til AKVA Group basert på P/E ble estimert følgende:

I NOK	AKVA Group	Kongsberg	Wärtsilä	Norbit	Alfa Laval	Gjennomsnitt
Aksjekurs	93					
Resultat per aksje	2,7					
P/E	34,2	-9,5	28,5	24,2	30,4	29

TABELL 34: P/E

$$\text{Aksjepris} = \frac{P}{E} * \text{Resultat per aksje} = 29 * 2,7 = 79 \text{ NOK}$$

10.2 P/B- multippel

På samme måte som ved estimeringen av gjennomsnittlig P/E, har vi funnet gjennomsnittlig P/B basert på Eikons multipler. Av presentasjon av deres multippel og deres sammenlignbare selskaper kan det se ut til at AKVA Group er overpriset i forhold til de selskapene den sammenlignes med. Dette igjen kan bety at investorer har mer tro på AKVA Group og den kontantstrømmen den potensielt kommer til å levere.

I NOK	AKVA	Kongsberg	Wärtsilä	Norbit	Alfa laval	Gjennomsnitt
Aksjekurs	93					
Antall utestående aksjer	33 334 303					
Sum eiendeler	3 226 694 001					
Sum forpliktelser	2 184 999 001					
Bokverdi per aksje	31,2					
P/B	3,0	1,2	2,5	2,6	4	2,6

TABELL 35: P/B

Nedenfor vises formelen vi har brukt for å beregne aksjekursen til AKVA Group basert på P/B.

$$\text{Aksjepris} = \frac{P}{B} * \text{Bokverdi per aksje} = 2,6 * 31,2 = 83 \text{ NOK}$$

10.3 EV/ EBITDA- multippel

Tabell 36 viser hvilke tall vi har benyttet for å estimere EV/ EBITDA til AKVA Group. Formelen som er presentert under tabellen viser hvordan vi har beregnet aksjekursen til

AKVA Group på bakgrunn av EV/ EBITDA. Ved å sammenligne EV/ EBITDA med multipler fra Eikon har vi kommet frem til et gjennomsnitt på 11,3, noe som betyr at AKVA Group ligger litt under gjennomsnittet. Da AKVA Group ser ut til å ha priser i samme størrelse som gjennomsnittet, finnes det ikke god nok dekning til å spekulere i om en EV/ EBITDA på 11,3 kan gi et signal om at AKVA Group er underpriset i forhold til dens sammenlignbare selskaper. Det betyr at EV/ EBITDA i noen grad presser aksjekursen til AKVA Group noe opp.

	AKVA	Kongsberg	Wärtsilä	Norbit	Alfa laval	Gjennomsnitt
Antall utestående aksjer	33					
Konsernverdi	3 723					
EBITDA	338					
EV/EBITDA	11,0	7,9	12,5	10,7	14,4	11,3

TABELL 36: EV/EBITDA

$$\text{Aksjepris} = \frac{\left[\frac{EV}{EBITDA} * EBITDA \right] - \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Antall utestående aksjer}} = \frac{[11,3 * 338\ 091\ 000] - 1\ 085\ 919\ 000}{33\ 334\ 303} = 82\ \text{NOK}$$

10.4 Oppsummering av den relative verdsettelsen

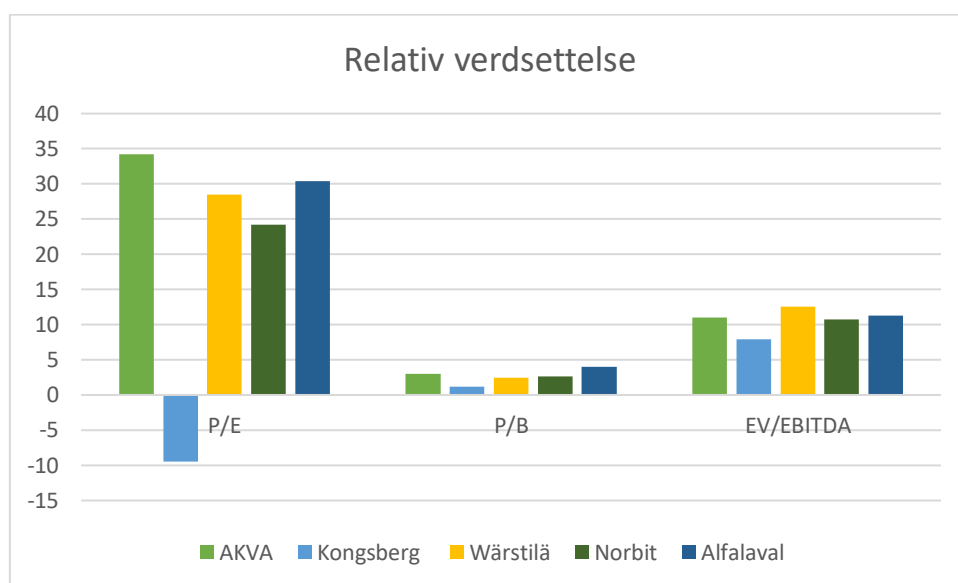
Vi fant tre kursmål for AKVA Group ved hjelp av multiplene: P/E, P/B og EV/ EBITDA gjennom den relative verdsettelsen. Tabellen nedenfor viser en oppsummering av disse kursmålene. Ettersom de ulike multiplene viser ulike kursmål, har vi valgt å vekte dem likt da vi ikke ser noen grunn til å foreta en annen fordeling, da vi ikke anser en multiplenummer som mer riktig enn den andre.

Av tabell 37 ser vi at det høyeste estimatet får vi gjennom bruk av P/B, og det laveste estimatet får vi ved bruk av P/E. Gjennomsnittet ble da på 81 kr, noe vi mener kan være et godt kursmål til AKVA Group dersom vi sammenligner multiplene med Eikon. Vi velger derfor å beholde kursmålet på 81 kr.

Kursmål	
P/E	79
P/B	83
EV/EBITDA	82
Gjennomsnitt	81

TABELL 37: GJENNOMSNIITT AKSJEKURS

Nedenfor viser en fremstilling i form av figur 6 de multiplene vi har regnet ut for AKVA Group.



FIGUR 6: RELATIV VERDSETTELSE

11. Verdiestimering

Vi har til nå gjort en verdivurdering av AKVA Group ved hjelp av en DCF modell og en kombinasjon av ulike multipler. I det følgende kapittel skal vi finne verdien av AKVA Group våren 2021 ved å sammenligne verdiestimatet DCF modellen ga oss med markedsprisen til AKVA Group. Med andre ord vil vi i dette kapittelet finne svaret på problemstillingen til oppgaven vår.

Ettersom en DCF er både ressurs- og tidkrevende har vi brukt mest plass på DCF modellen i denne oppgaven. Som vi også pekte på i den relative verdsettelsen, var det vanskelig å finne multipler for Optimar AS og Scale AQ AS, da de ikke er børsnoterte. Vi baserte oss derfor på Pareto sin kursrapport, og multipler beregnet av Eikon. Resultatet ble en kurs etter DCF modellen på 78 NOK og den relative verdsettelsen 81 kr. Den relative verdsettelsen støtter DCF analysen ved overprising på markedet. Ut fra våre beregninger og forutsetninger mener vi at AKVA Group er overpriset, da den selges i markedet for 93 kroner 15/03-21. Dette vil si at vårt estimat antyder en nedside på 16,1%. Vi anbefaler salg av aksjen til eksisterende eiere.

	Kontantstrømmodellen DCF	Markedspris
Aksjeverdi	78	93
Endelig verdi	78 NOK	

TABELL 38: ENDELIG AKSJEVERDI

12. Kritikk til oppgaven

Gjennom arbeidsperioden forbundet med bacheloroppgaven har vi satt oss godt inn i AKVA Group som selskap. Vi har studert deres strategier, verdier, visjoner og regnskapstall, på bakgrunn av dette mener vi at vi har opparbeidet et riktig bilde på situasjonen deres. Det kan imidlertid ikke legges skjul på at våre estimater kan ha blitt påvirket gjennom arbeidsperioden. Om dette vil kunne påvirke kursen på en negativ eller positiv måte er heller ikke sikkert, men det er en klar mulighet for at vi har blitt påvirket ettersom vi hentet mye av informasjonen er fra hjemmesiden, bloggen og rapportene som blir publisert av AKVA Group. Selskapets egen vinkling kan derfor være ett grunnlag for påvirkningskraft gjennom oppgaven.

Vi har også gjennom verdsettelsen tatt flere vurderinger basert på egne konklusjoner og forutsetninger. På grunn av dette er det umulig å se bort fra at oppgaven kunne ført til andre konklusjoner. Eksempelvis kan estimatene vi har brukt gjennom regnskapsanalysen vise seg å være helt feil i forhold til den strategien som kommer til å bli utført i den faktiske fremtiden i motsetning til den forventede fremtiden.

Gjennom den strategiske analysen kan vi ha blitt påvirket av våre egne meninger for å fremme saker som ikke har like stor innvirkning på estimatene i kapittel 6 som de kanskje burde. Vi som samarbeidspartnere har gjennom semesteret kommet frem til de samme konklusjonene, men dette kan for andre vurderes annerledes.

Gjennom oppgaven har vi i stor grad nyttet teorien vi har jobbet med gjennom fagene holdt ved Universitet i Stavanger. Vi har blant annet basert oss i stor grad på modeller, metoder og rammeverk presentert i Aswath Damodaran sin bok «Investment Valuation» tredje utgave. Disse teoretiske verktøyene er etter vår mening aktuelle å bruke i denne oppgaven, men det hadde vært mulig å søke kilder til alternative metoder.

Som helhet vil vi kunne konkludere at kritikkene kan samsvare med at verdsettelse i denne forstand alltid vil kunne vektes ulikt på grunnlag av antagelser, estimater og vurderinger. Det vil derfor være opp til den enkelte investor å foreta egne vurderinger. Det vil alltid finnes uenigheter om priser og verdier av verdipapirer som aksjer, dette gjelder også vårt resultat.

Referanseliste

Databaser

Corporation, T. R. (2021, Mars 5). *Eikon*. Retrieved from Company Tree Structure: AKVA Group:

<https://emea1.apps.cp.thomsonreuters.com/web/Apps/Corp/?s=AKVA.OL&srv=HDCP-ERPCPRP06&st=RIC#/Apps/CompanyTreeStructure>

Corporation, T. R. (2021, Mars 5). *Eikon*. Retrieved from Ownership Summary: AKVA Group:

<https://emea1.apps.cp.thomsonreuters.com/web/Apps/Corp/?s=AKVA.OL&srv=HDCP-ERPCPRP06&st=RIC#/Apps/ownership?view=ownershipSummary>

Corporation, T. R. (2021, April 17). *Eikon*. Retrieved from Overview: AKVA Group:

<https://emea1.apps.cp.thomsonreuters.com/web/Apps/Corp/?s=AKVA.OL&srv=HDCP-ERPCPRP06&st=RIC#/Valuation>

Corporation, T. R. (2021, April 17). *Eikon*. Retrieved from Overview: Kongsberg Gruppen:

<https://emea1.apps.cp.thomsonreuters.com/web/Apps/Corp/?s=KOA.OL&srv=HDCP-ERPCPRP06&st=RIC#/Valuation>

Corporation, T. R. (2021, April 17). *Eikon*. Retrieved from Overview: Wärtsilä:

<https://emea1.apps.cp.thomsonreuters.com/web/Apps/Corp/?s=WRT1V.HE&srv=HDCP-ERPCPRP06&st=RIC#/Valuation>

Corporation, T. R. (2021, April 17). *Eikon*. Retrieved from Overview: NORBIT:

<https://emea1.apps.cp.thomsonreuters.com/web/Apps/Corp/?s=NORBIT.OL&srv=HDCP-ERPCPRP06&st=RIC#/Valuation>

Corporation, T. R. (2021, April 17). *Eikon*. Retrieved from Overview: ALFA Laval:

<https://emea1.apps.cp.thomsonreuters.com/web/Apps/Corp/?s=ALFA.ST&srv=HDCP-ERPCPRP06&st=RIC#/Valuation>

The World Bank. (2018). *The World Bank* . Retrieved Mars 27, 2021, from Arable land (% of land area):

<https://data.worldbank.org/indicator/AG.LND.ARBL.ZS?fbclid=IwAR1n8Z0Spbpf>

Faglitteratur

- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of any Asset, University Edition 3rd Edition*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons .
- Gjærum, P., & Bøhren, Ø. (2016). *Finans: Inføring i investering og finans*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Hoff, K., & Helbæk, M. (2015). *Økonomistyring 2, Driftsregnskap og budsjettering*. Oslo: Universitetsforlaget.
- Jacobsen, D. I., & Thorsvik, J. (2014). *Hvordan organisasjoner fungerer (4. utg)*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Johnson, G., Whittington, R., Scholes, K., Answin, D., & Regnèr, P. (2017). *Exploring strategy (11.utg)*. Harlow, UK: Pearson Education Limited.
- Pederes, A. O., & Hoff, K. G. (2016). *Grunnleggende regnskap 1: Finansregnskapet (3.utg)*. Oslo: Universitetsforlaget.
- Pedersen, K. G. (2015). *Grunnleggende regnskap 2: Analyse av finansregnskapet*. Oslo: Universitetsforlaget.

Rapporter

- AKVA Group. (2018). *AKVA Group*. Retrieved Januar 21, 2021, from Annual Report 2017: <https://ir.akvagroup.com/investor%20relations/financial%20info/annual%20reports/2017%20annual%20report%20eng.pdf>
- AKVA Group. (2019). *AKVA Group*. Retrieved Januar 21, 2021, from Annual Report 2018: <https://ir.akvagroup.com/investor%20relations/financial%20info/annual%20reports/2018%20annual%20report%20eng.pdf>
- AKVA Group. (2020). *AKVA Group*. Retrieved Januar 21, 2021, from Annual Report 2019: <https://ir.akvagroup.com/investor%20relations/financial%20info/annual%20reports/2019%20annual%20report%20eng.pdf>
- AKVA Group. (2021). *AKVA Group*. Retrieved April 15, 2021, from Annual Report 2020: <https://ir.akvagroup.com/investor%20relations/financial%20info/annual%20reports/2020%20annual%20report%20eng.pdf>
- AKVA Group AS. (2016, November 3). *AKVA Group* . Retrieved Mars 26, 2021, from 3Q 2016 financial reporting: <https://www.akvagroup.com/news/news-archive/news-view/3q-2016-financial-reporting->

AKVA Group AS. (2021, Mars 12). *AKVA Group*. Retrieved Mars 16, 2021, from 4Q 2020 financial reporting:

<https://ir.akvagroup.com/investor%20relations/financial%20info/quarterly%20reports/2020/2020%204q%20akva%20group%20report.pdf>

Johannessen, C.-E. K., & Stenmark, H. (2020). *AKVA Group update; investing for long term aquaculture growth*. Pareto Securities AS.

PwC. (2020). *PwC*. Retrieved Mars 15, 2021, from Risikopremien i det norske markedet :

<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2020.pdf>

Lover og forskrifter

Nærings- og fiskedirektoratet. (2020, Januar 1). *Lovdata*. Retrieved Februar 4, 2021, from Lov om akvakultur (akvakulturloven): https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-06-17-79#KAPITTEL_8

Nærings- og fiskeridepartementet. (2004, Mars 19). *Lovdata*. Retrieved from Forskrift om internkontroll for å oppfylle akvakulturlovgivningen (IK-Akvakultur): <https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2004-03-19-537>

Nærings og fiskeridepartementet. (2005, Juni 17). *Lovdata*. Retrieved from Lov om akvakultur (akvakulturloven): <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-06-17-79?q=akvakulturloven>

Nærings- og fiskeridpartementet. (2009, Juni 22). *Lovdata*. Retrieved from Forskrift om særskilte krav til akvakulturrelatert virksomhet i eller ved nasjonale laksevassdrag og nasjonale laksefjorder: <https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2009-06-22-961>

Nærings- og fiskerisdepartementet. (2008, Juni 17). *Lovdata*. Retrieved from Forskrift om drift av avkakulturanlegg (akvakulturforskriften): <https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2008-06-17-822>

Nyhetsartikler og nettsider

AKVA Group AS. (2021). *Lang erfaring*. Retrieved Mars 26, 2021, from

<https://www.akvagroup.com/merdbasert-oppdrett/merder-og-notposer/plastmerder>

- AKVA Group AS. (2021). *OM AKVA GROUP*. Retrieved Mars 26, 2021, from <https://www.akvagroup.com/om-oss>
- AKVA Group AS. (2021). *Service*. Retrieved Mars 26, 2021, from <https://www.akvagroup.com/service->
- Aqualine AS. (2020, Desember 16). *Proff*. Retrieved Mars 11, 2021, from Aqualine AS avd Frøya: <https://proff.no/nyheter/aqualine-as-avd-fr%C3%B8ya/sistranda/produsenter/IFD3ZGT016D-1/>
- Fiskedirektoratet. (2017, August 25). *Fiskedirektoratet*. Retrieved Februar 4, 2021, from Grønne tillatelser: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Kommersielle-tillatelser/Laks-oerret-og-regnbueoerret/Groenne-tillatelser>
- Furuset, A. (2019, August 1). *Tekfisk*. Retrieved Februar 17, 2021, from Aqualine, Aquaoptima og Steinsviks slår kreftene sammen: <https://www.tekfisk.no/havbruk/aqualine-aquaoptima-og-steinsviks-slar-kreftene-sammen/2-1-647558>
- Mowi. (2020). *Mowi*. Retrieved from Salmon Farming Industry Handbook 2020: <https://mowi.com/it/wp-content/uploads/sites/16/2020/06/Mowi-Salmon-Farming-Industry-Handbook-2020.pdf>
- NHO. (2019). *NHO*. Retrieved Mars 2021, from Tall og fakta om internasjonal handel og samarbeid: 10 viktige eksportprodukter: <https://nho.no/analyse/tall-fakta-internasjonalt-handel-samarbeid/>
- Norges Bank. (2021, Mars 8). *Norges Bank*. Retrieved from Statsobligasjoner daglige noteringer; 10 år: <https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/>
- Norsk industri . (2021, Januar 19). *Norsk industri*. Retrieved Mars 21, 2021, from Vil ha mer lukket oppdrett i Norge: <https://www.norskindustri.no/bransjer/havbruksleverandorene/aktuelt/vil-ha-mer-lukket-oppdrett-i-norge/>
- Norsk industri. (2020, Mars 23). *Norsk industri*. Retrieved Mars 12, 2021, from Havbruksnæringen kan gi nye arbeidsplasser i leverandørindustrien: <https://www.norskindustri.no/bransjer/havbruksleverandorene/aktuelt/havbruksnaringen-kan-gi-nye-arbeidsplasser-i-leverandorindustrien/>
- Olasen, T. (2017, August 18). *AKVA _Group*. Retrieved Mars 26, 2021, from AKVA News 2017:

https://www.akvagroup.com/Downloads/Akva%20News%202017%20-%20%2011_8%20FINAL.pdf

Optimar AS . (n.d.). *Optimar*. Retrieved Februar 21, 2021, from <https://optimar.no/solutions>

Optimar Giske AS. (2020, September 5). *Proff*. Retrieved Mars 11, 2021, from Optimar Giske

AS: <https://proff.no/nyheter/optimar-giske-as/valder%C3%B8ya/produsenter/IGAP471016D/>

Oslo Børs. (2021, Mars 15). *Oslo Børs*. Retrieved from AKVA Group:

<https://live.euronext.com/nb/product/equities/NO0003097503-XOSL>

Regjeringen. (2021). *Regjeringen* . Retrieved Mars 19, 2021, from Skattesatser 2021:

<https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2021/id2767458/>

Reve, T., Haus-Reve, S., Misund, B., & Blomgren, A. (2019, August). *Norsk industri*.

Retrieved Mars 23, 2021, from BI - En konkurransedyktig og kunnskapsbasert

havbruksnæring (s.27): <https://www.norskindustri.no/siteassets/dokumenter/rapporter-og-brosjyrer/en-konkurransedyktig-og-kunnskapsbasert-havbruksnaring.pdf>

Scale AQ. (n.d.). *Scale Aquaculture*. Retrieved Februar 19, 2021, from <https://scaleaq.no/>

Steinsvik AS. (2020, Desember 29). *Proff*. Retrieved Mars 11, 2021, from Steinsvik AS :

<https://proff.no/nyheter/steinsvik-as/f%C3%B8resfjorden/optikk-og-optisk-utstyr/IGDF0YX07RT/>

Utdanningsforbundet. (2021). *Utdanningsforbundet*. Retrieved Mars 20, 2021, from Små steg for kloden - om barnehagens arbeid med klima og miljø:

<https://www.utdanningsforbundet.no/kurs-og-konferanser/kurskalender/2021-sem/webinar-sma-steg-for-kloden---om-barnehagens-arbeid-med-klima-og-miljo/>

Winther, U., Tiller, R., Ratvik, I., Bull-Berg, H., & Grindvoll, L. T. (2017, Oktober).

Ringvirkningsanalyse for teknologi- og serviceleverandører til sjømatnæringen.

Retrieved Februar 17, 2020, from FNF:

<https://www.fhf.no/prosjekter/prosjektbasen/901261/>

WWF. (2019). *WWF*. Retrieved Mars 20, 2021, from Plast i havet: [https://www.wwf.no/dyr-](https://www.wwf.no/dyr-og-natur/hav-og-fiske/plast-i-havet)

[og-natur/hav-og-fiske/plast-i-havet](https://www.wwf.no/dyr-og-natur/hav-og-fiske/plast-i-havet)