

NORGES HANDELSHØYSKOLE
Bergen, Våren 2006



Utredning i fordypnings-/spesialområdet: ROS – Regnskap og Økonomisk Styring
Veileder: Doktorgradsstipendiat Eric Lofquist

**EN STRATEGISK REGNSKAPSANALYSE
OG VERDSETTELSE
AV
LERØY SEAFOOD GROUP ASA**



Av

Astrid Hølmo Fasting

Denne utredningen er gjennomført som et ledd i siviløkonomutdanningen ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at høyskolen innestår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

I gjennomføringen av en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av Lerøy Seafood Group ASA per 31.12.2005 har jeg i denne utredningen tatt utgangspunkt i ekstern informasjon. I den første delen av utredningen presenteres selskapet sammen med bransjen. Deretter presenteres ulike verdsettelsesteknikker – fundamental verdsettelse, komparativ verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse.

Jeg har valgt å fokusere i hovedsak på fundamental verdsettelse, og benytte komparativ verdsettelse som supplement til denne teknikken. Som ledd i den fundamentale verdsettelsen foretas en strategisk analyse av selskapet og bransjen samt en regnskapsanalyse hvor finansregnskapet omgrupperes for å tilpasses et investorperspektiv samt justeres for å oppnå en verdsettelse på bakgrunn av virkelige økonomiske verdier.

Innsikten fra den strategiske regnskapsanalysen brukes deretter til å fremskrive regnskapet etter budsjett horisonten. På bakgrunn av dette fremtidsregnskapet verdsettes LSG-aksjen ved hjelp av henholdsvis egenkapitalmetoden og total kapitalmetoden. På bakgrunn av disse estimatene ble det utarbeidet et verdibasert fremtidsregnskap, og fra dette konvergerer verdiestimatet mot kr 72,6 per aksje.

Forord

Siviløkonomutredningen er gjennomført som et siste ledd i siviløkonomstudiet ved Norges Handelshøyskole innen fordypningsområdet regnskap og økonomisk styring.

Å skrive en verdsettelsesoppgave kom som et naturlig valg da jeg mener at en verdsettelse oppsummerer mange av temaene som har blitt behandlet i løpet av siviløkonomstudiet. Jeg har også fulgt kursene Strategisk regnskapsanalyse og Regnskapsanalyse og verdsettelse på Norges Handelshøyskole, noe som skjerpet interessen ytterligere. Det er interessant å se hvordan man kan benytte offentlig informasjon til å bygge opp en verdsettelse av et selskap.

Årsaken til at jeg valgte å skrive en verdsettelsesoppgave om Lerøy Seafood Group ASA er at jeg har hatt deltidsjobb der de siste tre årene av utdanningen. Gjennom dette arbeidet har jeg fått innsikt og interesse i bransjen LSG opererer i, og jeg syntes det virket spennende og utfordrende å se nærmere på dette.

Grunnet at utredningen i all hovedsak er basert på ekstern informasjon kan den inneholde noen svakheter.

Jeg ønsker å takke min veileder Eric Lofquist for gode tilbakemeldinger og oppmuntrende ord gjennom hele arbeidsprosessen, samt Kjell Henry Knivsflå for god hjelp til alle små og store problemer som dukket opp under arbeidet med denne utredningen. Jeg vil også takke Kontali Analyse for interessante og nyttige rapporter om laksemarkedet.

Bergen, juni 2006

Astrid Hølmo Fasting

Innholdsfortegnelse

1 INTRODUKSJON	1
1.1 Valg av tema for utredning og generelt om oppgaven.....	1
1.2 Formål.....	2
1.3 Avgrensning.....	2
1.4 Struktur	2
2 PRESENTASJON AV SELSKAPET OG BRANSJEN	4
2.1 Generelt om selskapet.....	4
2.1.1 Organisering og aksjonærer	5
2.1.2 Selskapets utvikling	6
2.2 Generelt om bransjen og hovedmarkeder	7
2.2.1 Pan Fish ASA.....	8
2.1.2 Fjord Seafood ASA.....	9
2.1.3 Hovedmarkeder.....	9
3 VERDSETTELSESTEKNIKK.....	11
3.1 Presentasjon av verdsettelsesteknikker	11
3.1.1 Fundamental verdsettelse.....	11
3.1.2 Komparativ verdsettelse.....	12
3.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse	13
3.2 Valg av verdsettelsesteknikk.....	14
3.3 Rammeverk for fundamental verdsettelse.....	15
4 STRATEGISK ANALYSE BASERT PÅ OFFENTLIG INFORMASJON	17
4.1 Ekstern analyse - bransjeorientering.....	18
4.1.1 Makroforhold	19
4.1.2 Bransjeanalyse	23
4.1.3 Nøytralisering av trusler	32
4.1.4 Oppsummering av ekstern analyse	33
4.2 Intern ressursbasert analyse	34
4.2.1 Kartlegging av ressurser	34
4.2.2 SVIMA-analyse	36
4.3 Oppsummert strategisk analyse (SWOT).....	42
5 REGNSKAPSANALYSE.....	44
5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse	44
5.1.1 Analyseperspektiv.....	45
5.1.2 Analyseperiode	45
5.1.3 Bransjesammenligning.....	46
5.2 Presentasjon av finansregnskapet	47

5.3 Omgruppering for investororientert analyse	48
5.3.1 Omgruppering av finansregnskapet	48
5.3.1 Oppsummert virkning av omgruppering.....	51
5.4 Analyse og justering av målefeil	53
5.4.1 Aktuelle justeringer.....	53
5.4.2 Oppsummert virkning justeringer	60
5.4.3 Omgruppert og justert finansregnskap.....	61
5.5 Forholdstallanalyse	63
6 ANALYSE AV RISIKO	65
6.1 Likviditetsanalyse	65
6.1.1 Analyse av gjeldsdekning i balansen ved hjelp av forholdstall	66
6.1.2 Analyse av gjeldsdekning gjennom kontantstrøm	68
6.1.3 Analyse av forfallsstruktur inkludert finansielle covenants.....	69
6.2 Soliditetsanalyse	71
6.2.1 Forholdstallanalyse gjennom egenkapitalprosent.....	71
6.2.2 Statisk finansieringsanalyse.....	72
6.3 Oppsummert analyse av risiko – syntetisk rating.....	72
7 AVKASTNINGSKRAV	75
7.1 Egenkapitalkrav	75
7.1.1 Risikofri rente	76
7.1.2 Markedets risikopremie	77
7.1.3 Betaverdien	78
7.1.4 Likviditetspremie	81
7.1.5 Svakheter i kapitalverdimodellen	82
7.2 Finansielt gjeldskrav.....	83
7.3 Netto finansielt gjeldskrav	84
7.4 Netto driftskrav	85
8 ANALYSE AV LØNNSOMHET	87
8.1 Rentabilitetsanalyse	87
8.1.1 Egenkapitalrentabilitet	88
8.1.2 Dekomponering av egenkapitalrentabiliteten	89
8.2 Oppsummert analyse av lønnsomhet	96
9 ANALYSE AV VEKST	97
9.1 Langsiktig vekst	97
9.2 Kortsiktig vekst	98
9.2.1 Kapitalvekst	99
9.2.2 Analyse av resultatvekst	102
9.3 Oppsummert analyse av vekst	104

10 BUDSJETTERING OG FREMSKRIVING	105
10.1 Budsjettering	105
10.1.1 Valg av budsjetthorisont	105
10.1.2 Valg av budsjetteringsmodell	107
10.1.3 Usikkerhet ved budsjettering	108
10.1.4 Budsjettering til budsjetthorisonen	108
10.2 Fremskriving etter budsjetthorisonen	117
10.2.1 Fremtidsregnskap	118
10.3 Fremskriving av avkastningskrav	120
10.3.1 Egenkapitalkrav	120
10.3.2 Netto finansielt gjeldskrav	123
10.3.3 Minoritetskravet	123
10.3.4 Netto driftskrav	124
10.4 Rentabilitet og vekst på horisonen	124
10.4.1 Egenkapitalrentabilitet og vekst	124
11 FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	126
11.1 Valg av modell	126
11.2 Egenkapitalmetoden	128
11.2.1 Fri kontantstrømmodellen	128
11.2.2 Superprofittmodellen	129
11.3 Totalkapitalmetoden	131
11.3.1 Fri kontantstrømmodellen	131
11.3.2 Superprofittmodellen	132
11.4 Konvergering av verdiesimat	134
11.5 Usikkerhet i verdiesimatet	136
11.5.1 Sensitivitetsanalyse	136
12 KOMPARATIV VERDSETTELSE	142
12.1 Valg av basis	143
12.2 Valg av komparative selskaper	144
12.3 Komparativ multiplikator	144
12.3.1 Pris/bok	144
12.3.2 Pris/Fortjeneste	145
12.4 Komparativ verdsettelse	146
12.4.1 Pris/Bok	146
12.4.2 Pris/Fortjeneste	147
12.5 Oppsummert komparativ verdsettelse	148
13 OPPSUMMERING OG HANDLING	149
13.1 Handling	150

1 INTRODUKSJON

I introduksjonskapitlet vil jeg beskrive bakgrunnen for valg av oppgave, utredningen generelt, forklare hva formålet med utredningen er, og med hvilke avgrensninger den er utformet. En struktur for oppgaven vil bli presentert mot slutten av kapitlet.

1.1 Valg av tema for utredning og generelt om oppgaven

Temaet for min siviløkonomutredning er verdsettelse. Valget er tatt på bakgrunn av at temaet krever gjennomgang av et bredt utvalg av temaer behandlet i siviløkonomutdanningen, noe jeg finner svært interessant. Bearbeidingen av regnskapsdata og annen ekstern informasjon for å oppnå et fornuftig verdiestimat er en fremgangsmåte jeg anser det som veldig nyttig å forstå gangen i.

Denne utredningen tar sikte på å foreta en regnskapsanalyse og verdsettelse av Lerøy Seafood Group ASA. Jeg vil i all hovedsak benytte ekstern informasjon, i tillegg vil jeg benytte min kjennskap til bedriften som deltidsansatt, og de kontakter jeg har tilgang til gjennom stillingen. Likevel vil ikke den interne informasjonen være fullstendig, av konfidensialitetshensyn, og oppgaven vil derfor i all hovedsak være basert på ekstern informasjon.

En utredning basert på ekstern informasjon vil også kunne være nyttig for eksterne analytikere da den ikke er underlagt full konfidensialitet.

De ulike kildene som er brukt vil bli nevnt fortløpende, men der andre kilder ikke nevnes er utredningen bygget på forelesningsnotatene fra Kjell Henry Knivsflås kurs, BUS424 og BUS425, høsten 2005 og våren 2006 henholdsvis. Kjell Henry Knivsflå har tatt utgangspunkt i "Financial Statement Analysis and Security Valuation" (Penman, 2003). Alle tall oppgis i NOK 1.000 dersom ikke annet oppgis.

Jeg har valgt å skrive en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av Lerøy Seafood Group ASA fordi jeg har fått en interesse for bransjen og selskapet etter å ha jobbet deltid der i 3 år. Bransjen er tilsynelatende syklisk, og det er derfor spennende å følge Lerøy Seafood Group i det som nå omtales som en tilstand av ”laksebonanza”¹ på børsen.

Aksjekursen når oppgaven avsluttes er på kr 107².

1.2 Formål

Formålet med utredningen er å beregne verdien på Lerøy Seafood Groups egenkapital per. 31.12.2005, og dermed et estimat på en fornuftig aksjepris for LSG-aksjen. Den beregnede verdien vil bli sammenlignet med dagens aksjekurs for å vurdere om aksjen er overvurdert eller undervurdert. Perspektivet som legges til grunn er investororientert, og baserer seg på at Lerøy Seafood Group består i sin tilsvarende form. At det består i sin tilsvarende form vil si at det ikke kjøpes opp og at verdien slik tillegges synergieffekter.

1.3 Avgrensning

Jeg har valgt å sammenligne LSG med de tilsvarende selskapene Pan Fish og Fjord Seafood. Grunnen til at jeg ikke har valgt å ta med flere ”hel-norske”-selskaper er vanskelig tilgang på data i disse selskapene, i tillegg til at LSG er mye større enn det neste selskapet, Coast Seafood.³ I sammenligningen er det kun gjennomført en analyse av regnskapstallene, og disse er justert på samme måte som hos Lerøy Seafood Group.

1.4 Struktur

Det neste kapitlet, kapittel 2, vil inneholde en presentasjon av Lerøy Seafood Group og bransjen virksomheten opererer i. Deretter vil ulike verdsettelsesteknikker og en begrunnelse for mitt valg av verdsettelsesteknikk bli presentert. Den valgte verdsettelsesteknikken, fundamental verdsettelse, presenteres gjennom et rammeverk for

¹ <http://www.imarkedet.no/php/art.php?id=290810> Blandet på Wall Street, 09.02.06

² www.ose.no Oslo Børs 11.06.06

³ Kontali Aquaculture and Fisheries Yearbook 2005

fundamental verdsettelse utarbeidet av Kjell Henry Knivsflå og presentert i kurset BUS425 våren 2006.

Den strategiske analysen følger deretter, hvor bransjens karakteristika i totalindustrien, samt Lerøy Seafood Groups posisjon i bransjen vurderes. Jeg vil også foreta en regnskapsanalyse av Lerøy Seafood Group. Her omgrupperes og justeres LSGs regnskapstall slik at det er mulig å gjennomføre en forholdstallsanalyse. På bakgrunn av informasjonen som fremkommer i den strategiske analysen og i regnskapsanalysen utarbeides et fremtidsregnskap. Disse komponentene, den strategiske analysen, regnskapsanalysen og fremtidsregnskapet blir grunnlaget for verdsettelsen av selskapet. Som et supplement til den fundamentale verdsettelsen vil jeg gjennomføre en komparativ verdsettelse.

I tillegg til de ovennevnte hoveddelene vil delanalyser gjennomført gjennom hele prosessen bidra til at det fundamentale verdiestimatet bli så godt og nøyaktig som mulig. Jeg opplyser fortløpende om forenklinger og forutsetninger – disse kan redusere påliteligheten i verdiestimatet og vil til slutt bli hensyntatt gjennom en sensitivitetsanalyse for å vise usikkerheten i estimatet.

2 PRESENTASJON AV SELSKAPET OG BRANSJEN

I denne seksjonen presenteres Lerøy Seafood Group ASA og sjømatbransjen.

2.1 Generelt om selskapet

Lerøy Seafood Group konsernet er en av Norges største lakseeksportører, og er også store på eksport av andre arter. Konsernet deler produktene inn i følgende hovedområder:

lakseprodukter, hvitfisk, pelagisk fisk og skalldyr.

Lerøy har en andel ferske produkter på omtrent 75 %⁴, og ønsker å opprettholde denne. I tillegg skal bearbeidingsgraden økes. Oppdrett av hvitfisk er også et satsningsområde for Lerøy Seafood Group.

LSG er et vertikalintegret selskap som selger sine varer i det norske markedet og i over 40 andre markeder verden over. Hovedkontoret ligger i Bergen, men selskapet har salgskontorer i Frankrike, Italia, Spania, Kina, Japan og USA – i tillegg til distribusjonskontorer i Storbritannia, Portugal og Sverige. Lerøy Seafood Groups visjon er å bli *den ledende og mest lønnsomme norske leverandør av kvalitetssjømat*.⁵ Lerøy Seafood Group sin kjernekompetanse er produksjon, produktutvikling, salg, markedsføring og distribusjon av sjømat.⁶

Europa genererer den klart største andelen av inntektene, hele 65 %, mens 15 % kommer fra det asiatiske markedet. Norge står for ca. 9 %, USA for ca. 8 % og resten av verden står for resten.

Lerøy leverte gode resultater for 2005, driftsmarginen ble 8,56 % i 2005 sammenlignet med 3,73 % i 2004 – økningen skyldtes i følge LSG gode markedsforhold og god produktivitetsutvikling i konsernet.

^{4,5,6} www.leroy.no Årsrapport 2004

2.1.1 Organisering og aksjonærer

Lerøy Seafood Group er i dag organisert som et aksjeselskap. Frem til 1997 var selskapet et tradisjonelt familieselskap, i 1997 ble selskapet gjort om til et allment aksjeselskap.

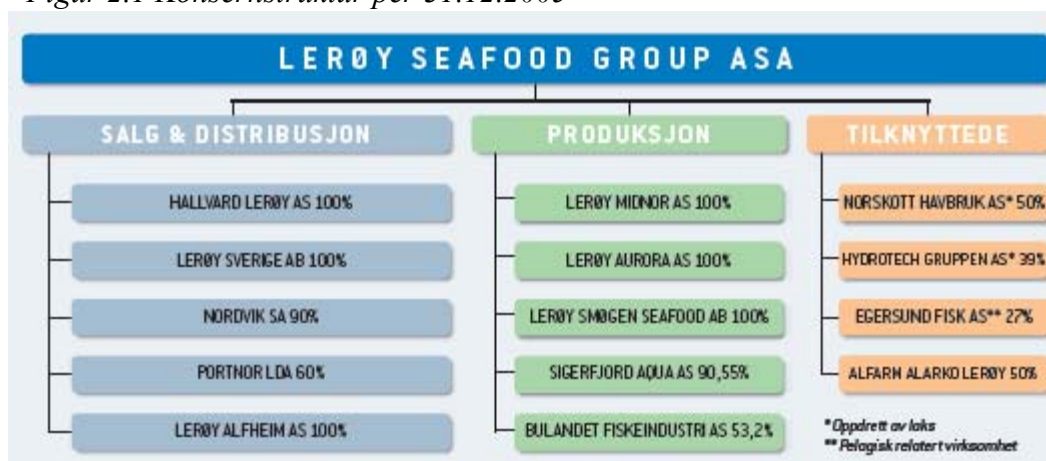
Ved utgangen av 2005 hadde Lerøy Seafood Group 3 484 aksjonærer. De største aksjonærene er Profond AS og Ferd AS Invest med henholdsvis 17,24 % og 7,62 %. Konsernleder Ole-Eirik Lerøy kontrollerer med direkte og indirekte eie ca. 20,69 % av aksjene.⁷ I videreføringen av tradisjonene fra familieselskapet er familien representert i toppledelsen og i styret. Konsernleder Ole-Eirik Lerøy har sittet siden begynnelsen av analyseperioden, og Hallvard Lerøy jr. i selskapets styre.

Lerøy Seafood Group har i dag 39 377 368⁸ utestående aksjer, de største aksjonærene har vært rimelig stabile – den desidert største aksjonæren har siden oppstarten vært konsernleder Ole-Eirik Lerøy. De 20 største aksjonærene per 31.12.2005 innehar 68,91 % av aksjene.⁹ Utbyttebetalingene har vært gode de siste årene – og stigende frem til 2005. Utbyttet som planlegges for regnskapsåret 2005 er nesten en dobling av avsetningen for dette året i 2004, totalt omtrent 71 millioner kroner. Dette skyldes sannsynligvis den drastisk forbedrede marginen i forhold til 2004. Selskapets utbyttepolitikk tilsier at utbyttet skal ligge mellom 30-40 % av resultatet etter skatt – for 2005 blir prosentdelen omtrent 24 %.

Konsernet er bygd opp med Lerøy Seafood Group ASA som morselskap og 10 hel- eller deleide datterselskap. I tillegg kommer 4 tilknyttede selskaper.

^{7,8,9} www.leroy.no Årsrapport 2005

Figur 2.1 Konsernstruktur per 31.12.2005



2.1.2 Selskapets utvikling

Lerøy Seafood Group ASAs aktiviteter startet på slutten av 1800-tallet, da fiskerbonden Ole Mikkel Lerøen startet detaljutsalg i Bergen. I 1939 startet hans ansatte Hallvard Lerøy sr. og Elias Fjeldstad Hallvard Lerøy AS, som er ett av konsernets hovedselskap i dag. Selskapet var et tradisjonelt familieselskap frem til 1997, da det ble gjort om til allment aksjeselskap, og børsnotert i juni 2002.

Selskapet har foretatt fortløpende emisjoner i 1997, 2000, 2002, 2003 og 2005 – etterfulgt av betydelige strategiske investeringer. Et viktig år er 2001 når selskapet kjøpte 50 % av Scottish Sea Farms i Skottland og kjøpte seg inn i Egersund Fisk, en produsent av fiskemel og fiskeolje. En stor strategisk investering som er et ledd i Lerøy Seafood Groups vertikale integrering er også oppkjøpet av Lerøy Midnor AS fra Sparebanken Midt-Norge i 2003. Investeringen har senere fått mye blest i media på grunn av det store resultatbidraget den gir til Lerøy Seafood Group.¹⁰ Ved oppkjøpet av Lerøy Midnor AS i 2003 har selskapet igjen flere ansatte i Norge enn i utlandet. Selskapet har fortsatt sine investeringer i oppdrettsselskaper ved oppkjøpet av Lerøy Aurora i 2005. Investeringer i distribusjon i Norge og Sverige har også blitt gjort de siste årene.

De presenterte tallene for 2005 er de beste på 5 år – dersom man følger utviklingen i ROCE presentert i figur 1 over – kan det se ut som at man er på vei mot en ny

¹⁰ www.dn.no Lerøys milliardkupp, 25.02.06

toppkonjunktur i bransjen. Forhåpentligvis er LSG også bedre rustet mot en ny nedgangsperiode gjennom sine strategiske investeringer i oppdrettselskaper. Børsnoteringen sikrer også bedre tilgang på risikokapital.

2.2 Generelt om bransjen og hovedmarkeder

Markedet Lerøy Seafood Group opererer i, markedet for oppdrettsfisk, er dominert av Lerøy Seafood Group, Pan Fish, Fjord Seafood og Marine Harvest. Målt i verdi var LSG den største eksportøren av norsk laks fra Norge i 2004. Markedet befinner seg i følge LSG i en umoden fase, og har fremdeles god vekst.¹¹

Norske produsenter hadde et godt år i 2004, hvor varmt vann om sommeren og om høsten resulterte i eksepsjonell vekst i biomassen og ga gode uttak og reduserte produksjonskostnader. Ut fra Kontalis rapport kan vi se at eksportverdien av atlantisk laks fra Norge økte med 11 % fra 2003 til 2004 – da som en delt volum- og priseffekt, den siste helst til Europa. I februar 2005 ble minsteprisregimet igangsatt, noe som forverrer forholdene for de norske eksportørene.¹²

Lerøy Seafood Group ASA klassifiseres primært i bransjen som en lakseeksportør. At de nå er et vertikalt integrert selskap med bl.a. Lerøy Midnor og Lerøy Aurora som datterselskaper er også tilfellet for konkurrenter som Fjord Seafood ASA og Pan Fish ASA. De sistnevntes operasjoner i Norge er som datterselskaper av multinasjonale selskaper, men jeg vurderer likevel hele konsernet som del av bransjen til Lerøy Seafood Group.

Bransjen kjennetegnes av konsolidering, og et økt fokus på differensiering og markedsføring for å skille seg ut. Eksport av norsk laks og ørret gjennomføres av færre og færre selskaper – i 2004 tok 16 selskaper seg av 80 % av eksporten. Den gjennomsnittlige driftsmarginen for de 14 største eksportørene ble 1,9 %, en økning på

¹¹ LSG Årsrapport 2004

¹² Kontali Aquaculture and Fisheries Yearbook 2005, Kontali Analyse

0,1 % fra 2003¹³. Lerøy Seafood Group er det klart største av de norske eksportselskapene, som nummer to kommer Coast Seafood AS med ca. en tredjedel av LSGs salgsinntekter. Jeg velger å bruke de multinasjonale selskapene Fjord Seafood ASA og Pan Fish ASA som ”bransjen” på grunn av manglende tilgang på regnskapsdata hos de største norske konkurrentene.

I den videre analysen vil altså bransjen bestå av: *Lerøy Seafood Group, Pan Fish ASA og Fjord Seafood ASA.*

2.2.1 Pan Fish ASA¹⁴

Pan Fish ASA ble grunnlagt i 1992, og de første investeringene i oppdrettsanlegg ble gjort i Norge og Canada det samme året. De påfølgende årene fortsatte Pan Fish med oppkjøp av oppdrettsanlegg i Norge, Canada og Skottland, og i 1997 ble Pan Fish notert på Oslo Børs. Børsnoteringen ga dem tilgang på kapital, og Pan Fish gjennomførte en emisjon det samme året. Fra 1998 utarbeidet Pan Fish egne salgs- og distribusjonskontorer. Pan Fish er involvert i hele verdikjeden, fra smoltproduksjon til salg av laks. Etter oppkjøpet av hele Marine Harvest, verdens største lakseprodusent, og 25,7 % av Fjord Seafood er det sannsynlig at Pan Fish greier å oppnå sin målsetning om å være ”lowest cost producer”.¹⁵

2002 var et år preget av lave laksepriser og fallende lønnsomhet i oppdrettsbransjen, og i tillegg ble Pan Fish sine oppdrettsanlegg i Canada rammet av sykdom som førte til høy fiskedødelighet og dårlig kvalitet. Pan Fish gjennomførte nok en emisjon for å prøve å forbedre en ekstremt høy gjeldsgrad som ikke lot seg betjene med den dårlige inntjeningen.

Emisjonen var ledd i en refinansiering i 2003 – og dette medførte også muligheten for fortsatt drift. Ytterligere refinansieringer har vært gjennomført, og det ser ut til at

¹³ Kontali Aquaculture and Fisheries Yearbook 2005, Kontali Analyse

¹⁴ Pan Fish www.panfish.com

¹⁵ Pan Fish Q4 2005

selskapet har kommet på fote igjen ved hjelp av den nye konsernlederen Atle Eide og drastiske strategiske endringer.

Resultatene for 4.kvartal 2005, og dermed foreløpige tall for fjoråret så meget gode ut for Pan Fish – selskapet erfarte fallende produksjonskostnader, økte volumer og fortsatt gode laksepriser. Spesielt har produksjonskostnadene falt for Pan Fish Norway – i kvartalsrapporten regner selskapet med at utviklingen vil fortsette i 2006.

2.2.2 Fjord Seafood ASA¹⁶

Fjord Seafood ble etablert i Brønnøysund i 1996. På etableringstidspunktet var selskapet en lokal lakseprodusent med kun 2 konsesjoner. I dag er Fjord Seafood ASA en av verdens største innenfor oppdrett. Fjord Seafood tilbyr sine produkter til hele verden, 50% av totalt salg stammer fra andre arter enn laks. I følge årsrapporten til Fjord Seafood stammer 67 % av inntektene deres fra bearbejdede produkter. Hovedkontoret til Fjord Seafood ASA befinner seg i dag i Oslo, og selskapet ble notert på Oslo Børs i 2000. Det ble gjennomført en restrukturering av selskapet i årene 2002-2004, som resultat av dette har man oppnådd en markant effektivisering i oppdrettsvirksomhetene. Fjord Seafood har som Lerøy Seafood Group og Pan Fish sett bedre resultater de to siste årene.

2.2.3 Hovedmarkeder¹⁷

Norge er fremdeles den største eksportøren av oppdrettslaks i verden. I 2004 økte totalt kvantum levert av oppdrettere i verden med nesten 50 000 tonn fra 2003 – til omtrent 1 846 000 tonn. Tendensen man ser er at selv om Chile fremdeles er mindre enn Norge, har landet en mye høyere vekstrate når det gjelder tilbud av oppdrettslaks. Chile halverte avstanden mellom de to landene i løpet av 2004. Kontali Analyse bruker tilbud i sine analyser fordi erfaringsmessig er eksportdata atskillig mer pålitelige enn importdata når det kommer til oppdrettslaks, og totaleffekten vil være den samme når man undersøker tendenser i markedet. De største markedene for oppdrettslaks er USA, EU-25 og Japan.

¹⁶ Fjord Seafood www.fjordseafood.com

¹⁷ Kontali Aquaculture and Fisheries Yearbook 2005, Kontali Analyse

Fra 2003 til 2004 har det vært en liten nedgang i tilbudet fra USA – det skyldes antagelig at publikasjoner har hevdet at oppdrettslaks er helseskadelig, et kraftig fokus på vill laks fremfor oppdrettslaks, økte rater for flyfrakt samt en svekkelse av dollaren i løpet av 2004. Likevel er denne nedgangen svært liten hvis man ser den i forhold til den kraftige veksten man har sett siden 1996. Det er likevel en kjensgjerning at veksten har avtatt siden toppen i 2001. Prisnivået har økt noe siden 2004, spesielt fra slutten av 2005 til og med første kvartal 2006¹⁸.

For EU-25 har det ikke vært store endringer i tilbudet, kun en meget beskjeden økning på 1,3%. Det påfallende er at Chile har økt sine leveranser til EU med 69 %, Norge med kun 6 %, men Norge har fremdeles en markedsandel på 63 % i det europeiske markedet. Andre leverandører som for eksempel Storbritannia og Færøyene har drastisk redusert sine leveranser. I løpet av 2005 har leveransene til EU blitt redusert grunnet innføringen av minstepriser og kvoter. Prisen økte noe fra 2003 til 2004, og det reduserte kvantumet har ført til prisøkninger i 2005.

I leveransene til Japan er det tydelig at Chile tar over Norges andel i følge Kontali Analyse. Norge hadde en økning på 2 %, og totale leveranser til Japan økte med 28 %, hoveddelen av denne økningen tilskrives Chile. 2004 viste god vekst i tilbudet til det japanske markedet, etter en periode med relativt lav vekst. Prisnivået i 2004 lå noe lavere enn i 2003.

I andre markeder, som for eksempel Russland, Øst-Europa og andre asiatiske land, har Norge også den desidert største andelen av leveransene, men Chile har raskere vekst. Det russiske markedet har økt sin import av norsk laks med omtrent 600 % fra 1999 til 2004. Dette har nok gått noe tilbake nå grunnet avsløringene av farlige stoffer i norsk oppdrettslaks. I følge Kontali Analyse er veksten i totalt uttak av oppdrettslaks dalende, økningen i kvantum er relativt moderat.

¹⁸ LSG Q1 2006

3 VERDSETTELSESTEKNIKK

Målet med å gjennomføre en verdsettelse er å estimere verdien av selskapets egenkapital. Deretter tar man utgangspunkt i estimatet for å vurdere om aksjen er over- eller underpriset, for deretter å velge om man ønsker å selge eller kjøpe aksjen. Jeg vil presentere tre hovedtyper av verdsettelsesteknikker – valget mellom dem avhenger av hvor virksomheten befinner seg i livssyklusen. De tre verdsettelsesmetodene er *fundamental verdsettelse*, *komparativ verdsettelse* og *opsjonsbasert verdsettelse* (Penman 2004).

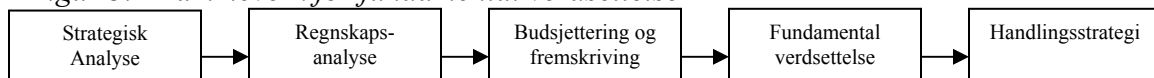
3.1 Presentasjon av verdsettelsesteknikker

Under vil jeg presentere de tre verdsettelsesmetodene nevnt ovenfor.

3.1.1 Fundamental verdsettelse

En fundamental verdsettelse bygger på en analyse av underliggende forhold i virksomheten. Disse klargjøres gjennom strategisk regnskapsanalyse sammensatt av en strategisk analyse og en regnskapsanalyse. Deretter budsjetteres og fremskrives regnskapet over en fornuftig horisont. Teknikken krever store mengder input, og er derfor mer tidkrevende enn komparativ og opsjonsbasert verdsettelse. De tilgjengelige dataene kan også inneholde målefeil og støy. Et rammeverk for fundamental verdsettelse presenteres i figur 3.1 (Penman, 2004).

Figur 3.1 Rammeverk for fundamental verdsettelse



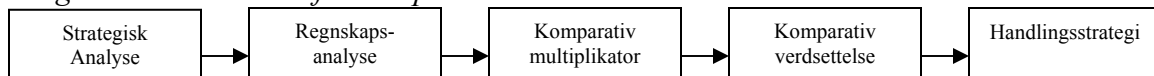
Da denne teknikken benytter seg av regnskapsdata egner den seg bedre for selskaper i stabil drift – det vil si i moden fase – og også i tilbakegang fordi disse har god tilgang på historisk regnskapsinformasjon. Teknikken egner seg dårlig for virksomheter i fare for

konkurs og for selskaper i oppstartsfasen på grunn av mangel på historiske regnskapsdata.

3.1.2 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse baserer seg på sammenlignende prising av tilsvarende virksomheter eller eiendeler. Denne metoden er enklere og mindre tidkrevende enn fundamental verdsettelse fordi den ikke går inngående inn i de underliggende forholdene i selskapet. Modellens enkelhet gjør at den benyttes mye i praksis. (Penman 2004). Dessverre kan modellen virke for enkel – det er en myriade med ulike multiplikatorer man kan benytte for å gjennomføre en komparativ verdsettelse – og dette medfører at muligheten for å manipulere data er tilstede. Et rammeverk for komparativ verdsettelse presenteres i figur 3.2 (Penman, 2004).

Figur 3.2 Rammeverk for komparativ verdsettelse



Dersom man velger å bruke tilsvarende virksomheter, benytter man den direkte komparativ verdsettelse. Denne metoden sammenligner markedsverdien på egenkapitalen til komparative selskaper der eventuelle forskjeller mellom selskapene justeres via en multiplikatormodell. Teknikken er også veldig følsom for svingninger i markedet – i nedgangstider tenderer verdsettelsene å være for konservative og i oppgangstider er det motsatt. (Damodaran, 2002).

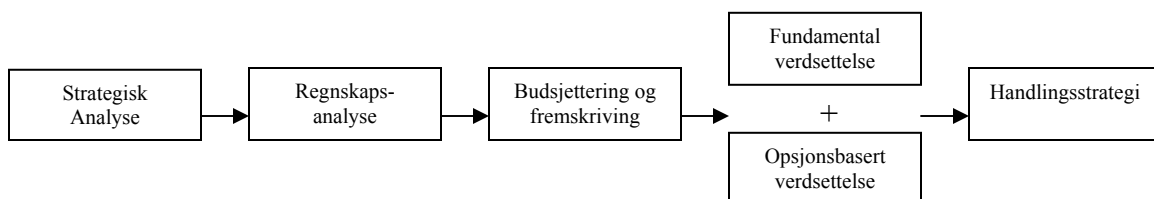
Dersom man velger å bruke markedsverdier på tilsvarende eiendeler – substansverdier – for å verdsette selskapet kalles det indirekte komparativ verdsettelse. Denne teknikken krever at man har informasjon om alle eiendeler og gjeld og deres tilhørende markedsverdier. Denne teknikken krever altså mer informasjonsinnsamling enn den direkte metoden, men er fremdeles atskillig enklere enn den fundamentale verdsettelsen. At man bruker tilsvarende eiendeler gjør at man fremdeles er utsatt for generell optimisme eller pessimisme i markedet gjennom subjektive markedsverdier.

Komparativ verdsettelse egner seg spesielt godt i oppstartsfasen når det ikke finnes regnskapsdata å bygge en fundamental verdsettelse på. Komparativ verdsettelse kan være et tillegg for å verifisere det fundamentale verdiestimatet i den modne fasen. Verdsettelse via substansverdier kan være aktuelt dersom det foreligger risiko for konkurs i tilbakegangsfasen – i denne fasen vil ofte verdien av immaterielle eiendeler være tilnærmet lik null – og substansverdien blir da tilnærmet virkelig verdi ved konkurs (Damodaran, 2001).

3.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Når man gjennomfører en opsjonsbasert verdsettelse søker man å bestemme verdien av fleksibilitet. Den opsjonsbaserte verdsettelsen kommer som regel som et supplement til en fundamental verdsettelse. Verdien av selskapets egenkapital vil da bestå av egenkapitalen basert på fundamental verdsettelse og nåverdien av fleksibilitet. Nåverdien av fleksibilitet vil ofte være verdien av realopsjoner i enten drift eller finansiering – for eksempel en opsjon på utvidelse eller nedleggelse. Et rammeverk for opsjonsbasert verdsettelse presenteres i figur 3.3 (Mun, 2002).

Figur 3.3 Rammeverk for opsjonsbasert verdsettelse



Den opsjonsbaserte verdsettelsen gjør det mulig å estimere en verdi på eiendeler som ellers er vanskelige å verdsette. Problemet med metoden er at informasjonen som trengs for å verdsette den underliggende eiendelen ofte er vanskelig tilgjengelig.

3.2 Valg av verdsettelsesteknikk

Lerøy Seafood Group har vært i bransjen siden slutten av 1800-tallet – og børsnotert siden 2002. Det er god tilgang på regnskapstall for den aktuelle analyseperioden.

Lerøy Seafood Group har gjennomgående hatt bedre marginer enn de øvrige aktørene i bransjen, og egenkapitalandelen var solide 50,09 % ved årsslutt i 2005. Bransjen er syklisk, og de siste par årene har marginene bedret seg. Lerøy Seafood Group har gjort betydelige strategiske investeringer de siste årene, og virker bedre forberedt enn noen gang på fremtiden. Med oppkjøpet av Fossen AS våren 2006 kan det se ut som at LSG ønsker å fortsette med oppkjøpsvirksomheten.¹⁹ Lerøy Seafood Group har hatt en gradvis økning i resultat og i kvantum levert – og det kan synes som selskapet fremdeles er i en vekstfase. Dette bekreftes av analysen av hovedmarkedene i seksjon 2.1.3.

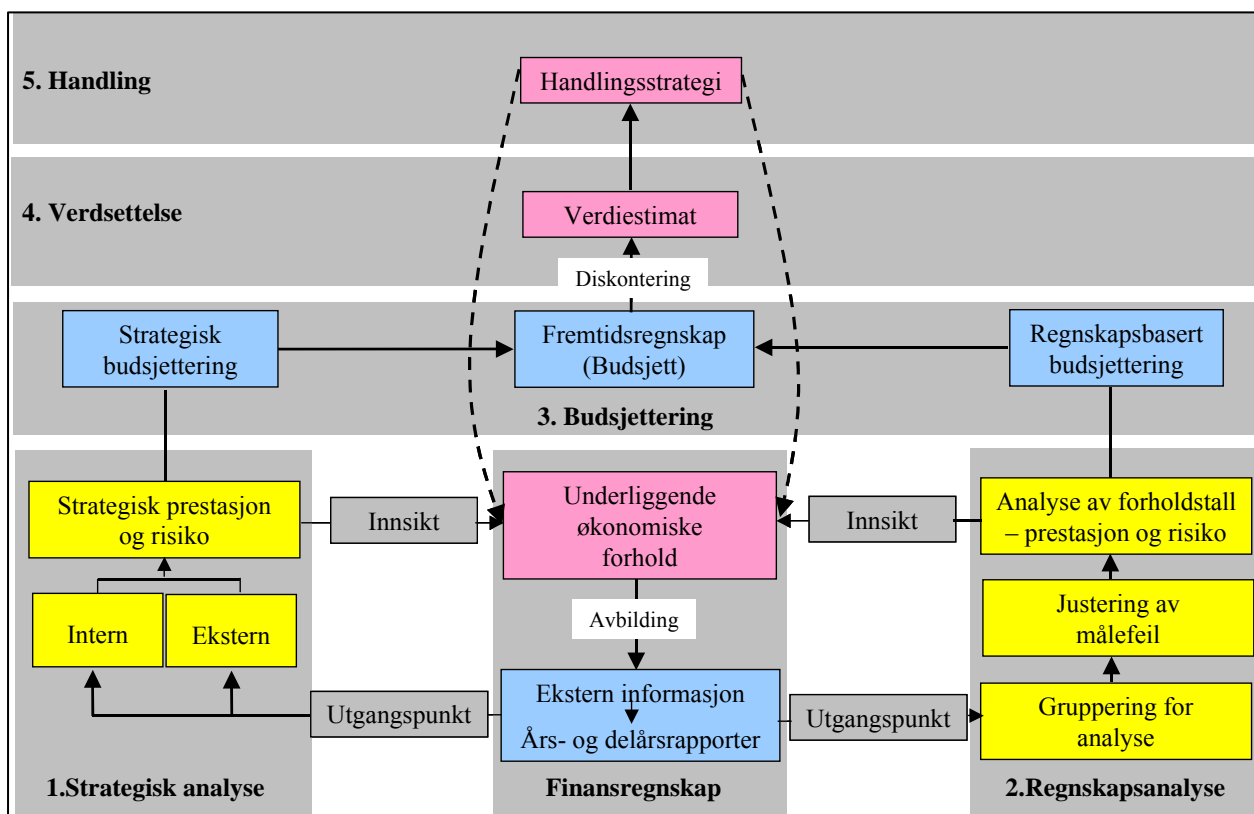
På bakgrunn av diskusjonen over velger jeg å legge hovedvekten for analysen på fundamental verdsettelse. Som supplement til denne metoden vil jeg utføre en komparativ verdsettelse. Jeg velger å hensynta opsjonen om ekspansjon i den fundamentale verdsettelsen ved å inkludere forutsetninger om vekst i fremtidsregnskapet. LSG har forutsetning om videre drift, og jeg velger derfor å se bort fra substansverdimetoden og opsjonsverdien ved avvikling.

¹⁹ www.bt.no Tida ute for dei små, 25.04.06

3.3 Rammeverk for fundamental verdsettelse

Oppgaven vil i det følgende bygges på rammeverket i figur 3.4²⁰ under (Penman 2004, Palepu et al., 2004).

Figur 3.4 Rammeverk for fundamental verdsettelse



Trinn én i analysen er å gjennomføre en strategisk analyse av virksomheten. Den strategiske analysen har til hensikt å opplyse om forhold som driver lønnsomheten til selskapet. Analysen er kvalitativ og belyser hvorvidt selskapet har et strategisk fortrinn som kan føre til superprofitt. Gjennom den kvalitative analysen opparbeides også grunnlaget for å kunne utarbeide et fremtidsregnskap.

²⁰ Knivsflå, Kjell H. Forelesningsnotater BUS425, 2006

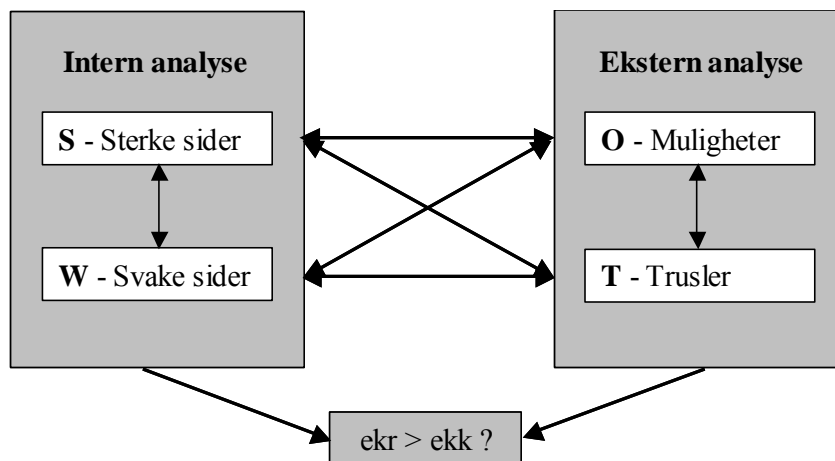
Det neste trinnet i analysen er regnskapsanalysen. Denne analysen er kvantitativ og gjennomføres for å få innsikt i de underliggende økonomiske forholdene i selskapet. Denne analysen gjennomføres også med det mål å finne ut om selskapet er i en økonomisk posisjon som skulle tilsa superprofitt og om denne er varig og relativt lite risikabel.

Innsikten fra de to foregående trinnene settes sammen for å utarbeide et fremtidsregnskap. Fremtidsregnskapet benyttes for å finne en fundamental verdi av egenkapitalen til selskapet. På bakgrunn av den fundamentale verdsettelsen utarbeides til slutt en handlingsstrategi der man foretar investeringsbeslutninger på bakgrunn av dataene som presenteres i verdsettelsen (Penman 2004).

4 STRATEGISK ANALYSE BASERT PÅ OFFENTLIG INFORMASJON

Gjennom den strategiske analysen undersøkes bransjen Lerøy Seafood Group opererer i, samt hvordan LSG posisjonerer seg i denne bransjen. Som rammeverk for analysen benytter jeg SWOT-modellen (Barney, 2002). Modellen kartlegger strategiske styrker (S) og svakheter (W) internt i selskapet, samt muligheter (O) og trusler (T) eksternt i bransjen. Et rammeverk presenteres i figur 4.1²¹ (Barney, 2002).

Figur 4.1 Rammeverk for strategisk analyse



Ved å synliggjøre styrker og svakheter internt og eksternt kan man få et klarere bilde av hva man gjør riktig og hva man bør forbedre. Innsikten kan brukes til å posisjonere seg optimalt i forhold til konkurrentene og dermed oppnå superprofitt – en positiv strategisk fordel. En eventuell strategisk fordel kan dekomponeres i en fordel knyttet til bransjen og en fordel knyttet til ressurser.²² I det følgende vil jeg gå gjennom sjømatbransjens påvirkning fra makroomgivelsene for så å gå grundigere inn i konkurranseforholdene innad i sjømatbransjen. Den interne analysen vil fokusere på de sterke og svake sidene i LSG. Til slutt vil jeg oppsummere resultatene i et SWOT-diagram tilsvarende figuren over.

²¹ Kjell Henry Knivsfå; Forelesningsnotater BUS425, 2006

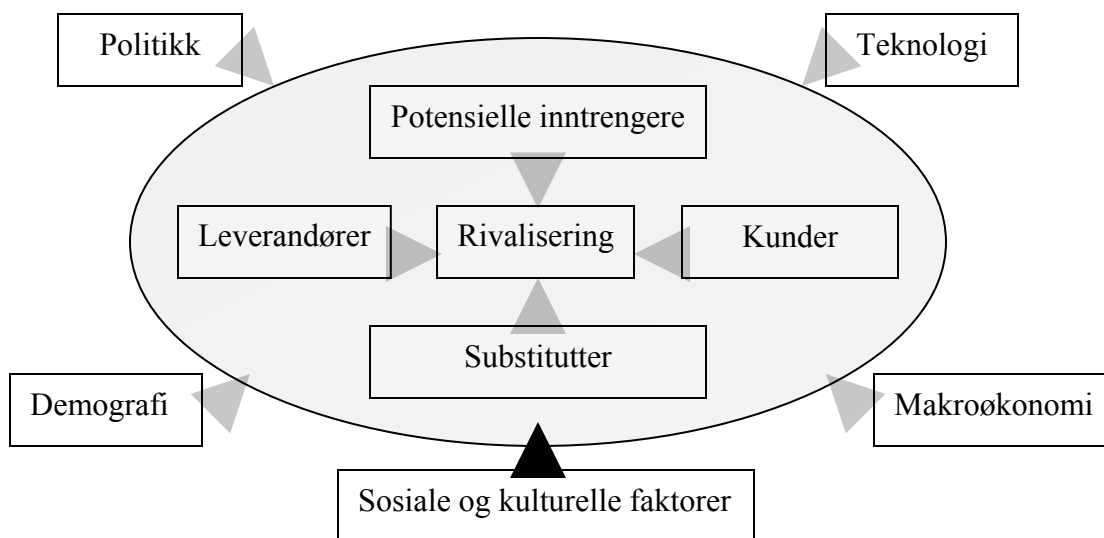
²² Kjell Henry Knivsfå; Forelesningsnotater BUS424, 2005

4.1 Ekstern analyse - bransjeorientering

Den eksterne analysen vil bli gjennomført innenfor rammene av Porters '5 forces'-modell (Hill & Jones, 2001). Modellen kartlegger hvilke eksterne krefter som har innvirkning på en bransje, for slik å vise hvilke muligheter og trusler som påvirker konkurransen og foreslå strategier som kan besvare disse. Svakheter ved modellen er at den presenterer et statisk bilde av konkurransen, noe som gjør at innovasjon får en liten rolle. Modellen undervurderer også viktigheten av forskjeller mellom selskaper og overvurderer viktigheten av bransjestruktur som determinanter for selskapets profitt. Selv om kritikken mot modellen er relativt viktig er ikke innovasjonen i sjømatbransjen av slik banebrytende karakter som for eksempel i legemiddelbransjen – dette gjør at denne svakheter ved modellen ikke har så stor betydning.

Modellen i figur 4.2 presenterer fem faktorer som determinanter for konkurransen og dermed markedsandelene og lønnsomheten i en bransje. Disse fem faktorene påvirkes igjen av makroforhold (Hill & Jones, 2001).

Figur 4.2 Porter's "5 forces" modell og makroforholdenes tilknytning



4.1.1 Makroforhold

Sjømatbransjen og LSG opererer ikke i et vakuum – de påvirkes også av generelle makroforhold (Hill & Jones, 2001). Det er viktig at selskapene i bransjen er forberedt på eventuelle drastiske endringer i makroforholdene, da disse kan ha svært store innvirkninger på den videre driften.

Politikk

Politiske forhold er blant annet skatte- og avgiftsreguleringer arbeidsmiljøloven, miljø- og sikkerhetskrav.(Hill & Jones, 2001).

Etter problemene i Norge våren 2006 med e.coli-bakterien i kjøttdeig og oppdagelsen av fjærkre smittet med fugleinflensa i Europa er tendensen i befolkningen å kreve bedre kontroll av matsikkerhet.^{23,24} Dette gjelder også for fisk. Nylig var det en stor sak i media om at norsk laks ble stoppet på grensen til Russland på grunn av for høye kadmiumverdier.²⁵ Det er også flere genmodifiserte produkter på markedet.

Utviklingen gjør at man sannsynligvis vil stille strengere krav til registrering av produkter, sporbarhet samt bedre informasjon til konsumenter i matvarebransjen. Dette er en tendens matvareprodusenter generelt må tilpasse seg. Mattilsynet iverksatte et nytt regelverk for genmodifiserte produkter i 2004.²⁶ EU har også finansiert et nytt system for sporing av fisk, TraceFish, som også vil sikre tryggere mat i følge fiskeriforskning i Norge.²⁷ I 2005 la mattilsynet frem nye forskrifter med krav til sporbarhet av næringsmidler ett steg bakover (leverandør/produsent) og ett steg frem (kunde).²⁸

De fleste store oppdrettsselskapene har igangsatt programmer som både følger opp og ofte går ut over regelverkene.

²³ <http://matportalen.no/> Mattilsynet leter etter e.coli-bakterien i mer enn kjøttdeig, 02.03.05

²⁴ www.mattilsynet.no/ Statusrapport fugleinflensa – onsdag 8.3.2006 kl. 13.00

²⁵ <http://www.nrk.no/> Russland stanser all norsk laks 20.12.2005

²⁶ <http://matportalen.no/> Mattilsynet lager nye GMO-regler 18.05.04

²⁷ www.fiskeriforskning.no Nytt system vil gi tryggere mat, Januar 2003

²⁸ www.mattilsynet.no Forskrift om sporbarhet av næringsmidler og for

I dag er det også minstepris pålagt norske lakseeksportører i det europeiske markedet. Etter LSGs egne betraktninger har dette lagt en demper på resultatet det siste året, og for øyeblikket er EU og den norske stat i dialog om å lempe på kravene for sjømatbransjen. Selskapene basert i Norge legger stadig press på myndighetene for at disse særnorske kostnadselementene skal fjernes. Beskyldningen fra EU er at norske lakseeksportører dumper laks i det europeiske markedet. Norge har også brakt saken inn for WTO²⁹ Russland er også stengt for all import av fersk norsk laks f.o.m. 1.januar 2006.³⁰

Teknologi

Teknologiske forhold innebærer blant annet innovasjon, det offentliges og det privates utgifter til forskning og utvikling, kommunikasjonsteknologi og anvendelse av kunnskap (Hill & Jones, 2001).

I takt med økt fokus på matsikkerhet, samt et press på selskapene om et økt kostnadsfokus, arbeider oppdrettsselskapene med å begrense bruk av antibiotika og vaksiner på fisken, samt med å utnytte foret på best mulig måte – både ved å skape et best mulig for, men også for å fore fisken på riktig måte. Best mulig utnyttelse av råvarene vil være viktig i fremtiden når dagens gode marginer høyst sannsynlig vil presses. Dette er blant annet et hovedfokus for Pan Fish, som har startet et utdanningsprogram for sine ansatte med dette i sikte, samt inngått en langsiktig avtale med en forprodusent.³¹

Makroøkonomi

Faktorer som bør tas i betraktning her er blant annet inflasjonsrater, renter, arbeidsledighet og inntektsnivå. (Hill & Jones, 2001)

²⁹ www.kyst.no Permanent laksekrig med EU, 03.03.06

³⁰ 2005, 4.kvartal: Fjord Seafood

³¹ 2004: Pan Fish Årsrapport

Bransjen er svært følsom for svingninger i valutakurs siden størstedelen av produksjonen går til eksport. Når den norske kronen er sterk vil dette medføre at norsk laks blir relativt dyrere i forhold til laks fra for eksempel Chile – og dette vil være en ulempe for den norske bransjen.

I Norge, USA og Europa har vi de siste årene sett stadig synkende renter, noe som stimulerer investeringssetterspørselen. (Burda & Wyplosz, 2001). I disse områdene har det derfor vært gunstigere å foreta investeringer i for eksempel oppdrettsbransjen. Dette har også skjedd, det har vært en kraftig konsolidering i bransjen.³² Dette kan være en konsekvens av svake priser de siste årene, prisutviklingen i 2003 reflekterte det dårligste prisnivået for laks og ørret i nyere tid, samt av den etterspørselsveksten man observerer.³³ Konsolidering kan være gunstig dersom man kan realisere visse stordriftsfordeler (Hill & Jones, 2001).

Den mer stabile situasjonen i Chile har også ført til en kraftig oppblomstring i investeringer der noe som gjør dem til en konkurrent å regne med – selv om de foreløpig – per 2005 - kun eksporterer frossen laks til Europa.³⁴

Når det gjelder arbeidsledighet er situasjonen ganske spesiell, siden mange av oppdrettsanleggene ligger langt inni fjorder og i relativt spedt bebygde strøk. Oppdrettsanleggene får da form som hjørnesteinsbedrifter, og ved en eventuell nedleggelse vil arbeidsledigheten i området antageligvis øke kraftig. Dette fører til at det ikke er spesielt stor sannsynlighet for at det vil være vanskelig å få kvalifisert arbeidskraft så lenge virksomheten er aktiv – men at det kan være nødvendig med sysselsettingstiltak i tilfelle nedlegging der bedriften er hjørnesteinsbedrift.

Bransjen kan være inntektselastisk siden for eksempel bearbejdet produkter som røkt laks kan klassifiseres som et luksusgodt, og dermed forsakes når husholdningene får

³² www.stocklink.no Pan Fish har kjøpt alle utestående aksjer i Marine Harvest for 1325 millioner euro, 06.03.2006

³³ LSG Årsrapport 2003

³⁴ www.eurofish.dk/ Salmon May 2005

dårligere råd i en nedgangsperiode (Pindyck & Rubinfeld, 2000). Men uansett konjunktur er situasjonen i verden i dag er at de nye økonomiene i Asia er sterkt voksende. En stor del av verdensdelens befolkning har opplevd en bedring i sin økonomiske situasjon og har dermed tilgang på produkter de før ikke hadde råd til.

I de vestlige landene får husholdningene stadig bedre økonomi og kan mer enn før velge fritt hvilke produkter de ønsker å konsumere.

Sosiale og kulturelle faktorer

De viktigste faktorene her er miljøbekymringer og endringer i preferanser når det gjelder produkt- og servicekarakteristikker (Hill&Jones, 2001).

Miljøbekymringen er veldig viktig, både når det gjelder matsikkerhet, men også krav om humanitær avlaving av fisk samt avfallshåndtering fra oppdrettsanlegg. I dag er det store problemer med at store mengder avfall synker ned fra oppdrettsanleggene, både rester etter for og selvdød fisk synker ned til havbunnen under oppdrettsanlegget og ødelegger det naturlige miljøet på havbunnen. I LSG tror man at kravene til dyrevelferd og etisk avlivning vil komme tydeligere frem i regelverket.³⁵

Trender i samfunnet er for eksempel at maten man spiser skal være både sunn og næringsrik – fisk er jo full av de gode fettsyrene og en god kilde til vitaminer og mineraler. En reaksjon på dette er at flere ønsker å spise mer fisk, men konsumentene føler at tiden de må bruke på å rense og filetere fisken ikke rettferdiggjøres av sluttproduktet. Dette har ført til at flere av de store selskapene innenfor lakseeksport har sendt signaler oppover i verdikjeden om at konsumentene ønsker et større utvalg bearbejdede produkter. Eksportutvalget for fisk legger ut oppskriftshefter gratis, det samme gjør sjømatprodusentene. Fisk skal fremstilles som både sunt, delikat og lettvin. Konsumenten skal utdannes.

³⁵ Kathrin Sandvik, Quality Co-ordinator LSG, Mars 2006

Demografiske faktorer

De demografiske faktorene er blant annet befolkningsstørrelse, aldersfordeling, geografisk distribusjon og etnisk sammensetning. (Hill & Jones, 2001).

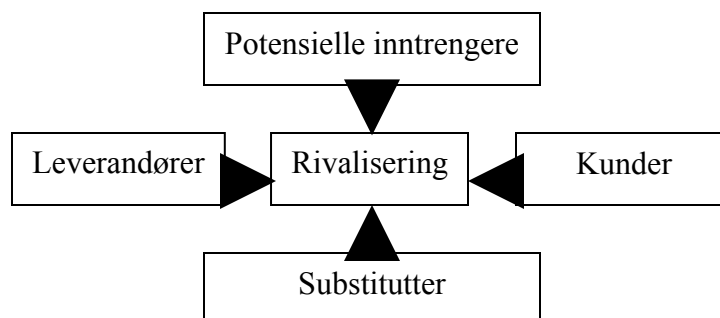
Land som allerede konsumerer mye sjømat, som for eksempel USA, vil sannsynligvis fortsette å gjøre dette etter hvert som befolkningen vokser. Som nevnt i presentasjonen av hovedmarkedene har det vært en del negativ publisitet om bransjen i amerikanske medier, noe som har ført til en stagnasjon i veksten. I Europa er veksten fremdeles god, på tross av minsteprisregimet i 2005 hadde Norge en økning på 9,3 % i volum eksportert til Europa.³⁶

4.1.2 Bransjeanalyse

I bransjeanalysen analyserer man om bransjen er attraktiv ved å undersøke bransjeinterne men bedriftseksterne forhold. De fem kreftene som er fokus i modellen kan ses på som en trussel eller en mulighet – en sterk kraft kan bidra til redusert lønnsomhet – en svak kraft kan utnyttes til det beste for selskapet og føre til økt lønnsomhet. Hvilken kraft som er den avgjørende for lønnsomheten varierer mellom bransjer og over tid – man kan ikke anta at bransjen er lønnsom bare fordi en av konkurransekraftene ikke er til stede.

Porter's 5 forces modell presenteres i figur 4.3 (Hill & Jones, 2001).

Figur 4.3 Porter's 5 forces



³⁶ www.eurofish.dk/ Salmon May 2005

Trussel om rivalisering i bransjen

Sterk rivalisering er en trussel mot lønnsomheten gjennom pris-, innovasjons- og markedsføringsrivalisering. Grad av rivalisering i en bransje er i hovedsak bestemt av tre faktorer – konkurransestructur, etterspørselsforhold og utgangsbarrierene i bransjen.

Konkurransestructur

Konkurransen i oppdrettsbransjen er dominert av relativt få, store aktører, eksempelvis Pan Fish, Fjord Seafood og Lerøy Seafood Group. Flere store oppkjøp har blitt gjennomført de siste årene. Oppkjøpet LSG foretok Lerøy Midnor AS i 2003 et godt eksempel. John Fredriksen, som fra før er største eier i både Pan Fish og Fjord Seafood, kjøpte Marine Harvest i begynnelsen av mars 2006, og sammenslått er Pan Fish, Fjord Seafood og Marine Harvest en oppdretts-gigant som kontrollerer omtrent hvert fjerde oppdrettsanlegg langs norskekysten.³⁷ De 14 største selskapene kontrollerer 80 % av eksporten.³⁸ Bransjen kan derfor sies å være relativt konsolidert, noe som reduserer trusselen for rivalisering.

Dersom man ser på totalt salg hos for eksempel LSG utgjør bearbejdede produkter omtrent 24 % av totalt salg. Mesteparten av de solgte produktene er derfor relativt homogene – som for eksempel hel laks, hvitfisk, ørret og pelagisk fisk – denne produktkarakteristikken må sies å øke rivaliseringen i bransjen.³⁹

For å motvirke denne tendensen har selskapene både et uttalt kostnadsfokus samt et ønske om å øke bearbejdingsgraden for å differensiere seg fra konkurrentene.⁴⁰ En mulig måte å oppnå differensiering på er gjennom markedsføring – og også videreforedling av produkter. Som nevnt så satser Lerøy Seafood Group tungt på å utdanne konsumenten samt å produsere flere varianter av bearbejdede produkter.⁴¹

³⁷ Kontrollerer kvart fjerde anlegg www.bt.no 06.03.06

³⁸ Kontali Aquaculture and Fisheries Yearbook 2005

³⁹ LSG årsrapport 2004

⁴⁰ Årsrapporter LSG/PanFish/Fjord Seafood

⁴¹ LSG årsrapport 2005

Etterspørselsforhold

I gjennomgangen av hovedmarkedene kan man se at etterspørselen etter oppdrettlaks fortsatt vokser, om enn med en noe lavere takt enn tidligere i de etablerte markedene. Vi ser likevel at i nye markeder – som Russland og andre deler av Asia er økningen kraftig.⁴² Med denne økningen, samt den økende fokus på sunt kosthold i den vestlige verden er det sannsynlig at det fortsatt vil være en vekst i etterspørsel.

Det økte inntektsnivået vil trolig også skifte konsumet mot fersk fisk og bearbejdede produkter. Etter LSGs egne karakteristikker er selskapet i en umoden næring, og man kan derfor forvente fortsatt vekst opp mot modning av bransjen.⁴³ Dette reduserer trusselen for rivalisering, selskapene unngår å ta markedsandeler fra hverandre ved å nyte godt av en voksende kundemasse.

Utgangsbarrierer

Når det gjelder utgangsbarrierer så er det ikke rimelig å anta at det er høye utgangsbarrierer i bransjen. Dette skyldes at konsesjoner og oppdrettsanlegg historisk har vært svært attraktive for oppkjøp, og dermed lette å selge, samt at de fleste kostnader innenfor fiskeoppdrett er variable⁴⁴. Utgangsbarrierer bidrar derfor ikke til økt rivalisering.

Konklusjon

Jeg antar da at trusselen om rivalisering vil være *lav* på kort og mellomlang sikt, men etter hvert som bransjen modnes og veksten stagnerer vil marginene også presses (Hill & Jones, 2001).

Trussel om etablering i bransjen

Trusselen om etablering i bransjen omhandler sannsynligheten for etablering av nye aktører i bransjen. De nye aktørene vil øke konkurransen og dermed utgjøre en trussel for

⁴² Kontali Aquaculture and Fisheries Yearbook 2005

⁴³ LSG årsrapport 2004

⁴⁴ For, produksjonskostnader, mærer etc.

profitten de allerede etablerte selskapene henter ut fra markedet i dag. Konkurransepresset fra trusselen om etablering i bransjen avgjøres hovedsakelig av graden av inngangsbarrierer i bransjen. Høye inngangsbarrierer holder potensielle konkurrenter ute av bransjen selv om lønnsomheten er høy. Eksempler på inngangsbarrierer kan være merkeloyalitet, absolutte kostnadsfordeler, skalaøkonomi, kapitalkostnader og statlige reguleringer (Hill & Jones, 2001).

Merkeloyalitet

LSG lanserer i 2006 flere produkter i for eksempel det svenske markedet som er utarbeidet for å øke merkebevisstheten hos konsumentene. Produktene selges med Lerøy-logoen, og markedsføres som Lerøy-produkter.⁴⁵ LSG har også som prioritert oppgave langsiktige relasjoner med kunder, kvalitetssikring, produktutvikling og god service.⁴⁶ Dette kan medføre merkeloyalitet hos kunder, samt høyere byttekostnader dersom kunden og selskapet sammen har utviklet spesialprodukter og bonusavtaler.

Absolutte kostnadsfordeler

Kostnadsfordeler kan fremkomme hos etablerte aktører gjennom en godt utviklet knowhow og et stort nettverk. Et selskap med en lang historie har både kunne tilegne seg nyttige kontakter i bransjen, men også en inngående kjennskap til markedets variasjoner – og dermed kanskje større evne til å forutsi markedets bevegelser.

Skalaøkonomi

Bransjen er sterkt konsolidert, og dette medfører at de eksisterende aktørene begynner å oppnå en anselig størrelse. Dette innebærer at de har mulighet til å realisere stordriftsfordeler gjennom gode avtaler forhandlet frem hos leverandører på bakgrunn av langsiktige perspektiver og store volumer. Salgs- og distribusjonsnett er allerede etablert, og de store selskapene har ofte mange store kunder. Det er likevel ikke nødvendig for en ny aktør å satse stort i begynnelsen, for eksempel så ble Fjord Seafood etablert i 1996 med 2 konsesjoner og har i dag vokst til å bli en oppdretts-gigant. Problemet er likevel at

⁴⁵ Andreas Søraa, LSG, Mars 2006

⁴⁶ LSG Årsrapport 2004

de store, solide selskapene står i bedre posisjon til å tåle en eventuell priskrig som måtte komme for å prøve å presse nykommeren ut av bransjen.

Kapitalkostnader

For å kunne starte opp et oppdrettsanlegg er man avhengig av statlige konsesjoner for oppdrett. De siste årene har etterspørselen etter konsesjoner økt drastisk, og når staten legger ut nye konsesjoner auksjoneres disse bort. Det er naturlig å anta at i en budrunde om konsesjoner vil de store selskapene som for eksempel Lerøy Seafood Group, Pan Fish og Fjord Seafood sannsynligvis kunne overby en eventuell nykommer.

Dersom nykommeren skulle lykkes i å vinne auksjonen, vil det i neste steg være høy sannsynlighet for tiltak fra de etablerte aktørene – noe som medfører at investeringen får relativt høy risiko. Risikopremien investorene krever kan føre til urimelig høye kapitalkostnader for nykommere.

Offentlige reguleringer

Oppdrettsnæringen i Norge er veldig sterkt regulert, det må investeres i konsesjoner som distribueres av staten dersom man skal få tillatelse til å starte opp. Reguleringen er sterk også i andre land, men man forventer en sterk økning i lakseproduksjonen i Chile.

Foreløpig eksporterer Chile mest frossen laks til EU og Asia. At de ikke foreløpig, per 2005, eksporterer fersk laks til Europa innebærer at de ikke konkurrerer direkte med Norge, selv om de har sett enorm vekst i hovedmarkedene.⁴⁷ Norges største fortrinn er gode vilkår for eksport av fersk laks.⁴⁸

Konklusjon

Ut fra analysen over er inngangsbarrierene betydelige, og det kan se ut som at trusselen for ny etablering er lav. Likevel har dette vært en bransje som de siste årene har vist meget god lønnsomhet, så med eventuelt flere utlagte konsesjoner i Chile er det ikke

⁴⁷ Kontali Aquaculture and Fisheries Yearbook

⁴⁸ www.imr.no Markedssituasjonen for laks og ørret i 2004

umulig at nykommere vil finne det gunstig å etablere seg. Jeg velger derfor å sette trusselen om etablering til *under moderat*.

Trussel fra leverandører

Presset på lønnsomheten fra leverandører bestemmes av hvor stor makt leverandørene har i forhold til selskapet. Leverandørens grad av makt påvirker hvor mye av profitten de kan holde igjen på sitt trinn i verdikjeden. Indikatorer på en trussel fra leverandører er for eksempel relativ leverandørkonsentrasjon, produktdifferensiering hos leverandøren, bransjens betydning for leverandørgruppen og trussel om integrering nedover i verdikjeden (Hill & Jones, 2001). I hovedsak er det fire store leverandørgrupper til selskapene i bransjen – forprodusenter, oppdrettere, transportselskaper og ansatte.

Leverandørkonsentrasjon

Det finnes ganske få store forprodusenter på verdensbasis, noen store er bl.a. Nutreco og EWOS, og denne oligopolsituasjonen skulle tilsi en sterk forhandlingsmakt og en mulighet til å tilbakeholde gode marginer i dette leddet.

Oppdrettsbransjen er i større og større grad eid av de store eksportørene, vertikal integrering er en trend hos de store selskapene. Siden selskapene på grunn av dette har tilgang på "eget" råstoff, innebærer det at forhandlingsmakten hos eksterne leverandører reduseres. LSG omtaler i sin årsrapport viktigheten av et samspill mellom foretak i verdikjeden for å oppnå både stordriftsfordeler og ekspertise på kjernevirksomhet.⁴⁹

Det er relativt mange transportselskaper som kan utføre de nødvendige tjenestene for eksportselskapene, men jeg antar at forhandlingsmakten til transportørene er størst når det gjelder å forhandle frem langsiktige avtaler. Volumet på eksporten som skal transporteres er likevel såpass stort at det er usannsynlig at ikke eksportselskapet kan legge press på transportøren.

⁴⁹ LSG årsrapport 2004

Ansatte i oppdrettsbransjen og i eksportfirmaene er en svært viktig ressurs. Tradisjonelt er industriarbeidere i Norge svært godt beskyttet gjennom sine fagforeninger, og har derfor veldig god forhandlingsmakt.

Produktdifferensiering hos leverandøren

Bestanddelene i fiskefor er i hovedsak fiskeolje og fiskemel, og produksjonsprosessen er relativt gjennomiktig. Gjennomsiktigheten i prosessen gjør det vanskelig å holde tilbake urimelige marginer, spesielt siden også oppdrettsbransjen er relativt konsolidert. LSG har eierandeler i en fiskemel og –olje produsent – Egersund Fisk AS. Leveransen fra oppdrettsselskapene så lenge produktet er ubehandlet er også homogen – byttekostnaden fra en oppdretter til en annen er liten.

Tjenestene transportørene tilbyr er homogene, byttekostnaden mellom transportører er lav dersom servicenivået hos de forskjellige er tilnærmet likt. De ansatte som jobber i oppdrettsselskapene og hos forprodusentene er relativt homogen arbeidskraft. De senere år har selskapene fokusert på å utdanne de ansatte til å for eksempel bruke optimal formengde⁵⁰, og så snart de ansatte innehar en form for spesialkompetanse som er nyttig for selskapet øker deres forhandlingsmakt.

Bransjens betydning for leverandørgruppen

For fiskeforprodusentene og oppdretterne er bransjen livsnødvendig. De er avhengige av noen å selge sine produkter til. Det er selvsagt mulig for for eksempel oppdretterne å selge produktet sitt direkte til markedet, men da uten det etablerte salgs- og distribusjonsnettverket bransjen har bygd opp.

For transportselskapene er eksportørene svært gode kunder, og lager ofte langsiktige avtaler om store volumer over flere år. Det er også mulig for selskapene å kjøpe transport i spotmarkedet. Oppdrettsanlegg og forfabrikker ligger ofte i grisgrendte strøk uten særlig mye annen industri, noe som kan redusere forhandlingsmakten til de ansatte.

⁵⁰ Pan Fish årsrapport 2004

Trussel om integrering nedover i verdikjeden

For fôrprodusenter og oppdrettere er dette allerede tilfellet. Da det er oligopoltilstander i hos begge leverandørgruppene er det usannsynlig at et selskap i det ene leddet tar over det andre grunnet den betydelige størrelsen på selskapene. For transportører vil fiskeeksportbransjen være relativt langt utenfor deres kjerneområde, og det er usannsynlig at de skulle ønske å ta over et av de store, konsoliderte selskapene i bransjen. Det samme gjelder for de ansatte grunnet høye inngangsbarrierer som nevnt under 'Trussel om rivalisering'.

Konklusjon

Det er ulik forhandlingsmakt i de forskjellige gruppene. Forhandlingsmakten er *lav* for transportørene, *under moderat* fra fôrprodusentene, oppdretterne og *moderat* fra de ansatte. Totalt vil jeg anta at forhandlingsmakten fra leverandørene er *under moderat*.

Trussel fra kunder

Presset på lønnsomheten fra kunder bestemmes av hvor stor makt kunden har i forhold til selskapet. Kunden kan bruke denne makten til å presse prisene ned og service- og kvalitetsnivået opp. Indikatorer på høy forhandlingsmakt hos kundene er relativ kundekonsentrasjon, produktkostnadens andel av kundens totalkostnad, byttekostnader og trussel fra kunder om vertikal integrasjon (Hill & Jones, 2001).

Relativ kundekonsentrasjon

De store lakseeksportørene leverer til utallige kunder verden over. Kundekonsentrasjonen er derfor relativt lav – men likevel finnes det spesielt store kunder som utgjør en stor del av handelen for noen av selskapene. For eksempel gjelder dette store dagligvarekjeder som for eksempel Carrefour-kjeden i Europa – kjeden kjøper inn store kvanta via sine innkjøpsentre og oppnår som regel gode priser og god service og kvalitet på grunn av sin størrelse.

Produktkostnadens andel av kundens totalkostnad

Denne andelen varierer ut fra hva kunden ønsker å bruke varen til. For en dagligvarekjede vil produktet utgjøre en liten andel av totalkostnaden fordi de fører såpass mange forskjellige produkter. For et røkeri vil den ferske laksen utgjøre en stor del av kundens totalkostnad, noe som medfører økt trussel fra kunder.

Byttekostnader

Det som kan observeres i markedet i dag er at man har fjernet mellomledd som for eksempel eksportør, importør eller grossist og at de store kjedene kjøper inn direkte fra produsent og dermed evner å forhandle frem svært gode avtaler for seg selv og sine kunder. De vertikalt integrerte selskapene er fremdeles med gjennom sine datterselskaper. Det etableres langsiktige kontrakter og spesialavtaler både med henhold til produkt og pris, disse kontraktene forplikter både på selskapets og kundenes side. Ved brudd på disse avtalene kan byttekostnadene bli betraktelige – også for selskapet dersom produktene er spesielle. Dersom produktet er standardisert, er byttekostnaden relativt lav, men dersom kunden har spesialprodukter vil byttekostnaden høyere.

Trussel om vertikal integrasjon

Det er ikke sannsynlig at kundene vil prøve å integrere vertikalt bakover, dette skyldes konsolideringen i oppdrettsbransjen.

Konklusjon

Forhandlingsmakten varierer med størrelsen på kundene, og med graden av spesialisering på produktnivå. Jeg vil anta at trusselen fra kunder er *moderat*, dette spesielt på grunn av enkelte kunders størrelse og langsiktige avtaler.

Trussel fra substitutter

Substitutter kan dekke kundens behov på tilsvarende måte som bransjen kan. Dersom det finnes mange nære substitutter kan disse legge press på lønnsomheten i bransjen (Hill & Jones, 2001).

Substitutter til sjømat er i hovedsak magert kjøtt, som for eksempel svinekjøtt og fugl. Trusselen om fugleinfluenza og salmonella som nevnt under analysen av makroforhold over kan bidra til å pense flere forbrukere over på sjømatprodukter. Likevel er det ikke lenge siden krisen med kadmium i norsk laks til Russland – så pendelen svinger begge veier.

Konklusjon

Trusselen fra substitutter antas å være *moderat*.

4.1.3 Nøytralisering av trusler

Rivaler

En mulighet for å redusere rivaliseringen i bransjen er å øke differensieringen enda mer ved å satse på merkevarebygging, høyere bearbeidingsgrad og overlegen service og kvalitet.

Nye etableringer

Selskapene i bransjen bør fortsette å fokusere på kostnadsreduksjoner og økt differensiering. Det ser også ut til at konsolideringen av bransjen fortsetter gjennom for eksempel oppkjøpene Pan Fish har gjort i Marine Harvest og Fjord Seafood og LSGs oppkjøp av Fossen AS.⁵¹

Leverandører

Leverandørene til bransjen er allerede ganske lite unike – men spesielt forprodusenter og oppdrettere er store aktører. Her kan det være mulig å forhandle frem langsiktige avtaler som forplikter hos begge parter.

⁵¹ www.bt.no Tida ute for dei små, 25.04.06 og www.panfish.no Presentasjon 07.03.06

Kunder

For å redusere kundenes forhandlingsmakt kan selskapene øke differensieringen og dermed øke byttekostnadene. Selskapene kan prøve å etablere flere langsiktige, bindende avtaler med kunder. Gjennomfør kundeopplysningskampanjer for å lære sluttbrukeren å bruke produktet.

Substitutter

Bransjen kan prøve å øke markedsføring og opplysning om sine produkter for å bevisstgjøre forskjellen mellom substituttet og deres produkt. Det er viktig at selskapene er proaktive i media for å kunne slå tilbake negative publikasjoner.

4.1.4 Oppsummering av ekstern analyse

Analysen av makroforholdene viser at holdningsendringer i forhold til sjømat, inntektsøkninger og befolkningsøkning, matsikkerhet og en løsning av konflikten med minstepris og blokade til Russland er de viktigste faktorene for sjømatbransjen. Det er likevel viktig at selskapene holder et øye på makroøkonomiske forhold, dette er viktig både for utvikling av etterspørselen i Asia og tilbudet i Sør-Amerika.

Innenfor bransjen antar jeg at trusselen fra kunder og substitutter er moderat, mens trusselen for nyetableringer, fra leverandører og for rivalisering er under moderat til lav. Totalt vil jeg anta at trusselen fra bransjen er *under moderat*. De største truslene er fra kunder og substitutter. Dette skyldes for det første relativt lave byttekostnader for homogene produkter, og for det andre gode substitutter til sjømat. Med produkt differensiering og markedsføring vil det være mulig å redusere disse truslene ytterligere. Det er derfor mulig å anta at LSG skal kunne tjene en rentabilitet høyere enn avkastningskravet i dette markedet – men det forutsetter at de tilpasser seg optimalt internt for å utnytte markedets muligheter. I det følgende vil jeg gjennomføre en intern analyse av Lerøy Seafood Group for å undersøke denne tilpasningen.

4.2 Intern ressursbasert analyse

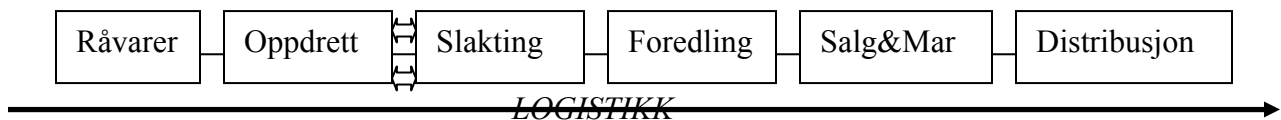
I den interne analysen vil jeg ta utgangspunkt i verdikjeden for å identifisere kritiske ressurser for LSG. Kritiske ressurser er de ressursene som bidrar til å skape merverdi utover kravet. Jeg tar deretter utgangspunkt i SVIMA-rammeverket (Jakobsen & Lien, 2001). for å finne ut om ressursene medfører varige konkurransefortrinn for LSG – og dermed gir opphav til en strategisk fordel.

4.2.1 Kartlegging av ressurser

En organisasjons spesielle kompetanse genereres av to komplementære kilder: ressurser og kapabiliteter. De finansielle, fysiske, menneskelige, teknologiske og organisatoriske ressursene til et selskap kan deles inn i materielle ressurser (kapital, tomter, bygninger, utstyr) og immaterielle ressurser (merkenavn, rykte, patenter og knowhow). Kapabiliteter henspiller på et selskaps evne til å koordinere ressursene og bruke dem på best mulig måte. Kapabilitetene fremkommer på bakgrunn av organisasjonsstruktur og kontrollrutiner (Hill & Jones, 2001).

Et typisk eksempel på en verdikjede innen oppdrettsbransjen vises i figur 4.4, dette gjelder også for LSG.⁵²

Figur 4.4 Verdikjede innen oppdrettsbransjen



I tillegg til den primære verdikjeden kommer den sekundære verdikjeden med støtteaktiviteter som innkjøp, kapital, menneskelige ressurser og infrastruktur (Hill & Jones, 2001). Logistikk er også en del av den primære verdikjeden og er gjennomgående

⁵² http://www.ntnu.no/tverrfag/paa_tvers/Kapittel_3.pdf Et hav av muligheter, Anders Endal 2001

svært viktig i matproduksjon, da man stiller høye krav til temperatur, transporttid, ubrutt kuldekjede osv.

LSG er et vertikalintegrrert selskap som er med fra oppdrettsleddet til og med distribusjonsleddet. LSG har tilknyttede selskaper innen råvareleddet.

Jeg vil forsøke å kategorisere de ovennevnte ressursene i fire kategorier; finansielle, fysiske, menneskelige og organisatoriske ressurser for å forenkle analysen. Jeg utelater teknologisk kapital fordi innovasjonstakten i bransjen er relativt lav på dette området.

Tabell 4.1 Ressurser i LSG

<i>Finansiell kapital</i>	Aksjekapital, investeringer, lån. Økonomisk soliditet.
<i>Fysisk kapital</i>	Råvarer, oppdrettsanlegg, foredlingsanlegg, infrastruktur, distribusjonsnett og logistikk.
<i>Menneskelig kapital</i>	Know-how innen oppdrett og innkjøp, spesialkompetanse, medarbeidertilfredshet.
<i>Organisatorisk kapital</i>	Merkenavnet LSG, organisasjonskultur, rykte, kunde- og leverandørrelasjoner i tillegg til kontrollsystemer innad.

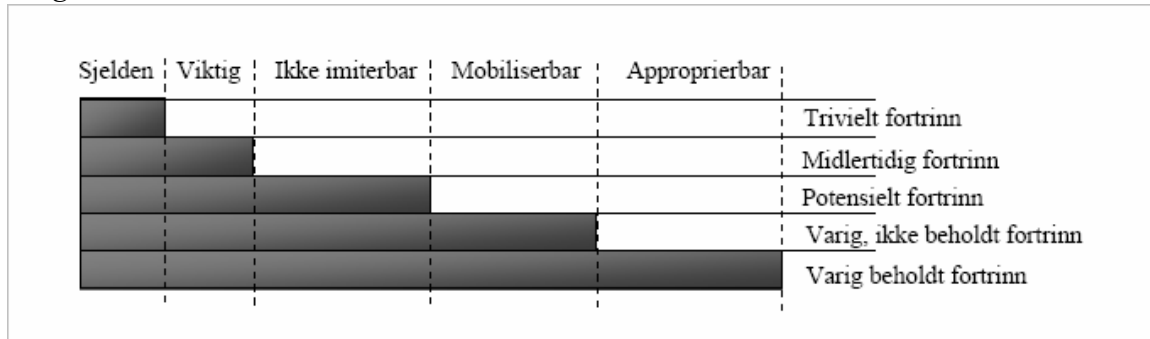
De ovennevnte ressursene, dersom LSG har evnen til å utnytte dem optimalt, kan være kilde til konkurransefortrinn og deretter strategiske fordeler. Jeg vil benytte SVIMA⁵³-modellen for å vurdere om LSG har strategiske fordeler.

⁵³ SVIMA: Sjelden, Viktig, Ikke-imiterbar, Mobiliserbar og Appropriert

4.2.2 SVIMA-analyse

Etter denne modellen må ressursen være sjelden, viktig, ikke imiterbar, mobilisert og appropriert for å gi opphav til et varig konkurransefortrinn. SVIMA-modellen presenteres i figur 4.5 (Jakobsen & Lien, 2001).

Figur 4.5 SVIMA-modellen



Under vil jeg gjennomgå hvert punkt i SVIMA-modellen for å vurdere i hvilken grad ressursen gir opphav til et fortrinn.

Sjelden

Finansiell kapital (NEI)

Lerøy Seafood Group har relativt en relativt stabil investorgruppe som ser ut til å ha langsiktig perspektiv på sine investeringer. LSG har de siste årene hatt en vesentlig mer solid finansiell situasjon enn for eksempel Pan Fish og Fjord Seafood, selv om sistnevnte har begynt å komme opp på samme nivå når det gjelder egenkapitalandel.⁵⁴ Denne forskjellen er likevel ikke stor nok til å kunne si at LSGs finansielle kapital er sjelden.

Fysisk kapital (JA)

LSG har eierinteresser i råvareleddet gjennom aksjeandelen i Egersund Fisk AS. Dette kan være betryggende i tilfelle råvaremangel hos oppdretterne. Investeringer i oppdrettsanlegg er gjennomgående for hele bransjen, men LSG har, i motsetning til for eksempel Pan Fish og Fjord Seafood, flere tilknyttede oppdrettere enn heleide datterselskaper. Selskapet har flere langsiktige avtaler med andre oppdrettere. Denne organiseringen er sjelden, selv om LSG har begynt å kjøpe opp flere oppdrettere er

⁵⁴ LSG/Fjord Seafood Årsrapport 2005, Pan Fish Årsrapport 2004

forskjellen fremdeles tilstede. Organiseringen kan gi økt fleksibilitet når det gjelder produksjonskapasitet uten like store kapitalkostnader. Foredlingen foretas også hos tilknyttede selskaper. Infrastrukturen i LSG er ikke sjelden, hovedkontoret ligger i Bergen og selskapet har salgskontorer i bl.a. Kina, Frankrike og USA.

Lerøy Seafood Group er avhengig av gode avtaler med transportører og har greid å forhandle disse frem. Lerøy Seafood Group kjøper også mye transport i spotmarkedet, og der er forhandlingssituasjonen sterk, det er mange transportører å velge i mellom. LSG organiserer stadig flere direkte transporter mellom pakkeri og kunde for å unngå ompakkingsterminalene som et fordyrende mellomledd. Lerøy har sterk fokus på å minimere transportkostnader.

Menneskelig kapital (JA)

LSG har en lang historie i bransjen, selskapet har vært en aktør siden slutten av 1800-tallet, og har derfor utviklet en unik kompetanse om bransjen. De siste årenes vellykkede investeringer har vist at konsernledelsen kjenner markedet godt.

Organisatorisk kapital (JA)

Lerøy Seafood Group ASA i 2005 økt fokus på markedsføring, og har lansert kampanjer for eksempel i Sverige der hovedfokus er å knytte merkenavnet Lerøy til bearbejdede kvalitetsprodukter. Lerøy er for øyeblikket den eneste produsenten som gjør dette i stor skala.⁵⁵ Dersom Lerøy lykkes i å bygge opp et sterkt merke, kan dette være viktig i forhold til å differensiere seg fra konkurrentene.

Organisasjonsstrukturen i for eksempel salgsgorganisasjonen Hallvard Lerøy AS, et heleid datterselskap av LSG ASA, er profittsenter. Disse profittsentrene evalueres ukentlig gjennom DB-rapporteringer og avviksavstemminger, og store avvik tas opp. Daglige møter mellom selgerne etablerer hvor mye som kan selges den dagen – og til hvilken pris for å optimalisere totalinntekten. Denne organiseringen er trolig ikke sjelden.

⁵⁵ Andreas Søraa, LSG, Mars 2006

Kvalitetssikringen i LSG er meget godt utarbeidet, men ikke sjelden, da både Pan Fish og Fjord Seafood er underlagt den samme lovgivningen.

LSG har hele tiden hatt sterk fokus på å bygge langsiktige kunderelasjoner, og opprettholde disse gjennom levering av god kvalitet og gode priser – gjerne gjennom bonuser og tilleggsleveringer. Disse kunderelasjonene er sjeldne, da de krever langsiktighet og i enkelte tilfeller skreddersøm av produktmix.

Viktig

Finansiell kapital (JA)

Finansiell kapital er viktig for å kunne drive selskapet på best mulig måte. Uten økonomisk handlingskraft hadde ikke LSG kunnet investere som de har gjort de siste årene, og disse investeringene er svært viktig for LSGs videre drift.

Fysisk kapital (JA)

Uten den fysiske kapitalen hadde Lerøy Seafood Group kun vært en salgsorganisasjon, og det er dette de søker å utvide. De ønsker å være med i en større del av verdikjeden for slik å kunne redusere leverandørenes makt og øke egen fleksibilitet for endringer i etterspørsel. Leverandøravtaler er også viktig for å oppnå langsiktighet og forutsigbarhet i kostnader. Lokaliseringen til Lerøy Seafood Group med hovedtyngden på norsk laks er viktig, det er kort vei til Europa som er det største markedet.⁵⁶

Menneskelig kapital (JA)

Mange av medarbeiderne har svært lang fartstid i selskapet, og er derfor erfarne og har god evne til å forhandle frem gode priser både fra kunder og leverandører. Oppnådde priser på transport viser også at medarbeiderne er svært kompetente og forhandlingsdyktige i de langsiktige transportavtalene og i spotmarkedet.⁵⁷

Gjennom Lerøy Quality Control arbeider kompetente mennesker kontinuerlig med å sørge for at Lerøy har fullstendig sporbarhet på sine produkter og med å sikre kvaliteten

⁵⁶ Kontali Aquaculture and Fisheries Yearbook 2005

⁵⁷ Hans Fredrik Pedersen, LSG, Mars 2006

på produktene. Det er jevnlig stikkprøver og kontroller på fisk som ankommer ompakkingsterminalene for å sikre at kvalitet er i fokus i hele verdikjeden.

En av LSGs prioriterte oppgaver er også å videreutvikle kompetanse i alle ledd og på alle nivåer i selskapet, det er viktig at medarbeiderne utvikler sin kompetanse ytterligere for å kunne bidra til innovasjoner og forbedringer i konsernet.⁵⁸

Organisatorisk kapital (JA)

At LSG fokuserer på å bygge en merkevare er svært viktig, dette kan bidra til å skille Lerøy sine produkter fra konkurrentenes, og slik redusere konkurransepresset i bransjen.

Gode kunderelasjoner og god service og kvalitet er viktig for å holde på kunder. LSG har flere langsiktige kontrakter med kunder, og et eget kvalitetsteam, Lerøy Quality Group som overvåker kvalitet og sporbarhet i systemet. Kvalitetssikring er blitt svært viktig, og sporbarhet er også lovpålagt fra myndighetene.⁵⁹

Organisasjonsstrukturen og –kulturen er svært viktige for å skape en følelse av samhold og felles retning i organisasjonen. Medarbeiderne må føle at de kan bidra til å forme sin egen hverdag – og at de kan påvirke resultatene de måles på. I salgsorganisasjonen til LSG måles de forskjellige profittsentrene på dekningsbidrag – målingene foregår hver uke og motiverer selgerne til å yte sitt beste.

Ikke-imiterbar

Finansiell kapital (NEI)

Den finansielle kapitalen kan imiteres.

⁵⁸ LSG Årsrapport 2004

⁵⁹ www.mattilsynet.no Forskrift om sporbarhet av næringsmidler og for

Fysisk kapital (NEI)

På lang sikt kan den fysiske kapitalen imiteres. De andre selskapene kan foreta investeringer i råvareprodusenter – og det kan se ut som at LSG øker sin eierandel i oppdrettsleddet. Når det gjelder logistikk og salgs- og distribusjonsnett er dette fysisk kapital som også er avhengig av menneskelig kapital for å kunne fungere optimalt. Den fysiske delen av disse vil kunne imiteres på relativt kort sikt – men det kan ta lenger tid å opparbeide tilsvarende erfaring hos den menneskelige kapitalen hos en eventuell nykommer.

Menneskelig kapital (NEI)

Det er sannsynlig at de andre selskapene som for eksempel Pan Fish og Fjord Seafood også har medarbeidere i sin stab med lang erfaring og god forståelse av markedet. Det eksisterer også tilsvarende kompetanseutviklingssystemer i selskapene, så denne ressursen kan imiteres.

Organisatorisk kapital (NEI)

På tross av LSGs merkevarebyggingfokus, for eksempel med innsatsen i Sverige, er det ikke trolig at denne innsatsen vil stå ubesvart fra konkurrentene. Organisasjonsstrukturen er imiterbar. Dersom en konkurrent tilbyr en av kundene som er underlagt en langsiktig kontrakt med LSG et mye bedre tilbud vil denne kunden sannsynligvis skifte leverandør ved utgangen av kontrakten, eller simpelthen bryte kontrakten dersom det ikke er store byttekostnader involvert. De langsiktige kunderelasjonene vil også kunne imiteres på lang sikt.

Mobilisert og Appropriert

Finansiell kapital (JA)

Den finansielle kapitalen er mobilisert og appropriert. Lerøy Seafood Group har levert gode resultater de siste årene, og marginene er høyere enn konkurrentenes. Det er derfor naturlig å anta at Lerøy utnytter ressursene sine på en god måte.

Fysisk kapital (JA)

Lerøy forhandler frem gode avtaler med de tilknyttede selskapene og leverandørene, dette kan også de gode marginene ses som et bevis på – Lerøy legger igjen mindre margin hos sine underleverandører enn det konkurrentene gjør.

Menneskelig kapital (JA)

De ansatte nyter godt av kompetanseutviklingsfokus i LSG, og arbeider for å optimalisere marginer, kvalitet og service til kundene. Mange har lang erfaring, og vet å utnytte denne både i eget arbeid og til å lære opp nyansatte.

Organisatorisk kapital (JA)

Lerøy Seafood Group ASA la om organisasjonen i sin salgsorganisasjon i 2003, og dette har vært en suksess – i følge ansatte har kremmerånden fått en oppblomstring hos selgerne, og det er stor fokus på optimalisering av marginer. Det er sterk fokus på bygging av merkenavnet Lerøy, og selskapet har startet opp et eget internt magasin, Brand New, for å bevisstgjøre de ansatte i forhold til merkevarebygging. Gjennomgangen over kan oppsummeres i denne SVIMA-tabellen:

Tabell 4.2 Oppsummert SVIMA-analyse

<i>Ressurs</i>	<i>S</i>	<i>V</i>	<i>I</i>	<i>M</i>	<i>A</i>	<i>Konkurranses- implikasjoner</i>	<i>Økonomisk ytelse</i>
Fin.	NEI	JA	NEI	JA	JA	Potensielt fortrinn	Normal ekr ≈ ekk
Fys.	JA	JA	NEI	JA	JA	Varig- ikke beholdt fortrinn	Over normal ekr > ekk (kort sikt)
Men.	JA	JA	NEI	JA	JA	Varig – ikke beholdt fortrinn	Over normal ekr > ekk (kort sikt)
Org.	JA	JA	NEI	JA	JA	Varig – ikke beholdt fortrinn	Over normal ekr > ekk (kort sikt)

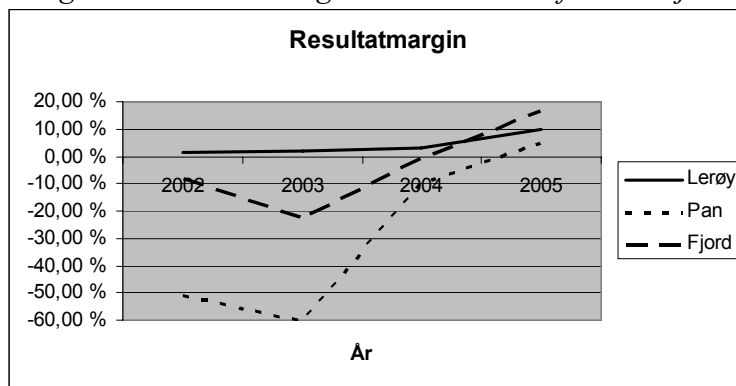
Analysen viser at det er kortsiktige fortrinn i fysisk, menneskelig og organisatorisk kapital – her vil det være mulig for LSG å oppnå en kortsiktig superprofitt. For den finansielle kapitalen er det konkurranselikevekt – her er LSGs posisjon i forhold til konkurrentene nøytral.

4.3 Oppsummert strategisk analyse (SWOT)

Gjennom den eksterne og interne analysen har LSGs muligheter og trusler, sterke og svake sider blitt illustrert. Mulighetene som bør utnyttes, truslene som bør nøytraliseres, de sterke sidene som bør opprettholdes og de svake sidene som bør forsterkes er illustrert i figur 4.6.

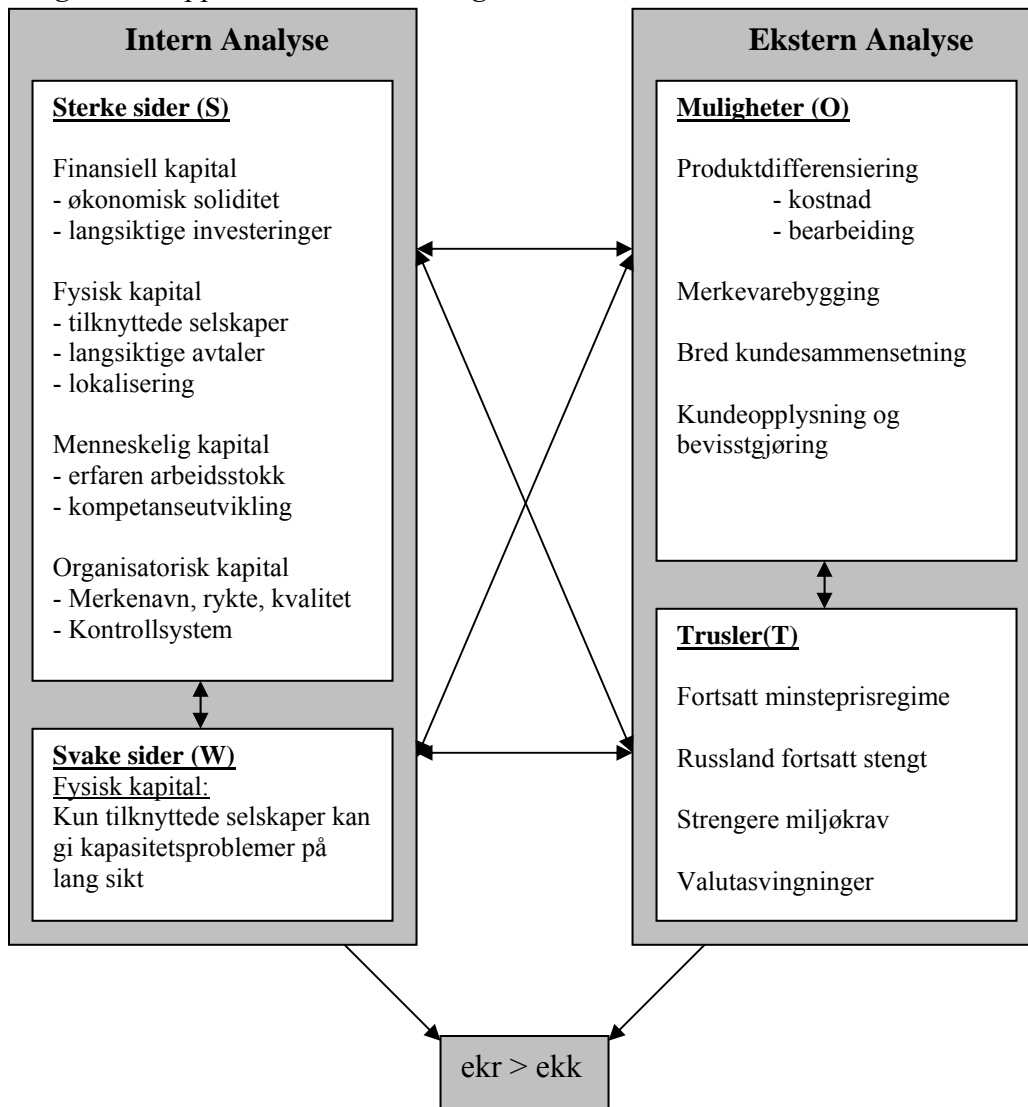
Resultatet fra den eksterne analysen var at konkurranseforholdene i bransjen tillater LSG å oppnå superprofitt, i det minste på kort sikt. Etter hvert som markedet modnes vil marginene presses. Den interne analysen har kartlagt at LSG har evnen til å utnytte sine kritiske ressurser for å kunne tilpasse seg bransjen optimalt og dermed utnytte muligheten til å oppnå superprofitt på kort sikt. Hvis vi undersøker forskjellen mellom resultatmarginer for de tre selskapene, for eksempel ved å se på resultatmarginen til de tre selskapene illustrert i figur 4.6 for de siste fire årene ser vi at LSG har holdt seg mye mer stabil, spesielt i perioden når Pan Fish og Fjord Seafood opplevde svært dårlige marginer.

Figur 4.6 Resultatmarginer 2002 – 2005 for bransjen



Vi kan observere at spesielt Fjord Seafood forbedret sine marginer drastisk i 2005, og jeg vil derfor ikke regne med en langvarig superprofitt for LSG. På kort sikt vil jeg regne med en superprofitt på ca. 3 %, mens på lang sikt regner jeg med at egenkapitalrentabiliteten (ekr) og egenkapitalkravet (ekk) konvergerer til $ekr = ekk$.

Figur 4.7. Oppsummert SWOT-diagram



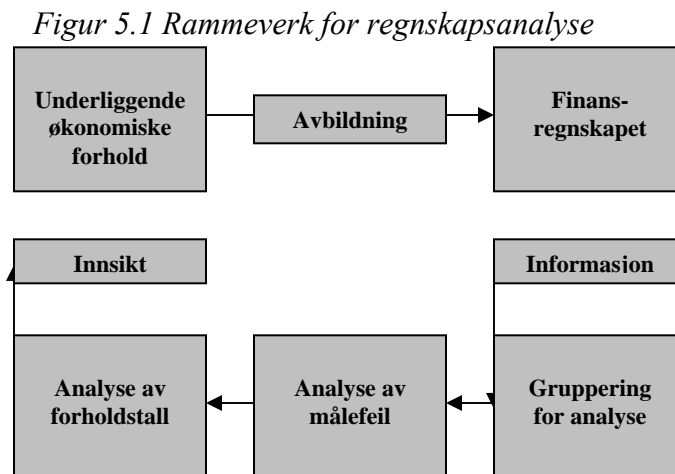
Konklusjonen etter den strategiske analysen er at bransjeforholdene ligger til rette for at LSG skal kunne realisere sin strategiske fordel, og dermed oppnå en merrentabilitet på ca. 3 % på kort sikt, mens markedet på lang sikt vil være i likevekt, det vil si at ingen oppnår merrentabilitet.

5 REGNSKAPSANALYSE

Regnskapsanalysen er trinn to i den fundamentale verdsettelsen av Lerøy Seafood Group ASA. I dette kapitlet vil jeg analysere finansregnskapet til LSG for å danne meg et bilde av selskapets underliggende økonomiske tilstand – og både historisk, nåværende og fremtidig økonomisk utvikling.

5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse

Rammeverket presentert i figur 5.1⁶⁰ vil være utgangspunktet for regnskapsanalysen.



Regnskapsanalysen tar utgangspunkt i regnskapstallene som offentliggjøres i års- og kvartalsrapporter. Før oppbygningen av analysemodellen begynner er det viktig å fastsette hvilket perspektiv og hvilken analyseperiode man ønsker å ta utgangspunkt i. Deretter omgrupperes tallene fra finansregnskapet for å gjøre tallene så klare som mulig for regnskapsanalysen. Dersom det er mistanke om målefeil i finansregnskapet vil disse bli justert. Til slutt presenteres det endelige og omgrupperte finansregnskapet. Jeg tar utgangspunkt i det endelige, omgrupperte finansregnskapet for å analysere lønnsomhet, risiko og vekst for LSG ved hjelp av forholdstall.

⁶⁰ Knivsflå, Kjell H.: Forelesningsnotater BUS424, 2005

5.1.1 Analyseperspektiv

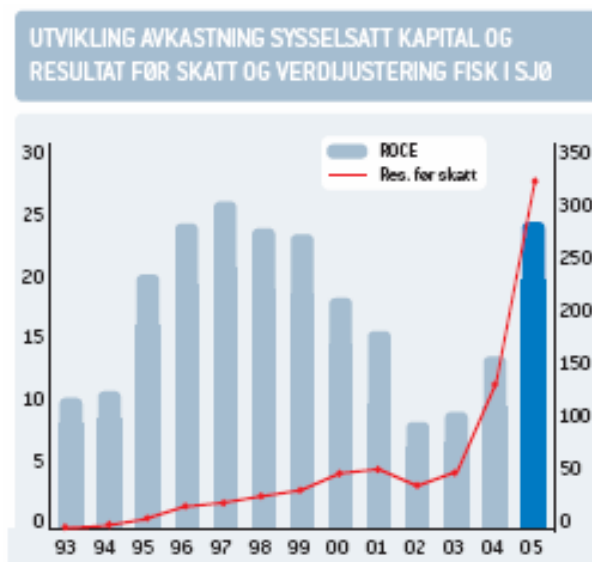
Regnskapet som presenteres i årsrapportene etter god regnskapsskikk har tradisjonelt sterk kreditorfokus. Kreditorfokus innebærer potensielle og nåværende långiveres fokus på selskapets evne til å betjene gjeld. Når man gjennomfører en verdsettelse av egenkapitalen til et selskap har man investorperspektiv, da undersøkes selskapets evne til å tjene penger – og da spesielt om det er mulig å oppnå en avkastning som går utover avkastningskravet til investorene.

Dette innebærer at for å gjennomføre en verdsettelse må man omgruppere og justere regnskapstallene for å komme frem til et regnskap som samsvarer mer med et investorperspektiv. I denne justeringen, som ikke er offentlig, er man ikke bundet av Regnskapsloven

5.1.2 Analyseperiode

Analyseperioden som er valgt går fra 1998 til 2005, totalt 8 år. For selskaper med stabil drift anbefales en analyseperiode på 10 år eller mer, og LSGs aktiviteter har vært i gang over 100 år.

Figur 5.2 Utvikling av ROCE (%) og PTP



Grunnen til at 8 år er valgt er at det ser ut til at bransjen er relativt syklisk, og at en syklus kan se ut til å vare i 8-10 år. Nedgangsperioden er på fem år fra toppen, et anslag kan derfor være at også oppgangen vil være på fem år. Det er viktig å få med en hel syklus, det vil si både bransjens oppgang og nedgang for at ikke verdien skal bli over- eller undervurdert, jeg har likevel valgt å starte analysen i 1998, hovedsakelig

fordi årsrapporter fra tidligere år er vanskelig tilgjengelige, og fordi det er første år etter toppåret 1997. I figur 5.2⁶¹ er ROCE og resultat før skatt illustrert. Man kan tydelig se sykliske variasjoner for ROCE. Analyseperioden blir derfor fra 1998 til og med 2005.

5.1.3 Bransjesammenligning

Som tidligere nevnt vil bransjen i analysen bestå av Lerøy Seafood Group ASA, Fjord Seafood ASA og Pan Fish ASA. Dette innebærer at når finansregnskapet til LSG omgrupperes og justeres vil de samme operasjonene bli gjennomført for de to andre selskapene. Dette gjøres for at forholdstallanalysen skal kunne gjennomføres med tilsvarende tall for alle tre selskapene. Fjord Seafood ASA og Pan Fish ASA er begge multinasjonale selskaper, men de er likevel de nærmeste å sammenligne med grunnet størrelsesforskjellen mellom Lerøy Seafood Group ASA og nærmeste norske konkurrent. Man kan argumentere for at man bare bør inkludere virksomheter som opererer i samme bransje som LSG, dvs. virksomheter i Skottland og i Norge, men det er vanskelig å skille ut regnskapstallene for disse fra totalregnskapet i Pan Fish og Fjord Seafood ASA. Jeg antar at tendensene i markedet er de samme siden LSG eksporterer til hele verden i likhet med Pan Fish og Fjord Seafood.

I beregningen av forholdstall vil jeg bruke likevektet gjennomsnitt. Jeg velger å inkludere LSG i bransjen siden jeg bare har to andre selskaper å sammenligne med. Årsrapporten for 2005 for Pan Fish ASA er ikke offentliggjort per 8.mai 2006, og jeg bruker derfor data fra 4.kvartal 2005 i analysen. Der poster er sammenslått i kvartalsrapporten har jeg fordelt dem etter samme prosentfordeling som året før.

Felles for alle tre selskapene er at omleggingen til IFRS medførte enkelte justeringer, disse er skilt ut i dirty surplus, det vil si kostnads- og inntektsføringer direkte mot egenkapitalen, for 2005 som unormal hendelse.

⁶¹ LSG Årsrapport 2005

5.2 Presentasjon av finansregnskapet

I tabell 5.1, 5.2 og 5.3 presenteres finansregnskapet til Lerøy Seafood Group. Tabellene er utfylt direkte fra selskapets offisielle årsrapporter for hvert enkelt regnskapsår, og årsrapportene er utarbeidet med utgangspunkt i god regnskapsskikk i Regnskapsloven.

Jeg tar utgangspunkt i disse tallene for den videre omgrupperingen og justeringen av finansregnskapet – og de omgrupperte og justerte tallene blir grunnlag for analysen.

Tabell 5.1 Resultatoppstilling LSG 1998 - 2005

RAPPORTERT RESULTAT LERØY SEAFOOD GROUP ASA									
Tall i NOK 1.000	1 997	1 998	1 999	2 000	2 001	2 002	2 003	2 004	2 005
Driftsinntekter									
+ Driftsinntekter	1 666 960	1 749 611	1 948 957	2 721 622	2 530 457	2 555 605	2 914 873	3 559 399	4 014 454
= Sum driftsinntekter	1 666 960	1 749 611	1 948 957	2 721 622	2 530 457	2 555 605	2 914 873	3 559 399	4 014 454
Driftskostnader									
+ Vareforbruk	1 538 571	1 613 445	1 819 122	2 571 504	2 332 845	2 326 928	2 614 210	3 033 920	3 254 686
+ Lønn og andre personalkostnader	48 165	49 596	46 574	50 676	67 563	91 979	116 472	201 255	245 819
+ Andre driftskostnader	38 176	41 822	44 773	52 342	58 258	70 447	85 674	152 202	191 625
+ Ordinære avskrivninger	3 711	4 526	4 892	6 192	7 006	11 207	14 150	48 948	48 214
= Sum driftskostnader	1 628 623	1 709 389	1 915 362	2 680 715	2 465 672	2 500 560	2 830 506	3 436 325	3 740 344
= Driftsresultat før engangsposter	38 337	40 223	33 595	40 907	64 785	55 045	84 367	123 074	274 110
- Andre engangskostnader knyttet til drift	6 067	5 420							69 412
= Driftsresultat etter engangsposter	44 404	45 643	33 595	40 907	64 785	55 045	84 367	123 074	343 522
Finansinntekter og finanskostnader									
+ Ordinært nettoresultat tilknyttede selskap			6 194	13 097	-1 643	-12 753	-20 511	10 429	64 534
+ Finansinntekter	0	0	738	1 997	4 526	17 797	16 532	5 593	9 659
- Finanskostnader	7 725	4 414	4 155	4 252	11 038	19 905	25 728	21 551	26 749
= Ordinært resultat før skatt	36 679	41 228	36 372	51 750	56 630	40 183	54 660	117 545	390 966
- Skattekostnad	5 745	9 488	8 144	11 341	15 753	10 663	20 577	36 203	90 019
= Årsresultat konsern	30 934	31 740	28 228	40 409	40 877	29 520	34 083	81 342	300 947
- Minoritetsinteresser	861	393	575	370	1 596	3 871	3 565	1 716	545
= Årsresultat	30 073	31 347	27 653	40 039	39 281	25 649	30 518	79 627	300 402
- Foreslått utbytte	6 000	7 476	8 971	11 664	11 664	17 664	20 665	33 960	
= Tilbakeholdt årsresultat	24 073	23 871	18 682	28 375	27 617	7 985	9 853	45 667	300 402

Tabell 5.2 Rapportert balanse LSG 1998- 2005 Eiendeler

RAPPORTERT BALANSE LERØY SEAFOOD GROUP ASA PR. 31.12 Tall i NOK 1.000									
Rapporterte eiendeler	1 997	1 998	1 999	2 000	2 001	2 002	2 003	2 004	2 005
Utsatt skattefordel	151	248		20	2 640	3 393	251		
Konsesjoner							195 000	205 000	309 400
Goodwill	3 022	2 686	2 350	6 469	13 412	20 307	77 206	72 887	134 508
Immaterielle eiendeler	3 173	2 934	2 350	6 489	16 052	23 700	272 457	277 887	443 908
Driftsmidler	5 108	5 340	9 517	10 119	17 425	27 196	111 444	127 572	190 947
Bygninger og tomter	12 721	20 818	21 280	24 722	26 191	39 518	71 973	65 567	93 885
Varige driftsmidler	17 829	26 158	30 797	34 841	43 616	66 714	183 417	193 139	284 832
Aksjer	1 830	1 792	13 063	13 863	13 169	14 710	4 636	2 232	4 236
Aksjer i datterselskap									
Aksjer i tilknyttet selskap			26 589	96 554	293 507	279 209	268 835	280 090	320 867
Pensjonsmidler				706	970	1 032	1 592	1 932	245
Finansielle anleggsmidler	1 830	1 792	39 652	111 123	307 646	294 951	275 063	284 254	325 348
ANLEGGSMIDLER	22 832	30 884	72 799	152 453	367 314	385 365	730 937	755 280	1 054 088
Varer	25 826	23 925	27 753	48 781	44 805	69 068	274 823	322 601	623 460
Fordringer	221 221	240 122	268 960	349 412	255 234	329 978	437 551	418 468	594 752
Fordringer konsern									
Andre fordringer	40 039	38 375	32 935	84 505	85 261	50 012	67 323	63 020	83 065
Fordringer	261 260	278 497	301 895	433 917	340 495	379 990	504 874	481 488	678 627
Aksjer og verdipapirer	174	1 488	970	1 515	2 253	4 348	1 043	744	810
Betalingsmidler	39 024	11 829	31 461	30 590	24 479	359 484	292 750	260 236	190 347
OMLØPSMIDLER	326 284	315 739	362 078	514 803	412 032	812 890	1 073 489	1 065 068	1 493 244
SUM EIENDELER	349 116	346 623	434 877	667 256	779 346	1 198 255	1 804 426	1 820 348	2 547 332

5.3 Omgruppering for investororientert analyse

Regnskapstallene som er presentert over er fremstilt etter god regnskapsskikk, noe som ligger nærmere et kreditorperspektiv. Når man skal beregne verdien av egenkapitalen trenger man å bruke et investorperspektiv. Finansregnskapet må derfor omgrupperes for å vise normalisert verdiskapning og verdiutdeling til egenkapitalinvestorene samt forklare kildene til disse.⁶²

Tabell 5.3 Balanse LSG 1998 – 2005 Gjeld og EK

RAPPORTERT BALANSE LERØY SEAFOOD GROUP ASA PR. 31.12 Tall i NOK 1.000									
Rapportert egenkapital og gjeld	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Aksjekapital	14 814	14 951	14 951	19 441	19 441	29 441	34 441	34 441	39 377
Egne aksjer				-18	-53	-148	-126	-66	-66
Innskutt annen egenkapital				1 625					
Overkursfond	51 216	59 748	69 913	183 926	183 926	476 049	621 728	621 728	816 656
Innskutt egenkapital	66 030	74 699	84 864	204 974	203 314	505 342	656 043	656 103	855 967
Annen egenkapital									
Øvrig konsernkapital	40 904	47 718	55 837	83 502	109 201	113 130	127 781	177 380	413 274
Opptjent egenkapital	40 904	47 718	55 837	83 502	109 201	113 130	127 781	177 380	413 274
Minoritetsinteresser	3 634	2 365	2 503	2 752	9 442	22 604	10 325	4 106	6 705
EGENKAPITAL	110 568	124 782	143 204	291 228	321 957	641 076	794 149	837 589	1 275 946
Pensjonsforpliktelser	539	886	647	953	793	310	2 193	2 461	4 191
Utsatt skatt	1 545	1 504	871			4 399	6 454	35 817	154 237
Pantegjeld	6 344	13 522	11 369	9 211	178 132	182 432	412 195	374 647	458 545
Annen langsiktig gjeld	18 937	10 577	10 577						
Langsiktig gjeld	27 365	26 490	23 464	10 164	178 925	187 141	420 842	412 925	616 973
Leverandørgjeld	161 128	157 710	236 148	265 053	196 968	220 131	248 368	293 556	373 030
Kortsiktige kreditter	21 639	3 181	189	53 984	12 058	80 549	242 898	162 547	131 082
Skyldige offentlige utgifter	9 666	10 954	5 945	5 944	7 534	6 343	12 296	10 760	12 182
Betalbar skatt	4 572	9 712	8 595	11 857	19 038	7 765	2 132	4 612	19 206
Avsatt til utbytte	6 000	7 476	8 971	11 664	11 664	17 864	20 865	33 960	
Annen kortsiktig gjeld	8 179	6 318	8 361	17 362	31 202	37 386	62 876	64 399	118 913
Kortsiktig gjeld	211 183	195 351	268 209	365 864	278 464	370 038	589 435	569 834	654 413
GJELD	238 548	221 841	291 673	376 028	457 389	557 179	1 010 277	982 759	1 271 386
SUM EK OG GJELD	349 116	346 623	434 877	667 256	779 346	1 198 255	1 804 426	1 820 348	2 547 332

5.3.1 Omgruppering av finansregnskapet

Omgrupperingen for investororientert regnskapsanalyse gjennomføres i fire trinn (Penman, 2004).

Trinn 1: Omgruppering av avsatt utbytte

I årsregnskapet frem til 2005 er avsatt utbytte gruppert som kortsiktig gjeld. I et investororientert perspektiv er ikke utbytte gjeld, eierne har verken til gode eller krav på penger fra seg selv. Derfor skal avsatt utbytte omgrupperes fra kortsiktig gjeld til egenkapital. Fra og med 2005 skal regnskapene følge internasjonal regnskapsskikk, IFRS, og da avsettes ikke det foreslåtte utbyttet. Det er også tilfelle i balanseoppstillingen i Tabell 5.3 for LSG fra årsrapporten i 2005.

⁶² Knivsflå, Kjell H. Forelesningsnotater BUS425, 2006

Trinn 2: Dirty Surplus

Etter god regnskapsskikk skal egenkapitalen kun endre seg av to forhold – opptjening av egenkapital gjennom nettoresultatet og kapitalendringer. ”Dirty surplus” er brudd på kongruensprinsippet som sier at alle kostnader og inntekter skal resultatføres.⁶³ Det skal altså ikke være særlig mye ”dirty surplus” i norske regnskap, men det forekommer likevel.

Forekomsten av ”dirty surplus” i regnskapstallene til LSG er kostnader forbundet med emisjon, omregningsdifferanser og resultatendring grunnet omlegging til IFRS-regnskap. Jeg har valgt å justere 2005-tallene tilbake til regnskapsstandarden brukt i de sju andre årene i analyseperioden for at tidsserieanalysen skal bli mest mulig korrekt.

Trinn 3 – Normale kontra unormale poster

Normale poster er poster som dukker opp i hver periode, og er derfor relevante for fremtiden. Unormale poster er en- eller fågangsposter som kun påvirker enkelte perioder og derfor ikke er relevante for budsjettering og fremskriving. Etter omgrupperingen inngår alle unormale poster i unormalt nettoresultat. Dette skyldes at det normale nettoresultatet er mer relevant for fremskriving fordi det representerer normal drift i selskapet, og det er derfor nyttig å skille ut de unormale komponentene.

Jeg har valgt å klassifisere oppjusteringen av verdien på biomasse i IFRS-regnskapet til LSG for 2005 som unormal post – dette er for å justere finansregnskapet i 2005 tilbake til standarden som er brukt i de foregående årene.

Den andre justeringen som er gjort for unormale poster er at jeg har trukket ut annen finansinntekt og annen finanskostnad av det normale resultatregnskapet. Dette skyldes at de har uforutsigbar størrelse og er lite samsvarende fra år til år. I omgrupperingen har jeg også skilt mellom normal og unormal driftsskattesats. Det unormale driftsresultatet justeres for skatt på det unormale driftsresultatet og for unormal skatt på normalt driftsresultat.

⁶³ RL § 4-3

I beregningen av driftsskatten på det unormale driftsresultatet (dss) brukes følgende formel:

$$dss = \frac{SK - s(FI - FK) - s(UFI - UFK)}{DR + UDR}$$

Etter at dss er beregnet for alle årene i analysen, beregnes $ndss$, gjennomsnittlig dss for alle årene i analysen.

SK	= rapportert skattekostnad
s	= normal skattesats 28 %
FI	= normal finansinntekt før skatt
FK	= normal finanskostnad før skatt
UFI	= unormal finansinntekt før skatt
UFK	= unormal finanskostnad før skatt
DR	= normalt driftsresultat før skatt
UDR	= unormalt driftsresultat før skatt

$$ndss = \frac{dss_1 + dss_2 + \dots + dss_T}{T}$$

Fordelingen av skatten presenteres i tabell 5.4 under.

Tabell 5.4 Driftsskattesats

Tall i NOK 1.000								
DRIFTSRELATERT SKATTESATS	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Rapportert skattekostnad	9 488	8 144	11 341	15 753	10 663	20 577	36 203	90 019
- Skatt på netto finansresultat	-1 236	-636	-385	-2 188	-295	818	-4 124	-4 295
- Skatt på unormalt finansresultat	0	-320	-247	365	-295	-3 393	-344	-491
= Driftsrelatert skattekostnad	10 724	9 101	11 972	17 576	11 253	23 152	40 671	94 804
Driftsresultat	40 223	33 595	40 907	64 785	55 045	84 367	123 074	274 110
+ Unormalt driftsresultat	-5 420	0	0	0	0	0	0	69 412
= Driftsresultat før skatt	34 803	33 595	40 907	64 785	55 045	84 367	123 074	343 522
dss = driftsrelatert skatt/driftsresultat før ska	30,8 %	27,1 %	29,3 %	27,1 %	20,4 %	27,4 %	33,0 %	27,6 %
ndss = gjennomsnittlig dss	27,5 %							
ndss - dss = unormal driftsskattesats	3,33 %	-0,40 %	1,78 %	-0,36 %	-7,04 %	-0,05 %	5,56 %	0,11 %

Trinn 4 – Drift kontra finansiering

Når finansregnskapet skal omgrupperes til et investororientert perspektiv er det ønskelig å skille drifts- og driftsinvestering og finansiering og finansiell investering. Dette skillet er viktig for å se hvilken avkastning man får fra driften og hvor mye finansieringen koster. Målet med denne omgrupperingen er å klargjøre kildene til verdiskapning.

1. Omgruppering av resultatoppstillingen

Resultatoppstillingen omgrupperes for å stille drift opp mot finansiering og ordinære poster opp mot ekstraordinære. Resultatet fra tilknyttede virksomheter er i sin helhet klassifisert som driftsrelatert. Resultatet er rapportert etter skatt – det vil si som netto resultat fra driftstilknyttede virksomheter.

2. Omgruppering av balansen

Balansen som presenteres i årsregnskapet er utarbeidet etter kreditorperspektiv og fokuserer på likviditeten til eiendelene og forfallstiden til gjelden. Omgrupperingen gjøres for å skille drift fra finansiering.

Jeg har omgruppert balansen etter tre ulike oppstillinger; total kapital, sysselsatt kapital og netto driftskapital. Metodene bygger på hverandre, men de to siste metodene er de vanligste å fokusere på når man utfører en fundamental verdsettelse, og de er også dem jeg vil bruke i fortsettelsen, tabellene presenteres i kapittel 5.4.3.⁶⁴

5.3.1 Oppsummert virkning av omgruppering

I tabellene under presenteres virkningen av omgrupperingen på egenkapitalen og nettoresultatet til egenkapitalen. Oppstillingen inkluderer kun majoritetens andel av egenkapitalen. Utbyttet er også justert for minoriteten.

Tabell 5.5 Virkning av omgruppering trinn 1 og 2

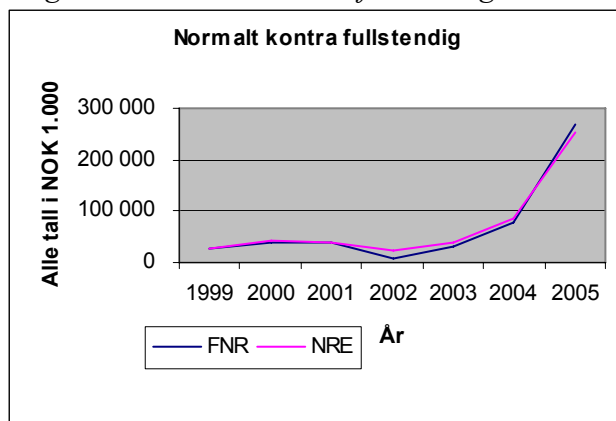
Endring i EK etter omgruppering	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<i>Tall i NOK 1.000</i>								
Egenkapitalen inkludert avsatt utbytte 01.01	112 934	129 892	149 672	300 140	323 370	636 136	804 489	863 791
Arsresultat	20 507	27 653	40 039	39 281	25 650	30 518	79 627	300 402
+ Dirty surplus - føring direkte mot EK	453	-398	-2 857	-241	-19 173	2 088	-1 361	-31 624
= Fullstendig nettoresultat	20 960	27 255	37 182	39 040	6 477	32 606	78 266	268 778
+ Netto kapitalinnskudd	2 000	0	121 214	0	320 000	153 300	0	203 898
+ Egne aksjer	0	0	1 043	-4 146	-2 856	111	1 701	0
- Betalt utbytte	-6 000	-7 475	-8 971	-11 664	-10 855	-17 664	-20 665	-67 227
= Netto betalt utbytte	-4 000	-7 475	113 286	-15 810	306 289	135 747	-18 964	136 671
= Egenkapitalen inkludert avsatt utbytte 31.12	129 894	149 672	300 140	323 370	636 136	804 489	863 791	1 269 240

⁶⁴ Knivsflå, Kjell H.: Forelesningsnotater BUS425,2006

Tabell 5.6 Virkning av omgruppering trinn 3

Unormalt nettoresultat	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<i>Tall i NOK 1.000</i>								
Unormale finansinntekter	0	88	223	2 508	0	255	259	0
- Unormale finanskostnader	0	1 232	1 104	1 206	1 055	12 372	1 489	1 752
= Unormalt finansresultat	0	-1 144	-881	1 302	-1 055	-12 117	-1 230	-1 752
- 28% skatt på unormalt finansresultat	0	-320	-247	365	-295	-3 393	-344	-491
+ Ekstraordinært netto finansresultat								
+ Finansielt dirty surplus	453	-398	-2 857	-241	-19 173	2 088	-1 361	-31 624
= Unormalt netto finansresultat	453	-1 222	-3 491	697	-19 932	-6 636	-2 247	-32 885
Unormal driftsinntekt								
- Unormale driftskostnader	5 420	0	0	0	0	0	0	-69 412
= Unormalt driftsresultat	-5 420	0	0	0	0	0	0	69 412
- dss % skatt på unormalt driftsresultat	-1 670	0	0	0	0	0	0	19 156
+ Unormalt resultat fra driftstilknyttede selskap	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Ekstraordinært netto driftsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Driftsrelatert dirty surplus	0	0	0	0	0	0	0	0
- Unormal driftsskatt på normalt driftsresultat	1 338	-134	728	-232	-3 877	-39	6 841	301
= Unormalt netto driftsresultat til EK	-5 088	134	-728	232	3 877	39	-6 841	49 955
= Unormalt netto resultat	-4 635	-1 088	-4 219	928	-16 055	-6 597	-9 087	17 069
Nettoresultatet til egenkapitalen	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen	20 960	27 255	37 182	39 040	6 477	32 606	78 266	268 778
- Unormalt netto driftsresultat til EK	-5 088	134	-728	232	3 877	39	-6 841	49 955
- Unormalt netto finansresultat	453	-1 222	-3 491	697	-19 932	-6 636	-2 247	-32 885
= Nettoresultatet til egenkapitalen	25 595	28 343	41 401	38 111	22 532	39 203	87 353	251 709

Figur 5.3. Normalt kontra fullstendig NRE



I diagrammet ved siden av illustreres nettoresultatet til egenkapitalen i forhold til det fullstendige nettoresultatet til egenkapitalen. NRE er det normaliserte resultatet, og som en kan se fra diagrammet varierer denne mindre enn FNR. NRE er derfor mer relevant for fremskriving og budsjettering, mens FNR er mest

relevant for å vurdere underliggende risiko. De unormale postene i LSG er relativt beskjedne eller utligner hverandre, derfor kan man ikke se så store forskjeller mellom NRE og FNR. Den største forskjellen er i 2002 – hvor føringen av et relativt stort ”dirty surplus” justerer FNR til omtrent det tredobbelte. Figuren illustrerer tydelig resultatbedringen i LSG de siste tre årene. 2002 var også året for børsnoteringen til LSG, det ser ikke ut som at de har prøvd å manipulere resultatet gjennom kreativ regnskapsføring før børsintroduksjonen, tvert om så ble resultatet justert oppover i normaliseringen.

Til tross for at selskaper følger god regnskapsskikk, er det likevel tilstedeværelse av målefeil som man bør prøve å justere for å oppnå et mest mulig nøyaktig grunnlag for verdsettelsen. I det følgende skal jeg gå gjennom mulige målefeil i LSG – og deretter justere for disse.

5.4 Analyse og justering av målefeil

Formålet med å justere for målefeil er at det justerte finansregnskapet skal gi et bedre bilde av de underliggende økonomiske forholdene. Dette formålet kan være for ambisiøst – er det naturlig å tro at en som ekstern analytiker har bedre oversikt over de underliggende økonomiske aspektene i et selskap enn dem som har utformet årsrapporten? Meningene er delte – skal man justere eller ikke?

Tilhengere av ”ingen justering”-synet argumenterer for at målefeilene visker hverandre ut, og at det dermed er poenngløst å justere for dem. I følge dette synet risikerer man kun å skape mer ”støy” i tallene dersom man justerer. I tillegg argumenteres det for at kostnaden ved å justere, det vil si tidsbruk og informasjonsinnsamling, er større enn gevinsten ved et marginalt mer nøyaktig finansregnskap.

”Justering”-synet argumenterer for at det kan være store målefeil, da spesielt knyttet til immaterielle eiendeler som ikke er fullstendig balanseført. Selv om justeringen kanskje ikke blir helt perfekt, er det i følge dette synet bedre å ha nesten rett enn å ta helt feil. Jeg velger å følge ”justering”-synet i fortsettelsen, av den tro at enkelte justeringer vil bringe finansregnskapet nærmere en korrekt sammensetning for verdsettelse.

5.4.1 Aktuelle justeringer

I vurderingen av hvilke justeringer jeg ser det hensiktsmessig å gjøre på finansregnskapet til LSG har jeg vurdert hvorvidt det er mistanke om kreativ regnskapsføring, om regnskapsprinsippet som benyttes er godt egnet og om gevinsten ved å utføre justeringen og dermed oppnå et mer nøyaktig finansregnskap overgår kostnaden ved utarbeidingen.

Når man justerer er det alltid en fare for at man etter justeringen faktisk har tilført finansregnskapet mer ”støy” og dermed er enda lenger enn før fra det ønskede resultatet.

Som grunnlag for justeringen brukes teorier fra White et al. (2003) og Young & O’Byrne (2001). Netto driftseiendeler justeres til korrekt historisk kost og netto finansiell gjeld justeres til virkelig verdi. Resultatet normaliseres.⁶⁵ I det følgende vil jeg gå gjennom finansregnskapet til LSG og foreta justeringer der det er hensiktsmessig.

Driftsrelaterte anleggsmidler

Under driftsrelaterte anleggsmidler klassifiseres immaterielle eiendeler, som for eksempel hos LSG tilsvarer goodwill, utsatt skattefordel og konsesjoner, i tillegg til varige driftsmidler og langsiktige driftsinvesteringer som for eksempel investeringer i tilknyttet selskap.

De anleggsmidlene som har begrenset økonomisk levetid skal etter Regnskapslovens § 5-3 avskrives etter en fornuftig avskrivningsplan. Ved forventet vedvarende verdifall skal eiendelen nedskrives til virkelig verdi. LSG har ikke foretatt nedskrivninger på egne varige driftsmidler. Nedskrivningene som er blitt gjort på investeringer i tilknyttede selskaper er vurdert som unormale og inngår i det unormale nettoresultatet.

LSG opererer i sitt finansregnskap med lineær avskrivning. Dette samsvarer ikke nødvendigvis med den egentlige avskrivningsprofilen til eiendelen. Likevel er det vanskelig som ekstern analytiker å justere avskrivningene siden den virkelige kontantstrømmen er vanskelig å estimere, noe som vanskeliggjør beregningen av den underliggende internrenten. Forventet levetid for eiendelen kan også være satt etter forsiktighetsprinsippet, og ikke reflektere den virkelige levetiden for eiendelen. For eksempel har LSG satt forventet levetid for bygninger og annen fast eiendom til 20 – 25 år. Det er lite sannsynlig at huset vil falle ned etter 25 år, men det er vanskelig å fastsette den korrekte levetiden av eiendelen. Jeg velger å ikke justere for den lineære

⁶⁵ Knivsflå, Kjell H., Forelesninger BUS424, 2005

avskrivningen, i frykt for å tilføre enda mer ”støy” ved å velge en annen mekanisk avskrivningsmetode. Det finnes heller ingen indikasjoner på kreativ regnskapsføring i valg av gjenværende levetid for eiendelene, så jeg justerer heller ikke for dette.

I finansregnskapet har LSG avskrevet goodwill over en forventet levetid på 10 år, et estimat beregnet på bakgrunn av oppkjøpsanalyser. Det kan likevel argumenteres for at verdien på goodwill holdes ved like ved hjelp av egengenerert goodwill – og da undervurderes goodwill når den avskrives. Med god vekst, gode resultater levert og en økende kundemasse er det sannsynlig at LSG har generert noe goodwill over analyseperioden. Etter IFRS-reglene som trår i kraft fra og med årsregnskapet for 2005 avskrives ikke lenger goodwill. Jeg har derfor valgt å tilbakeføre goodwillavskrivningene gjort i analyseperioden, for slik å kunne oppnå et riktigere finansregnskap.

Tabell 5.7 Justering av goodwill

JUSTERING AV GOODWILL	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<i>Tall i NOK 1.000</i>								
Akkumulert goodwill ved oppkjøp 01.01		2 686	2 350	8 308	16 273	25 146	85 368	90 399
+ Tilgang i året	2 686	0	4 950	7 965	8 873	60 028	5 163	52 271
- Avgang i året	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Omregningsdifferanser	0	-336	1 008			194	-132	-8 162
= Akkumulert goodwill ved oppkjøp 31.12	2 686	2 350	8 308	16 273	25 146	85 368	90 399	134 508
- Akkumulert avskrivning per 01.01	0	0	1 839	2 861	4 839	8 162	17 512	0
- Avskrivning i år	336	336	831	1 022	1 978	3 323	9 350	0
+ Omregningsdifferanser	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Avgang avskrivning ved salg eller avviking	0	0	0	0	0	0	0	0
= Akkumulert goodwill etter avskrivning 31.12	2 350	2 014	5 638	12 390	18 329	73 883	63 537	134 508
- Akkumulert nedskrivning per 01.01	0	0	0	0	0	0	0	0
- Nedskrivning i år	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Omregningsdifferanser	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Avgang nedskrivning ved salg eller avviking	0	0	0	0	0	0	0	0
= Rapportert goodwill 31.12	2 350	2 014	5 638	12 390	18 329	73 883	63 537	134 508
+ Tilbakeføring av akkumulert avskrivning og avgang	336	336	2 670	3 883	6 817	11 485	26 862	0
= Justert goodwill 31.12	2 686	2 350	8 308	16 273	25 146	85 368	90 399	134 508
Virkning på...								
Netto driftseiendeler før skatt	336	336	2 670	3 883	6 817	11 485	26 862	0
Utsatt skatt; 28%	94	94	748	1 087	1 909	3 216	7 521	0
= Netto driftseiendeler	242	242	1 922	2 796	4 908	8 269	19 341	0
= Egenkapital	242	242	1 922	2 796	4 908	8 269	19 341	0
Virkning på.....								
Fullstendig driftsresultat		0	2 334	1 213	2 934	4 668	15 377	-26 862
Driftsrelatert skattekostnad 28%		0	654	340	822	1 307	4 306	-7 521
= Fullstendig netto driftsresultat		0	1 680	873	2 112	3 361	11 071	-19 341

I den rapporterte balansen skiller ikke LSG mellom driftsrelatert og finansiell gjeld, og både kort- og langsiktig gjeld balanseføres til nominelt beløp på etableringstidspunktet. Den finansielle gjelden består av både kort- og langsiktig gjeld. Grunnet varierende avdragsprofil og renteberegning som vil gjøre beregningen av virkelig verdi komplisert velger jeg å ikke justere finansiell gjeld til virkelig verdi for å unngå å tilføre mer ”støy”

til finansregnskapet. Jeg vurderer kostnaden ved å gjennomføre justeringen som høyere enn nytten ved en gjennomført justering, og erkjenner derfor at den manglende justeringen vil være en mulig kilde til målefeil i det justerte og omgrupperte finansregnskapet.

Driftssyklusen

En aktuell problemstilling å ta hensyn til i driftssyklusen er blant annet måling av transaksjonsbasert inntekt basert på opptjeningsprinsippet i RL § 4-1 som sier at inntekt skal resultatføres når den er opptjent. I LSG er driftsinntektene i all hovedsak transaksjonsbasert inntekt, LSG har i all hovedsak produkter som har relativt kort tilvirkningstid, og det forekommer ikke i særlig grad dellevering eller forskuddsbetaling.

Lerøy Seafood Group har en relativt stor andel kundefordringer og andre fordringer, men det er ikke oppgitt hvor mye som er avsatt for tap på fordringer, denne informasjonen finnes kun for 1997 og 1998, hvor avsetningen kostnadsføres. For de senere årene trekkes avsetning for tap på fordringer direkte fra de balanseførte verdiene på kundefordringer før de oppgis i årsregnskapet. Grunnet manglende informasjon om størrelsen på tapsavsetningene velger jeg å la være å justere avsetning for tap på fordringer. Jeg klassifiserer de kostnadsførte tapene på fordringer i 1997 og 1998 som engangskostnader, og de er derfor inkludert i det unormale nettoresultatet til egenkapitalen.

Lerøy Seafood Group har utstedt opsjoner siden 1999, deler av disse har blitt erklært. Ved erklæringene har avviket mellom opsjonens innløsningskurs og aksjekursen blitt ført direkte mot selskapets egenkapital, og det er gjort regnskapsmessige avsetninger for å dekke fremtidig arbeidsgiveravgift knyttet til opsjonsprogrammene. Det LSG ikke har tatt hensyn til er at tildelte opsjoner er gjeld – dette skyldes at selskapet er eierne og eierne taper penger dersom opsjonen utøves. Fra og med 2005, med innføringen av IFRS-reglene, kreves det at man regnskapsfører transaksjoner med aksjebasert betaling til virkelig verdi på transaksjonstidspunktet. Grunnen til dette er at de ansatte yter noe til gjengjeld for de tildelte opsjonene, tjenester som representerer en kostnad for bedriften

selv om kostnaden ikke realiseres før opsjonene erklæres. Omleggingen er gjort for å synliggjøre kostnadene knyttet til en opsjonsordning i finansregnskapet.

Siden opsjonene er regnskapsført fra og med 2005, anser jeg det som nødvendig å også foreta justeringen for perioden 1998 – 2004 for å oppnå et mest mulig konsistent finansregnskap. Jeg tar utgangspunkt i inngående opsjonsgjeld i 2004 i beregningen av kostnaden for årene fra 1998 – 2003, og differansen mellom inngående opsjonsgjeld i 2005 og inngående opsjonsgjeld i 2004 for å finne kostnaden i 2004.

Tabell 5.8 Virkning av justering av opsjoner

Justering av opsjon	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<i>Tall i NOK 1.000</i>						
Virkning lønnskostnad	1 252	1 252	1 252	1 252	1 252	209
= Resultatvirkning før skatt	-1 252	-1 252	-1 252	-1 252	-1 252	-209
- Skattevirkning	-344	-344	-344	-344	-344	-57
= Resultatvirkning etter skatt	-908	-908	-908	-908	-908	-152
Virkning på utsatt skattefordel	344	688	1 032	1 376	1 720	1 778
Egenkapitalvirkning	-908	-1 815	-2 723	-3 631	-4 539	-4 690
Avsetning for opsjonsgjeld	1 252	2 504	3 755	5 007	6 259	6 468

Av endringshensyn i beregningen av kontantstrøm har jeg tatt med avsetningen for opsjonsgjeld og virkningen på utsatt skattefordel inn i 2005, men disse forårsaker ingen endringer i resultat for 2005. Avviket mellom avsetningen i 2004 og den korrekte avsetningen i 2005 på 16 750 er hensyntatt i finansregnskapet for 2005. LSG startet opp et nytt opsjonstildelingsprogram i begynnelsen av 2006. Siden det ser ut til at LSG tenker å fortsette med opsjonsprogrammer klassifiserer jeg økningen i lønnskostnader grunnet opsjonsprogrammet som en normal post som skal inngå i det normale driftsresultatet.

Både Fjord Seafood og Pan Fish har opsjonsprogrammer. Fjord Seafood hadde frem til og med 2005 opsjonsprogrammer for toppledelsen og konsernsjefen. Fra og med 2006 vil kun konsernsjefens opsjonsprogram opprettholdes, de øvrige ble avsluttet i 2005. I Pan Fish ASA er det kun én i ledergruppen som har opsjoner, nemlig lederen for Amerika-divisjonen. Jeg har gjennomført justering av opsjoner i Fjord Seafood, og her har jeg brukt beregnet arbeidsgiveravgift fra data oppgitt i LSGs årsrapport. Grunnet manglende informasjon i årsrapportene fra Pan Fish er ikke justeringen gjennomført her. Jeg innser

at dette kan føre til målefeil i verdsettelsen, men jeg er redd for å gjøre antakelser i forhold til denne opsjonslønnen som vil tilføre finansregnskapet enda mer ”støy”.

Driftsrelaterte krav

Driftsrelaterte krav er gjeld som bør avsettes i balansen for å møte periodiske driftsutgifter i fremtiden. LSG nevner ikke noe om avsetninger for periodisk vedlikehold i sin årsrapport, men de har sannsynligvis inkludert dette indirekte i avskrivning på driftsmidler. Ideelt sett bør en slik manglende balanseføring av periodisk vedlikehold justeres ved å balanseføre fremtidige utgifter. Grunnet manglende opplysninger om størrelsen på vedlikeholdskostnadene velger jeg å ikke justere for dette i frykt for at min justering vil tilføre mer ”støy” til finansregnskapet.

Et annet driftsrelatert krav som bør nevnes er pensjonskrav og pensjonsmidler. Netto pensjonskrav balanseføres til estimert virkelig verdi minus ikke-balanseførte krav – der det ikke-balanseførte kravet periodiseres over tid. Slik jevnes svingninger i den virkelige verdien på grunn av volatile kapitalmarkeder ut over tid. Dette betyr at tap og gevinst ikke tas direkte, men virkningen periodiseres slik at den jevnes ut over tid. Netto pensjonskrav bør vurderes til nåverdi, og pensjonskostnaden bør være endring i nåverdi i perioden. Det kan argumenteres for at glattingen av resultatet er en måte å justere for ”unormale” forhold ved at verdien av pensjonsmidlene varierer. Som et kompromiss justeres netto pensjonskrav til virkelig verdi i balansen og virkningen av å tilbakeføre ”glatting” av resultatet føres som unormal post. Jeg har valgt å gjennomføre denne justeringen for LSG.

Tabell 5.9 Justering av netto pensjonskrav

JUSTERT PENSJON	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<i>Tall i NOK 1.000</i>									
Virkelig verdi av pensjonskrav	3 166	4 286	4 139	4 822	5 015	4 746	7 282	10 101	4 294
- Virkelig verdi av pensjonsfond	2 686	3 400	3 957	5 232	5 910	5 750	6 527	7 685	245
= Netto pensjonskrav - virk.verdi	480	886	182	-410	-895	-1 004	755	2 416	4 049
- Ikke-balanseført gjeld pga smoothing			-465	-657	-718	-282	154	1 887	103
= Balanseført netto pensjonskrav	480	886	647	247	-177	-722	601	529	3 946
Virkning på									
Netto driftseiendeler før skatt	0	0	465	657	718	282	-154	-1 887	-103
- Utsatt skatt	0	0	130	184	201	79	-43	-528	-29
= Netto driftseiendeler	0	0	335	473	517	203	-111	-1 359	-74
= Egenkapital	0	0	335	473	517	203	-111	-1 359	-74
Virkning på									
Unormalt driftsresultat		0	465	192	61	-436	-436	-1 733	1 784
- Endring i utsatt skatt		0	130	54	17	-122	-122	-485	500
= Unormalt netto driftsresultat		0	335	138	44	-314	-314	-1 248	1 284

Justeringen gjennomføres også for Pan Fish, men da Fjord Seafood resultatfører estimatavvikene direkte og ikke oppgir nærmere informasjon om dette i sine årsrapporter er jeg nødt til å la dette stå ujustert.

Finansielle eiendeler

De finansielle eiendelene i LSG består av anleggsaksjer, aksjer og verdipapirer og betalingsmidler. Betalingsmidlene i form av bankinnskudd er bokført til virkelige verdier. Når det gjelder anleggsaksjene og aksjer og verdipapirer så er disse bokført til laveste verdi av anskaffelseskost og virkelig verdi på balansedagen. Etter Regnskapslovens § 5-3 skal ikke de finansielle eiendelene nedskrives før det er snakk om et ikke forbigående verdifall, jeg antar at LSG følger denne anvisningen i sin vurdering. Jeg velger å justere de finansielle eiendelene til virkelig verdi ved hjelp av beregnet median pris/bok på Oslo Børs over analyseperioden.⁶⁶ Virkningen av justeringen illustreres i nedre del av tabell 5.10.

⁶⁶ Knivsflå, Kjell H. Forelesningsnotater BUS425, 2006

Tabell 5.10 Justering av finansielle eiendeler til virkelig verdi

JUSTERING FINANSIELLE EIENDELER	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<i>Tall i NOK 1.000</i>									
Kontanter	39 024	11 829	31 461	30 590	24 479	359 484	292 750	260 236	190 347
+ Finansielle fordringer	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Finansielle investeringer	2 004	3 280	14 033	15 378	15 422	19 058	5 679	2 976	5 046
= Finansielle eiendeler	41 028	15 109	45 493	45 968	39 901	378 542	298 428	263 211	195 393
+ Netto merverdi på finansielle eiendeler	238	390	4 051	3 222	1 666	-892	2 151	2 089	3 542
= Fin. eiendeler til estimert virk.verdi	41 266	15 499	49 544	49 190	41 567	377 650	300 579	265 300	198 935
Finansielle investeringer	2 004	3 280	14 033	15 378	15 422	19 058	5 679	2 976	5 046
<i>Median pris/bok på Oslo Børs</i>	<i>1,165</i>	<i>1,165</i>	<i>1,401</i>	<i>1,291</i>	<i>1,150</i>	<i>0,935</i>	<i>1,526</i>	<i>1,975</i>	<i>1,975</i>
= Virkelig verdi fin.inv. før skatt	2 335	3 821	19 660	19 853	17 735	17 819	8 665	5 877	9 966
- 28 % utsatt skatt	93	152	1 576	1 253	648	-347	836	812	1 378
= Fin.inv. til estimert virkelig verdi	2 242	3 670	18 084	18 600	17 088	18 166	7 829	5 064	8 588
VIRKNING JUSTERING									
<i>Tall i NOK 1.000</i>									
Merverdi finansielle eiendeler	331	541	5 627	4 475	2 313	-1 239	2 987	2 901	4 920
- 28 % utsatt skatt	93	152	1 576	1 253	648	-347	836	812	1 378
= Virkning på finansielle eiendeler	238	390	4 051	3 222	1 666	-892	2 151	2 089	3 542
= Virkning på egenkapital	238	390	4 051	3 222	1 666	-892	2 151	2 089	3 542
Virkning på unormalt finansresultat		211	5 086	-1 152	-2 162	-3 552	4 226	-86	2 019
- Endring i utsatt skatt		59	1 424	-323	-605	-995	1 183	-24	565
= Virkning på UNFR		152	3 662	-829	-1 556	-2 557	3 042	-62	1 453

Videre så kan leasingavtaler være en kilde til målefeil ved at leieutgiftene kostnadsføres direkte når den leide eiendelen egentlig er en finansiell leieavtale der det vesentlige av den økonomiske risikoen og kontrollen over eiendelen overføres til leietakeren. I det tilfellet bør leien splittes i avskrivning og rente og balanseføres. Dette er gjort i finansregnskapet til LSG, jeg foretar derfor ikke ytterligere justeringer.

5.4.2 Oppsummert virkning justeringer

I tabellen oppsummeres virkningene justeringene har hatt på resultat- og balanseposter. Tendensen er at egenkapitalen har blitt justert oppover, det samme gjelder nettoresultatet til egenkapitalen, bortsett fra de to første årene i analyseperioden. Etter gjennomført justering har jeg fjernet noen mulige målefeil og etter mitt syn er den resulterende justerte resultatoppstillingen og balanseoppstillingen mer samsvarende med underliggende økonomiske realiteter og derfor bedre egnet for verdsettelseshensyn. Justeringene som er foretatt for LSG er foretatt for Pan Fish og Fjord Seafood så langt det lar seg gjøre.

Tabell 5.11 Virkning av justeringer

VIRKNINGER OPPSUMMERT	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Tall i NOK 1.000								
Nettoreultat til EK - ujustert	25 595	28 343	41 401	38 111	22 532	39 203	87 353	251 709
+ Virkning av å kostnadsføre opsjonslønn	0	-908	-908	-908	-908	-908	-152	0
+ Virkning av tilbakeføring av goodwillavsk.	0	0	1 680	873	2 112	3 361	11 071	-19 341
= Nettoreultat til EK - justert	25 595	27 435	42 174	38 077	23 736	41 657	98 273	232 368
Unormalt netto driftsresultat - ujustert	-5 088	134	-728	232	3 877	39	-6 841	49 955
+ Virkning av å justere netto pensjonskrav	0	335	138	44	-314	-314	-1 248	1 284
= Unormalt netto driftsresultat - justert	-5 088	469	-590	275	3 563	-275	-8 088	51 239
Unormalt netto finansresultat - ujustert	453	-1 222	-3 491	697	-19 932	-6 636	-2 247	-32 885
+ Virkning av å justere finansielle eiendeler	152	3 662	-829	-1 556	-2 557	3 042	-62	1 453
= Unormalt netto finansresultat - justert	605	2 440	-4 321	-860	-22 490	-3 594	-2 308	-31 432
Driftsrelaterte eiendeler - ujustert	331 514	389 384	621 288	739 445	819 713	1 505 998	1 557 137	2 351 939
+ Virkning av å tilbakeføre avsk. på goodwill	242	242	1 922	2 796	4 908	8 269	19 341	0
+ Økn. i utsatt skattefordel ved å justere opsj.	0	344	688	1 032	1 376	1 720	1 778	1 778
+ Virkning av å justere netto pensjonskrav	0	335	473	517	203	-111	-1 359	-74
Driftsrelaterte eiendeler - justert	331 756	390 305	624 372	743 790	826 201	1 515 877	1 576 897	2 353 643
Finansielle eiendeler - ujustert	15 109	45 493	45 968	39 901	378 542	298 428	263 211	195 393
+ Virkning av å justere finansielle eiendeler	390	4 051	3 222	1 666	-892	2 151	2 089	3 542
Finansielle eiendeler - justert	15 499	49 544	49 190	41 567	377 650	300 579	265 300	198 935
Driftsrelatert gjeld - ujustert	197 662	271 144	301 169	255 535	276 334	334 319	411 605	681 759
+ Avsetning for driftsrelatert opsjongjeld	0	1 252	2 504	3 755	5 007	6 259	6 468	6 468
Driftsrelatert gjeld - justert	197 662	272 396	303 673	259 290	281 341	340 578	418 073	688 227
Egenkapital - ujustert	129 892	149 672	300 140	323 370	636 136	804 489	863 791	1 269 241
+ Virkning av å justere for opsjonslønn	0	-908	-1 815	-2 723	-3 631	-4 539	-4 690	-4 690
+ Virkning av å tilbakeføre goodwillavskrivning	242	242	1 922	2 796	4 908	8 269	19 341	0
+ Virkning av å justere netto pensjonskrav	0	335	473	517	203	-111	-1 359	-74
+ Virkning av å justere finansielle eiendeler	390	4 051	3 222	1 666	-892	2 151	2 089	3 542
Egenkapital - justert	130 524	153 393	303 942	325 625	636 725	810 259	879 172	1 268 019

5.4.3 Omgruppert og justert finansregnskap

Under vises de omgrupperte resultat- og balanseoppstillingene for LSG. Jeg presenterer kun balanseoppstillingene etter sysselsatt kapital og netto driftskapitalmetoden, i den overbevisning om at det er mer oversiktlige og informative oppstillinger.

Tabell 5.12 Omgruppert og justert resultatregnskap

OMGRUPPERT OG JUSTERT		RESULTATREGNSKAP							
Tall i NOK 1.000		1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
= Driftsinntekter	DI	1 749 611	1 948 957	2 721 622	2 530 457	2 555 605	2 914 873	3 559 399	4 014 454
Vareforbruk		1 613 445	1 819 122	2 571 504	2 332 845	2 326 928	2 614 210	3 033 920	3 254 686
+ Lønnskostnad		49 596	47 482	51 584	68 471	92 886	117 380	201 407	245 819
+ Andre driftskostnader		41 822	44 773	52 342	58 258	70 447	85 674	152 202	191 625
+ Ordinære avskrivninger		4 526	4 892	4 512	6 133	9 095	10 789	37 877	67 555
= Sum driftskostnader	DK	1 709 389	1 916 270	2 679 942	2 465 706	2 499 356	2 828 053	3 425 405	3 759 685
= Driftsresultat egen virksomhet	DR	40 223	32 687	41 680	64 751	56 249	86 820	133 994	254 769
- Driftsrelatert skattekostnad	DSK	11 056	9 235	11 244	17 808	15 131	23 191	33 830	75 347
= Netto driftsresultat egen virk.	NDREV	29 166	23 453	30 435	46 943	41 119	63 630	100 164	179 423
+ Netto driftsresultat tilknyttede	NRTS	0	6 194	13 097	-1 643	-12 753	-20 511	10 429	64 534
Netto driftsresultat	NDR	29 166	29 647	43 533	45 300	28 366	43 119	110 593	243 957
+ Netto finansinntekt	NFI	0	468	1 277	1 452	12 814	11 719	3 840	6 954
Nettoresultat til SSK	NRS	29 166	30 115	44 810	46 752	41 180	54 838	114 433	250 911
- Netto finanskostnad	NFK	3 178	2 105	2 267	7 079	13 573	9 616	14 445	17 998
- Netto minoritetsresultat	NMR	393	575	370	1 596	3 871	3 565	1 716	545
Nettoresultat til EK	NRE	25 595	27 435	42 174	38 077	23 736	41 657	98 273	232 368
+ Unormalt driftsresultat	UNDR	-5 088	469	-590	275	3 563	-275	-8 088	51 239
+ Unormalt finansresultat	UNFR	605	2 440	-4 321	-860	-22 490	-3 594	-2 308	-31 432
Fullstendig nettoresultat til EK	FNR	21 112	30 344	37 263	37 493	4 810	37 788	87 876	252 175
- Netto betalt utbytte	NBU	4 000	7 475	-113 286	15 810	-306 289	-135 747	18 964	-136 671
Endring i EK	ΔEK	17 112	22 869	150 549	21 683	311 099	173 535	68 912	388 846

Tabell 5.13 Omgruppert og justert balanse etter SSK-metoden

SSK - BALANSE		1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Tall i NOK 1.000									
Driftsrelaterte anleggsmidler	DAM	29 092	59 736	138 590	354 145	370 655	726 301	753 048	1 049 852
- Langsiktig driftsrelatert gjeld	LDG	12 968	12 095	953	793	4 709	8 647	38 278	158 428
= Netto anleggsmidler	NAM	16 124	47 641	137 637	353 352	365 946	717 654	714 770	891 424
Driftsrelaterte omløpsmidler	DOM	302 664	330 569	485 782	389 645	455 546	789 576	823 849	1 303 791
- Kortsiktig driftsrelatert gjeld	KDG	184 694	260 301	302 720	258 497	276 632	331 931	379 795	529 799
= Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	117 970	70 268	183 062	131 148	178 913	457 645	444 054	773 992
= Netto driftseiendeler	NDE	134 094	117 909	320 699	484 500	544 859	1 175 299	1 158 824	1 665 416
Finansielle anleggsmidler	FAM	2 182	17 114	17 085	14 835	13 818	6 787	4 321	7 778
Finansielle omløpsmidler	FOM	13 317	32 430	32 105	26 732	363 832	293 792	260 979	191 157
= Finansielle eiendeler	FE	15 499	49 544	49 190	41 567	377 650	300 579	265 300	198 935
= Sysselsatte eiendeler	SSE	149 593	167 453	369 889	526 066	922 510	1 475 877	1 424 124	1 864 351
= Egenkapital	EK	130 524	153 393	303 942	325 625	636 725	810 259	879 172	1 268 019
= Minoritetsinteresser	MI	2 366	2 503	2 752	10 251	22 804	10 525	7 758	6 705
Langsiktig finansiell gjeld	LFG	13 522	11 369	9 211	178 132	182 432	412 195	374 647	458 545
+ Kortsiktig finansiell gjeld	KFG	3 181	189	53 984	12 058	80 549	242 898	162 547	131 082
= Finansiell gjeld	FG	16 703	11 558	63 195	190 190	262 981	655 093	537 194	589 627
= Sysselsatt kapital	SSK	149 593	167 453	369 889	526 066	922 510	1 475 877	1 424 124	1 864 351

Tabell 5.14 Omgruppert og justert balanse etter NDK-metoden

NDK-BALANSE		1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Tall i NOK 1.000									
Netto anleggsmidler	NAM	16 124	47 641	137 637	353 352	365 946	717 654	714 770	891 424
+ Driftsrelatert arbeidskapital	DAK	117 970	70 268	183 062	131 148	178 913	457 645	444 054	773 992
= Netto driftseiendeler	NDE	134 094	117 909	320 699	484 500	544 859	1 175 299	1 158 824	1 665 416
Egenkapital	EK	130 524	153 393	303 942	325 625	636 725	810 259	879 172	1 268 019
+ Minoritetsinteresser	MI	2 366	2 503	2 752	10 251	22 804	10 525	7 758	6 705
Finansiell gjeld	FG	16 703	11 558	63 195	190 190	262 981	655 093	537 194	589 627
- Finansielle eiendeler	FE	15 499	49 544	49 190	41 567	377 650	300 579	265 300	198 935
+ Netto finansiell gjeld	NFG	1 204	-37 986	14 005	148 623	-114 669	354 514	271 894	390 692
= Netto driftskapital	NDK	134 094	117 909	320 699	484 500	544 859	1 175 299	1 158 824	1 665 416

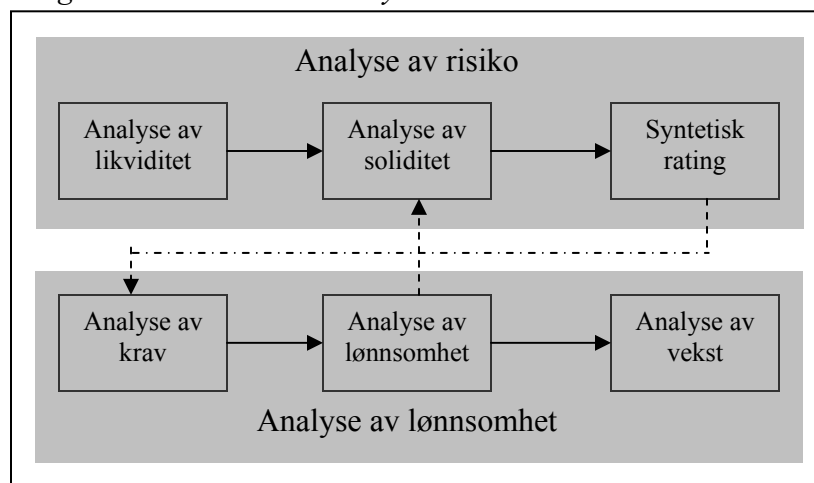
5.5 Forholdstallanalyse

På bakgrunn av det omgrupperte og justerte finansregnskapet er det nå mulig å foreta en forholdstallanalyse for å kunne foreta en risiko- og en rentabilitetsanalyse av LSG.

Grunnen til at man bruker forholdstall i slike analyser er at absolutte tall sier lite om underliggende forhold fordi de er kritisk avhengige av størrelsen på virksomheten. Det er naturlig at et stort selskap for eksempel har større driftsinntekter enn et lite – men da har de også større driftskostnader. Dette er grunnen til at absolutte tall bør ses i forhold til noe, slik at selskaper kan sammenlignes uansett størrelse.

Et rammeverk for analyse av forholdstall kan presenteres som i figur 5.4⁶⁷.

Figur 5.4. Forholdstallanalyse



De fire neste kapitlene vil dreie seg om forholdstallanalyse. Først undersøkes kort- og langsiktig kredittrisiko i risikoanalysen og foretar en syntetisk rating av selskapet. I den syntetiske ratingen får selskapet en karakter i forhold til underliggende selskaps-spesifikk risiko. Deretter brukes denne analysen for å fastsette et avkastningskrav for selskapet.

Avkastningskravet brukes i analysen av lønnsomhet undersøkes det om selskapet har en rentabilitet som er større enn avkastningskravet, og deretter dekomponeres rentabiliteten for å undersøke ulike kilder til lønnsomhet. Til sist, i vekstanalysen, ser man på underliggende kilder til vekst – da spesielt egengenerert og varig vekst.

⁶⁷ Knivsflå, Kjell H.: Forelesningsnotater BUS424,2005

Når jeg undersøker forholdstallene vil jeg undersøke både i forhold til bransjegjennomsnitt, som innebærer en sammenligning av forholdstallene til selskapet med forholdstallene til bransjen, og foreta en tidsserieanalyse som betyr at man analyserer de historiske forholdstallene til virksomheten. I tidsserieanalysen vektlegger jeg alle årene likt på grunn av at bransjen er syklisk.

6 ANALYSE AV RISIKO

Total risiko består av to komponenter – både systematisk og usystematisk risiko (Brealy & Myers, 2003). I et perfekt kapitalmarked kan den usystematiske risikoen elimineres ved å spre investeringer utover flere selskaper. Da reduseres totalrisikoen til porteføljen og den konvergerer mot den systematiske risikoen etter hvert som antall verdipapirer i porteføljen øker, det vil si risikoen til markedsporteføljen.

I tilfeller der kapitalmarkedet ikke er perfekt, og full diversifisering er vanskelig, vil den selskapsspesifikke risikoen ha en innvirkning på avkastningskravet (Penman 2004). I fortsettelsen vil jeg analysere den selskapsspesifikke risikoen i to steg, først gjennomføre en analyse av den kortsiktige risikoen – en likviditetsanalyse – og deretter gjennomføre en analyse av den langsiktige risikoen – en soliditetsanalyse.

Sammen vil disse gi en oppfatning om den totale kredittrisikoen til selskapet, det vil si den risikoen långivere har for at lånet og rentebetalingen som er avtalt blir helt eller delvis misligholdt.

6.1 Likviditetsanalyse

Den kortsiktige risikoen analyseres gjennom likviditetsanalysen. Målet er å undersøke om virksomheten har nok likvider til å dekke krav etter hvert som de forfaller.

Likviditetsanalysen skal også klargjøre om det er sannsynlig at selskapet kan risikere å gå konkurs på grunn av manglende likviditet på kort sikt. Analysen av kortsiktig risiko vil basere seg på følgende tre analyseverktøy:

1. Analyse av gjeldsdekning i balansen ved hjelp av forholdstall
2. Analyse av gjeldsdekning gjennom kontantstrøm
3. Analyse av forfallsstruktur inkludert finansielle covenants

6.1.1 Analyse av gjeldsdekning i balansen ved hjelp av forholdstall

Forholdstall som er illustrative i analysen av gjeldsdekningen i balansen er likviditetsgrad 1, likviditetsgrad 2 og rentedekningsgrad. Likviditetsgrad 1 er omløpsmidler (OM) i forhold til kortsiktig gjeld (KG). Forholdstallet illustrerer i hvilken grad omløpsmidler er finansiert med kortsiktig gjeld. Likviditetsgrad 2 er mest likvide omløpsmidler (finansielle omløpsmidler – FOM) i forhold til kortsiktig gjeld. Forholdstallet viser i hvilken grad de mest likvide omløpsmidlene er finansiert med kortsiktig gjeld. Den totale kortsiktige gjelden er kortsiktig driftsrelatert gjeld (KDG) og kortsiktig finansiell gjeld (KFG). Rentedekningsgraden er nettoresultatet (NRS) før netto finanskostnad (NFK) i forhold til netto finanskostnad. Forholdstallet beregnes for å kunne se hvor mange ganger nettoresultatet kan dekke inn selskapets netto finanskostnader og gir dermed en pekepinn på selskapets evne til å betjene sine låneforpliktelser.

Likviditetsgrad 1 og 2

$$\text{Likviditetsgrad1(lg1)} = \frac{OM_t}{KG_t} = \frac{DOM_t + FOM_t}{KDG_t + KFG_t}$$

Tabell 6.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Tidsvektet gj.snitt
Vekt	1/8	1/8	1/8	1/8	1/8	1/8	1/8	1/8	
LSG	1,682	1,394	1,452	1,539	2,294	1,885	2,000	2,262	1,813
Bransjen	1,825	1,497	1,650	1,389	1,530	1,900	2,498	2,524	1,852

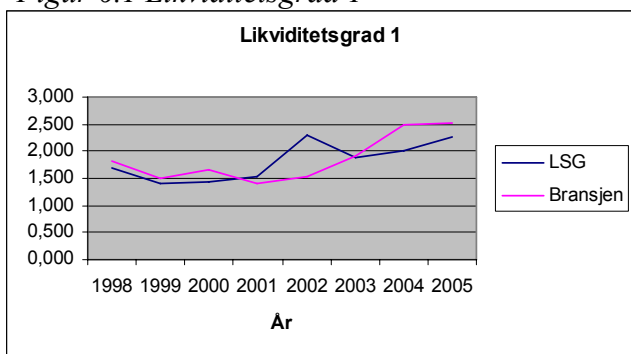
$$\text{Likviditetsgrad2(lg2)} = \frac{FOM_t}{KDG_t + KFG_t}$$

Tabell 6.2 Likviditetsgrad 2

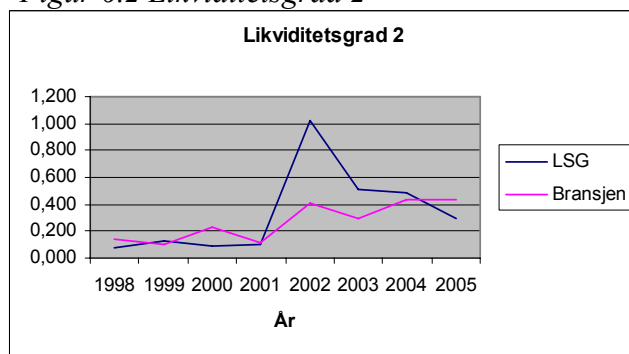
Likviditetsgrad 2	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Tidsvektet gj.snitt
Vekt	1/8	1/8	1/8	1/8	1/8	1/8	1/8	1/8	
LSG	0,071	0,124	0,090	0,099	1,019	0,511	0,481	0,289	0,336
Bransjen	0,141	0,104	0,227	0,120	0,406	0,294	0,429	0,440	0,270

Fra figur 6.1 og 6.2 kan vi se at LSG lå over bransjegjennomsnittet i de dårlige årene mellom 2001 og 2003, og i så vidt over i 2004 for lg2. De siste to årene kan vi se at LSG ligger nær under bransjegjennomsnittet. Med tidsveiet lg1 på 1,81 ligger LSG i de beste 40 % av alle selskapene. For lg2 ligger LSG blant de 40 % dårligste. Det er viktig at lg1 er større enn 1 slik at den langsiktige kapitalen er med på å finansiere omløpsmidlene i tillegg til anleggsmidlene. LSGs lg1 er derfor god, den holder seg over 1 i hele

Figur 6.1 Likviditetsgrad 1



Figur 6.2 Likviditetsgrad 2



analyseperioden.

Når det gjelder lg2, så bør helst også denne være 1, det vil si at de finansielle omløpsmidlene bør være like store som den kortsiktige gjelden for at selskapet skal kunne betjene de løpende kravene fra kreditorer etter hvert som de forfaller. Frem til 2002 er lg2 nokså lav, men tendensen er likevel svakt stigende, noe som kan være et godt tegn. Vi kan observere at LSGs lg2 kun er oppe over 1 i ett år – i 2002. 2002 er året LSG ble børsnotert, men også året før selskapet foretok en stor strategisk investering og kjøpte opp Lerøy Midnor. Dette kan forklare den plutselige økningen i finansielle omløpsmidler. I årene etter 2002 faller lg2 igjen, noe som kan være et faresignal, det kan innebære at selskapet må ta opp ny gjeld for å innfri kravene etter hvert som de forfaller. Det er ikke store avvik mellom bransjen og LSG.

Oppsummert så er LSGs likviditet nokså god, med et lite faresignal på grunn av fallende lg2. LSG har derfor en ganske lav kortsiktig risiko.

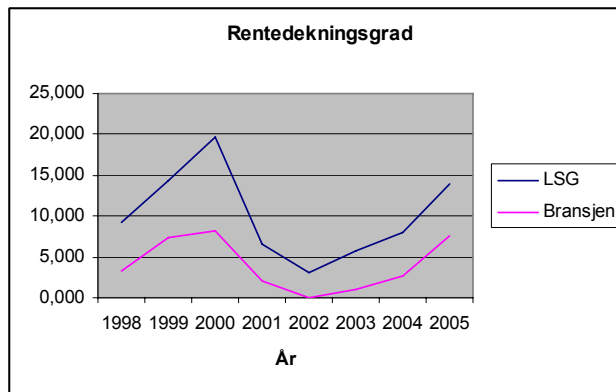
Rentedekningsgrad

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{NRS_t}{NFK_t}$$

Tabell 6.3 Rentedekningsgrad

Rentedekningsgrad	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Tidsvektet gj.snitt
Vekt	1/8	1/8	1/8	1/8	1/8	1/8	1/8	1/8	
LSG	9,177	14,309	19,770	6,604	3,034	5,703	7,922	13,941	10,058
Bransjen	3,351	7,353	8,196	2,148	0,011	0,991	2,675	7,602	4,041

Figur 6.3 Rentedekningsgrad



Netto resultat og finansinntekter bør kunne dekke finanskostnadene, det vil si at rentedekningsgraden bør være minst 1. Vi kan se fra tabellen at LSG ligger over dette i hele analyseperioden, og selskapet ligger også godt over bransjen i hele analyseperioden. Med sitt tidsvektede

gjennomsnitt på ca. 10 befinner LSG seg i topp 15 % av alle selskaper.⁶⁸ Ut fra dette kan vi se at LSG har god evne til å skape likviditet gjennom resultatet, noe som kan veie opp for en litt svak Ig2 i analysen av likviditetsgradene.

6.1.2 Analyse av gjeldsdekning gjennom kontantstrøm

Ved å analysere kontantstrømmen (tabell 6.4) er det mulig å kartlegge endringer i likviditet over tid gjennom endring i finansielle eiendeler i tillegg til å kunne forklare behovet for opptak av finansiell gjeld.

Kontantstrømmen til finansielle investeringer fra drift varierer veldig, både i størrelse og fortegn. Vi kan se at i 2003 gikk kontantstrømmen til finansielle investeringer fra det største positive bidraget i 2002 til det største negative, på tross av en økning i netto driftsresultat. Som tidligere nevnt var 2003 året LSG investerte i Lerøy Midnor, og dette forklarer nok variansen. Kontantstrømmen til finansielle investeringer bedret seg i 2004, men falt noe tilbake igjen i 2005, sannsynligvis pga ytterlige investeringer. Investeringer

⁶⁸ BUS424, Høst 2005, Knivsfå, Kjell H.

har her en negativ virkning på fri kontantstrøm fra drift fordi de fører til kraftige økninger i netto driftseiendeler. LSG har også tatt opp mye finansiell gjeld i løpet av perioden, sannsynligvis for å finansiere økningen i netto driftseiendeler – vi kan se at økninger i NDE samsvarer med økninger i finansiell gjeld. Vi kan se at det ble foretatt en reduksjon i FG i 2004, parallelt med en reduksjon i NDE.

Vi kan se at opptak av finansiell gjeld og økning av finansielle eiendeler har skylden for den svake kontantstrømmen til finansielle investeringer, netto driftsresultat har hatt meget god økning de siste årene. Variasjonen i kontantstrømmen kan likevel tolkes som årsak til mindre god likviditet og dermed gi opphav til kortsiktig risiko.

Tabell 6.4 Omgruppert kontantstrøm

OMGRUPPERT KONTANTSTRØM		1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<i>Tall i NOK 1.000</i>									
Netto driftsresultat	NDR	29 166	29 647	43 533	45 300	28 366	43 119	110 593	243 957
+ Unormalt netto driftsresultat	UNDR	-5 088	469	-590	275	3 563	-275	-8 088	51 239
- Endring i netto driftseiendeler	ΔNDE	30 329	-16 185	202 790	163 800	60 360	630 439	-16 476	506 591
= Fri kontantstrøm fra drift	FKD	-6 251	46 301	-159 847	-118 224	-28 431	-587 596	118 980	-211 395
- Netto finanskostnad	NFK	3 178	2 105	2 267	7 079	13 573	9 616	14 445	17 998
+ Endring i finansiell gjeld	ΔFG	-11 280	-5 145	51 637	126 995	72 791	392 112	-117 899	52 433
- Netto minoritetsresultat	NMR	393	575	370	1 596	3 871	3 565	1 716	545
+ Endring i minoritetsinteresser	ΔMI	-1 268	137	249	7 499	12 553	-12 279	-2 767	-1 053
= Fri kontantstrøm til EK fra drift	FKED	-22 370	38 613	-110 597	7 594	39 470	-220 944	-17 846	-178 558
- Netto betalt utbytte	NBU	4 000	7 475	-113 286	15 810	-306 289	-135 747	18 964	-136 671
= Fri kontantstrøm til fin.inv. fra drift	FKFI	-26 370	31 138	2 689	-8 216	345 759	-85 197	-36 810	-41 887
+ Netto finansinntekter	NFI	0	468	1 277	1 452	12 814	11 719	3 840	6 954
+ Unormalt netto finansresultat	UNFR	605	2 440	-4 321	-860	-22 490	-3 594	-2 308	-31 432
= Endring i finansielle eiendeler	ΔFE	-25 765	34 046	-355	-7 623	336 083	-77 072	-35 278	-66 365
+ Inngående finansielle eiendeler	FE _{t-1}	41264	15 499	49 544	49 190	41 567	377 650	300 579	265 300
= Utgående finansielle eiendeler	FE	15 499	49 544	49 190	41 567	377 650	300 579	265 300	198 935
Fordelt på									
	kontanter	11 829	31 461	30 590	24 479	359 484	292 750	260 236	190 347
	fordringer	0	0	0	0	0	0	0	0
	investeringer	3 670	18 084	18 600	17 088	18 166	7 829	5 064	8 588

6.1.3 Analyse av forfallsstruktur inkludert finansielle covenants

Målet med å analysere forfallsstrukturen til finansiell gjeld er å kartlegge risikoen for å komme i økonomiske vanskeligheter på kort sikt dersom store lån forfaller til betaling.

Tabell 6.5 Forfallsstruktur på gjeld

Forfallsstruktur på gjeld		2005
<i>Tall i NOK 1.000</i>		
Finansiell gjeld 01.01		537 194
-	Forfall langsiktig rentebærende gjeld	10898
+	Opptak langsiktig rentebærende gjeld	139386
-	Betalt kortsiktig rentebærende gjeld	76055
Finansiell gjeld 31.12		589 627

Nettovirkningen på finansiell gjeld i løpet av 2005 er positiv, det vil si at LSG tar opp mer finansiell gjeld enn de betaler ned.

For å kunne vurdere denne risikoen beregnes rente- og avdragsdekning. Denne kan gjøres mer fremoverskuende ved å estimere renter og avdrag ett år frem, og det velger jeg å gjøre i min analyse.

Jeg har estimert renteinntekten på bakgrunn av rentabiliteten på de finansielle eiendelene, og her har jeg brukt et tidsvektet gjennomsnitt med ulike vekter grunnet den store nedgangen i renten fra omtrent 2002. De siste tre årene er derfor vektlagt tyngst. Estimaten er ca. 2,8 % etter skatt. Renten på finansiell gjeld er beregnet på tilsvarende måte siden LSG har flytende rente på sin langsiktige gjeld. Renten er beregnet til 4,2 % etter skatt.

$$\text{Finansielldekning} = \frac{\text{Finansielle} \cdot \text{eiendeler} 01.01 + FI + \text{Sikre} \cdot \text{trekkretter}}{\text{Avdrag} \cdot \text{og} \cdot \text{rente} \cdot \text{p\AA} \cdot \text{finansiell} \cdot \text{gjeld} \cdot \text{i} \cdot \text{l\AA} \cdot \text{pet} \cdot \text{av} \cdot \text{\AA} \cdot \text{ret}}$$

Tabell 6.5 Finansiell dekning

Finansiell dekning 2006	
Finansielle eiendeler 01.01	198 935
+ Finansinntekt 2006	5 653
/ Avdrag finansiell gjeld 2006	68 300
/ Rente finansiell gjeld 2006	19 217
= Finansiell dekning LSG	2,34

LSG har sikre trekkretter knyttet til såkalt ”borrowing base” – det vil si fordringer, varelager osv, men grunnet manglende informasjon om disse i finansregnskapet

har jeg ikke inkludert dem i beregningen av den finansielle dekningen. Utelatelsen innebærer at den beregnede finansielle dekningen er undervurdert. Likevel kan de finansielle eiendelene dekke forfall på gjeld over 2 ganger ekskludert sikre trekkretter i 2006, noe som medfører lav risiko for finansiell krise.

LSG har lånevilkår, finansielle covenants, på sin gjeld. For det første skal egenkapitalandelen være over 25 % og selskapets rentebærende gjeld i gjennomsnitt i forhold til konsernets EBITDA⁶⁹ må ikke overstige 5. Egenkapitalandelen er stabilt høyere enn 25 %, rapportert egenkapitalandel i 2005 er 50,09 %. Når det gjelder rentebærende gjeld i forhold til EBITDA er forholdstallet under 5 i alle år bortsett fra i 2002 og 2003, og så vidt over 5 i 2004. Antagelig skyldes dette oppkjøpet av Lerøy Midnor. Forholdstallet er tilbake på 2,2 i 2005, og jeg antar derfor at det ikke er fare for at gjelden vil tvangsinnfris.

⁶⁹ EBITDA = resultat før finansielle poster, skatt, av- og nedskrivninger

6.2 Soliditetsanalyse

Etter analysen av den kortsiktige kredittrisikoen skal jeg nå analysere den langsiktige kredittrisikoen gjennom en soliditetsanalyse. Gjennom soliditetsanalysen vil jeg få en oppfatning om virksomheten har økonomiske ressurser til å stå i mot fremtidige tap.

Soliditetsanalysen vil bestå av:

1. Forholdstallanalyse gjennom egenkapitalprosent
2. Statisk finansieringsanalyse

6.2.1 Forholdstallanalyse gjennom egenkapitalprosent

Egenkapitalprosenten (ekp) viser hvor stor del av eiendelssiden som er finansiert med egenkapital, og gir dermed et mål på soliditeten i selskapet. Egenkapitalprosenten kan beregnes med totalkapital, sysselsatt kapital eller netto driftskapital i nevneren. Jeg vil beregne egenkapitalprosenten med totalkapital (TK) i nevneren, og jeg velger å inkludere minoritetsinteressene i telleren. Det kan argumenteres for at man også skal inkludere netto utsatt skatt (NUS) i telleren, siden denne gjelden ikke vil bli betalt dersom selskapet skulle gå konkurs, men LSG har netto utsatt skattefordel, så justeringen er ikke aktuell.

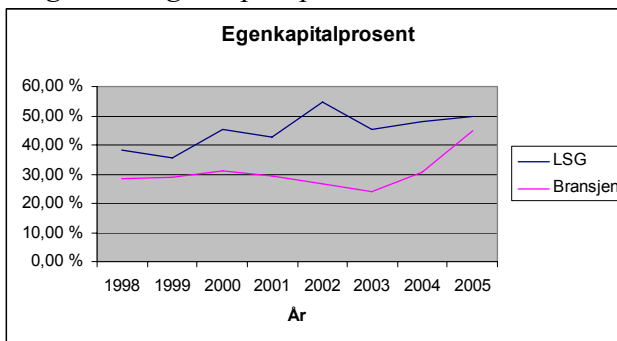
Egenkapitalprosenten beregnes med følgende formel:

$$ekp_t = \frac{EK_t + MI_t}{TK_t} = \frac{EK_t + MI_t}{SSK_t + DG_t}$$

Tabell 6.7 Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosent	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Tidsvektet
Vekt	1/8	1/8	1/8	1/8	1/8	1/8	1/8	1/8	gj.snitt
LSG	38,27 %	35,44 %	45,53 %	42,77 %	54,78 %	45,19 %	48,15 %	49,94 %	45,01 %
Bransjen	28,30 %	28,84 %	30,90 %	29,44 %	26,63 %	24,12 %	30,53 %	44,90 %	30,46 %

Figur 6.4 Egenkapitalprosent



I tabell 6.7 ser man at gjennomsnittlig ekp for LSG ligger nesten femten prosentpoeng over bransjesnittet, og er derfor mer solid enn bransjen med hensyn til egenkapitalprosent. I tillegg kan vi se at de har en positiv trend fra 2003

og opp til 2005, noe som også er tilfellet for resten av bransjen.

6.2.2 Statisk finansieringsanalyse

I den statiske finansieringsanalysen gjennomgås finansieringen til selskapet på et gitt tidspunkt.

Tabell 6.8 Statisk finansieringsanalyse

Statisk finansieringsanalyse							
	2005	EK	MI	LDG	LFG	KDG	KFG
DAM	1 049 852	1 049 852					
FAM	7 778	7 778					
DOM	1 303 791	210 389	6 705	158 428	458 545	469 724	
FOM	191 157					60 075	131 082
TK	2 552 578	1 268 019	6 705	158 428	458 545	529 799	131 082
							2 552 578

Finansieringen uttrykkes gjennom en finansieringsmatrise, og jo snarere kurven illustrert i figuren med grå ruter går til bunnen i matrisen, jo mindre risikabel er finansieringen. Egenkapitalfinansiering er den minst risikable finansieringen, mens kortsiktig gjeldsfinansiering er mest risikabel.

Vi kan se her at både driftsrelaterte og finansielle anleggsmidler finansieres av egenkapital, noe som er veldig bra. Driftsrelaterte omløpsmidler, det vil si for eksempel varer og fordringer, er den største posten på eiendelssiden hos LSG, og finansieres inntil 64 % av EK, MI og langsiktig gjeld. Finansielle omløpsmidler finansieres i sin helhet av kortsiktig gjeld. Det er et godt tegn at kortsiktig gjeld ikke brukes til å finansiere langsiktig kapital og totalt sett er finansieringen til LSG lite risikabel, med god inndeckning gjennom EK, MI og langsiktig gjeld.

6.3 Oppsummert analyse av risiko – syntetisk rating

På bakgrunn av analysen av kort- og langsiktig kredittrisiko vil jeg foreta en syntetisk rating av LSG. En syntetisk rating innebærer at man prøver å plassere selskapet i riktig risikoklasse på bakgrunn av forholdstallanalyse – da særlig likviditets- og soliditetsanalysen.

De vanligste måletallene er likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad etter skatt (28 %), egenkapitalprosent basert på total kapital og netto driftsrentabilitet. Ratingvurderingen

bygger på sannsynlighetsfordelinger for konkurs utarbeidet av Standard & Poor's⁷⁰ og Moody's⁷¹ – to kjente kredittvurderingsselskaper. Tabellen under angir hvor store forholdstallene må være for å tilhøre en bestemt ratingklasse.

Beregningen av likviditetsgrad 1, rentedeckningsgrad og egenkapitalprosent er gjort i analysen over, netto driftsrentabilitet er beregnet som følger:

$$ndr_t = \frac{NDR_t}{NDK_{t-1} + (\Delta NDK_t - NDR_t) / 2}$$

der,

NDR_t = netto driftsresultat

NDK_{t-1} = netto driftskapital

ΔNDR_t = endring i netto driftskapital i perioden

Tabell 6.9 Syntetisk rating 2005

Ratingklasse		Årlig konkursrisiko	Likviditetsgrad 1	Rentedekningsgrad	Egenkapitalprosent	Netto driftsrentabilitet
AAA	Investment grade	0,0001	8,90	11,600	0,895	0,308
AA		0,0012	4,60	4,825	0,755	0,216
A		0,0024	2,35	2,755	0,550	0,131
BBB	Speculative	0,0037	1,45	1,690	0,380	0,082
BB		0,0136	1,05	1,060	0,270	0,054
B		0,0608	0,75	0,485	0,175	0,026
CCC	high yield & junk	0,3385	0,55	-0,345	0,105	-0,002
CC		0,5418	0,45	-1,170	0,030	-0,030
C		0,7752	0,35	-1,885	-0,100	-0,058
D	In default	0,9999	0,300	-2,410	-0,180	-0,072

Gjennomsnittlig likviditetsgrad 1 for LSG er 1,81, noe som tilsvarer en plassering i BBB. Gjennomsnittlig rentedeckningsgrad for LSG er 10,1 – tilsvarende en rating på AA, nesten AAA. Egenkapitalprosenten er 45 %, en rating på A, og netto driftsrentabilitet er 16 %, en rating på A. Gjennomsnittlig rating for LSG er altså A, noe som indikerer at LSG er lite risikabelt. Risikoen for at LSG skal gå konkurs i løpet av neste år er da på ca. 0,24 %.

Utviklingen i rating for LSG over tid kan illustreres i tabell 6.10.

⁷⁰ Standard & Poor's www2.standardpoors.com

⁷¹ Moody's www.moody.com

Tabell 6.10 Syntetisk rating over tid

Syntetisk rating	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Likviditetsgrad 1	BBB	BB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Rentedekningsgrad	AA	AAA	AAA	AA	A	AA	AA	AAA
Egenkapitalprosent	BBB	BB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet	AA	AA	AA	BBB	BB	B	BBB	A
Gjennomsnittsrating	A	A/BBB	A	A/BBB	BBB	BBB	A	A

Ratingen til LSG har stort sett holdt seg på A, på vippen mellom A og BBB i 1999 og 2001. Jeg har tidligere nevnt mulige årsaker til en litt dårligere score på forholdstallene i 2002 og 2003, hovedsakelig skyldes det oppkjøpet av Lerøy Midnor i 2003.

Oppsummert så viser den syntetiske ratingen at selskapet har relativt god sikkerhet, og at det er lite eksponert for kort- og langsiktig kredittrisiko. Den syntetiske ratingen vil danne grunnlag for beregningen av finansielt gjeldskrav i neste kapittel.

7 AVKASTNINGSKRAV

For å kunne måle hvorvidt rentabiliteten til LSG er god, trengs det et avkastningskrav å se rentabiliteten i forhold til, det samme gjelder underliggende internrente. Dersom rentabiliteten overgår avkastningskravet genererer selskapet superprofitt, det vil si mer avkastning enn investorene krever. At et selskap genererer superprofitt tilsier at det har et konkurransefortrinn. Avkastningskravet vil også benyttes til å diskontere kontantstrømmen i verdsettelsen av selskapet.⁷²

Jeg vil bestemme avkastningskrav for egenkapitalen, finansiell gjeld, netto finansiell gjeld og netto driftskapital. For å være i samsvar med rentabilitetstallene som beregnes etterskuddsvis, nominelt og etter skatt vil de beregnede avkastningskravene også være nominelle og etter skatt.

7.1 Egenkapitalkrav

I beregningen av egenkapitalkravet (ekk) brukes kapitalverdimodellen (CAPM⁷³). CAPM ble først tatt i bruk på 1960-tallet, og ble først utviklet av William Sharpe, John Lintner og Jan Mossin på 60-tallet (Bodie et al.,2005) Parametrene i modellen er risikofri rente (r_f), forventet markedsavkastning (r_m) og et mål på den systematiske risikoen (β). Markedspremien er forskjellen mellom markedsavkastningen og risikofri rente, og dette er den kompensasjonen investoren får for å ta på seg markedsporteføljens risiko. I tillegg til disse kan man legge til en likviditetspremie (λ) for aksjer som ikke er børsnoterte eller av annen grunn lite likvide.⁷⁴

Egenkapitalkravet uten skattejustering representeres ved følgende sammenheng:

$$ekk = r_f + (r_m - r_f) * \beta + \lambda$$

⁷² Boye, Knut: Verdiberegninger på grunnlag av kontantoverskudd og unormal avkastning, Personlig Økonomi og Finans

⁷³ Capital Asset Value Model

⁷⁴ Boye, Knut: Forelesningsnotater FIE424, 2005

Med skattejustering blir sammenhengen følgende, hvor s er gjeldende skattesats:

$$ekk = r_f(1-s) + (r_m - r_f(1-s)) * \beta + \lambda$$

Forutsetningene som ligger bak kapitalverdimodellen er at man har et perfekt kapitalmarked, at det ikke eksisterer noen form for transaksjonskostnader eller skatt og at alle investorene har homogene forventninger. Investorer har en-periodisk perspektiv, og inn- og utlånsrente forutsettes å være lik. Modellen kan likevel brukes på tross av disse forutsetningene (Bodie et al. 2005).

7.1.1 Risikofri rente

Ulike verdipapirer kan brukes i bestemmelsen av den risikofri renten, bl.a. rente på statssertifikater, lange og mellomlange statsobligasjoner. Det er uheldig å bruke en kort rente i fastsettelsen av avkastningskravet når det skal brukes i verdsettelse fordi man ønsker størst mulig stabilitet i avkastningskravet. Når avkastningskravet skal brukes til å vurdere årlig lønnsomhet, vil det være gunstig å bruke en mer kortsiktig rente som reflekterer rentenivået i året som analyseres. I første omgang vil jeg derfor bruke en 3 mnd NIBOR etter skatt. Likviditetspremien som ligger innbakt i renten er fjernet. Beregningen for hvert år i analyseperioden er vist i tabell 7.1.⁷⁵ Det beregnede gjennomsnittet over analyseperioden er 4,7 %, noe som gir en risikofri rente etter skatt på 3,4 %.

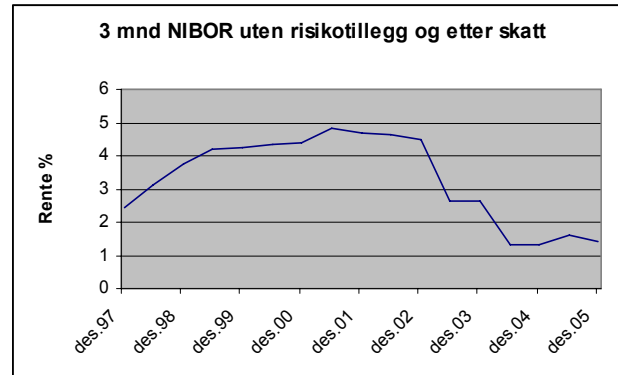
Tabell 7.1 Risikofri rente 1998 - 2005

Risikofri rente	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Snitt
NIBOR-rente 3 mnd	0,058	0,065	0,068	0,072	0,069	0,041	0,020	0,022	0,052
- Risikotillegg; 10 % av NIBOR	0,006	0,007	0,007	0,007	0,007	0,004	0,002	0,002	0,005
= Risikofri rente før skatt	0,052	0,059	0,061	0,065	0,062	0,037	0,018	0,020	0,047
- 28% skatt	0,015	0,016	0,017	0,018	0,017	0,010	0,005	0,006	0,013
= Risikofri rente etter skatt	0,038	0,042	0,044	0,047	0,045	0,026	0,013	0,014	0,034

⁷⁵ Norges bank www.norges-bank.no

Hvis vi ser på utviklingen av renten over analyseperioden i figur 7.1 kan vi se at renten nådde en bunn i 2004, og har en svak stigning igjen i 2005.

Figur 7.1 3 mnd NIBOR uten risikotillegg og etter skatt



7.1.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie (MRP) defineres som forskjellen mellom markedsavkastningen og den risikofrie renten. Størrelsen på markedets risikopremie indikerer hvor stor kompensasjon en investor krever for å investere i markedsporteføljen. Markedets risikopremie bygger normalt på historiske tall, og måleperioden varierer vanligvis mellom 10 og vel 100 år. Argumentet for en lang analyseperiode er at man får økt stabilitet og jevner ut store svingninger, argumentet for en kort analyseperiode er at økonomien har vært mye mer stabil de siste 10 år, med for eksempel lavere inflasjon og mer diversifiserte investorer. Det er derfor vanskelig å fastsette en eksakt verdi for markedspremien, markedspremien varierer med valg av analyseperiode (Gjesdal & Johnsen, 1999).

Thore Johnsen har beregnet risikopremie fra 1900 – 2005, og beregningen resulterte i et estimat på markedspremien før skatt på 4,4 %, og etter skatt på 5,0 %. I beregningen antas den risikofrie renten å være 2,2 % før skatt og gjennomsnittlig markedsavkastning 6,6 % over perioden.⁷⁶

⁷⁶ Knivsflå, Kjell H.: Forelesningsnotater BUS425, 2006

Når man vurderer lønnsomhet er det nyttig å ha et estimat på markedspremien for det året man ønsker å beregne og vurdere rentabilitet. Et historisk gjennomsnitt for analyseperioden 1998 – 2005 er 5 %. Beregningene for hvert år i analyseperioden vises under, og bidrar til beregningen av egenkapitalkravet.

Tabell 7.2 Risikopremie 1998 - 2004

Risikopremie	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Snitt
= Beregnet risikopremie	0,067	0,056	0,058	0,042	0,024	0,033	0,054	0,064	0,050

7.1.3 Betaverdien

Betaverdien måler i hvilken grad markedsavkastningen og selskapets avkastning samvarierer, og måler dermed systematisk risiko, det vil si den risikoen som ikke kan diversifiseres bort.

Beta kan finnes på to måter i praksis. Man kan estimere beta for børsnoterte virksomheter på basis av historiske data ved hjelp av en regresjonsanalyse på avkastningen til selskapet og markedet (Bodie et al., 2005).

$$r_{i,t} = \alpha_i + b_i * (r_{m,t}) + \varepsilon_{i,t}$$

der,

- $r_{i,t}$ = månedsavkastningen til selskap i, måned t
- α_i = konstant
- b_i = estimert egenkapitalbeta til selskap i = β_{VEK_i}
- $r_{m,t}$ = markedsavkastning i måned t
- $\varepsilon_{i,t}$ = feilledd

En alternativ metode er å estimere egenkapitalbeta for ikke-børsnoterte virksomheter basert på betaen til komparative virksomheter. I det siste tilfellet bør beta justeres for forskjeller i for eksempel finansieringen av selskapet.

LSG har vært børsnotert siden 2002, det vil si at det er tilgang på historiske børsdata fra dette året. Jeg vil derfor estimere egenkapitalbetaen til LSG via en regresjonsanalyse i Excel.

Estimering av egenkapitalbetaen til LSG fra historiske børskurser

Betaestimatet finnes ved å gjennomføre en regresjonsanalyse i Excel på kursdata for LSG sammenlignet med hovedindeksen på Oslo børs. Jeg benytter månedlige data i analysen, og det er hentet inn data for 44 måneder fra databasen Datastream. Avkastningsdataene er oppgitt i form av logaritmisk avkastning, og er beregnet ved følgende formel:

$$\text{Avkastning} = \ln \left[\frac{\text{kurs}_t}{\text{kurs}_{t-1}} \right]$$

Den beregnede betaverdien via regresjonen er: $\beta = 0,986$.

Merrill Lynch⁷⁷ argumenterer for at betaverdier på lang sikt er ”mean-reverting”, det vil si at de vender tilbake til gjennomsnittet. Gjennomsnittlig beta for alle selskaper er som tidligere nevnt 1. Den beregnede betaverdien justeres derfor slik at mitt estimat vektet med 2/3 og markedets beta på 1 vektet med 1/3.

$$\text{Justert beta} = \beta^* = 2/3 * 0,986 + 1/3 * 1 = 0,990$$

Datastream beregnet også en betaverdi for LSG-aksjen, den kom på 0,983, altså relativt nær den beregnede verdien via regresjon. Dagens Næringslivs rapporterte beta er på 0,730 pr. 15.05.06. Sistnevnte er basert på siste 12 måneder, noe som er en for kort periode i forhold til analyseperioden. Jeg velger derfor i fortsettelsen å bruke mitt estimat på beta på 0,990.

Beregning av egenkapitalbeta for alle år i analyseperioden

For analysen av lønnsomhet er det nødvendig med et estimert avkastningskrav for hvert av årene i analyseperioden. Dette kan regnes ut på bakgrunn av den estimerte egenkapitalbetaen. Miller og Modiglianis teorem om et selskaps verdi er uavhengig av kapitalstruktur (Bodie et.al, 2005) innebærer at netto driftsbeta er konstant over analyseperioden.

⁷⁷ Merrill Lynch www.ml.com

Netto driftsbeta kan estimeres med følgende formel: $\beta_{NDK} = \beta_{EK} * \frac{EK}{NDK} + \beta_{NFG} * \frac{NFG}{NDK}$

Med antagelsen om at netto driftsbeta er konstant, kan egenkapitalbetaen beregnes fra år til år ved at vektingen mellom egenkapital og netto finansiell gjeld varierer.

Egenkapitalbetaen avhenger her av forholdet mellom netto finansiell gjeld og egenkapital – investorer vil kreve høyere avkastning dersom selskapet for eksempel har svært høy gjeld i forhold til egenkapital.

$$\beta_{EK} = \beta_{NDK} * (\beta_{NDK} - \beta_{NFG}) * \frac{NFG}{EK}$$

Betaen til netto finansiell gjeld forutsettes å være null – dette skyldes at den systematiske risikoen i finansiell gjeld balanseres med den systematiske risikoen i finansielle eiendeler.

Betaen til finansiell gjeld kan dermed finnes gjennom vekting og følgende relasjon:

$$\beta_{FG} = \beta_{FE} * \frac{FE}{FG}$$

Finansiell eiendelsbeta kan deles opp i β_{KON} , β_{FORD} og β_{INV} . Kontanter og fordringer etter tapsavsetning er risikofrie og har derfor beta lik null. Investeringer er finansielle investeringer, og har derfor betaverdi 1 i gjennomsnitt. Finansiell eiendelsbeta beregnes derfor som følger:

$$\beta_{FE} = \frac{INV}{FG}$$

Disse relasjonene kan slik brukes til å beregne netto finansiell gjeldsbeta, og jeg begynner med å beregne finansiell eiendelsbeta.

Tabell 7.3 Finansiell eiendelsbeta

Finansiell eiendelsbeta	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Snitt
+ Investeringsbeta	1	1	1	1	1	1	1	1	1
* Andel plassert i investeringer	0,237	0,365	0,378	0,411	0,048	0,026	0,019	0,043	0,191
= Finansiell eiendelsbeta	0,237	0,365	0,378	0,411	0,048	0,026	0,019	0,043	0,191

Tabell 7.4 Finansiell gjeldsbeta

Finansielle betaverdier		1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Snitt
Finansiell gjeldsbeta	β_{FG}	0,220	1,565	0,294	0,090	0,069	0,012	0,009	0,015	0,284
* Finansiell gjeldsvekt	FG/NFG	13,873	-0,3043	4,5123	1,2797	-2,2934	1,8479	1,9757	1,5092	2,800
- Finansiell eiendelsbeta	β_{FE}	0,237	0,365	0,378	0,411	0,048	0,026	0,019	0,043	0,191
* Finansiell eiendelsvekt	FE/NFG	12,873	-1,3043	3,5123	0,2797	-3,2934	0,8479	0,9757	0,5092	1,800
= Netto finansiell gjeldsbeta	β_{NFG}	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Etter beregningen av de finansielle betaverdiene, kan netto driftsbeta estimeres i gjennomsnitt over analyseperioden.

Tabell 7.5 Netto driftsbeta

Netto driftsbeta	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	98-05
Egenkapitalbeta	?	?	?	?	?	?	?	?	0,99
* EK/NDK	0,973	1,301	0,948	0,672	1,169	0,689	0,759	0,761	0,909
+ Minoritetsbeta	?	?	?	?	?	?	?	?	0,99
* MI/NDK	0,018	0,021	0,009	0,021	0,042	0,009	0,007	0,004	0,016
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0	0	0	0	0	0	0	0	0
* NFG/NDK	0,009	-0,322	0,044	0,307	-0,210	0,302	0,235	0,235	0,075
= Netto driftsbeta	?	?	?	?	?	?	?	?	0,916

Ettersom netto driftsbeta antas konstant over hele analyseperioden, kan man deretter vekte tilbake for å finne egenkapitalbetaen for hvert av årene. Minoritetsbetaen og egenkapitalbetaen er lik.

Tabell 7.6 Egenkapitalbeta

Egenkapitalbeta	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	98-05
Egenkapitalbeta	0,924	0,693	0,958	1,321	0,757	1,312	1,197	1,197	0,990
* EK/NDK	0,973	1,301	0,948	0,672	1,169	0,689	0,759	0,761	0,909
+ Minoritetsbeta = EK-beta	0,924	0,693	0,958	1,321	0,757	1,312	1,197	1,197	0,990
* MI/NDK	0,018	0,021	0,009	0,021	0,042	0,009	0,007	0,004	0,016
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
* NFG/NDK	0,009	-0,322	0,044	0,307	-0,210	0,302	0,235	0,235	0,075
= Netto driftsbeta	0,916	0,916	0,916	0,916	0,916	0,916	0,916	0,916	0,916

7.1.4 Likviditetspremie

I kapitalverdimodellen antas det at kapitalmarkedet er perfekt – men det er ikke tilfelle i virkeligheten. Man kan anta at kapitalmarkedet er preget av en viss markedssvikt – noe som skyldes ulik informasjon hos investorer og hos virksomheten – eller at investorene ikke ønsker eller har mulighet til å være fullstendig diversifiserte.

Informasjonsasymmetrien kan være et insentiv til å legge en premie til egenkapitalkravet.

Dersom aksjen er mindre likvid, eller ikke børsnotert, kan det være aktuelt å legge til en illikviditetspremie til egenkapitalkravet. Illikviditetspremien skal kompensere investoren for at han investerer i en illikvid aksje, og størrelsen skal gi en idé om graden av markedssvikt i den aktuelle aksjen.

LSG er børsnotert, men ikke blant de mest likvide aksjene på Oslo Børs.⁷⁸ Det faktum at 8 av de 20 største aksjonærene har vært stabile siden 2003, og 11 av 20 siden 2004 tyder på at mange investorer har langsiktig perspektiv. Spesielt gjelder dette Lerøy-familien. Sannsynligheten for at likvid eierskap er av stor betydning for de sistnevnte investorene er liten, siden dette opprinnelig var et heleid familieselskap og at sannsynligheten for at de selger seg ut er liten. Jeg antar derfor at det kan være fornuftig å legge til en illikviditetspremie på 1 %, men opplyser om at illikviditetspremien er basert på skjønn.

Tabell 7.7 Egenkapitalkrav

Egenkapitalkrav	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	98 - 05
Risikofri rente	0,038	0,042	0,044	0,047	0,045	0,026	0,013	0,014	0,034
Risikopremie	0,067	0,056	0,058	0,042	0,024	0,033	0,054	0,064	0,050
Betaverdi	0,924	0,693	0,958	1,321	0,757	1,312	1,197	1,197	0,990
Likviditetspremie	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
Egenkapitalkrav (ekk)	0,110	0,091	0,109	0,112	0,073	0,080	0,088	0,101	0,095

Egenkapitalkravet varierer mellom 11,2 % og 7,3 %, og gjennomsnittet over analyseperioden er 9,5 %. Grunnet til det store fallet i ekk fra 2001 til 2002 skyldes i hovedsak nedgangen i risikopremien. I beregningen av kravet til minoriteten legger jeg på 3 % på egenkapitalkravet.⁷⁹

7.1.5 Svakheter i kapitalverdimodellen

Kapitalverdimodellen har flere svakheter og begrensninger som kan føre til feil i estimatet av egenkapitalkravet, men den anses likevel som den beste metoden for å gjennomføre slike estimater.

Svakheter ved modellen er bl.a. at parametrene baserer seg i stor grad på investorers forventninger, og disse er både subjektive og variable over tid. Som tidligere nevnt oppstår det i den virkelige verden informasjonsasymmetrier som forhindrer eksistensen av et perfekt kapitalmarked. Denne informasjonsasymmetrien kan føre til at avkastningskravet til aksjen er ulikt innad i selskapet og eksternt hos investorer, og det kan også variere mellom investorer basert på informasjonen de har tilgang til.

⁷⁸ www.osc.no OBX-indeksen

⁷⁹ BUS425, Knivsflå, Kjell H.

Antagelsen om en-periodiske investeringer kan heller ikke forventes å holde for alle investeringer, og det kan derfor være uriktig å bruke avkastningskravet beregnet via kapitalverdimodellen til å diskontere fremtidige prosjekter. Kapitalverdimodellen kan ikke testes, siden man for å kunne teste den trenger å vite den eksakte sammensetningen av den sanne markedsporteføljen og bruke denne i testene. Markedsporteføljen består her ikke bare av verdipapirer, men av alle mulige investeringsobjekter man kunne tenke seg å investere i. Markedsporteføljen blir derfor ikke observerbar.

På grunnlag av at modellen likevel brukes i stor grad i praksis, og at mine estimater er gjort på bakgrunn av tilgjengelig informasjon og beste estimat på bakgrunn av dette velger jeg å bruke avkastningskravene beregnet fra modellen på tross av ovennevnte svakheter.

7.2 Finansielt gjeldskrav

Det finansielle gjeldskravet (fgk) er den avkastningen kreditorene krever fra selskapet for å få dekket inn risikofri nominell rente, risikopremie for systematisk risiko, kredittrisiko og administrasjonskostnader. Under forutsetningen om at gjeldsbetaen er tilnærmet lik null og at administrasjonstillegget er inkludert i NIBOR, blir relasjonen som under:

$$fgk = \text{risikofri rente} + \text{kredittrisikopremie}$$

Kredittrisikoen bestemmes på bakgrunn av den syntetiske ratingen som ble gjennomført i kapittel 6.3, hvor LSG ble ratet i klasse A, hvor man multipliserer en kredittrisikofaktor med den risikofri renten. Kredittrisikofaktoren for de ulike klassene presenteres i tabell 7.8⁸⁰.

Tabell 7.8 Kredittrisikofaktor

Ratingklasse	Kredittrisikofaktor
AAA	0,1000
AA	0,1500
A	0,2500
BBB	0,4000
BB	0,6000
B	1,0000
CCC	3,0000
CC	9,0000
C	27,0000
D	1000,0000

⁸⁰ Knivsflå, Kjell H.: Forelesningsnotater BUS425, 2006.

I tabell 7.9 presenteres beregnet finansielt gjeldskrav for analyseperioden. Det finansielle gjeldskravet er på sitt høyeste i 2001 og 2002, noe som samsvarer med bunnen i den sykliske bransjen LSG opererer i. Det kan observeres at LSG går fra rating A i 2000 til rating BBB i 2003. I 2003 oppveies den dårligere ratingen av svært lav risikofri rente etter skatt.

Tabell 7.9 Finansielt gjeldskrav

Finansielt gjeldskrav	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Snitt
Syntetisk rating	A	A/BBB	A	A/BBB	BBB	BBB	A	A	A
Risikofri rente etter skatt	0,0378	0,0422	0,0437	0,0469	0,0448	0,0264	0,0130	0,0143	0,0336
Kreditttrisikopremie	0,0094	0,0137	0,0109	0,0152	0,0179	0,0106	0,0032	0,0036	0,0106
Finansielt gjeldskrav (fgk)	0,0472	0,0560	0,0547	0,0621	0,0628	0,0370	0,0162	0,0178	0,0442

7.3 Netto finansielt gjeldskrav

Netto finansielt gjeldskrav finnes som det vektete finansielle gjeldskravet fratrukket det vektete finansielle eiendelskravet.

$$nfgk = fgk * \frac{FG}{NFG} - fek * \frac{FE}{NFG}$$

Kravet til finansielle eiendeler må finnes før kravet til netto finansiell gjeld kan beregnes. Dette kravet finnes som den vektete summen av kravene til de finansielle plasseringene. Man beregner avkastningen på kontanter til å være den risikofrie renten, mens avkastningen på finansielle investeringer er markedsavkastningen.

Ut fra tabell 7.10 ser man at det finansielle eiendelskravet varierer mellom 1,4 % og 6,6 %. Gjennomsnittet over analyseperioden er 4,3 %. Fra 2002 har tendensen vært synkende, dette skyldes lav risikofri rente og lavere avkastning i markedet.

Tabell 7.10 Finansielt eiendelskrav

Finansielt eiendelskrav	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Snitt
Andel plassert i kontanter	0,763	0,635	0,622	0,589	0,952	0,974	0,981	0,957	0,809
Krav til avkastning (r_f)	0,038	0,042	0,044	0,047	0,045	0,026	0,013	0,014	0,034
Andel plassert i aksjemarkedet	0,237	0,365	0,378	0,411	0,048	0,026	0,019	0,043	0,191
Krav til avkastning (r_m)	0,105	0,098	0,102	0,089	0,069	0,059	0,067	0,078	0,083
Finansielt eiendelskrav (fek)	0,054	0,063	0,066	0,064	0,046	0,027	0,014	0,017	0,043

På bakgrunn av informasjonen om finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav kan kravet til netto finansiell gjeld beregnes. Netto finansielt gjeldskrav varierer mellom -3,5% i 1998 når det finansielle gjeldskravet er lavere enn det finansielle eiendelskravet,

og ca. 6,5 % i 1999 når netto finansiell gjeld er negativ. Gjennomsnittet for perioden er 4,6 %. Netto finansielt gjeldskrav har sunket siden 2002, med en oppsving i 2003.

Tabell 7.11 Netto finansielt gjeldskrav

Netto finansielt gjeldskrav	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Snitt
Finansielt gjeldskrav	0,047	0,056	0,055	0,062	0,063	0,037	0,016	0,018	0,044
* FG/NFG	13,873	-0,304	4,512	1,280	-2,293	1,848	1,976	1,509	2,800
+ Finansielt eiendelskrav	0,054	0,063	0,066	0,064	0,046	0,027	0,014	0,017	0,043
* FE/NFG	12,873	-1,304	3,512	0,280	-3,293	0,848	0,976	0,509	1,800
= Netto finansielt gjeldskrav	-0,0354	0,0647	0,0161	0,0615	0,0075	0,0453	0,0184	0,0182	0,0462

7.4 Netto driftskrav

Netto driftskravet beregnes ved å vekte summen av egenkapitalen og kravet til netto finansiell gjeld. Optimalt så ville jeg ha brukt markedsverdier for å beregne vektene, men siden markedsverdien er målet med den fundamentale verdsettelsen er jeg nødt til å bruke bokførte verdier (Brealey & Myers, 2003).

$$ndk = ekk * \frac{EK}{NDK} + nfgk * \frac{NFG}{NDK} + mik * \frac{MI}{NDK}$$

Man kan argumentere for at netto driftskrav bør være konstant over hele analyseperioden på bakgrunn av Miller & Modiglianis første teorem – at et selskaps verdi er uavhengig av kapitalstrukturen (Bodie et al., 2005). Problemet er at teoremet gjelder under forutsetningen at ingen finansieringsmåte skattesubsidieres og at det ikke eksisterer konkurskostnader. Forutsetningene blir for strenge for den virkelige verden, i Norge får man skattefradrag for rentekostnader, og konkurssannsynligheten antas å øke når gjeldsdelen blir høy nok. Investorer som hensyntar sistnevnte vil øke sitt avkastningskrav – og dermed vil netto driftskravet øke.

Jeg vil likevel stå fast ved at netto driftsbeta er konstant over analyseperioden, men la netto driftskravet variere. Dersom netto driftskrav også skulle blitt holdt konstant måtte også den risikofri renten etter skatt vært konstant – og det har jeg tidligere vist at ikke er tilfellet. Legg merke til i tabell 7.12 under at minoritetskravet tilsvarer egenkapitalkravet pluss 3 %.

Netto driftskravet varierer mellom 7 % og 10,9 %, gjennomsnittet for perioden er 9 %.

Etter beregningen av avkastningskrav for de ulike kapitalene har jeg nå etablert en målestokk for hvilket nivå rentabiliteten til de ulike kapitalene bør ligge på.

Lønnsomheten til LSG analyseres i neste kapittel.

Tabell 7.12 Netto driftskrav

Netto driftskrav	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	98-05
Egenkapitalkrav	0,110	0,091	0,109	0,112	0,073	0,080	0,088	0,101	0,095
* EK/NDK	0,973	1,301	0,948	0,672	1,169	0,689	0,759	0,761	0,909
+ Krav til minoriteten	0,140	0,121	0,139	0,142	0,103	0,110	0,118	0,131	0,125
* MI/NDK	0,018	0,021	0,009	0,021	0,042	0,009	0,007	0,004	0,016
+ Netto finansielt gjeldskrav	-0,035	0,065	0,016	0,062	0,008	0,045	0,018	0,018	0,025
* NFG/NDK	0,009	-0,322	0,044	0,307	-0,210	0,302	0,235	0,235	0,075
= Netto driftskrav (ndk)	0,109	0,100	0,105	0,097	0,088	0,070	0,072	0,082	0,090

8 ANALYSE AV LØNNSOMHET

Lønnsomhetsanalysen vil sammenligne rentabiliteten til LSG med de beregnede avkastningskravene samt rentabiliteten for bransjen for å gi en oppfatning av selskapets økonomiske stilling og av driverne for selskapets lønnsomhet. Analysen vil gi svar på om LSG oppnår superrentabilitet i sin virksomhet, det vil si rentabilitet større enn kravet. Ut fra den strategiske analysen ligger det til rette for at LSG skal kunne oppnå en superrentabilitet på rundt 3 % på kort sikt.

8.1 Rentabilitetsanalyse

Rentabiliteten til en kapital er et uttrykk for hvor mye kapitalen kaster av seg i form av prosentvis avkastning – og rentabiliteter kan sammenlignes på tvers av virksomheter og landegrenser.

I beregningen av rentabilitet kan man velge å enten ha fullstendig nettoresultat eller normalisert nettoresultat i telleren. Jeg velger normalisert nettoresultat fordi det for budsjettering, fremskriving og verdsettelse er den mest relevante. Normalisert rentabilitet jevner ut kortsiktige svingninger.

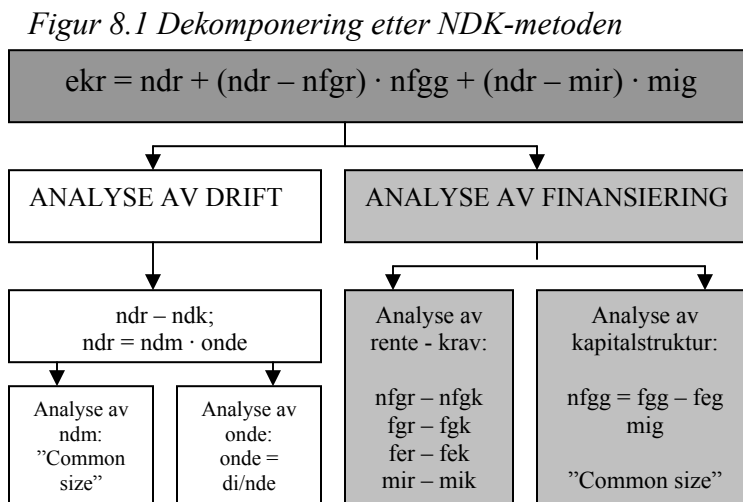
I nevneren bør man bruke gjennomsnittlig kapital justert for opptjent kapital i perioden. Grunnen til dette er at man vanligvis bruker etterskuddsrente ved utarbeiding av avkastningskrav – og da er det også mest relevant å bruke etterskuddsrentabilitet til sammenligning. Innbetalinger og utbetalinger forutsettes å skje midt i året, derfor deler jeg på 2.

Formelen for rentabilitetsberegning kan da presenteres som under:

$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Normalisert nettoresultat til kapitalen}}{\text{IB Kapital} + (\Delta\text{kapital} - \text{normalisert nettoresultat})/2}$$

Hovedfokus i lønnsomhetsanalysen vil være på egenkapitalrentabiliteten (ekr), og dermed den avkastningen eierne får for sin investering i selskapet. Egenkapitalrentabiliteten vil deretter dekomponeres for å analysere underliggende kilder til rentabilitet (Penman, 2004). Jeg velger å benytte dekomponering i forhold til netto driftsrentabilitet fordi jeg mener det er illustrativt å skille mellom drift og finansiering.

Dekomponeringen vil følge oppstillingen i figur 8.1.



8.1.1 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten viser eiernes avkastning til egenkapitalen, og den bør sammenlignes mot egenkapitalkravet og mot bransjen.

Rentabilitetstallene beregnes etter følgende formel:

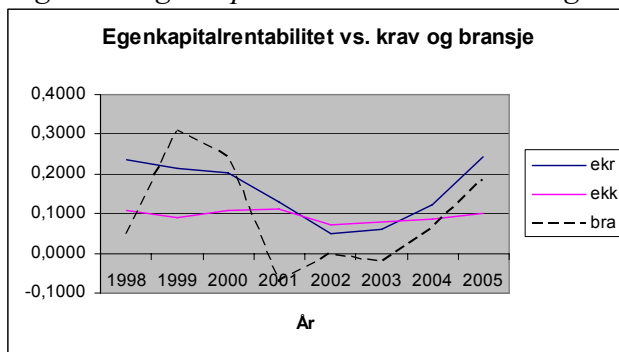
$$ekr_t = \frac{NRE_t}{EK_{t-1} + (\Delta EK_t - NRE_t)/2}$$

Tabell 8.1 Egenkapitalrentabilitet vs. krav og bransje

Egenkapitalrentabilitet	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Tidsvektet
Vekt	1/8	1/8	1/8	1/8	1/8	1/8	1/8	1/8	gj.snitt
Egenkapitalrentabilitet	0,2347	0,2139	0,2032	0,1287	0,0506	0,0593	0,1235	0,2427	0,1571
Egenkapitalkrav	0,1097	0,0910	0,1093	0,1123	0,0730	0,0797	0,0876	0,1009	0,0954
Superprofitt	0,1250	0,1229	0,0939	0,0164	-0,0224	-0,0204	0,0359	0,1419	0,0616
Egenkapitalrentabilitet	0,2347	0,2139	0,2032	0,1287	0,0506	0,0593	0,1235	0,2427	0,1571
Bransjegjennomsnitt	0,0488	0,3100	0,2419	-0,0713	-0,0019	-0,0227	0,0658	0,1853	0,0945
Superprofitt	0,1859	-0,0961	-0,0387	0,2001	0,0525	0,0819	0,0577	0,0574	0,0626

I beregningen over er data for Pan Fish fra 2002, 2003 og 2004 utelatt, da verdiene på egenkapital her var ekstreme i både negativ og positiv retning på grunn av økonomisk uføre og påfølgende restrukturering. Ut fra tabellen kan man lese at LSG har en gjennomsnittlig superprofitt i forhold til egenkapitalkravet på omtrent 6,2 %. Superprofitten i forhold til egenkapitalkravet varierer sterkt, men det er tydelig at etter et absolutt bunnivå i 2002 er trenden stigende, og en absolutt topp ble nådd i 2005. Gjennomsnittlig superprofitt i forhold til bransjen er på ca. 6,3 %. Denne varierer også, men er stabilt positiv etter år 2000. Både superprofitten i forhold til egenkapitalkravet og i forhold til bransjen varierer sterkt, men det er tydelig at etter 2003 har avstanden mellom LSG og bransjen minket, noe som kan forsvare antagelsen om konkurranseelighet på lang sikt.

Figur 8.2 Egenkapitalrentabilitet vs. krav og bransje



En kan se fra figur 8.2 at bransjen varierer mer enn LSG, dette skyldes at både Fjord Seafood og Pan Fish ble hardere rammet i nedgangstiden mellom 1998 og 2002. Fra og med 2003

følger bransjen LSG, men med noe lavere rentabilitet.

8.1.2 Dekomponering av egenkapitalrentabiliteten

I det følgende vil egenkapitalrentabiliteten bli dekomponert i drift og finansiering for å analysere driverne til LSGs egenkapitalrentabilitet.

Egenkapitalrentabiliteten kan splittes opp etter følgende sammenheng:

$$ekr = ndr + \underbrace{(ndr - nfggr) \cdot nfgg}_{\text{Virkning av finansiell gearing}} + \underbrace{(ndr - mir) \cdot mig}_{\text{Virkning minoritetsinteresser}}$$

Dekomponeringen presenteres i tabell 8.2. Ut fra det tidsveide gjennomsnittet ser det ut til at det er driften som bidrar positivt til egenkapitalrentabiliteten med et gjennomsnitt på 16 %. Netto finansiell gearing og virkning av minoritetsinteresser virker negativt i gjennomsnitt med snitt på henholdsvis -0,2 % og - 0,1 %. Dersom man ser på de årlige tallene kan man se at spesielt netto finansiell gearing har sett en drastisk bedring siden år 2000, etter dette året bidrar den positivt. Virkningen av minoritetsinteressene varierer mellom positiv og negativ, men har nokså liten innvirkning på totalrentabiliteten. Videre i kapitlet vil jeg fortsette dekomponeringen av drift og finansiering.

Tabell 8.2 Dekomponering av egenkapitalrentabiliteten

Dekomponering av ekr	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Tidsvektet
Vekt	1/8	1/8	1/8	1/8	1/8	1/8	1/8	1/8	gj.snitt
Netto driftsrentabilitet	0,280	0,267	0,220	0,119	0,057	0,051	0,099	0,189	0,160
+ Netto finansiell gearing	-0,048	-0,053	-0,018	0,013	0,000	0,012	0,025	0,053	-0,002
+ Virkning av minoritetsinteresser	0,004	0,000	0,001	-0,003	-0,006	-0,004	-0,001	0,001	-0,001
= Egenkapitalrentabilitet	0,235	0,214	0,203	0,129	0,051	0,059	0,124	0,243	0,157

Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet viser hvor mye netto driftskapitalen kaster av seg i form av avkastning. Netto driftsrentabiliteten måles mot netto driftskravet og bransjegjennomsnittet. Netto driftsrentabiliteten kan videre dekomponeres i netto driftsmargin (ndm) og omløpet til netto driftseiendeler (onde) etter følgende sammenheng:

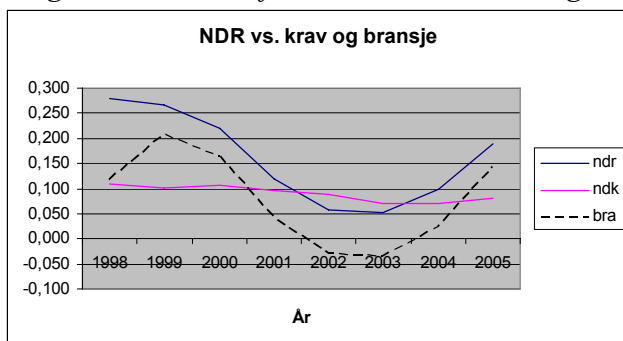
$$ndr = \frac{NDR_t}{NDK_{t-1} + (\Delta NDK_t - NDR_t)/2} = \frac{NDR_t}{DI_t} * \frac{DI_t}{NDK_{t-1} + (\Delta NDK_t - NDR_t)/2}$$

ndm *onde*

Tabell 8.3 Netto driftsrentabilitet vs krav og bransje

Netto driftsrentabilitet	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Tidsvektet
Vekt	1/8	1/8	1/8	1/8	1/8	1/8	1/8	1/8	gj.snitt
Netto driftsrentabilitet	0,280	0,267	0,220	0,119	0,057	0,051	0,099	0,189	0,160
Netto driftskrav	0,109	0,100	0,105	0,097	0,088	0,070	0,072	0,082	0,090
Superprofitt i driften	0,171	0,166	0,115	0,022	-0,031	-0,018	0,028	0,108	0,070
Netto driftsrentabilitet	0,280	0,267	0,220	0,119	0,057	0,051	0,099	0,189	0,160
Bransjegjennomsnitt	0,116	0,207	0,164	0,040	-0,029	-0,035	0,024	0,143	0,079
Superprofitt i driften	0,163	0,060	0,056	0,079	0,086	0,086	0,075	0,046	0,081

Figur 8.3 Netto driftsrentabilitet vs. krav og bransje



Netto driftsrentabilitet for LSG ligger over kravet i alle år bortsett fra 2002 og 2003. superprofitt i driften i forhold til kravet er på gjennomsnitt 7 % og varierer mellom -3 % og 17,1 %. LSG ligger over bransjen i hele perioden, med

et gjennomsnitt på 8,1 % og en variasjon mellom 4,6 % og 16,3 %. Avstanden mellom LSG og bransjen har hatt nedadgående trend siden 2002, ut fra figur 8.3 kan man se at LSG klarte seg bedre enn bransjen i de dårlige årene 2002 og 2003, da de her økte avstanden. Oppsummert så har LSG superprofitt både i forholdt til krav og bransje, noe som er veldig bra.

Tabell 8.4 Dekomponert netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet		1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Tidsvektet
Vekt		1/8	1/8	1/8	1/8	1/8	1/8	1/8	1/8	gj.snitt
Netto driftsmargin	ndm	0,017	0,015	0,016	0,018	0,011	0,015	0,031	0,061	0,023
* Omløpet til netto driftseiendeler	onde	16,767	17,530	13,778	6,660	5,106	3,476	3,202	3,112	8,704
= Netto driftsrentabilitet	ndr	0,280	0,267	0,220	0,119	0,057	0,051	0,099	0,189	0,160
Netto driftsmargin bransje	ndm	0,006	0,089	0,060	0,004	-0,081	-0,058	0,000	0,090	0,014
Omløpet til netto driftseiendeler bransje	onde	6,643	6,860	5,555	2,826	2,221	1,754	1,711	1,793	3,670

Den tidsvektede netto driftsmarginen for LSG er 2,3 %, og dermed høyere enn bransjegjennomsnittet på 1,4 %. Omløpet til netto driftseiendeler er også høyere enn bransjegjennomsnittet, men hvis man ser på årlig omløp, ser man at tendensen er sterkt fallende fra 1998, med et spesielt stort fall i 2000. Det er sannsynlig at omløpet til netto driftseiendeler har falt fordi LSG har foretatt flere investeringer i oppdrettsanlegg etc. Dersom man ser på de 3 siste årene ligger LSG fremdeles godt over bransjen når det gjelder omløpet til netto driftseiendeler, og det er veldig bra. LSG har også økt sin netto driftsmargin de siste årene, til en toppnotering i 2005 på omtrent 6 %, men denne er under bransjegjennomsnittet som her er på 9 %.

Det kan være illustrativt å sette opp et ”common size”-resultat, som innebærer at man stiller opp resultatposter i forhold til driftsinntekter for å gi videre innsikt i netto driftsmargin.

Tabell 8.5 Common size resultat

Common size Vekt	1998 1/8	1999 1/8	2000 1/8	2001 1/8	2002 1/8	2003 1/8	2004 1/8	2005 1/8	Tidsvektet gj.snitt	Bransje
Driftsinntekter	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
- Driftskostnader	0,9770	0,9801	0,9799	0,9751	0,9830	0,9773	0,9594	0,9205	0,9690	0,9807
= Driftsresultat	0,0230	0,0199	0,0201	0,0249	0,0170	0,0227	0,0406	0,0795	0,0310	0,0193
- Driftsrelatert skatt	0,0063	0,0055	0,0055	0,0069	0,0047	0,0063	0,0112	0,0219	0,0085	0,0060
= Netto driftsresultat	0,0167	0,0145	0,0146	0,0181	0,0123	0,0165	0,0294	0,0577	0,0225	0,0133

Fra tabellen kan man se at LSG har lavere andel driftskostnader i forhold til driftsinntekter enn bransjegjennomsnittet. En effekt som motvirker denne er at LSG har høyere driftsrelatert skattekostnad enn bransjen. LSG har likevel et netto driftsresultat i gjennomsnitt som er 0,9 % høyere enn bransjen.

Tabell 8.6 Kryssbalanse

Kryssbalanse Vekt	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Tidsvektet gj.snitt	Bransje
Netto anleggsmidler	0,009	0,024	0,051	0,140	0,143	0,246	0,201	0,222	0,130	0,495
+ Driftsrelatert arbeidskapital	0,067	0,036	0,067	0,052	0,070	0,157	0,125	0,193	0,096	0,267
= Netto driftseiendeler	0,077	0,060	0,118	0,191	0,213	0,403	0,326	0,415	0,225	0,763
= Egenkapital	0,075	0,079	0,112	0,129	0,249	0,278	0,247	0,316	0,185	0,272
= Minoritet	0,001	0,001	0,001	0,004	0,009	0,004	0,002	0,002	0,003	0,007
Finansiell gjeld	0,010	0,006	0,023	0,075	0,103	0,225	0,151	0,147	0,092	0,550
- Finansielle eiendeler	0,009	0,025	0,018	0,016	0,148	0,103	0,075	0,050	0,055	0,067
= Netto finansiell gjeld	0,001	-0,019	0,005	0,059	-0,045	0,122	0,076	0,097	0,037	0,483
= Netto driftskapital	0,077	0,060	0,118	0,191	0,213	0,403	0,326	0,415	0,225	0,763

Omløpet til netto driftseiendeler kan deles opp til omløpet til leverandører, omløpet til varelager og omløpet til kunder. Spesielt varekjøp og kostnad solgte varer er vanskelig å tallfeste via årsrapporten, så jeg velger å bruke en alternativ dekomponering – en ”kryssbalanse” der balansepostene settes i forhold til driftsinntektene. Dette blir da altså det inverse av omløpet, og presenteres i tabell 8.6. Det inverse omløpet har steget siden 1999, med unntak av 2004, men LSG ligger fremdeles godt under bransjegjennomsnittet, noe som er et godt tegn.

Netto finansiell gearing

I den dekomponerte egenkapitalrentabiliteten finnes det også påvirkning fra finansiell gearing. Den finansielle gearingen illustrerer hvorvidt gjeldsfinansieringen bidrar positivt eller negativt til egenkapitalrentabiliteten. I dette avsnittet skal den netto finansielle gearingen dekomponeres for å illustrere driverne av denne bestanddelen i egenkapitalrentabiliteten.

Tabell 8.7 Virkningen av finansiell gearing

Netto finansiell gearing	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Tidsvektet	Krav
Vekt	1/8	1/8	1/8	1/8	1/8	1/8	1/8	1/8		
Netto driftsrentabilitet	0,280	0,267	0,220	0,119	0,057	0,051	0,099	0,189	0,160	0,090
- Netto finansiell gjeldsrente	-0,423	-0,085	-0,079	0,072	0,046	-0,017	0,034	0,034	-0,052	0,044
= Netto rentemargin	0,703	0,352	0,300	0,048	0,011	0,069	0,065	0,155	0,213	0,046
* Netto finansiell gjeldsgrad	-0,069	-0,150	-0,060	0,265	0,035	0,172	0,387	0,340	0,115	
= Netto finansiell gearing	-0,048	-0,053	-0,018	0,013	0,000	0,012	0,025	0,053	0,025	

I gjennomsnitt over hele perioden bidrar gjeldsfinansieringen positivt til egenkapitalkravet, fordi netto driftsrentabilitet er større enn finansiell gjeldsrente. Netto rentemargin er på 21,3 %, langt høyere enn kravet på 4,6 %. Vi kan se at netto finansiell gjeldsrente er sterkt negativ i 1998 og nokså negativ i 1999 og 2000, noe som resulterer i et tidsvektet gjennomsnitt på -5 %. Dette resulterer i veldig høye rentemarginer, som bidrar til å trekke opp snittet. Den netto finansielle gjeldsrenten steg mellom 2000 og 2002, og har etter det sunket med den generelle rentenedgangen i økonomien. Etter en bunn i 2003 ser det ut til at netto finansiell gjeldsrente er på vei opp igjen.

Netto finansiell gjeldsgrad startet som negativ, men har etter det steget jevnt frem til 2004. LSG ser en liten nedgang i den finansielle gjelden i 2005, men den er likevel godt over 2003-nivå. Nedgangen er likevel positiv.

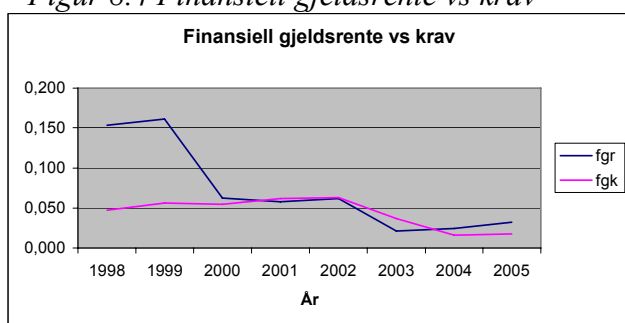
Netto finansiell gjeldsrente og netto finansiell gjeldsgrad kan dekomponeres ytterligere ved å se på hvordan finansielle eiendeler og finansiell gjeld virker inn på netto finansiell gjeld. Renten på disse kapitalene, finansiell gjeldsrente og finansiell eiendelsrente, bør måles opp mot de respektive kravene.

Tabell 8.8 Analyse av netto rentemargin

Netto finansiell gjeldsrente	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Tidsvektet gj.snitt	Krav
Vekt	1/8	1/8	1/8	1/8	1/8	1/8	1/8	1/8		
Finansiell gjeldsrente	0,153	0,161	0,063	0,057	0,062	0,021	0,025	0,032	0,072	0,044
* FG/NFG	-2,764	-0,304	4,512	1,280	-2,293	1,848	1,976	1,509		
- Finansiell eiendelsrente	0,000	0,014	0,026	0,033	0,063	0,035	0,014	0,030	0,027	0,043
* FE/NFG	-3,780	-1,304	3,512	0,280	-3,293	0,848	0,976	0,509		
= Netto finansiell gjeldsrente	-0,423	-0,030	0,190	0,064	0,066	0,009	0,035	0,034		

Ut fra tabellen kan det leses at den finansielle gjeldsrenten ligger over det finansielle kravet, noe som ikke er et godt tegn, selskapet betaler 2,8 % mer i rente enn det som er ønskelig etter det finansielle gjeldskravet.

Figur 8.4 Finansiell gjeldsrente vs krav

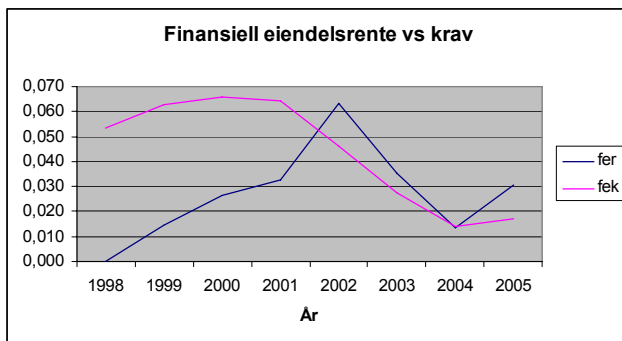


Ved å se på analyseperioden år for år kan man se at den finansielle gjeldsrenten har vært under kravet fra og med 2003 og frem til i dag, sammenfallende med lave renter i økonomien. Nå som renten har steget

noe i 2005, er det viktig at LSG holder fokus på å holde gjeldsrenten under kravet.

Figuren viser at både finansiell gjeldsrente og finansielt gjeldskrav har vist en fallende tendens siden begynnelsen av analyseperioden.

Figur 8.5 Finansiell eiendelsrente vs. krav



Den finansielle eiendelsrenten har vært under kravet i gjennomsnitt over perioden, og det er kun i 2002 at eiendelsrenten har vært over kravet. I 1998, 1999 og 2002 har LSG netto finansielle eiendeler, og effekten er at det virker negativt å ha

midler i netto finansielle eiendeler i stedet for å investere dem i driften når netto finansiell eiendelsrente er lavere enn netto driftsrentabilitet.

Gjeldsgraden til LSG gjennomsnittlig over perioden er mye lavere enn bransjen, og dette er positivt, det signaliserer soliditet. Tidsvektet eiendelsgrad er ca. 0,2 % høyere, men dette oppveier ikke for den store forskjellen i gjeldsgrad mellom LSG og bransjen.

Tabell 8.9 Netto finansiell gjeldsgrad

Netto finansiell gjeldsgrad Vekt	1998 1/8	1999 1/8	2000 1/8	2001 1/8	2002 1/8	2003 1/8	2004 1/8	2005 1/8	Tidsvektet gj.snitt	Bransjen
Finansiell gjeldsgrad	0,190	0,102	0,175	0,416	0,468	0,646	0,740	0,355	0,387	1,542
- Finansiell eiendelsgrad	0,260	0,252	0,235	0,151	0,433	0,474	0,353	0,146	0,288	0,268
= Netto finansiell gjeldsgra	-0,070	-0,150	-0,060	0,265	0,035	0,172	0,387	0,208	0,099	1,274
Bransjen	1,225	2,221	2,410	1,942	3,228	-6,500	4,874	0,793		

Netto minoritetsgearing

I analysen av minoritetsgearing analyseres måten minoriteten bidrar til egenkapitalrentabiliteten.

Tabell 8.10 Netto minoritetsgearing

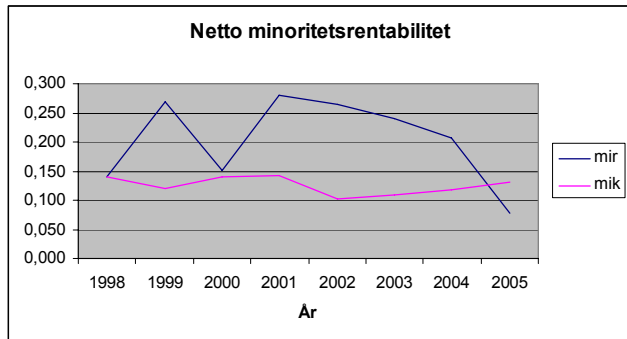
Netto minoritetsgearing Vekt	1998 1/8	1999 1/8	2000 1/8	2001 1/8	2002 1/8	2003 1/8	2004 1/8	2005 1/8	Tidsvektet gj.snitt	Krav
Netto driftsrentabilitet (ndr)	0,280	0,267	0,220	0,119	0,057	0,051	0,099	0,189	0,160	0,090
- Minoritetsrentabilitet (mir)	0,140	0,268	0,151	0,280	0,265	0,240	0,207	0,078	0,204	0,125
= ndr - mir	0,139	-0,001	0,069	-0,161	-0,209	-0,188	-0,108	0,111	-0,043	-0,035
* mig	0,026	0,017	0,012	0,019	0,031	0,021	0,010	0,007	0,018	
= Netto minoritetsgearing	0,004	0,000	0,001	-0,003	-0,006	-0,004	-0,001	0,001	-0,001	

Den tidsvektede virkningen av netto minoritetsgearing er -0,1%. Det er negativt at virksomheten betaler ut mer til minoriteten enn det som er kravet, hele 4,3 % mer enn det driften kaster av seg. Normalt kan en regne med at minoriteten skal ha en avkastning som er omtrent 3,2 %⁸¹ større enn driften, slik at det skal være en kostnad å dele med minoriteten. Minoritetsgearingen har altså negativ innvirkning på egenkapitalrentabiliteten. At minoritetsrentabiliteten faller under kravet og godt under netto driftsrentabiliteten i 2005 er et godt tegn.

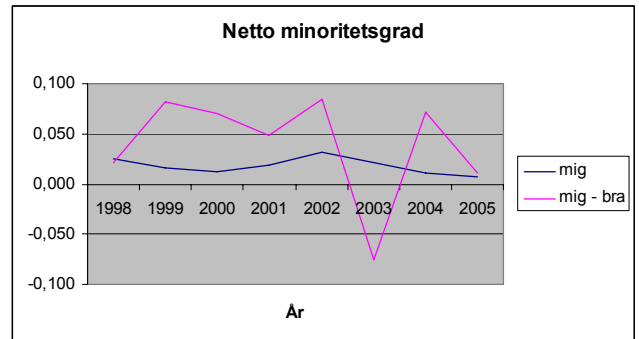
⁸¹ BUS425, Knivsflå, Kjell H.

Figurene viser at netto minoritetsrentabilitet har vært over kravet i hele analyseperioden bortsett fra i 2005. Minoritetsgraden har sunket siden 2002, dette kan være gunstig dersom datterselskapene etc. genererer en rentabilitet over kravet – i det tilfellet er det bedre jo færre man må dele med.

Figur 8.7 Netto minoritetsrentabilitet vs krav



Figur 8.8 Netto minoritetsgrad vs bransje



8.2 Oppsummert analyse av lønnsomhet

Over analyseperioden fra 1998 til 2005 har LSG generert en gjennomsnittlig superprofitt i forhold til kravet på 6,2 %, noe som er veldig bra. I 2005 var superprofitten på hele 14,2 %, en bratt økning fra 3 % i 2004. Etter publikasjonen av resultatet fra 1.kvartal 2006 ser det ut til at tendensen fortsetter.⁸² I forhold til bransjen har LSG oppnådd en superprofitt på 6,3 % over analyseperioden, men avstanden mellom LSG og bransjen har minsket de siste årene. Lønnsomhetsanalysen viser at antagelsen i den strategiske analysen om at LSG kunne generere en superprofitt på bakgrunn av utnyttelsen av konkurransefortrinn var riktig. Kortsiktigheten i superprofitten bekreftes når man ser på utviklingen av superprofitt i forhold til bransjen.

Lønnsomheten i LSG drives av driften, gjennomsnittlig driftsrentabilitet over perioden ligger på 16 %, 7 % over kravet og 8,1 % over bransjen. Effekten av netto finansiell gearing og minoritetsgearing virker negativt på rentabiliteten i gjennomsnitt. Det er helt tydelig når man observerer egenkapitalrentabilitetens utvikling at LSG opererer i en syklisk bransje, og at næringen, siden 2002, er på vei opp fra en bølgedal.

⁸² www.leroy.no Q1 2006

9 ANALYSE AV VEKST

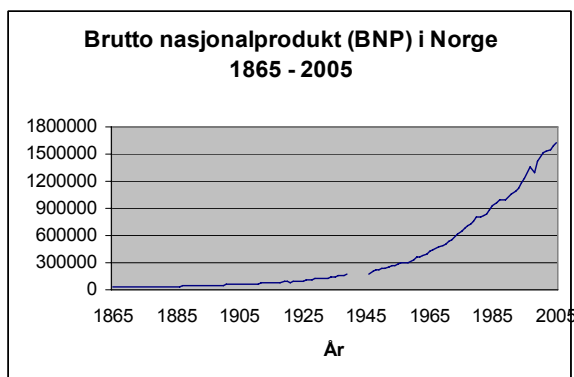
Veksten er den prosentvise endringen i et regnskapstall over tid, og en analyse av denne veksten er viktig fordi vekst er en underliggende verdidriver ved fundamental verdsetting.

Vekst kan deles inn i to hovedtyper – langsiktig og kortsiktig vekst. Den langsiktige veksten er den makroøkonomiske veksten på lang sikt. Den kortsiktige veksten kan forklares ved kapitalvekst og resultatvekst. Kapitalvekst fokuserer på vekst i balansen, og da særlig egenkapitalen. Resultatvekst fokuserer på vekst i resultatregnskapet, og særlig på nettoresultatet til egenkapitalen.⁸³

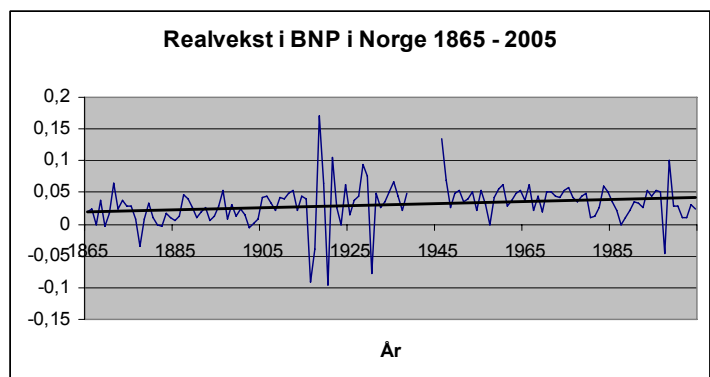
9.1 Langsiktig vekst

Den langsiktige veksten i bransjen fastsettes av den langsiktige, makroøkonomiske veksten i økonomien totalt sett. Veksten kan ikke være større enn forventet realvekst i verdensøkonomien pluss forventet global inflasjon i dag på lang sikt. Et estimat på langsiktig vekst i Norge kan finnes ved å ta utgangspunkt i historiske data for brutto nasjonalprodukt i Norge og inflasjon⁸⁴.

Figur 9.1 BNP i Norge 1865 - 2005



Figur 9.2 Realvekst i BNP i Norge 1865 - 2005

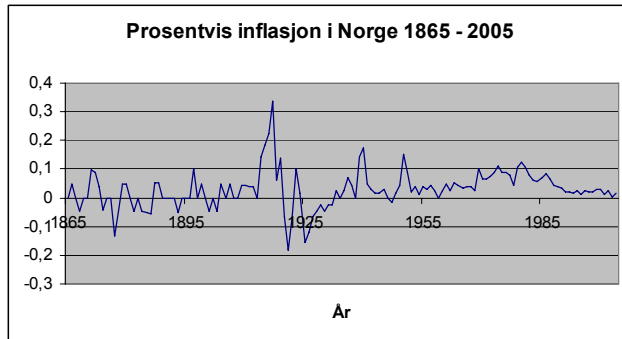


⁸³ BUS425: Knivsflå, Kjell H.

⁸⁴ Statistisk Sentralbyrå www.ssb.no

Datasettet brukt i figurene 9.1 og 9.2 over mangler data for krigsårene mellom 1940 og 1945. Som figuren viser har BNP økt kraftig i etterkrigstiden, med en realvekst mellom 0 og 5 % i de fleste årene, med unntak av 1998. Den gjennomsnittlige realveksten i hele perioden har vært 3 %, på bakgrunn av dette kan man si at norsk økonomi på lang sikt vokser med ca. 3 %.

Figur 9.3 Prosentvis inflasjon i Norge 1865 - 2005



Prisstigningen fra samme periode illustreres i figur 9.3.

Gjennomsnittet over perioden er 2,9 %, mens gjennomsnittet de siste ti årene er 2 %. Norges Bank forplikter seg gjennom sin pengepolitikk å styre mot et

inflasjonsmål på 2,5 %, så dette er et sannsynlig mål for langsiktig prisvekst⁸⁵. For å inkludere trenden fra de ti siste årene velger jeg å anta forventet inflasjon som et gjennomsnitt mellom inflasjonsmålet og inflasjonen de siste ti år – det vil si 2,25 %.

Den langsiktige veksten antas derfor å være 5,3 % per år (3 % + 2,3 %).

9.2 Kortsiktig vekst

Den kortsiktige veksten avhenger av veksten i bransjen og den veksten selskapets interne ressurser genererer. Lerøy Seafood Group befinner seg i slutten av en vekstfase og er på vei over i en tidlig modningsfase, men på bakgrunn av den strategiske analysen ser det ut til at det fremdeles er gode muligheter for vekst på kort sikt. Lønnsomhetsanalysen viste merrentabilitet i forhold til bransjen, men etter hvert som bransjen modnes er det sannsynlig at denne merrentabiliteten forsvinner og LSG vil ha samme rentabilitet som gjennomsnittet i bransjen – vekst er altså ”mean-reverting”. I det følgende vil jeg analysere både kapitalvekst og resultatvekst.

⁸⁵ Norges bank www.norges-bank.no/inflasjonsrapport

9.2.1 Kapitalvekst

I analysen av kapitalvekst vil jeg se nærmere på veksten i egenkapital og deretter på netto driftskapital. Både fullstendig og normalisert vekst vil bli analysert – sistnevnte er mest relevant for fremskriving. I beregningene brukes geometrisk gjennomsnitt for å redusere innvirkningen fra ekstreme resultater.

Fullstendig analyse av vekst i egenkapital

Den fullstendige egenkapitalveksten er sammensatt av vekst gjennom overskudd og vekst gjennom netto kapitalinnskudd. Den fullstendige veksten kan illustreres som følger:

$$fekv = \frac{EK - EK_{t-1}}{EK_t} = \frac{(1 - NBU_t)}{FNR_t} * \frac{FNR_t}{EK_{t-1}} = (1 - feku_t) = fekr_{t-1}$$

der,

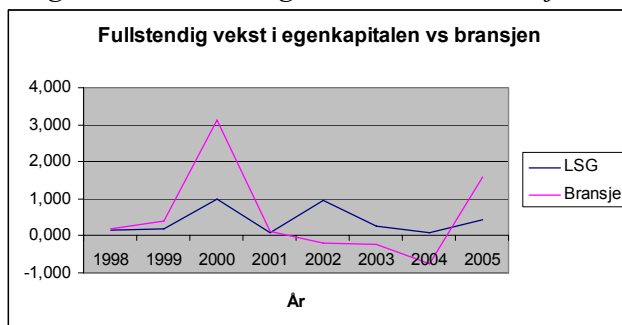
- NBU_t = Netto betalt utbytte
- FNR_t = Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen
- feku_t = Fullstendig utdelingsforhold
- (1 – feku_t) = Fullstendig tilbakeholdsgrad
- fekr_{t-1} = Fullstendig egenkapitalrentabilitet

Tabell 9.1 Fullstendig egenkapitalvekst

Fullstendig egenkapitalvekst	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Gj.snitt	Bransje
Fullstendig tilbakeholdsgrad	0,811	0,754	4,040	0,578	64,679	4,592	0,784	1,542	2,181	2,171
* Fullstendig egenkapitalrentabilitet	0,187	0,232	0,243	0,123	0,015	0,059	0,108	0,287	0,117	0,114
= Fullstendig egenkapitalvekst	0,151	0,175	0,981	0,071	0,955	0,273	0,085	0,442	0,256	0,156

Tabellen viser at egenkapitalveksten falt fra 2002 til 2004, men deretter har hatt en bratt økning i 2005. Veksten i 2002 skyldes etter all sannsynlighet børsnoteringen og den påfølgende emisjonen, man kan se at tilbakeholdsgraden er beregnet til hele 64,7 dette året. Egenkapitalveksten i 2005 ser også ut til å ha blitt forårsaket delvis av en emisjon, da tilbakeholdsgraden også her overstiger 1, men oppgangen tolkes likevel positivt.

Figur 9.4 Fullstendig vekst i EK vs bransjen



Av figur 9.4 ser man at LSG ligger over bransjegjennomsnittet fra 2001 til 2004, men at bransjens egenkapitalvekst overstiger LSGs i 2005. Den gjennomsnittlige egenkapitalveksten til LSG er på 25,6 %, i motsetning til 15,6 % hos

bransjen. Årsaken til dette er at tilbakeholdsgraden og egenkapitalrentabiliteten er høyere i LSG enn i bransjen, bransjen har for eksempel flere år med negativ egenkapitalvekst.

Normalisert vekst i egenkapitalen

Egenkapitalveksten kan normaliseres, og da fjernes unormal vekst med kilde i f.eks. unormal rentabilitet og unormale netto kapitalinnskudd. Den normaliserte veksten viser derfor den organiske veksten, og er et bilde på vedvarende vekst.

Den normaliserte egenkapitalveksten kan settes opp som følger:

$$ekv = (1 - eku) * ekr$$

der,

eku = normalisert utdelingsforhold

ekr = normalisert egenkapitalrentabilitet

Det normaliserte utdelingsforholdet kan formuleres som følger:

$$eku = \frac{eku_1 + eku_2 + \dots + eku_T}{T}$$

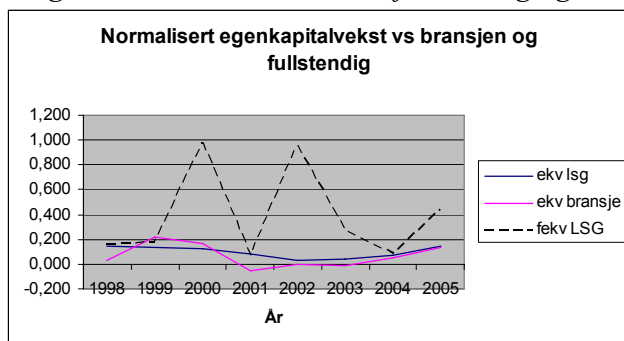
Den normaliserte egenkapitalrentabiliteten brukes som beregnet i kapittel 8.1.3.

I tabell 9.2 kan man se at LSG har en normalisert egenkapitalvekst på 8,3 %, og dette er 2,1 % høyere enn bransjen. Forklaringen på den høyere veksten i LSG er hovedsakelig at egenkapitalrentabiliteten i selskapet er høyere enn bransjen. Tabellen viser også at LSG har noe høyere tilbakeholdsgrad enn bransjen. I årsrapporten antyder LSG at utbyttegraden skal ligge mellom 30 – 40 %, og dette ser ut til å være tatt hensyn til over analyseperioden med et gjennomsnitt på 39 %.

Tabell 9.2 Normalisert egenkapitalvekst

Normalisert egenkapitalvekst	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Gj.snitt	Bransje
Normalisert tilbakeholdsgrad	0,610	0,610	0,610	0,610	0,610	0,610	0,610	0,610	0,610	0,698
* Egenkapitalrentabilitet	0,235	0,214	0,203	0,129	0,051	0,059	0,124	0,243	0,136	0,087
= Normalisert egenkapitalvekst	0,143	0,130	0,124	0,079	0,031	0,036	0,075	0,148	0,083	0,062

Figur 9.5 Normalisert ekv vs fullstendig og bransjen



Som man kan se fra figur 9.5 er den fullstendige egenkapitalveksten langt mer volatil enn den normaliserte. Den normaliserte egenkapitalveksten skal gi et bedre bilde på den langsiktige og vedvarende veksten, og

dermed være mer relevant for fremskriving.

Det geometriske gjennomsnittet for den normaliserte veksten er 17,3 % lavere enn den fullstendige veksten, så det er åpenbart at mye av veksten i LSGs egenkapital har kommet på bakgrunn av unormale kapitalinnskudd.

Egenkapitalveksten kan dekomponeres ytterligere for å gi innsikt i netto driftsrentabilitet og netto finansiell gearing. Følgende sammenheng gjelder:

$$ekv_t = (1 - eku) * [(ndr_t + (ndr_t - nfg_r) * nfgg_t + (ndr_t - mir_t) * mig_t)]$$

Tabell 9.3 Dekomponering av normalisert egenkapitalvekst

Dekomponering av ekr	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Gj.snitt	Krav
Netto driftsrentabilitet	0,280	0,267	0,220	0,119	0,057	0,051	0,099	0,189	0,135	0,090
+ Netto finansiell gearing	-0,048	-0,053	-0,018	0,013	0,000	0,012	0,025	0,053	-0,003	
+ Netto minoritetsgearing	0,004	0,000	0,001	-0,003	-0,006	-0,004	-0,001	0,001	-0,001	
= Egenkapitalrentabilitet	0,235	0,214	0,203	0,129	0,051	0,059	0,124	0,243	0,136	0,095
* Tilbakeholdsgrad	0,610	0,610	0,610	0,610	0,610	0,610	0,610	0,610	0,610	
= Egenkapitalvekst	0,143	0,130	0,124	0,079	0,031	0,036	0,075	0,148	0,083	

Det kan ses fra dekomponeringen at netto driftsrentabiliteten bidrar klart mest til veksten i egenkapitalen. Både netto driftsrentabilitet og egenkapitalrentabilitet ligger over kravet. Den vedvarende egenkapitalveksten er 8,3 % i gjennomsnitt, og da deles 39 % av veksten ut gjennom utbyttepolitikken til LSG, på tross av merrentabilitet ($ekr > ekk$) i selskapet. Utbytteutbetalingene kan ha blitt gjort for å signalisere inntjeningspotensiale i virksomheten eller sørge for å tilbakebetale overskuddslikviditet til eierne (Brealey & Myers, 2003).

Normalisert vekst i netto driftskapital

For netto driftskapital gjelder tilsvarende som for egenkapitalveksten.

$$ndv_t = \frac{NDK_t - NDK_{t-1}}{NDK_{t-1}} = \frac{(1 - (FKD_t - UNDR_t)) * ndr_t}{NDR_t} = (1 - ndu_t) * ndr_t$$

der,

FKD_t = Fri kontantstrøm fra drift

UNDR_t = Unormalt netto driftsresultat

ndu_t = Normalisert netto utdelingsforhold fra netto driftskapital

(1 - ndu_t) = Normalisert tilbakeholdsgrad fra netto driftskapital

Tabell 9.4 Normalisert vekst i netto driftskapital

Normalisert vekst i NDK	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Gj.snitt	Krav
Normalisert tilbakeholdsgrad	1,040	-0,546	4,658	3,616	2,128	14,621	-0,149	2,077	1,731	
* Normalisert netto driftsrentabilitet	0,280	0,267	0,220	0,119	0,057	0,051	0,099	0,189	0,135	0,090
= Normalisert vekst i NDK _t	0,291	-0,146	1,027	0,431	0,121	0,752	-0,015	0,393	0,309	

Den gjennomsnittlige geometriske veksten i netto driftskapital er 30,9 %. Den svært høye veksten har fremkommet av store investeringer i netto driftseiendeler i perioden, særlig kan man se at normalisert tilbakeholdsgrad i 2003 på 14,621 er svært høy. Den gjennomsnittlige driftsrentabiliteten er på 13,5 %, og den gjennomsnittlige tilbakeholdsgraden er på ca. 1,7.

9.2.2 Analyse av resultatvekst

Vekstanalysen må også gjennomføres i forhold til poster i resultatregnskapet. Det er illustrativt å utarbeide et trendresultatregnskap – her analyseres trendene i postene for hvert år med i forhold til et basisår med indeksverdi 100. 1998 er brukt som basisår, unntaket er for netto driftsresultat tilknyttede eiendeler og netto finansinntekt, da 1999 er brukt for å unngå null i nevneren.

Fra trendresultatregnskapet i tabell 9.5 kan man si at driftsinntektene har økt over perioden, parallelt med driftkostnadene, men sistnevnte har ikke økt fullt så mye. Driftsresultatet har hatt en bratt økning fra 2002 til 2005, man kan se nesten en dobling fra 2004 til 2005. Det samme gjelder for netto driftsresultat og nettoresultat til egenkapitalen. For resultattallene ser det ut til at det var en bunnotering i 2002.

Tabell 9.5 Trendresultatregnskap

TRENDRESULTAT		1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Tall i NOK 1.000									
= Driftsinntekter	DI	1,00	1,11	1,56	1,45	1,46	1,67	2,03	2,29
Vareforbruk		1,00	1,13	1,59	1,45	1,44	1,62	1,88	2,02
+ Lønnskostnad		1,00	0,96	1,04	1,38	1,87	2,37	4,06	4,96
+ Andre driftskostnader		1,00	1,07	1,25	1,39	1,68	2,05	3,64	4,58
+ Ordinære avskrivninger		1,00	1,08	1,00	1,35	2,01	2,38	8,37	14,93
= Sum driftskostnader	DK	1,00	1,12	1,57	1,44	1,46	1,65	2,00	2,20
= Driftsresultat egen virksomhet	DR	1,00	0,81	1,04	1,61	1,40	2,16	3,33	6,33
- Driftsrelatert skattekostnad	DSK	1,00	0,84	1,02	1,61	1,37	2,10	3,06	6,81
= Netto driftsresultat egen virk.	NDREV	1,00	0,80	1,04	1,61	1,41	2,18	3,43	6,15
+ Netto driftsresultat tilknyttede	NRTS		1,00	2,11	-0,27	-2,06	-3,31	1,68	10,42
Netto driftsresultat	NDR	1,00	1,02	1,49	1,55	0,97	1,48	3,79	8,36
+ Netto finansinntekt	NFI		1,00	2,73	3,10	27,38	25,04	8,21	14,86
Nettoresultat til SSK	NRS	1,00	1,03	1,54	1,60	1,41	1,88	3,92	8,60
- Netto finanskostnad	NFK	1,00	0,66	0,71	2,23	4,27	3,03	4,54	5,66
- Netto minoritetsresultat	NMR	1,00	1,46	0,94	4,06	9,85	9,07	4,37	1,39
Nettoresultat til EK	NRE	1,00	1,07	1,65	1,49	0,93	1,63	3,84	9,08
+ Unormalt driftsresultat	UNDR	1,00	-0,09	0,12	-0,05	-0,70	0,05	1,59	-10,07
+ Unormalt finansresultat	UNFR	1,00	4,04	-7,15	-1,42	-37,20	-5,94	-3,82	-51,99
Fullstendig nettoresultat til EK	FNR	1,00	1,44	1,77	1,78	0,23	1,79	4,16	11,94
- Netto betalt utbytte	NBU	1,00	1,87	-28,32	3,95	-76,57	-33,94	4,74	-34,17
Endring i EK	ΔEK	1,00	1,34	8,80	1,27	18,18	10,14	4,03	22,72

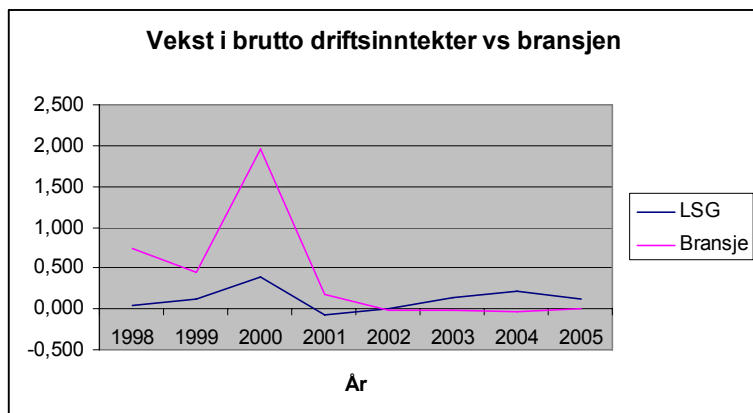
Jeg vil se nærmere på utviklingen i driftsinntektene og stille dem opp mot bransjegjennomsnittet. I tabell 9.6 kan man se at gjennomsnittlig vekst i brutto driftsinntekter for LSG er 11,6 %, langt lavere enn bransjegjennomsnittets på 30,1%. Ved første øyekast kan dette se faretruende ut, men dersom man undersøker år for år kan man se at siden 2002 har LSG levert langt bedre vekst i driftsinntektene enn bransjegjennomsnittet. I 2005 var differansen hele 12,5 %. Som man kan se er det år 2000 som trekker opp gjennomsnittet for bransjen, hvor Fjord Seafood så en sterk økning i driftsinntekten. Økningen kom etter restrukturering og en del oppkjøp og fusjoner gjennomført i løpet av året.⁸⁶

Tabell 9.6 Vekst i brutto driftsinntekter

Vekst i brutto driftsinntekter	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Gj.snitt
LSG	0,050	0,114	0,396	-0,070	0,010	0,141	0,221	0,128	0,116
Bransjegjennomsnitt	0,733	0,456	1,964	0,171	-0,021	-0,012	-0,032	0,003	0,301

⁸⁶ Fjord Seafood Årsrapport 2000

Figur 9.6 Vekst i brutto driftsinntekter vs bransjen



Som man kan se av figur 9.6 er veksten til driftsinntektene i LSG mindre volatil enn bransjen, og stabilt høyere etter 2002. LSG har kun negativ vekst i ett år, i 2001, mens bransjen først kommer seg opp på positiv vekst etter et kraftig fall fra 2000 til 2001 i 2005.

9.3 Oppsummert analyse av vekst

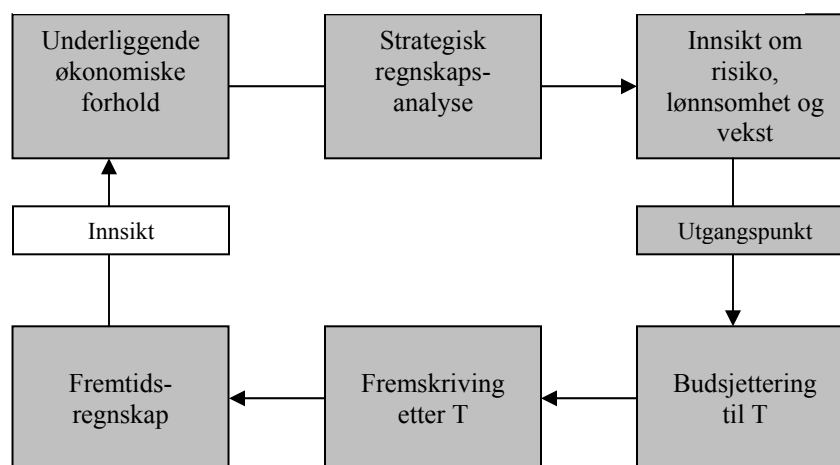
Den normaliserte, vedvarende egenkapitalveksten i LSG har i gjennomsnitt vært 8,3 %, 2,1 % høyere enn det tilsvarende for bransjen. Årsaken til dette er at den normaliserte egenkapitalrentabiliteten er 4,9 % høyere enn for bransjen, mens tilbakeholdsgraden ligger omtrent 0,9 % under. Netto driftsrentabiliteten er den største kilden til egenkapitalvekst, og driftskapitalen vokser med et gjennomsnitt på 30,9 % i perioden. Perioden har vært preget av store strategiske investeringer i driftskapital hos LSG, og i kvartalsrapporten for 2006 spår konsernledelsen at denne utviklingen vil fortsette.⁸⁷ Utviklingen i nettoresultatet har vært meget positiv, med positiv utvikling fra bunnåret 2002 til nærmest en fordobling fra 2004 til 2005. Utviklingen skyldes i hovedsak en sterkere økning i driftsinntekter enn i driftskostnader, en god økning i finansinntekter og nettoresultat fra tilknyttede virksomheter. Netto minoritetsresultat har også avtatt de siste tre årene.

⁸⁷ LSG Q1 2006

10 BUDSJETTERING OG FREMSKRIVING

Budsjettering og fremskriving er trinn 3 i den fundamentale verdsettelsen av LSG, og rammeverket for dette trinnet presenteres i figur 10.1⁸⁸.

Figur 10.1 Rammeverk for fremtidsregnskap



Fremtidsregnskapet består av en budsjettperiode og en fremskrivingsperiode. Dette innebærer at frem til budsjetthorisonten T vil jeg budsjettere utviklingen i de viktigste budsjettdriverne. Deretter vil de viktigste verdidriverne til LSG ble fremskrevet over horisonten (T+1), før jeg vil estimere avkastningskravene i budsjett- og fremskrivingsperioden.

10.1 Budsjettering

Før budsjetteringen starter må man ta avgjørelser om valg av budsjetthorisont, budsjetteringsmodell samt klargjøre at budsjettering innebærer en god del usikkerhet.

10.1.1 Valg av budsjetthorisont

Budsjetthorisonten er det året der man avslutter fullstendig budsjettering av regnskapet til en enkel fremskriving av noen få verdidrivere. Det er to avgjørende faktorer for valg av

⁸⁸ Knivsflå, Kjell H.: Forelesningsnotater BUS425, 2006

budsjetthorison. Den første er hvor lang tid det er til ”steady state” – det vil si til det punktet man kan anta konstant vekst, og den konstante veksten kan tilnærmes den langsiktige veksten i økonomien generelt (Daly, 1992). Den andre faktoren er hvilken kvalitet det er på regnskapsføringen i selskapet. Jo bedre kvaliteten på regnskapsføringen er, jo kortere må budsjetthorisonen være. Kvaliteten på LSGs regnskapstall avhenger av hvilket regnskapsprinsipp selskapet følger. Følgende sammenheng mellom regnskapsprinsipp og valg av budsjetthorison gjelder generelt⁸⁹:

- Objektivt verdibasert regnskap T = 0 år
- Subjektivt verdibasert regnskap T = 0 – 6 år
- Korrekt historisk kost T = 4 – 10 år
- God regnskapsskikk T = 6 – 16 år
- Kontantprinsippet T = 8 – 24 år

Hvor lang tid selskapet bruker frem til ”steady state” avhenger av hvor i livssyklusen bransjen befinner seg (Damodaran, 2002), og hvordan selskapet presterer i forhold til bransjen. Som nevnt tidligere befinner LSG seg i slutten av en vekstfase og er muligens på vei over i en tidlig modningsfase, og har fremdeles gode muligheter for vekst gjennom ytterligere strategiske investeringer og utvidelser av produktsortiment og gjennom å nå nye geografiske og demografiske segmenter. Det er naturlig å anta at de samme forutsetningene gjelder for de øvrige selskapene i bransjen. I forhold til lønnsomhet og vekst så har LSG merrentabilitet og høyere vekst i egenkapital over hele perioden og i driftsinntekter over de siste tre årene i forhold til bransjen, noe som tyder på at bransjen ikke er i ”steady state”.

Ut fra analysen av selskapet har jeg kommet frem til at laksebransjen er syklisk. Ut fra analysen av lønnsomhet og vekst har LSG hatt gode år siden 2002 – et år man kan anse som en bunn. Dersom oppgangsperioden er like lang som nedgangsperioden, det vil si tidsrommet mellom 1998 og 2002 som er fem år, kan man regne med at oppgangen vil vare til og med 2007. Jeg mener det vil være naturlig å anta at den sykliske naturen man

⁸⁹ Knivsflå, Kjell H.: Forelesningsnotater BUS425, 2006

kan se over analyseperioden vil fortsette i årene som kommer. Det vil da være naturlig å budsjettere en full syklus frem i tid etter toppen i 2007 siden selskapet fremdeles ikke er i ”steady state”. Dersom syklusen er på omtrent ti år, vil dette i tillegg til de to årene med oppgang LSG har foran seg nå innebære en budsjettperiode på 10 - 12 år.

Lerøy Seafood Group rapporterer frem til og med 2004 i henhold til Regnskapsloven og god regnskapsskikk. Fra og med 2005 rapporterer selskapet etter IFRS. Gjennom justeringen gjennomført i kapittel 5.4 er mulige målefeil i finansregnskapet til Lerøy Seafood Group fjernet eller i det minste redusert, og finansregnskapet er brakt nærmere verdibasert regnskap og korrekt historisk kost. Da ikke alle mulige målefeil ble justert for forventes det fremdeles en viss grad av målefeil i finansregnskapet

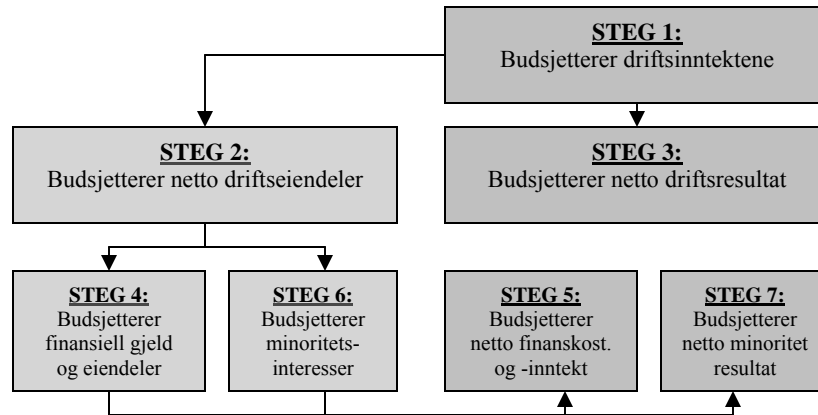
Etter diskusjonen om bransjens sykliske natur og regnskapsprinsipper mener jeg på tross av justeringer som er gjort at det er viktig å inkludere en full syklus i budsjetthorisonten. Jeg velger derfor en budsjettperiode på 12 år. Etter budsjetthorisonten (T) i 2017 antar jeg ”steady state” for bransjen, det vil si et gjennomsnitt mellom oppgangs- og nedgangstider.

10.1.2 Valg av budsjetteringsmodell

Når man skal velge budsjetteringsmodell kan det virke logisk å skulle bruke en så detaljert modell som mulig for å kunne inkludere alle mulige forhold som vil variere over budsjettperioden. Problemet er at det uansett er vanskelig å budsjettere i fremtiden, enten man er på detaljnivå eller på et mer aggregert nivå, budsjettet blir ikke nødvendigvis bedre selv om modellen er mer kompleks. Jeg vil derfor velge å budsjettere kun de viktigste faktorene, og heller godta at den enklere modellen ignorerer relevant informasjon i den tro at kostnaden ved å utarbeide en kompleks modell overgår nytten av den.

Det rammeverket for budsjettering jeg vil benytte estimerer ni budsjettdrivere i syv steg, og presenteres i figur 10.2.⁹⁰

Figur 10.2 Rammeverk for budsjettering



10.1.3 Usikkerhet ved budsjettering

Som nevnt er budsjettering en prosess som resulterer i mye usikkerhet. Et alternativ for å synliggjøre konsekvensene av denne usikkerheten kan være å budsjettere med flere mulige scenarier – da ofte for eksempel positiv, nøytral og et konkursscenario, og så tilordne sannsynligheter til disse. Utarbeidelsen av tre budsjetter krever mye tid og mye informasjon og forholde seg til, og gjøres derfor ikke ofte i praksis. En annen metode er derfor å simulere og utføre sensitivitetsanalyser innenfor det budsjettet man utarbeider. Her gjør man kritiske budsjett drivere usikre – det vil si til stokastiske variabler. Jeg velger her å budsjettere på bakgrunn av den innsikt jeg har opparbeidet gjennom den strategiske regnskapsanalysen, og heller gjennomføre sensitivitetsanalyser og simulering på det endelige verdiestimatet for å få en oppfatning av usikkerheten.

10.1.4 Budsjettering til budsjett horisonten

Jeg vil ta utgangspunkt i rammeverket presentert over med de syv stegene for å utarbeide et fremtidsbudsjett.

⁹⁰ Knivsflå, Kjell H.: Forelesningsnotater BUS425, 2006.

Steg 1: Budsjettering av driftsinntektene

Den budsjetterte veksten i driftsinntektene fremkommer av følgende sammenheng:

$$div_t = \frac{DI_t - DI_{t-1}}{DI_t}$$

Driftsinntektene budsjetteres altså på bakgrunn av forventet vekst i driftsinntektene (div).

Den forventede veksten estimeres på bakgrunn av innsikten fra den strategiske regnskapsanalysen.

Den gjennomsnittlige driftsinntektsveksten over analyseperioden er 11,6 %, omtrent en tredjedel av bransjegjennomsnittet i samme periode. I vekstanalysen kan man se at bransjegjennomsnittet drives opp av ett enkelt år, år 2000, og at LSG har hatt bedre vekst enn bransjen fra og med 2002. LSG har kun hatt negativ vekst i 2001, og hadde vekst på 22,1 % i 2005 og på 12,8 % i 2005. Det er derfor rimelig å anta at veksten vil avta noe frem til slutten av oppgangsperioden som jeg har antatt å være i 2007, og at den deretter vil gå fra svakt positiv til negativ i slutten av nedgangsperioden for så å snu igjen frem til budsjettthorisonen.

Som tidligere diskutert kan ikke den langsiktige veksten være høyere enn veksten i økonomien på 5,3 %, og selv om LSG nå er i sen vekstfase på vei over i tidlig modningsfase er det sannsynlig at de om 12 år har nådd en viss modning i markedet og derfor bør ha en lavere vekst enn økonomien. Det vil da være naturlig å la ”steady-state”-vekst være et gjennomsnitt av oppgangs- og nedgangstider, men likevel på et lavere nivå i det som er tilfelle i analyseperioden og budsjettperioden da bransjen vil være mer moden. I den strategiske analysen kom det frem at med økonomisk vekst vil flere kundesegmenter få tilgang på LSGs produkter på grunn av økt inntektsnivå, og i kvartalsrapporten for 1.kvartal 2006 fremkom det at LSG ønsker å fortsette sin oppkjøpsvirksomhet. På bakgrunn av diskusjonen over velger jeg å anta at ”steady-state”-veksten for driftsinntekter ligger noe under den langsiktige økonomiske veksten, det vil si på ca. 5 %.

Jeg antar at oppgangen i bransjen vil fortsette frem til 2007, og budsjetterer derfor med fortsatt god vekst i disse årene. I første kvartal 2006 har LSG hatt en omsetningsøkning på omtrent 34 % i forhold til samme kvartal året før, så det er sannsynlig at 2006 vil ha god vekst. Jeg antar derfor veksten i 2006 til å være 30 %. Veksten vil antagelig avta noe i 2007 fordi det er det siste året i oppgangsperioden, så jeg antar at veksten halveres fra 2006, det vil si at jeg budsjetterer en vekst på 15 % i 2007. Videre frem til antatt bunnivå i neste syklus i 2012 budsjetterer jeg med avtakende vekst ned til 0 % - noe som innebærer en negativ realvekst på – 2,5 % med inflasjonsmålet på 2,5 %. Fra og med 2013 budsjetterer jeg med økende vekst opp til ”steady-state”-verdi på 5 %. Veksten i denne oppgangsperioden antas mer moderat enn den selskapet er i nå på grunn av at selskapet er nærmere ”steady-state” og modningsfase. I begge delperiodene lar jeg veksten følge en lineær bane.

Årlig vekst blir da som i tabell 10.1.

Tabell 10.1 Driftsinntektsveksten

Driftsinntektsveksten	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntektsveksten	0,128	0,3	0,15	0,12	0,09	0,06	0,03	0,00	0,01	0,02	0,03	0,04	0,05

Steg 2 Budsjettering av netto driftseiendelene

Det fremskrevne omløpet til netto driftseiendeler er budsjettdriveren til netto driftseiendelene. Omløpet til netto driftseiendelene finnes av sammenhengen under:

$$onde_t = \frac{DI_t}{NDE_t}$$

I sammenheng med analysen av netto driftsrentabilitet ble også omløpet til netto driftseiendeler for LSG presentert og sammenlignet med bransjen. For hele analyseperioden har LSG et gjennomsnitt på 8,7, mot bransjens 3,67. LSG og bransjen har et dalende omløp til netto driftseiendeler over analyseperioden, til sammenligning er gjennomsnittet etter 2003 for LSG 3,26 i forhold til bransjens 1,75. Fallet er mest tydelig for LSG, antagelig kan dette skyldes store investeringer i driftskapital i løpet av de fire siste årene. Fremdeles er LSG mer effektive enn bransjen. Etter mine analyser og

fremtidsutsiktene for LSG med henhold til investeringer i fremtiden er det sannsynlig at gjennomsnittet for bransjen over analyseperioden vil være mer relevant enn gjennomsnittet til LSG, da LSG i løpet av analyseperioden gikk fra å være et selskap som hadde langsiktige kontrakter med produsenter til selv å eie store aktører i produsentleddet og bli mer likt de andre selskapene i bransjen. Driftsinntektsveksten i budsjettperioden vil være avtagende, og sannsynligvis vil konkurransen mellom selskapene skjerpes etter hvert som bransjen modnes, noe som sannsynligvis vil føre til at LSGs omløp til netto driftseiendeler nærmer seg bransjegjennomsnittet. Jeg vil derfor anta at omløpet til netto driftseiendelene stabiliserer seg på et nivå som tilsvarer bransjegjennomsnittet i analyseperioden, det vil si 3,67.

Omløpet for netto driftseiendeler i 2005 beregnes på bakgrunn av utgående kapital, og er derfor 2,4. Omløpet for netto driftseiendeler i 2006 er beregnet til 3,13. Fra og med 2007 til budsjettthorisonen følger omløpet til netto driftseiendeler en lineær utvikling.

Tabell 10.2 Omløpet til netto driftseiendeler

Omløpet til netto driftseiendeler	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Omløpet til netto driftseiendeler	2,410	3,134	3,182	3,231	3,280	3,329	3,378	3,426	3,475	3,524	3,573	3,622	3,670

Steg 3: Budsjettering av netto driftsresultat

Budsjettdriveren til netto driftsresultat bestemmes er fremskriving av netto driftsmargin:

$$ndm_t = \frac{NDR_t}{DI_t}$$

Av formelen kan vi se at netto driftsresultat fremskrives ved hjelp av netto driftsmargin og utviklingen i driftsinntektene presentert over. I analysen av netto driftsrentabilitet ble netto driftsmargin presentert, og LSG har en gjennomsnittlig netto driftsmargin på 2,3 %, mot bransjens 1,4 %, forskjellen er 0,9 %. Ut fra den strategiske analysen og historiske data ser det ut til at LSG vil kunne oppnå en merrentabilitet i forhold til bransjen på kort og mellomlang sikt. Netto driftsmargin vil variere over syklusen parallelt med driftsinntektene.

Både LSG og bransjen generelt har igangsatt effektiviseringstiltak og arbeider med å oppnå en bedre kostnadskultur gjennom hele verdikjeden. Siden beregnet ndm for 2006 med utgangspunkt i rapporten for første kvartal er 11,2 %, tar jeg med halvparten av dette i estimatet mitt for budsjetthorisonten, da vi etter mine antagelser snart er på en topp i sykkelen. Et estimat for netto driftsmargin på horisonten blir derfor 2,8 %.

Beregnet netto driftsmargin for LSG i 2006 er 11,2 % og jeg antar at det blir en ytterligere økning i 2007, til ca. 12 %, da jeg antar en marginalt lavere vekst i driftskostnader enn i driftsinntekter grunnet gode priser i perioden⁹¹. Deretter vil jeg regne med en nedgang i netto driftsmargin til et bunnivå på 1 % i 2012, før den stiger igjen til det tidsvektede gjennomsnittet for selskapet i perioden.

Tabell 10.3 Netto driftsmargin

Netto driftsmargin	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Netto driftsmargin	0,061	0,112	0,120	0,098	0,076	0,054	0,032	0,010	0,013	0,017	0,021	0,024	0,028

Steg 4: Netto finansiell gjeld

Budsjetteringen av netto finansiell gjeld foregår ved at man separat budsjetterer finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Kapitalstrukturen i et selskap, og dermed netto finansiell gjeldsdel er rimelig stabil over tid – men man kan likevel forvente at selskaper med relativt mye gjeld vil ønske å redusere denne på lang sikt, og det motsatte for selskaper med relativt lite gjeld.

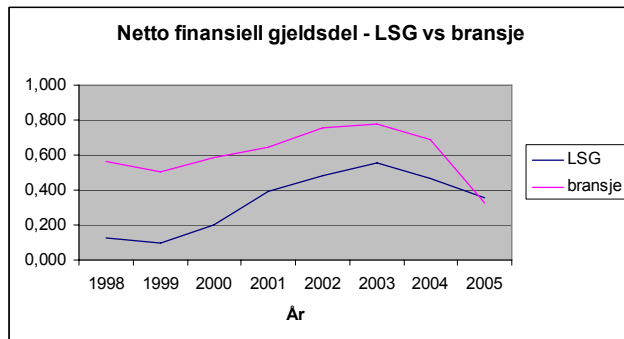
Finansiell gjeld

Budsjettdriveren til finansiell gjeld er den fremskrevne finansielle gjeldsdelen: $fgd_t = \frac{FG_t}{NDE_t}$

Den finansielle gjelden budsjetteres på bakgrunn av utviklingen i finansiell gjeldsdel. Den historiske utviklingen i finansiell gjeldsdel for LSG og bransjen illustreres i figur 10.3

⁹¹ www.leroy.no Q1 LSG 2006

Figur 10.3 Finansiell gjeldsdel i LSG vs. bransje



restruktureringen i Pan Fish⁹².

Gjennomsnittlig finansiell gjeldsdel for LSG over analyseperioden er 33,4 %, i motsetning til 60,6 % for bransjen. Ut fra rentabilitetsanalysen kan man lese at LSG har marginalt negativ effekt av finansiell gearing, så det er ikke et incentiv til å øke gjeldsandelen. Med tanke på at LSG tradisjonelt har vært et familieeid selskap, kan det være sannsynlig at selskapet vil foretrekke å øke finansiell gjeld fremfor å utvide aksjekapitalen. Det motsatte vil også være tilfellet – da familien antagelig dermed er mindre diversifiserte enn en generell investor, vil de kanskje ikke tåle den økte risikoen av en økt gjeldsandel. Da LSG nå har vært børsnotert siden 2002, og selskapet har foretatt en rekke emisjoner for å finansiere investeringer, gjelder antageligvis ikke dette dilemmaet for selskapet.

Med varslet investeringsfokus i årene som kommer er det sannsynlig at LSG vil øke gjeldsandelen parallelt med å gjennomføre emisjoner for å finansiere dette. Jeg antar derfor at i løpet av de første fem årene av budsjettperioden vil gjeldsandelen stige opp til omtrent 41 % som er et gjennomsnitt mellom gjennomsnittlig gjeldsandel i LSG og gjennomsnittlig gjeldsandel i bransjen uten Pan Fish. Grunnen til at jeg har trukket ut Pan Fish er at selskapet hadde svært høy gjeldsandel over hele analyseperioden og dette kulminerte i en restrukturering av selskapet i 2003. Jeg antar derfor at bransjegjennomsnittet er kunstig høyt, og dermed ikke det reelle for LSG på lang sikt. Etter denne investeringsperioden antar jeg at gjeldsandelen synker, da kapitalbehovet

⁹² Pan Fish Årsrapport 2003

Av figuren kan man se at mot slutten av analyseperioden har LSG nærmet seg bransjen i gjeldsdel. Trenden var stigende i LSG frem til 2003, men har etter dette gått noe ned. Gjeldsdelen i bransjen har også sunket siden 2003, en årsak kan være

ikke lenger vil være så stort. Jeg velger et ”steady-state”-nivå for den finansielle gjelden på det tidsvektede gjennomsnittet for selskapet på 34 %. Dette kan begrunnes med at LSG selv i investeringsår har ligget under bransjegjennomsnittet, og at verdien av den finansielle gearingen er marginalt negativ.

Utviklingen av den finansielle gjeldsdelen over budsjettperioden presenteres i tabell 10.4.

Tabell 10.4 Finansiell gjeldsdel

Finansiell gjeldsdel	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Finansiell gjeldsdel	0,354	0,363	0,372	0,382	0,391	0,400	0,391	0,381	0,372	0,362	0,353	0,343	0,334

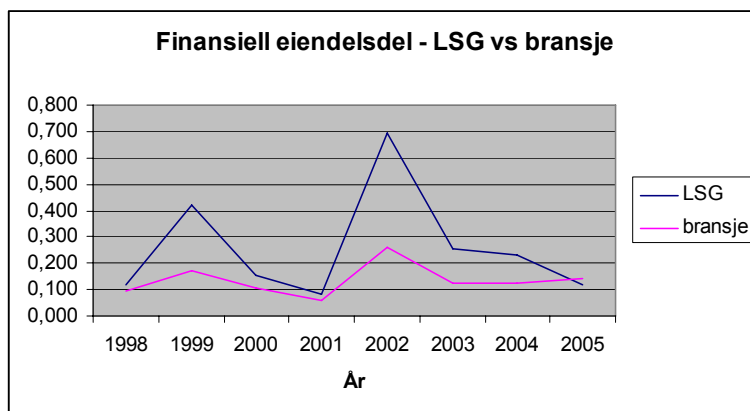
Finansielle eiendeler

Budsjettdriveren til finansielle eiendeler er den fremskrevne finansielle eiendelsdelen:

$$fed_t = \frac{FE_t}{NDE_t}$$

Finansielle eiendeler budsjetteres altså med utgangspunkt i den ventede utviklingen i finansiell eiendelsdel. Finansiell eiendelsdel over analyseperioden illustreres i figur 10.4.

Figur 10.4 Finansiell eiendelsdel i LSG vs bransje



LSG har en tidsvektet gjennomsnittlig eiendelsdel på 25,6 %, det tilsvarende gjennomsnittet for bransjen er 13,6 %. For LSG sin del driver utgående balanse for finansielle eiendeler i 2002, året for børsintroduksjonen og året før investeringen i

Lerøy Midnor AS gjennomsnittet vesentlig opp. Etter 2002 har trenden vært synkende for LSG, mens bransjen har holdt seg stabilt på et lavere nivå. LSG har ikke noe uttalt mål om størrelsen på finansielle eiendeler, og jeg velger derfor å la finansiell eiendelsdel på lang sikt konvergere mot bransjegjennomsnittet. Jeg kan ikke se noen syklisk sammenheng i de finansielle eiendelene, og velger derfor å bruke en lineær konvergering

frem til budsjetthorisonten. Økningen frem til budsjetthorisonten blir derfor på omtrent 0,14 % per år frem til 2017.

Tabell 10.5 Finansiell eiendelsdel

Finansiell eiendelsdel	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Finansiell eiendelsdel	0,119	0,121	0,122	0,124	0,125	0,126	0,128	0,129	0,130	0,132	0,133	0,134	0,136

Steg 5: Netto finanskostnad

Netto finanskostnad budsjetteres også separat for finanskostnad og finansinntekt med en budsjettdriver for hvert av resultatelementene. Man kan anta at på lang sikt tilsvarer netto finansiell gjeldsrente netto finansielt gjeldskrav. I kapittel 5.4 ble finansielle eiendeler justert til virkelig verdi, finansiell gjeld forutsettes å være balanseført til virkelig verdi. Man kan derfor anta at sammenhengen $n_{fgr} = n_{fgk}$ gjelder, og dermed også at finansiell gjeldsrente er lik finansielt gjeldskrav og finansiell eiendelsrente er lik finansielt eiendelskrav i fremtidsregnskapet til LSG. Forutsetningene gjelder under forutsetningen om at kapitalmarkedet er velfungerende.

Netto finanskostnad

Budsjettdriveren til netto finanskostnad er den fremskrevne finansielle gjeldsrenten:

$$fgr_t = \frac{NFK_t}{FG_t}$$

I analysen av netto finansiell gjeldsrente ble den tidsvektede finansielle gjeldsrenten for LSG beregnet til 7,2 %, 2,8 % høyere enn kravet på 4,4 %. Renten LSG betaler er altså 2,8 % høyere enn det kreditorenes krav skulle tilsi. Etter sammenhengen presentert over vil det være naturlig at finansiell gjeldsrente på lang sikt vil nærme seg det finansielle gjeldskravet. Det finansielle gjeldskravet blir derfor fra og med 2006 likt det finansielle gjeldskravet som er analysert for hvert år i budsjettperioden i kapittel 10.3.2.

Tabell 10.6 Finansiell gjeldsrente

Finansiell gjeldsrente	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Finansiell gjeldsrente	0,018	0,023	0,023	0,027	0,029	0,031	0,036	0,044	0,046	0,049	0,046	0,048	0,050

Netto finansinntekt

Budsjettdriveren til netto finansinntekten er den fremskrevne finansielle eiendelsrenten:

$$fgr_t = \frac{NFI_t}{FE_t}$$

I analysen av netto finansiell gjeldsrente ble den tidsvektede finansielle eiendelsrenten beregnet til 2,7 %, 1,6 % under kravet på 4,3 %. LSG har altså negativ superprofitt i den finansielle inntjeningen. Tilsvarende som for den finansielle gjeldsrenten forutsettes også den finansielle eiendelsrenten å konvergere mot kravet på lengre sikt.

Tabell 10.7 Finansiell eiendelsrente

Finansiell eiendelsrente	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Finansiell eiendelsrente	0,017	0,021	0,023	0,025	0,027	0,030	0,032	0,034	0,036	0,038	0,041	0,043	0,045

Steg 6: Minoritetsinteresser

Budsjettdriveren til minoritetsinteressene er den fremskrevne minoritetsdelen:

$$mid_t = \frac{MI_t}{NDE_t}$$

Kapitalstrukturen i et selskap og dermed minoritetsdelen er rimelig stabil over tid. Dersom datterselskap er lønnsomme kan det være aktuelt å presse ut minoritetsdelen, dersom de er ulønnsomme er det kanskje optimalt å ha noen å dele underskuddet med. På lang sikt kan et passende mål for minoritetsdelen være bransjegjennomsnittet eller det tidsvektede gjennomsnittet til virksomheten. Gjennomsnittlig minoritetsdel for LSG over analyseperioden lå på 0,016 – mot 0,012 i bransjen. Jeg antar at minoritetsdelen for LSG konvergerer mot det tidsvektede gjennomsnittet i selskapet i løpet av de første fem årene i budsjettperioden grunnet forespeilte investeringsaktiviteter, og deretter avtar lineært mot bransjegjennomsnittet frem til budsjettthorisonten.

Tabell 10.8 Minoritetsdel

Minoritetsdel	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Minoritetsdel	0,004	0,006	0,009	0,011	0,013	0,016	0,015	0,015	0,014	0,014	0,013	0,013	0,012

Steg 7: Netto minoritetsresultat

Budsjettdriveren for netto minoritetsresultatet er fremskrevet netto minoritetsrentabilitet:

$$mir_t = \frac{NMR_t}{MI_{t-1}}$$

En rimelig forutsetning er at minoritetsrentabiliteten nærmer seg minoritetskravet på lang sikt dersom kapitalmarkedet er velfungerende og minoritetsinteressene er balanseførte til tilnærmet virkelig verdi. Jeg forutsetter at minoritetsinteressene i LSG og hos selskapene i bransjen er balanseført til tilnærmet virkelig verdi.

Tabell 10.9 Minoritetsrentabilitet

Minoritetsrentabilitet	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Minoritetsrentabilitet	0,131	0,114	0,115	0,117	0,118	0,120	0,121	0,121	0,121	0,121	0,121	0,121	0,121

10.2 Fremskrivning etter budsjetthorisonen

Budsjetteringen gjennomført i kapittel 10.1 utgjør grunnlaget for utarbeidingen av fremtidsregnskapet for LSG. Fremtidsregnskapet består av en budsjetteringsperiode, og deretter fremskriving utover budsjetthorisonen T. I fremskrivingen forlenges rentabiliteten og veksten på budsjetthorisonen på bakgrunn av forutsetningen om at rentabiliteten og veksten konvergerer mot verdien på horisonen. I budsjetteringen har jeg fastsatt verdier på horisonen – det vil si at det ble foretatt en implisitt fremskriving i utarbeidingen av budsjettet.

Tabell 10.10 Fremskrivning av budsjett drivere

	Budsjett driver	T+1
1.	Driftsinntektsveksten	5,0 %
2.	Omløpet til netto driftseiendeler	3,67
3.	Netto driftsmargin	2,8 %
4a)	Finansiell gjeldsdel	33 %
4b)	Finansiell eiendelsdel	14 %
5a)	Finansiell gjeldsrente	5,0 %
5b)	Finansiell eiendelsrente	4,5 %
6	Minoritetsdel	1,2 %
7	Netto minoritetsresultat	12 %

I fremskrivingen vil verdien på budsjett driverne på budsjetthorisonen T (2017) benyttes, og bransjen forutsettes å være i konstant "steady-state" vekst etter T. Den langsiktige og konstante utviklingen i budsjett driverne oppsummeres i tabell 10.10.

Det forutsettes konstant vekst i hele fremskrivingsperioden frem til det uendelige. I fremtidsregnskapet har jeg inkludert to perioder inn etter budsjett horisonten for å være sikker på at selskapet virkelig er i ”steady-state”.

10.2.1 Fremtidsregnskap

Fremtidsregnskapet består av fremtidsresultat, fremtidsbalanse og fremtidig fri kontantstrøm for perioden 2005 – 2019. Jeg har tatt med balanse for sysselsatt kapital og netto driftskapital, da disse er mest relevante for fundamental verdsettelse.

Tabell 10.11 Fremtidsresultat

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
DI	4 014 454	5 218 790	6 001 609	6 721 802	7 326 764	7 766 370	7 999 361	8 079 354	8 240 942	8 488 170	8 827 697	9 269 081	9 732 536	10 219 162	10 719 162
= NDR	243 957	582 035	719 942	658 456	556 528	419 059	255 645	79 659	108 963	140 219	174 375	212 497	255 827	268 618	282 049
+ NFI	6 954	4 143	5 244	6 407	7 562	8 623	9 505	10 123	10 846	11 693	12 689	13 864	15 255	16 180	16 989
= NRS	250 911	586 178	725 187	664 863	564 089	427 683	265 150	89 783	119 809	151 912	187 064	226 361	271 082	284 798	299 038
- NFK	17 998	13 410	15 666	20 695	24 454	27 953	34 340	39 803	40 975	42 468	39 205	41 233	43 676	44 595	46 825
- NMR	545	765	1 388	2 121	2 926	3 749	4 527	4 312	4 146	4 022	3 936	3 886	3 868	3 894	4 089
= NRE	232 368	572 004	708 133	642 047	536 710	395 981	226 284	45 667	74 688	105 422	143 923	181 243	223 537	236 309	248 124
+ UNDR	51 239	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ UNFR	-31 432	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= FNR	252 175	572 004	708 133	642 047	536 710	395 981	226 284	45 667	74 688	105 422	143 923	181 243	223 537	236 309	248 124
- NBU	-136 671	423 351	583 263	551 038	487 866	394 661	223 748	26 326	38 127	50 714	69 585	85 175	95 127	131 575	138 154
= ΔEK	388 846	148 652	124 869	91 009	48 843	1 320	2 536	19 342	36 561	54 708	74 337	96 068	128 411	104 734	109 970

Tabell 10.12 Fremtidsbalanse SSK

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Fremtidsbalanse SSK	1 665 416	1 885 863	2 080 270	2 233 763	2 333 080	2 368 357	2 334 629	2 324 867	2 338 530	2 375 789	2 437 531	2 525 382	2 651 651	2 784 233	2 923 445
+ Finansielle eiendeler	198 935	227 837	254 158	275 954	291 402	299 034	297 956	299 878	304 826	312 919	324 372	339 503	360 090	378 095	397 000
= Sysselsatte eiendeler	1 864 351	2 113 700	2 334 428	2 509 717	2 624 482	2 667 391	2 632 586	2 624 745	2 643 355	2 688 708	2 761 902	2 864 885	3 011 741	3 162 328	3 320 445
Egenkapital	1 268 019	1 416 671	1 541 541	1 632 550	1 681 394	1 682 714	1 685 250	1 704 591	1 741 152	1 795 860	1 870 197	1 966 265	2 094 676	2 199 410	2 309 380
+ Minoritetsinteresser	6 705	12 020	18 142	24 725	31 301	37 335	35 586	34 226	33 209	32 500	32 075	31 915	32 129	33 735	35 422
+ Finansiell gjeld	589 627	685 009	774 745	852 441	911 787	947 343	911 750	885 927	868 995	860 348	859 631	866 704	884 936	929 183	975 642
= Sysselsatt kapital	1 864 351	2 113 700	2 334 428	2 509 717	2 624 482	2 667 391	2 632 586	2 624 745	2 643 355	2 688 708	2 761 902	2 864 885	3 011 741	3 162 328	3 320 445

Tabell 10.13 Fremtidsbalanse NDK

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Fremtidsbalanse NDK	1 665 416	1 885 863	2 080 270	2 233 763	2 333 080	2 368 357	2 334 629	2 324 867	2 338 530	2 375 789	2 437 531	2 525 382	2 651 651	2 784 233	2 923 445
= Netto driftseiendeler	1 665 416	1 885 863	2 080 270	2 233 763	2 333 080	2 368 357	2 334 629	2 324 867	2 338 530	2 375 789	2 437 531	2 525 382	2 651 651	2 784 233	2 923 445
Egenkapital	1 268 019	1 416 671	1 541 541	1 632 550	1 681 394	1 682 714	1 685 250	1 704 591	1 741 152	1 795 860	1 870 197	1 966 265	2 094 676	2 199 410	2 309 380
+ Minoritetsinteresser	6 705	12 020	18 142	24 725	31 301	37 335	35 586	34 226	33 209	32 500	32 075	31 915	32 129	33 735	35 422
+ Netto finansiell gjeld	390 692	457 172	520 587	576 487	620 385	648 308	613 793	586 050	564 169	547 429	535 259	527 202	524 846	551 088	578 643
= Netto driftskapital	1 665 416	1 885 863	2 080 270	2 233 763	2 333 080	2 368 357	2 334 629	2 324 867	2 338 530	2 375 789	2 437 531	2 525 382	2 651 651	2 784 233	2 923 445

Tabell 10.14 Fremtidig fri kontantstrøm

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Fremtidig fri kontantstrøm	243 957	582 035	719 942	658 456	556 528	419 059	255 645	79 659	108 963	140 219	174 375	212 497	255 827	268 618	282 049
+ Unormalt netto driftsresultat	51 239	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Endring netto driftseiendeler	506 592	220 447	194 408	153 492	99 318	35 276	-33 727	-9 762	13 662	37 260	61 741	87 851	126 269	132 583	139 212
= Fri kontantstrøm fra drift	-211 396	361 588	525 535	504 964	457 210	383 783	289 373	89 421	95 301	102 959	112 634	124 646	129 558	136 035	142 837
+ Netto finansinntekter	6 954	4 143	5 244	6 407	7 562	8 623	9 505	10 123	10 846	11 693	12 689	13 864	15 255	16 180	16 989
+ Unormale netto fin.inntekter	-31 432	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Endring finansielle eiendeler	-66 365	28 902	26 321	21 796	15 448	7 632	-1 078	1 921	4 948	8 093	11 453	15 131	20 588	18 005	18 905
= Fri kontantstrøm fra SSK	-169 509	336 830	504 458	489 575	449 324	384 774	299 955	97 623	101 198	106 559	113 870	123 379	124 225	134 211	140 922
- Netto finanskostnader	17 998	13 410	15 666	20 695	24 454	27 953	34 340	39 803	40 975	42 468	39 205	41 233	43 676	44 595	46 825
+ Endring finansiell gjeld	52 433	95 382	89 736	77 696	59 346	35 555	-35 593	-25 822	-16 933	-8 646	-7 18	7 074	18 232	44 247	46 459
- Netto minoritetsresultat	545	765	1 388	2 121	2 926	3 749	4 527	4 312	4 146	4 022	3 936	3 886	3 868	3 894	4 089
+ Endring min. interesser	-1 053	5 315	6 123	6 583	6 033	6 576	-1 748	-1 360	-1 017	-709	-425	-160	214	1 606	1 687
= Fri kontantstrøm til EK	-136 671	423 351	583 263	551 038	487 866	394 661	223 748	26 326	38 127	50 714	69 585	85 175	95 127	131 575	138 154
= Netto betalt utbytte	-136 671	423 351	583 263	551 038	487 866	394 661	223 748	26 326	38 127	50 714	69 585	85 175	95 127	131 575	138 154

10.3 Fremskrivning av avkastningskrav

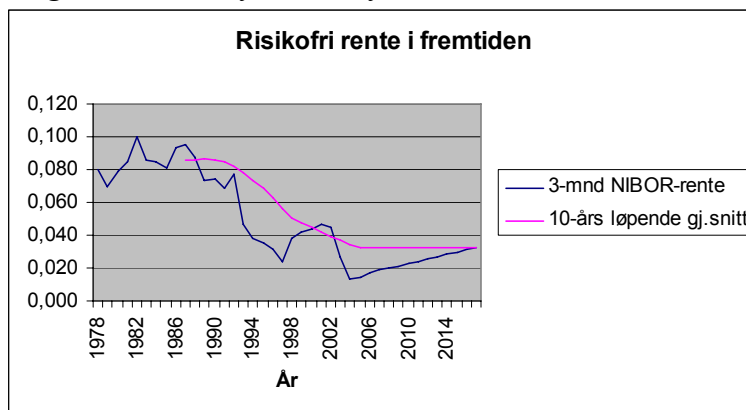
Kravene til egenkapital, minoritetsinteresser, netto finansiell gjeld og netto driftskapital må fremskrives før verdsettelsen av egenkapitalen og totalkapitalen til LSG kan gjennomføres (Brealy & Myers, 2003). Avkastningskravet skal nå være fremoverskuende. Avkastningskravene må fremskrives over budsjett horisonten fra 2006 frem til 2017, og etter budsjett horisonten. Kravet til avkastning på egenkapitalen bestemmes ut fra kapitalverdimodellen, og kravet til de øvrige kapitalene bestemmes etter tilsvarende metoder som i kapittel 7.

10.3.1 Egenkapitalkrav

Estimatet på det fremskrevne egenkapitalkravet bygger på estimater på forventet utvikling i risikofri rente, markedets risikopremie, selskapets betaverdi, illikviditetspremien og effektiv utbytteskatt.

Risikofri rente

Figur 10.5 Risikofri rente i fremtiden



Risikofri rente beregnes på bakgrunn av 3 måneders NIBOR-rente etter skatt, fratrukket 10 % risikopremie. For 2005 er den risikofri renten 1,4 %, og er forventet å være 1,7 % i 2006 på bakgrunn av

siste kjente renteforventning.⁹³ Den risikofri renten returnerer lineært til det historiske 10-årgjennomsnittet på 3,3 % i 2017 – denne er også risikofri rente i ”steady-state”.

⁹³ Norges Bank www.norges-bank.no

Markedets risikopremie

Den gjennomsnittlige risikopremien på Oslo Børs fra 1958 – 2005 er 6,5 %⁹⁴. Thore Johnsen opererer med en risikopremie på 5,0 % basert på et gjennomsnitt fra 1900 - 2005.⁹⁵ Sett i forhold til andre land har risikopremien i Norge vært relativt lav – jeg velger derfor å bruke en fremoverskuende risikopremie på 6,5 %, da jeg antar det er sannsynlig at Norge nærmer seg mer det internasjonale nivået i fremtiden. Risikopremien på 6,5 % antas konstant i budsjetterings- og fremskrivingsperioden.

Betaverdi

Betaen estimert for LSG i kapittel 7.1 var 0,990. En regresjonsanalyse gjennomført på data for de siste 36 måneder og justert for at beta er mean-reverting gir en egenkapitalbeta for LSG på 0,875. Jeg velger å ikke se lenger enn 36 måneder tilbake i tid for å få en fremoverskuende beta.

For å finne egenkapitalkravet for hvert enkelt år i budsjett- og fremskrivingsperioden må betaverdien til finansielle eiendeler, finansiell gjeld og netto driftskapital fremskrives. Den finansielle eiendelsbetaen forutsettes å konvergere mot det historiske gjennomsnittet på 0,191. Finansiell gjeldsbeta kan dermed beregnes residualt, da man forutsetter at netto finansiell gjeldsbeta er null over budsjett- og fremskrivingsperioden.

Tabell 10.15 Netto finansiell gjeldsbeta

Netto finansiell gjeldsbeta	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Finansiell gjeldsbeta	0,021	0,019	0,023	0,026	0,030	0,033	0,037	0,042	0,048	0,054	0,060	0,067	0,075	0,078	0,078
* FG/NFG	1,976	1,509	1,498	1,488	1,479	1,470	1,461	1,485	1,512	1,540	1,572	1,606	1,644	1,686	1,686
- Finansiell eiendelsbeta	0,043	0,055	0,068	0,080	0,092	0,105	0,117	0,129	0,142	0,154	0,166	0,179	0,191	0,191	0,191
* FE/NFG	0,976	0,509	0,498	0,488	0,479	0,470	0,461	0,485	0,512	0,540	0,572	0,606	0,644	0,686	0,686
= Netto finansiell gjeldsbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Som i kapittel 7 forutsettes netto driftsbeta å være konstant. Med en egenkapitalbeta på 0,875 i 2005 gir dette oss en netto driftsbeta på 0,67. Under denne forutsetningen kan egenkapitalbeta (= minoritetsbeta) for hele budsjett- og fremskrivingsperioden beregnes. Utviklingen i egenkapitalbeta og dermed minoritetsbeta over perioden presenteres i tabell 10.14.

⁹⁴ BUS425, Våren 2006, Knivsfå, Kjell H.

⁹⁵ Boye, Knut og Johnsen, Thore (2002): Praktisk Økonomi og Finans nr. 1

Tabell 10.16 Egenkapitalbeta beregnet via netto driftsbeta

Egenkapitalbeta	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Egenkapitalbeta	0,875	0,875	0,884	0,894	0,903	0,913	0,922	0,909	0,896	0,883	0,871	0,858	0,847	0,835	0,835
* Egenkapitalvekt	0,759	0,761	0,751	0,741	0,731	0,721	0,710	0,722	0,733	0,745	0,756	0,767	0,779	0,790	0,790
+ Minoritetsbeta	0,875	0,875	0,884	0,894	0,903	0,913	0,922	0,909	0,896	0,883	0,871	0,858	0,847	0,835	0,835
* Minoritetsvekt	0,007	0,004	0,006	0,009	0,011	0,013	0,016	0,015	0,015	0,014	0,014	0,013	0,013	0,012	0,012
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
* Netto finansiell gjeldsvekt	0,235	0,235	0,242	0,250	0,258	0,266	0,274	0,263	0,252	0,241	0,230	0,220	0,209	0,198	0,198
= Netto driftsbeta	0,670	0,670	0,670	0,670	0,670	0,670	0,670	0,670	0,670	0,670	0,670	0,670	0,670	0,670	0,670

Likviditetspremien

En likviditetspremie tillegges aksjer hvor det eksisterer en grad av markedssvikt, og etter argumentasjonen i kapittel 7.1.4 kom jeg frem til en likviditetspremie på 1 %. Denne velger jeg å holde meg til over budsjett- og fremskrivingsperioden, da det er sannsynlig at Lerøy-familien, per 2005 største aksjonær, vil holde denne posisjonen grunnet selskapets historie som familieselskap. Jeg vil derfor opprettholde likviditetspremien på 1 %.

Utbytteskatt

Fra og med 2006 er det innført utbytteskatt på 28 % dersom utbytteutdelingen overgår en fastsatt skjermingsgrense. Skjermingsgrensen fastsettes av et skjermingsfradrag som er sammensatt av aksjens kostpris og risikofri markedsrente, jfr. Skattelovens §10-12 med virkning fra 01.01.2006. Total skatt på utbytte utover skjermingsgrunnlaget (kostpris + ubenyttet skjermingsfradrag fra tidligere år) kan da beregnes som følger:

$$\begin{aligned}
 &= \text{selskapsskatt} + \text{utbytteskatt} \\
 &= 0,28 + (1-0,28)*0,28 = 48,16 \%
 \end{aligned}$$

På grunn av skjermingsgrunnlaget og den skattetilpasning gjennomført for å unngå utbytteskatten er det rimelig å anta at utbytteskatten reelt vil være langt under 28 %. For en marginal investor i ”steady-state” kan man anta at effektiv utbytteskatt ligger i intervallet 0 – 6 %⁹⁶, men dette er usikkert. Jeg vil likevel inkludere utbytteskatten i avkastningskravet til egenkapitalen, og jeg lar denne konvergere lineært fra 0 % i 2006 til 3 % i 2017.

⁹⁶ BUS425, Våren 2006: Knivsfå, Kjell H.

På bakgrunn av estimatene presentert over kan jeg nå beregne egenkapitalkravet til LSG for hvert år i budsjett- og fremskrivingsperioden:

Tabell 10.17 Egenkapitalkrav

Egenkapitalkrav	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Risikofri rente	0,014	0,017	0,019	0,020	0,021	0,023	0,024	0,026	0,027	0,028	0,030	0,031	0,033	0,033	0,033
+ Risikopremie	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065	0,065
* Betaverdi	0,875	0,875	0,884	0,894	0,903	0,913	0,922	0,909	0,896	0,883	0,871	0,858	0,847	0,835	0,835
+ Likviditetspremie	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
= EK-krav før eff. utb.skatt	0,081	0,084	0,086	0,088	0,090	0,092	0,094	0,095	0,095	0,096	0,096	0,097	0,098	0,097	0,097
/ (1 - eff.utbytteskatt)	1,000	1,000	0,997	0,995	0,992	0,989	0,986	0,984	0,981	0,978	0,975	0,973	0,970	0,970	0,970
= Egenkapitalkrav	0,081	0,084	0,086	0,089	0,091	0,093	0,095	0,096	0,097	0,098	0,099	0,100	0,101	0,100	0,100

10.3.2 Netto finansielt gjeldskrav

Netto finansielt gjeldskrav er sammensatt av kravet til avkastning på finansiell gjeld og kravet til avkastning på finansielle eiendeler. Finansielt gjeldskrav beregnes som før som risikofri rente pluss en kredittrisikopremie. Kredittrisikopremien baseres på en syntetisk rating på bakgrunn av to måltall – netto driftsrentabilitet og egenkapitalprosent. Finansielt eiendelskrav beregnes på bakgrunn av risikofri rente, risikopremien i markedet og den fremskrevne finansielle eiendelsbetaen.

Tabell 10.18 Netto finansielt gjeldskrav

Netto finansielt gjeldskrav	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Finansielt gjeldskrav	0,018	0,023	0,023	0,027	0,029	0,031	0,036	0,044	0,046	0,049	0,046	0,048	0,050	0,051	0,051
* FG/NFG	1,976	1,509	1,498	1,488	1,479	1,470	1,461	1,485	1,512	1,540	1,572	1,606	1,644	1,686	1,686
- Finansielt eiendelskrav	0,017	0,021	0,023	0,025	0,027	0,030	0,032	0,034	0,036	0,038	0,041	0,043	0,045	0,045	0,045
* FE/NFG	0,976	0,509	0,498	0,488	0,479	0,470	0,461	0,485	0,512	0,540	0,572	0,606	0,644	0,686	0,686
= Netto finansielt gjeldskrav	0,018	0,024	0,023	0,027	0,029	0,031	0,038	0,048	0,051	0,055	0,048	0,051	0,054	0,054	0,054

10.3.3 Minoritetskravet

Minoritetsinvesteringer er egenkapitalinvesteringer og er ofte ”låst inne” i selskapet. Dette innebærer at man som regel legger til en ekstra illikviditetspremie til minoritetsinteressent, der denne avhenger av graden av innlåsing eller illikviditet. I beregningen av historisk avkastningskrav til minoriteten satte jeg denne premien til 3 %. På lang sikt, dersom selskapet er lønnsomt, vil ofte majoriteten bli mer interessert i å kjøpe ut minoriteten. Jeg velger derfor å la illikviditetspremien avta fra 3 % til 2 % over budsjettperioden.

Tabell 10.19 Minoritetskravet

Minoritetskravet	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Egenkapitalkrav før eff. utbytteskatt	0,081	0,084	0,086	0,088	0,090	0,092	0,094	0,095	0,095	0,096	0,096	0,097	0,098	0,097	0,097
+ Illikviditetspremie	0,030	0,030	0,029	0,028	0,027	0,026	0,025	0,025	0,024	0,023	0,022	0,021	0,020	0,020	0,020
/ (1 - eff.utbytteskatt)	1,000	1,000	0,997	0,995	0,992	0,989	0,986	0,984	0,981	0,978	0,975	0,973	0,970	0,970	0,970
= Minoritetskravet	0,111	0,114	0,115	0,117	0,118	0,120	0,121	0,121	0,121	0,121	0,121	0,121	0,121	0,120	0,120

10.3.4 Netto driftskrav

Netto driftskravet er det vektete avkastningskravet mellom egenkapitalen, minoritetsinteressene og netto finansiell gjeld.

Tabell 10.20 Netto driftskrav

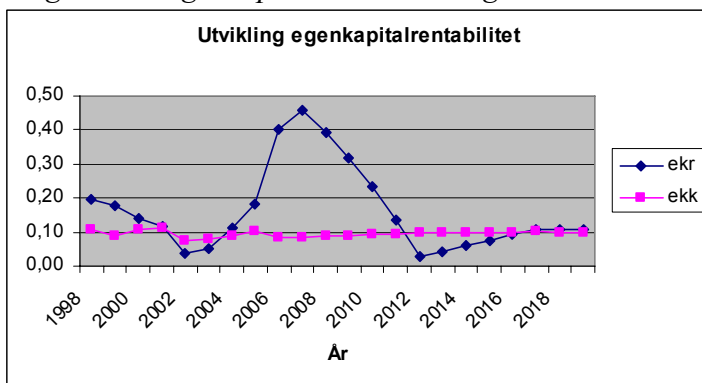
Netto driftskrav	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Egenkapitalkrav	0,081	0,084	0,086	0,089	0,091	0,093	0,095	0,096	0,097	0,098	0,099	0,100	0,101	0,100	0,100
* Egenkapitalvekt	0,759	0,761	0,751	0,741	0,731	0,721	0,710	0,722	0,733	0,745	0,756	0,767	0,779	0,790	0,790
+ Minoritetskrav	0,111	0,114	0,115	0,117	0,118	0,120	0,121	0,121	0,121	0,121	0,121	0,121	0,121	0,120	0,120
* Minoritetsvekt	0,007	0,004	0,006	0,009	0,011	0,013	0,016	0,015	0,015	0,014	0,014	0,013	0,013	0,012	0,012
+ Netto finansielt gjeldskrav	0,018	0,024	-0,011	0,027	0,029	0,031	0,038	0,048	0,051	0,055	0,048	0,051	0,054	0,054	0,054
* Netto finansiell gjeldsvekt	0,235	0,235	0,242	0,250	0,258	0,266	0,274	0,263	0,252	0,241	0,230	0,220	0,209	0,198	0,198
= Netto driftskrav	0,067	0,070	0,063	0,074	0,075	0,077	0,080	0,084	0,086	0,088	0,087	0,089	0,091	0,091	0,091

10.4 Rentabilitet og vekst på horisonten

For å kunne bestemme rentabilitet og vekst på horisonten undersøkes utviklingen i rentabilitet og vekst fra den historiske analyseperioden og frem til 2017 (T).

10.4.1 Egenkapitalrentabilitet og vekst

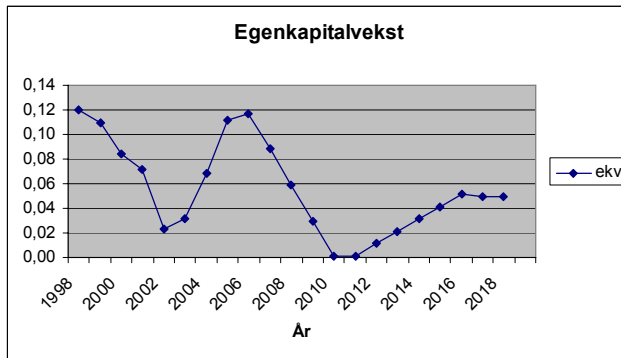
Figur 10.6 Egenkapitalrentabilitet og krav 98 - ∞



Figuren viser at egenkapitalrentabiliteten varierer syklisk med en topp i 2007 før den faller ned mot 2012 og der også under egenkapitalkravet. LSG har altså superrentabilitet frem til 2012, og deretter en rentabilitet som går så vidt over kravet på

budsjetthorisonen. Egenkapitalrentabiliteten konvergerer mot 10,7 % på budsjetthorisonen, 0,7 % over kravet. Utviklingen i egenkapitalveksten (ekv) kan illustreres i figur 10.7.

Figur 10.7 Egenkapitalvekst 98 - ∞



Egenkapitalveksten i LSG er også syklisk som vi kan se, men på budsjetthorisonen stabiliserer den seg på 5 %, som er lik den budsjetterte driftsinntektsveksten på horisonen. Dette er et greit utgangspunkt for å fremskrive veksten fra 2018 til uendelig.

Budsjettering og fremskriving er gjennomført og dermed er de ni budsjettdriverne som er nødvendige for å kunne gjennomføre den fundamentale verdsettelsen estimert.

11 FUNDAMENTAL VERDSETTELSE

Det neste og fjerde trinnet er selve verdsettelsen av LSG. Man kan gjennomføre en fundamental verdsettelse på to måter (Penman, 2004). Ved bruk av egenkapitalmetoden foretar man en direkte verdsettelse av egenkapitalen, mens totalkapitalen verdsetter egenkapitalen indirekte via totalkapital og gjeld. Totalkapitalen kan estimeres via netto driftskapital eller sysselsatt kapital – gjelden vanligvis via finansiell gjeld eller netto finansiell gjeld, avhengig av valg av kapitalbase. Deretter finnes verdien av egenkapitalen ved å trekke verdien av gjelden fra verdien av kapitalbasen.

De to metodene gir det samme verdiestimatet dersom avkastningskravene er vektet til virkelig verdi. Dersom avkastningskravene er vektet på bakgrunn av budsjetterte verdier vil de to metodene gi forskjellig resultat.

Etter at jeg har utarbeidet fundamentale verdiestimer på LSG basert på begge metodene vil jeg vise at verdiestimatene konvergerer over tid ved hjelp av verdibasert regnskapsføring. For å belyse usikkerheten rundt verdiestimatet vil jeg også inkludere en sensitivitetsanalyse.

Til hver av de to metodene hører fire undermetoder, disse er felles for begge metodene. Ved konsistent bruk vil de fire metodene gi samme verdiestimat under hver metode. I det følgende vil jeg gå nærmere inn på de ulike modellene, og deretter velge modellen for den fundamentale verdsettelsen.

11.1 Valg av modell

De fire modellene som presenteres under kan brukes både ved direkte og indirekte verdsettelse av egenkapitalen.

1. **Utbyttmodellen** verdsetter egenkapitalen ved å diskontere forventet netto betalt utbytte i fremtiden til nåverdi.

2. **Fri kontantstrømmodellen** finner verdien av egenkapitalen som nåverdien av fremtidig fri kontantstrøm til egenkapitalen. Siden den fremtidige frie kontantstrømmen til egenkapitalen er lik netto betalt utbytte er fri kontantstrømmodellen i prinsippet lik utbyttmodellen.
3. **Superprofittmodellen** bestemmer verdien av egenkapitalen som balanseført verdi av justert egenkapital i dag pluss nåverdien av fremtidige residuale resultater – eller superprofitten til egenkapitalen.
4. **Superprofittvekstmodellen** kapitaliserer nettoresultatet til egenkapitalen ett år frem i tid, og legger deretter til nåverdien av endringen i fremtidig superprofitt til egenkapitalen.

De to første modellene baserer seg på kontantstrøm, mens de to siste er regnskapsbaserte. De kontantstrømbaserte verdsettelsesmodellene er enkle i bruk og uavhengige av regnskapsføring i fremtidsregnskapet, mens de regnskapsbaserte modellene avhenger av prinsipper og metoder for regnskapsføring. Problemet med de kontantstrømbaserte modellene er at de ikke gir en klar sammenstilling av investeringene og inntektene som genereres. Slike modeller trenger lang tidshorisont for å fange opp all verdiskapningen, men når tidshorisonten blir lengre øker også usikkerheten. Utbyttmodellen er best egnet når utbytteutbetalingen er direkte knyttet til verdiskapningen i selskapet – for eksempel hvis selskapet har en fast utbytteprosent. Fri kontantstrømmodellen er best egnet ved en relativt konstant fri kontantstrøm, eller i det minste konstant vekst (Penman, 2004).

De regnskapsbaserte verdsettelsesmodellene tar utgangspunkt i resultat og balanse og innkalkulerer de bokførte verdiene. For å kunne benytte disse modellene kreves god innsikt i gjeldende regnskapsprinsipper og man bør være oppmerksom på eventuell kreativ regnskapsføring. På den annen side sikrer disse modellene god periodisering – noe som muliggjør vurderingen av fremtidig inntjening og egenkapitalverdi. Man får ikke det samme problemet med lang tidshorisont fordi mer av verdien fordeles på begynnelsen av budsjettperioden. Verdiestimatet superprofitt- og superprofittvekstmodellen gir er ikke påvirket av regnskapsføringen – konservativ regnskapsføring i form av direkte kostnadsføring eller nøytral regnskapsføring ved hjelp av direkte balanseføring påvirker

kun verdikomponentene i modellen, men totalvirkningen vil alltid være null. I superprofittvekstmodellen fokuseres det på forholdstallet Pris/Fortjeneste, ulempen med modellen er at den gir lite innsikt i verdiskapningen. Dette gjør at modellen er lite egnet for strategisk analyse, der fokus nettopp er på verdiskapningen investeringer genererer – superprofittmodellen er derfor å foretrekke blant disse to.

I verdsettelsen av LSG vil jeg bruke både egenkapital- og totalkapitalmetoden, og i disse bruke to undermodeller, både en kontantstrømbasert modell og en regnskapsbasert modell. Etter diskusjonen over velger jeg fri kontantstrømmodellen og superprofittmodellen. De to modellene vil gi sammenfallende verdier ved konsistent bruk – men så lenge jeg bruker budsjetterte verdier i vektingen av avkastningskravet vil ikke metodene gi helt korrekte estimater på virkelig verdi av egenkapitalen.

11.2 Egenkapitalmetoden

Ved hjelp av fri kontantstrømmodellen og superprofittmodellen vil jeg nå foreta en direkte verdsettelse av egenkapitalen.

11.2.1 Fri kontantstrømmodellen

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{FKE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T)(ek_{T+1} - ek_{T+1})}$$

Verdien av egenkapitalen finnes ved å diskontere fri kontantstrøm til egenkapital til nåverdi. Det første leddet i formelen bestemmer nåverdien av den frie kontantstrømmen over budsjettperioden, mens det andre leddet er horisontleddet. I fremskrivingsperioden forutsettes konstant vekst i det uendelige – verdien av egenkapitalen etter horisonten finnes da av følgende sammenheng;

$$VEK_t = \frac{FKE_{T+1}}{(ek_{T+1} - ek_{T+1})}$$

Verdsettelsen av LSG ved hjelp av fri kontantstrømmetoden presenteres i tabell 11.1 på neste side. Etter fri kontantstrømmodellen får jeg en verdi per aksje i LSG på **kr 79**.

11.2.2 Superprofittmodellen

$$VEK_o = EK_o + \sum_{t=1}^T \frac{(ekr_t - ekk_t) * EK_{t-1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{(ekr_{T+1} - ekk_{T+1}) * EK_T}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T)(ekk_{T+1} - ekv_{T+1})}$$

Ved beregning av verdien av egenkapitalen ved hjelp av superprofittmodellen tar man den balanseførte egenkapitalen i det omgrupperte og justerte regnskapet og legger deretter til nåverdien av fremtidig superprofitt til egenkapitalen slik denne er budsjettert i fremtidsregnskapet.

Det første leddet i formelen er egenkapital i siste år i analyseperioden, det andre leddet er nåverdien av superprofitt over budsjettperioden mens det tredje leddet er horisontleddet av superprofitten som bygger på forutsetningen om uendelig konstant vekst.

Verdsettelsen av LSG ved hjelp av superprofittmodellen presenteres i tabell 11.2 på neste side.

Etter superprofittmodellen får jeg en verdi per aksje i LSG på **kr 79,0**. Av dette ser man at de to metodene gir samme verdiestimat ved konsistent bruk.

Tabell 11.1 FKE-modellen

FKE-modellen	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Fri konstantstrøm til EK / Akkumulert ekk		423 351 1,084	583 263 1,178	551 038 1,282	487 866 1,398	394 661 1,529	223 748 1,675	26 326 1,836	38 127 2,014	50 714 2,211	69 585 2,429	85 175 2,671	95 127 2,940	131 575 3,233	138 154 40 691
= Nåverdi 2006 - 2018		2 246 011	495 254	429 823	348 860	258 170	133 614	14 341	18 933	22 937	28 644	31 884	32 356	40 691	
+ Nåverdi horisontverdien		857 764													857 764
= Verdien av egenkapitalen		3 103 775													
-> Verdiestimaten		79,0													
... per utestående aksje															

Tabell 11.2 SPE-modellen

SPE-modellen	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Balansført egenkapital	1 268 019														
Nettoreultat til EK		572 004	708 133	642 047	536 710	395 981	226 284	45 667	74 688	105 422	143 923	181 243	223 537	236 309	248 124
- Egenkapitalkravet		0,084	0,086	0,089	0,091	0,093	0,095	0,096	0,097	0,098	0,099	0,100	0,101	0,100	0,100
* IB Egenkapital		1 268 019	1 416 671	1 541 541	1 632 550	1 681 394	1 682 714	1 685 250	1 704 591	1 741 152	1 795 860	1 870 197	1 966 265	2 094 676	2 199 410
= Superproffitt til egenkapital		465 345	585 833	505 516	388 421	239 406	65 689	-116 490	-90 717	-64 999	-33 419	-5 122	25 776	27 238	28 599
/ Akkumulert ekk		1,084	1,178	1,282	1,398	1,529	1,675	1,836	2,014	2,211	2,429	2,671	2,940	3,233	
= Nåverdi 2006 - 2018		1 658 189	429 240	497 436	394 315	277 749	156 609	39 227	-45 047	-29 399	-13 757	-1 917	8 767	8 424	
+ Horisontverdien		177 567													177 567
= Verdien av egenkapitalen		3 103 775													
-> Verdiestimaten		79,0													
... per utestående aksje															

11.3 Totalkapitalmetoden

I det følgende vil jeg foreta en indirekte verdsettelse av egenkapitalen til LSG. Også under totalkapitalmetoden vil jeg benytte fri kontantstrømmodellen og superprofittmodellen. Jeg velger netto driftskapital som kapitalbase og derfor er det netto finansiell gjeld som er den relevante gjelden å trekke fra. Etter forutsetningen om at det ikke finnes mer- og/eller mindreverdier i fremtidsregnskapet i sammenheng med utarbeidelsen av netto finansiell gjeldsrente og –krav samt minoritetsrentabilitet og -krav, antar jeg at netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser er ført til virkelig verdi i balansen i 2005. Det eneste jeg trenger for å finne verdien av egenkapitalen er derfor å bestemme verdien av netto driftskapitalen etter de to modellene. Egenkapitalverdien fremkommer deretter ved å trekke ut netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser fra verdien av netto driftskapital.

11.3.1 Fri kontantstrømmodellen

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKD_t}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_t)} + \frac{FKD_{T+1}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_T)(ndk_{T+1} - ndv_{T+1})} - NFG_o - MI_0$$

Modellen og utregningene er analoge med fri kontantstrømmodellen benyttet under egenkapitalen. I fastsettelsen av netto driftskapital benyttes fri kontantstrøm fra drift til forskjell fra fri kontantstrøm til egenkapital, og netto driftskrav og netto driftsvekst erstatter egenkapitalkrav og egenkapitalvekst. Gjennom dette finnes verdien på netto driftskapital – og deretter på egenkapitalen ved å trekke ut netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser.

Verdsettelse av LSG etter fri kontantstrømmodellen blir da som i tabell 11.3 på neste side. Etter fri kontantstrømmodellen blir verdierestimatet etter indirekte metode **kr 82,1**.

11.3.2 Superprofittmodellen

$$VEK_o = EK_o + \sum_{t=1}^T \frac{(ndr_t - ndk_t) * NDK_{t-1}}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_t)} + \frac{(ndr_{T+1} - ndk_{T+1}) * NDK_T}{(1 + ndk_1) * \dots * (1 + ndk_T)(ndk_{T+1} - ndv_{T+1})} - NFG_0 - MI_o$$

Modellen og utregningene er analoge til superprofittmodellen benyttet under egenkapitalmetoden. I fastsettelsen av verdien på netto driftskapital brukes her netto driftskrav og netto driftsvekst i stedet for egenkapitalkrav og egenkapitalvekst. Etter å ha funnet verdien på netto driftskapital trekkes verdien av netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser fra for å finne verdien på egenkapitalen.

Verdsettelsen av LSG etter superprofittmodellen presenteres i tabell 11.4 på neste side. Etter superprofittmodellen og indirekte metode blir verdiestimatet per aksje i LSG **kr 82,1**. Også her kan man se at med konsistent bruk gir fri kontantstrømmodellen og superprofittmodellen samme resultat.

Tabell 11.3 Fri kontantstrømmodellen - NDK

FKD-modellen	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Fri kontantstrøm fra drift		361 588	525 535	504 964	457 210	383 783	289 373	89 421	95 307	102 959	112 634	124 646	129 558	136 035	142 837
/ Akkumulert ndk		1,070	1,146	1,230	1,323	1,425	1,539	1,669	1,812	1,971	2,143	2,335	2,547	2,779	
= Nåverdi 2006 - 2018		2 373 942	337 912	458 517	410 397	345 579	269 340	188 004	53 594	52 242	52 554	53 393	50 863	48 948	
+ Nåverdi horisontverdien		1 250 982													1 250 982
= Verdien av netto driftskapital		3 624 924													
- Netto finansiell gjeld		390 692													
- Minoritetsinteresser		6 705													
= Verdien av egenkapital		3 227 527													
--> Verdiestimat		82,1													
... per utestående aksje															

Tabell 11.3 Fri kontantstrømmodellen - NDK

SPD-modellen	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Balanseført NDK	1 665 416														
Netto driftsresultat		582 035	719 942	658 456	556 528	419 059	255 645	79 659	108 963	140 219	174 375	212 497	255 827	268 618	282 049
- Netto driftskrav		0,070	0,071	0,074	0,075	0,077	0,080	0,084	0,086	0,088	0,087	0,089	0,091	0,091	0,091
* IB Netto driftskapital		1 665 416	1 885 863	2 080 270	2 233 763	2 333 080	2 368 367	2 334 629	2 324 867	2 338 530	2 375 789	2 437 531	2 525 382	2 651 651	2 784 233
= Superprofit fra drift		465 345	585 833	505 516	388 421	239 406	65 689	-116 490	-90 717	-64 999	-33 419	-5 122	25 776	27 095	28 450
/ Akkumulert ndk		1,070	1,146	1,230	1,323	1,425	1,539	1,669	1,812	1,971	2,143	2,335	2,547	2,779	
= Nåverdi 2006 - 2018		1 710 339	434 875	511 126	410 846	293 586	168 016	42 677	-50 070	-32 981	-15 593	-2 194	10 120	9 749	
+ Horisontverdien		249 168													249 168
= Verdien av NDK		3 624 924													
- Netto finansiell gjeld		390 692													
- Minoritetsinteresser		6 705													
= Verdien av egenkapital		3 227 527													
--> Verdiestimat		82,1													
... per utestående aksje															

Et første estimat på verdien til LSG per aksje er dermed bestemt ved hjelp av egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden.

Tabell 11.5 Verdiestimat

Metode	Verdiestimat
Egenkapitalmetoden	79,0
Totalkapitalmetoden	82,1
Gjennomsnitt	80,5

Som tabellen viser er verdiestimatet fra egenkapitalmetoden kr 3,1 lavere enn verdiestimatet fra den indirekte metoden med netto driftskapital som kapitalbase. Avviket skyldes som tidligere nevnt at avkastningskravene som brukes er vektet med budsjettert kapital. I kapittel 11.4 vil jeg derfor konvergere verdiestimatene ved å omarbeide til verdibasert fremtidsregnskap. Det verdibaserte fremtidsregnskapet vil deretter benyttes for å vekte avkastningskravene med virkelige verdier og dermed finne den endelige verdien på egenkapitalen til LSG.

11.4 Konvergering av verdiestimat

I fremtidsregnskapet som ble presentert i kapittel 10.2.1 er det kun finansiell gjeld, finansielle eiendeler og minoritetsinteresser som føres til virkelig verdi. Netto driftseiendeler føres til justert korrekt historisk kost. Dette er altså grunnen til at egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden gir ulike verdiestimater. Dersom netto driftseiendeler – og dermed egenkapitalen – justeres til virkelig verdi vil fremtidsregnskapet være et verdibasert fremtidsregnskap. Oppdateringen av vektene er sekvensiell og gjøres ved hjelp av følgende grep:

1. Egenkapitalen i verdsettelsesåret settes til gjennomsnittet av egenkapitalverdien som er estimert etter henholdsvis egenkapital- og totalkapitalmetoden i kapittel 11.3.
2. Verdien av netto driftskapitalen i verdsettelsesåret er lik balanseført verdi pluss merverdien i egenkapitalen.

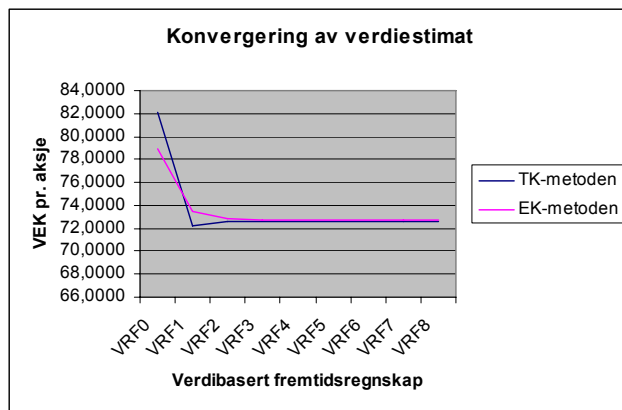
3. Netto driftsresultat første år i fremtidsbudsjettet beregnes som IB netto driftseiendeler multiplisert med netto driftskravet. Endring i netto driftseiendeler blir da netto driftsresultat fratrukket fri kontantstrøm fra drift.
4. Netto driftseiendeler første år i fremtidsbudsjettet er inngående verdi minus endring i netto driftseiendeler.
5. Egenkapitalen første år i fremtidsbudsjettet er balanseført egenkapital pluss merverdi i netto driftseiendeler.
6. Steg 3 – 5 gjentas over hele budsjettperioden.
7. Nye avkastningskrav beregnes til netto driftskapital og egenkapital basert på de nye balanseverdiene som er ført til virkelig verdi.
8. Gjennomfører en ny verdsettelse etter henholdsvis egenkapital- og totalkapitalmetoden, og bruker her de nye avkastningskravene for å diskontere til nåverdi.

Dersom gjennomføringen av disse stegene én gang ikke eliminerer avviket mellom de to metodene brukes gjennomsnittet av egenkapitalverdien etter de to nye verdiestimatene til å utarbeide et nytt verdibasert fremtidsregnskap for diskontering av nye verdiestimer. Prosessen itereres til verdiestimatene etter begge metodene konvergerer.

Tabell 11.6 Konvergering

Konvergering	VRF0	VRF1	VRF2	VRF3	VRF4	VRF5	VRF6	VRF7	VRF8
TK-metoden	82,1012	72,1975	72,5496	72,5282	72,5291	72,5290	72,5290	72,5290	72,5290
EK-metoden	78,9533	73,4411	72,7981	72,6944	72,6776	72,6750	72,6746	72,6745	72,6745
Avvik	3,1480	-1,2436	-0,2486	-0,1662	-0,1485	-0,1460	-0,1456	-0,1455	-0,1455

Figur 11.1 Konvergering av verdiestimat



Etter å ha gjennomført iterasjonen åtte ganger, ser jeg at konvergeringsprosessen saktner – og i stedet for å fortsette med et uendelig antall iterasjoner velger jeg å anta at verdiestimatet konvergerer mot 72,6. Ut fra figur 11.1 synes dette fornuftig. Etter dette har jeg da kommet frem

til et verdiestimat på egenkapitalen til LSG per 31.12.2005 på kr 2 854 085 935, dette gir en verdi per aksje på **kr 72,6**. Det nye estimatet på verdien av egenkapitalen er 2,25 ganger så høyt som den balanseførte verdien av selskapets egenkapital. Aksjekursen per 01.06.06 var på kr 113,50. I utarbeidingen av en handlingsstrategi i kapittel 13 vil jeg basere meg på sist kjente kurs for Tusenfryd, og vil derfor fremskrive det fundamentale verdiestimatet på kr. 72,6 til juni 2006.

11.5 Usikkerhet i verdiestimatet

Det utarbeidede verdiestimatet avhenger av den utviklingen i budsjett- og verdidriverne jeg kom frem til i utarbeidingen av fremtidsregnskapet. Denne utviklingen er usikker, og det mest fornuftige er å anse verdiestimatet som en forventningsverdi basert på den forventede utviklingen til alle budsjett- og verdidriverne og dermed et punkttestimat (Penman, 2004). Gjennom risikoanalyse og simulering vil jeg i det følgende analysere usikkerheten rundt verdiestimatet.

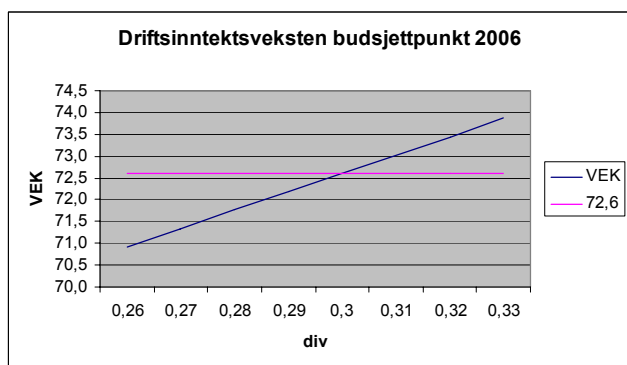
11.5.1 Sensitivitetsanalyse

Først vil jeg gjennomføre en sensitivitetsanalyse på kritiske faktorer – det vil si budsjett- og verdidrivere i fremtidsregnskapet, og se hvordan endringer i disse gir utslag på verdiestimatet (Palepu et al., 2004). Jeg vil undersøke de ni budsjettdriverne presentert i kapittel 10.1.4, samt se nærmere på komponentene i beregningen av egenkapitalkravet. De driftsrelaterte budsjettdriverne viste seg mest kritiske for verdiestimatet mens de finansielle ga svært lite utslag på verdiestimatet og anses derfor for mindre viktige for vurderingen av det endelige estimatet. I fortsettelsen vil jeg undersøke de budsjettdriverne som ble ansett å være mest kritiske for verdiestimatet på 72,6, både på kort og lang sikt. I den kortsiktige analysen undersøker jeg endringer i 2006, mens i den langsiktige analysen foretar jeg endringer på budsjettthorisonen T.

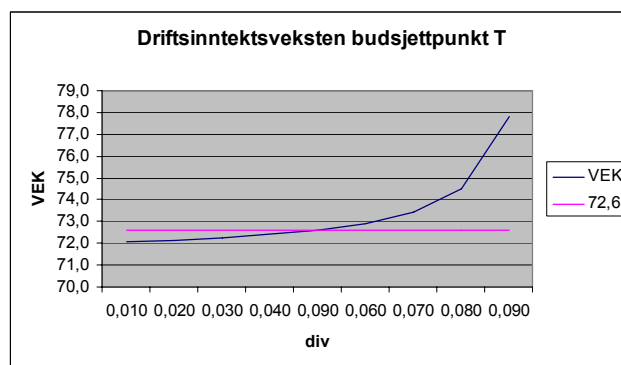
Driftsinntektsveksten

I fremtidsregnskapet budsjetterte jeg med 30 % vekst i driftsinntektene i 2006 og 5 % på lang sikt. I sensitivitetsanalysen har jeg sett på virkninger av endring i kortsiktig vekst og langsiktig på budsjettthorisonen.

Figur 11.2 Driftsinntektsveksten på kort sikt



Figur 11.3 Driftsinntektsveksten på lang sikt

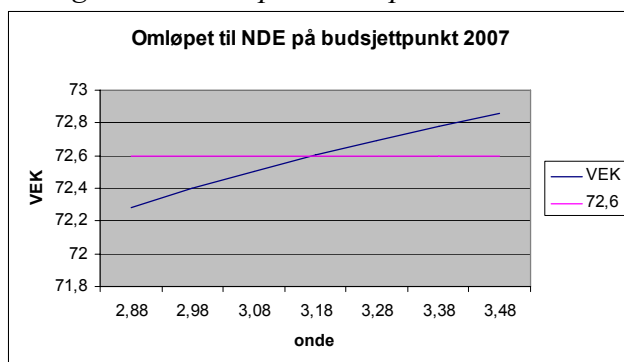


Dersom det hadde vært 1% lavere vekst enn budsjettert i 2006, ville dette ha gitt utslag i verdiestimatet på -0,4 %. En økning på 3 % ville gitt et utslag på +1,9 %. På budsjetthorisonen er virkningen av en 1 % reduksjon i langsiktig vekst et utslag på -0,3 % på verdiestimatet, mens en økning på 3 % i langsiktig vekst gir en økning på 3 % i verdiestimatet. Fra figur 11.3 kan man se at verdiestimatet eksploderer når div nærmer seg ekk.

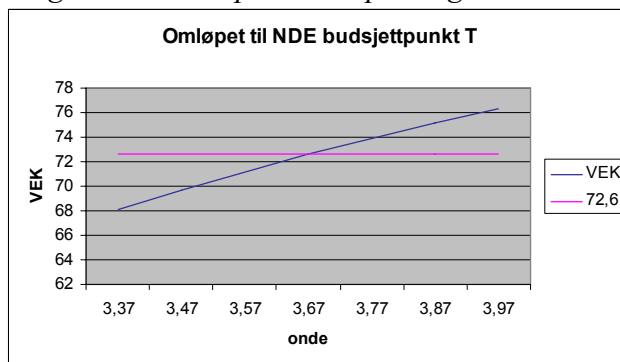
Omløpet til netto driftseiendeler

Jeg budsjetterte opprinnelig med et omløp til netto driftseiendeler på 3,18 på kort sikt i 2007 og 3,67 på lang sikt på budsjetthorisonen T. Da LSG og bransjen har hatt sterkt varierende onde i løpet av analyseperioden, er det en del usikkerhet forbundet med denne størrelsen.

Figur 11.4 Omløp til NDE på kort sikt



Figur 11.5 Omløp til NDE på lang sikt



En reduksjon av omløpet til netto driftseiendeler på kort sikt til 2,88, gir et utslag på verdiestimatet på -0,4 %. En økning av omløpet til netto driftseiendeler på kort sikt til

3,48 gir et utslag på verdiestimatet på +0,36 %. Tilsvarende gir en reduksjon av omløpet til netto driftseiendelene på budsjetthorisonten til 3,37 et utslag på verdiestimatet på -6,2 %, og en tilsvarende økning gir et positivt utslag på verdiestimatet på 5,1 %.

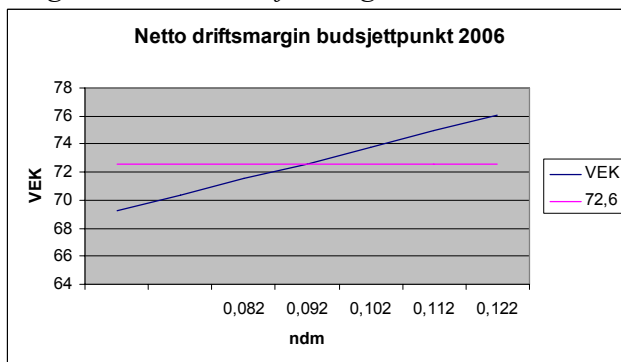
Verdiestimatet er altså mer sensitivt for endringer på lang sikt enn på kort sikt, både i positiv og negativ retning.

Netto driftsmargin

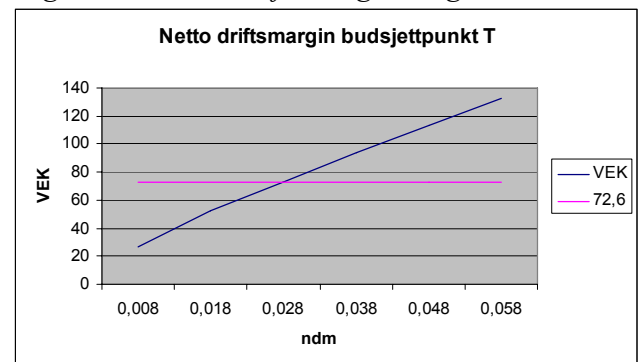
I fremtidsregnskapet har jeg budsjettert med at LSG holder netto driftsmarginen oppe på 11-12 % på kort sikt og at den deretter faller mot et bunnivå i 2012. Økningen opp til budsjetthorisonten er nokså beskjeden i forhold til økningen opp til det antatte toppnivået i 2007, og dette er en kilde til usikkerhet.

Ved en reduksjon i netto driftsmargin med 2 prosentpoeng på kort sikt, førte dette til et utslag på verdiestimatet på -3 %. En tilsvarende økning på kort siktførte til +3,2 % på verdiestimatet. En reduksjon på 2 prosentpoeng i netto driftsmargin på horisonten førte til en kraftig reduksjon i verdiestimatet, på hele -63 %. En tilsvarende økning førte til et utslag på +56 % på verdiestimatet. Det er tydelig at verdiestimatet er svært sensitivt for endringer på lang sikt i netto driftsmarginen. Dersom ndm synker lavt nok er det fare for at selskapet går konkurs.

Figur 11.6 Netto driftsmargin kort sikt



Figur 11.7 Netto driftsmargin lang sikt

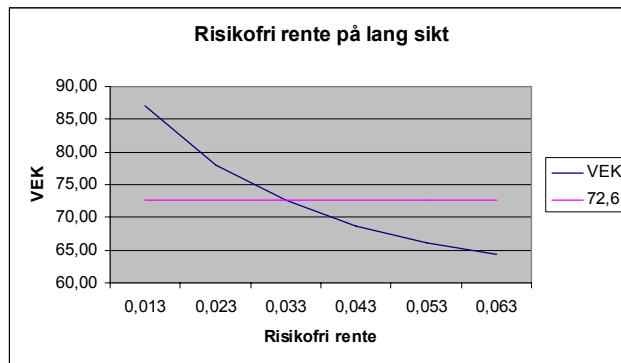


Avkastningskrav

Som nevnt har også endringer i komponentene i avkastningskravet en virkning på verdiestimatet. Disse komponentene er *risikofri rente*, *risikopremien til aksjemarkedet*, *betaverdien til selskapet*, *likviditetspremien* og *effektiv utbytteskatt*. Komponentene er i varierende grad kritiske for verdiestimatet, bl.a. fant jeg at effektiv utbytteskatt har liten innvirkning på verdiestimatet. En endring i den effektive utbytteskatten på 50 % både oppover og nedover førte til endring i verdiestimatet på 1-2 %.

I vurderingen av disse komponentene er det mest relevant å se på lang sikt, da usikkerheten øker med lengden på budsjettthorisonen.

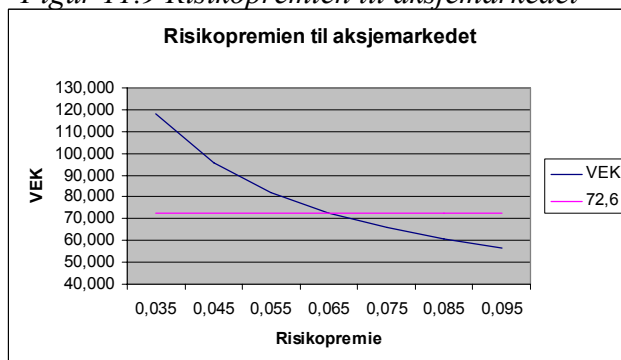
Figur 11.8 Risikofri rente på lang sikt



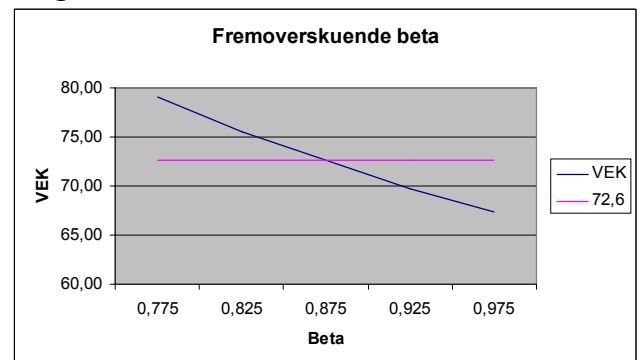
Den risikofri renten på lang sikt ble budsjettert til å være 3,3 %. En reduksjon på 2 prosentpoeng gir et utslag på verdiestimatet på +19,9 %. Lavere rente fører altså til høyere egenkapitalverdi. En økning på 2 prosentpoeng gir et utslag på -8,8 %, altså lavere egenkapitalverdi.

Risikopremien til aksjemarkedet ble budsjettert til å være 6,5 % i hele budsjettperioden. Dersom risikopremien reduseres med 2 prosentpoeng til 4,5 %, gir dette et utslag på verdiestimatet på +31,4 %. En tilsvarende økning gir et utslag på verdiestimatet på -16,4 %. Lavere risikopremie virker altså positivt for verdien på egenkapitalen, som vist i figur 11.9

Figur 11.9 Risikopremien til aksjemarkedet

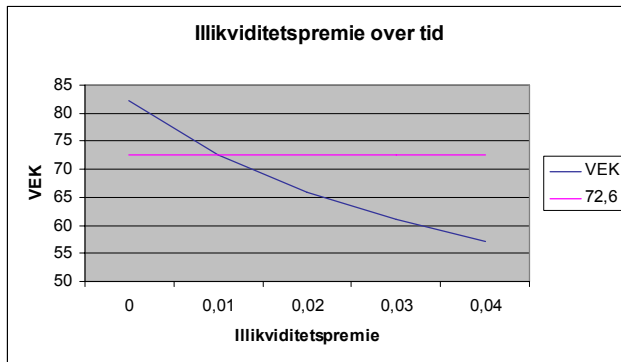


Figur 11.10 Fremoverskuende beta LSG



Den fremoverskuende betaverdien for selskapet ble estimert til 0,875. Ved en reduksjon i betaverdien til 0,775, får man en endring i verdiestimatet på +8,8 %. Ved en økning til 0,975 får man en endring i verdiestimatet på -7,3 %. I figur 11.10 kan man se at økende beta, det vil si økende systematisk risiko, fører til lavere verdiestimat.

Figur 11.11 Illikviditetspremie over tid



Illikviditetspremien i LSG ble budsjettert til 1 % i hele budsjettperioden. Dersom denne skulle reduseres til 0 %, ville det gitt et utslag på verdiestimatet på +13,3 %. En økning til 2 % ville gitt et utslag på verdiestimatet på -9,2 %.

Oppsummert så kan man se at verdiestimatet er mest følsomt for endringer i omløpet til netto driftseiendeler og netto driftsmargin på lang sikt. Både den risikofri renten og risikopremien er kritiske for verdiestimatet, da endringer her forårsaker relativt store utslag.

11.5.2 Simulering

Når man foretar en simulering gjør man usikre budsjett- og verdidrivere om til stokastiske variable for å avdekke usikkerhet i verdiestimatet (Løvås, 2004). Slik oppnår man en sannsynlighetsfordeling over verdiestimatet i stedet for et punkttestimat.

Tilsvarende som i sensitivitetsanalysen velger jeg her å fokusere på budsjett drivere knyttet til driften samt til egenkapitalkravet, i den overbevisning om at det er disse som er mest relevante for verdiestimatet. Også her må egenkapitalveksten på horisonten tilfredsstillende kravet om at egenkapitalkravet på horisonten må overstige veksten.

En sannsynlighetsfordeling velges for hver stokastiske variabel – i min analyse har jeg fokusert på normalfordeling og uniform fordeling. I en normalfordeling fordeler verdiene seg jevnt rundt en forventningsverdi som er basert på det forventede standardavviket. Normalfordelingen er dermed en kontinuerlig sannsynlighetsfordeling. En uniform

fordeling innebærer at sannsynligheten er lik for alle mulige verdier av en budsjettdriver i det angitte utfallsrommet (Løvås, 2004). Jeg antar i det videre at netto driftsmarginen er normalfordelt med forventning lik den budsjetterte driveren. Historisk standardavvik er 1,6 % og standardavviket over budsjettperioden er estimert til 3,9 %. Jeg velger derfor et standardavvik på 2 % på grunn av at netto driftsmargin stabiliserer seg på horisonten. For de øvrige budsjettdriverne velger jeg uniforme fordelinger, med utfallsrom som presenteres i tabell 11.8 og en forventning lik den budsjetterte driveren.

Tabell 11.7 De normalfordelte kritiske driverne

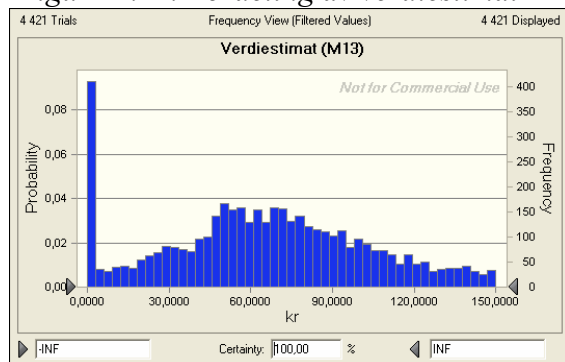
Normalfordelt	Forventning	Standardavvik
Netto driftsmargin - kort sikt	0,112	0,02
Netto driftsmargin - lang sikt	0,028	0,02

Tabell 11.8 De uniformt fordelte kritiske driverne

Uniformt fordelt	Minimum	Forventning	Maksimum
	a	(a+b)/2	b
Driftsinntektsveksten - kort sikt	0,1	0,3	0,5
Driftsinntektsvekst - lang sikt	0,01	0,05	0,09
Omløpet til netto driftseiendeler - kort sikt	2,182	3,182	4,182
Omløpet til netto driftseiendeler - lang sikt	2,670	3,670	4,670
Risikofri rente	0,013	0,033	0,053
Risikopremien til aksjemarkedet	0,045	0,065	0,085
Beta	0,775	0,875	0,975
Likviditetspremie	0	0,010	0,02
Effektiv utbytteskatt	0,010	0,030	0,050

Simuleringen gjennomføres ved hjelp av Crystal Ball⁹⁷, et tilleggsprogram i Excel, ved hjelp av en MonteCarlo-simulering med 5000 treknninger. Alle de stokastiske variablene

Figur 11.12. Fordeling av verdiestimat



inkluderes i kjøringen, og fordelingen av verdiestimatet blir som følger i figur 11.12:

Fordelingen av verdiestimatet minner om en normalfordeling. Man kan se at det er en opphopning i null, dette skyldes at det under simuleringen ble satt en forutsetning om at minimumsverdien på verdiestimatet skulle være null. Simuleringen viser at det

er ca. 41 % sannsynlighet for at verdiestimatet er likt eller høyere enn mitt verdiestimat på kr 72,6 når driverne er gjort til stokastiske variable.

⁹⁷ Crystal Ball www.crystalball.com

12 KOMPARATIV VERDSETTELSE

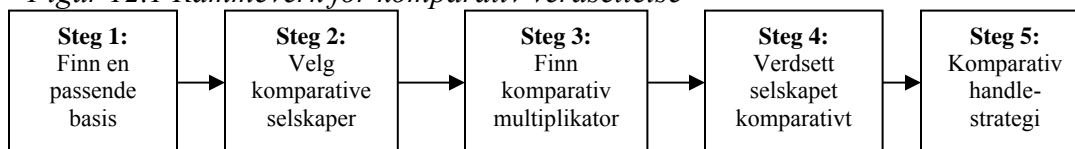
Komparativ verdsettelse som metode ble presentert som et supplement til fundamental verdsettelse i kapittel 3.1.2. I dette kapitlet vil jeg gjennomføre en komparativ verdsettelse av LSG.

Som ved fundamental verdsettelse kan man ved komparativ verdsettelse komme frem til verdien på egenkapitalen ved en direkte og en indirekte metode. Den direkte metoden baserer seg på børsv- og eller markedsverdier på egenkapitalen til komparative selskaper, hvor man justerer for eventuelle forskjeller ved hjelp av en multiplikatormodell. Den indirekte metoden baserer seg på sammenligning av markeds- eller salgsverdier av individuelle eiendeler og gjeld, altså substansverdier, for slik å fastsette en verdi på selskapet indirekte.

Sistnevnte metode forutsetter at alle eiendeler og gjeld kan identifiseres og at salgs- eller markedsverdien er observerbar eller i det minste estimerbar ved sammenligning med lignende eiendeler eller gjeld med gitte markedsverdier. Det blir som regel vanskeligere å finne gode substansverdier når selskapet har mye gjeld og immaterielle eiendeler. Derfor er substansverdien mest aktuell når viktige eiendeler har klare sammenlignende verdier og når verdien av immaterielle eiendeler er lav – som for eksempel når et selskap er nær konkurs. Jeg velger derfor å fokusere på den direkte metoden – multiplikatormetoden.

Et rammeverk for multiplikatormetoden presenteres i figur 12.1⁹⁸. Jeg tar utgangspunkt i de 5 stegene presentert i figur 12.1 i den komparative verdsettelsen av LSG.

Figur 12.1 Rammeverk for komparativ verdsettelse



⁹⁸ BUS425, Våren 2006; Knivsfå, Kjell H.

12.1 Valg av basis

Det første steget i den komparative verdsettelsen er å finne en passende basis – med andre ord en passende multiplikatormodell for å verdsette selskapet. Multiplikatoren er $m = P/B$ hvor P er aksjekursen og B er verdsettelsesbasis. Kravene til B i multiplikatoren er at den må være positiv og konsistent med P . Dette innebærer at dersom basis for verdsettelse, for eksempel nettoresultatet per aksje, er negativ må man finne en annen basis for verdsettelse. I tillegg så må basisen for verdsettelse være et mål på resultat til egenkapital per aksje, kontantstrøm til egenkapital per aksje eller egenkapital per aksje. Det må også være samsvar mellom teller og nevner, dersom for eksempel netto driftsresultat brukes som basis, må netto driftskapital brukes som teller for å oppnå konsistens (Damodaran, 2002).

Basis bør også være normalisert slik at virkningen av unormale forhold ikke påvirker virksomheten – ved å trekke ut unormale forhold blir basis fremoverskuende. Når forholdstallet er normalisert og fremoverskuende så bør også prisen være oppdatert. Man bruker derfor siste observerte pris i teller.

Multiplikatorene kan være balanseorienterte, resultat- og kontantstrømorienterte og ikke-finansielle (Soffer & Soffer, 2003). Jeg velger å se på den balanseorienterte multiplikatoren pris/bok og den resultatorienterte multiplikatoren pris/fortjeneste for LSG.

Pris/Bok-forholdet er et uttrykk for prisen på selskapet i forhold til den balanseførte egenkapitalverdien per aksje (Brealey & Myers, 2003). Pris/Fortjeneste-forholdet er et uttrykk for prisen på selskapet i forhold til nettoresultatet til egenkapitalen per aksje, og måler hvilken pris investorer er villige til å betale per krone av selskapets fortjeneste (Brealey & Myers). I den komparative verdsettelsen baserer jeg meg på gjennomsnittlige forhold i bransjen for å beregne prisen (Soffer & Soffer, 2003).

12.2 Valg av komparative selskaper

Komparative selskaper er børsnoterte selskaper i samme bransje. En vanlig definisjon på bransje er en gruppe virksomheter som tilbyr produkter eller tjenester som er nære substitutter.⁹⁹ Bakgrunnen for å bruke selskaper i bransjen er at man antar at disse har like vekst- og driftsutsikter – det er derfor ikke størrelsen som avgjør om to selskaper er komparative. Jeg velger å fortsette med den tidligere definerte bransjen, altså Fjord Seafood ASA og Pan Fish ASA, som begge er børsnoterte. At jeg kun benytter to selskaper i den komparative verdsettelsen kan gi uriktig verdiestimat, men som tidligere argumentert var data fra andre selskaper vanskelig tilgjengelig, og sistnevnte er heller ikke børsnoterte. Ved fastsettelsen av multiplikatorene vil jeg justere for ulik kapitalstruktur.

12.3 Komparativ multiplikator

Jeg har tidligere argumentert for at LSG opererer i en syklisk bransje, noe som har lagt føringer for budsjetteringen og den fundamentale verdsettelsen. Man skulle kunne tenke seg at et best mulig estimat på den komparative multiplikatoren ville finnes ved å bruke et gjennomsnitt over hele analyseperioden, for å jevne ut de sykliske virkningene. Dette mener jeg likevel blir uriktig, grunnet selskapets organiske vekst i løpet av perioden. I tillegg så var også Pan Fish ASA i store finansielle vansker i 2002/2003, noe som jeg antar ikke vil skje igjen. Jeg velger derfor å ta utgangspunkt i data fra årsrapportene fra 2005, og heller erkjenne at verdiestimatene sannsynligvis blir noe overvurdert siden 2005 etter mine antagelser er i en oppgangsperiode med antatt toppunkt i 2007.

12.3.1 Pris/bok

$$\frac{P_0}{B_0} = \frac{\text{Aksjekurs}}{\text{Balanseført} \cdot \text{egenkapital} \cdot \text{per} \cdot \text{aksje}}$$

⁹⁹ Knivsflå, Kjell H.: Forelesningsnotater BUS425, 2006

Den balanseførte egenkapitalen hentes fra selskapenes årsrapporter for 2005. For Fjord Seafood er balanseført egenkapital notert i euro – denne er regnet om til gjeldende kurs ved utgangen av 2005. For Pan Fish kom årsrapporten for 2005 ut 30.05.06, så den fundamentale verdsettelsen er basert på estimerte verdier på bakgrunn av kvartalsrapporter. Jeg velger derfor å bruke estimert verdi på egenkapitalen for å få mest mulig sammenlignbarhet med det fundamentale verdiestimatet. Gjennom den fundamentale verdsettelsen er også egenkapital og fortjeneste normalisert for Pan Fish.

P/B-forholdet til selskapene påvirkes av kapitalstrukturen. Jeg har derfor først funnet det ujusterte pris/bok-forholdet for de to selskapene, og deretter beregnet tilsvarende forhold med fokus på netto driftskapital.

Deretter finnes det komparative Pris/Bok forholdet til LSG ved å vekte den gjennomsnittlige VNDK/NDK-multiplikatoren for bransjen med LSGs netto finansielle gjeldsgrad. Jeg inkluderer LSG i bransjegjennomsnittet og forutsetter at netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser er bokført til virkelig verdi.

Tabell 12.1 VNDK/NDK-multiplikator

VNDK/NDK (NOK)	Fjord Seafood	Pan Fish	Bransje	LSG
Pris/Bok-multiplikator per aksje	2,16	6,35	-	3,52
Netto finansiell gjeldsgrad	0,61	1,06	-	0,31
VNDK/NDK-multiplikator	1,72	3,59	2,75	2,93

Den justerte komparative Pris/Bok-multiplikatoren kan da uttrykkes som følger:

$$\left(\frac{VEK}{EK}\right)_s = \left(\frac{VNDK}{NDK}\right)_B + \left(\left(\frac{VNDK}{NDK}\right)_B - 1\right) * nfgg_s = 2,75 + (2,75 - 1) * 0,31 = 3,29$$

12.3.2 Pris/Fortjeneste

$$\frac{P_o}{E_o} = \frac{\text{Aksjekurs}}{\text{Fortjeneste} \cdot \text{per} \cdot \text{aksje}}$$

I beregningene benyttes aksjekurs per 01.06.06¹⁰⁰. For å justere for kapitalstruktur velger jeg å gå via en tilsvarende multiplikator med fokus på netto driftskapital i beregningen av multiplikatoren. Jeg inkluderer LSG i beregningen av bransjegjennomsnittet og forutsetter at netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser er balanseført til virkelig verdi.

$$\frac{VNDK_0}{NDR_0} = \frac{Virkelig \cdot verdi \cdot EK + Markedsverdi \cdot NFG + Markedsverdi \cdot MI}{Netto \cdot driftsresultat}$$

Tabell 12.2 VNDK/NDR-multiplikator

VNDK/NDR (NOK)	Fjord Seafood	Pan Fish	Bransje	LSG
Virkelig verdi netto driftskapital per aksje	10,706	7,82	-	124
Netto driftsresultat per aksje	0,96	0,10	-	6,21
VNDK/NDR-multiplikator	11,2	79,9	15,5	19,9

På grunn av at Pan Fish har en ekstrem verdi i forhold til de øvrige selskapene i bransjen, velger jeg her å benytte gjennomsnittet av Fjord Seafood og LSG. Det komparative verdierestimater kan da bli noe undervurdert.

Den komparative VNDK/NDR-multiplikatoren til LSG settes derfor til 15,5.

12.4 Komparativ verdsettelse

Verdiestimatet fra den komparative verdsettelsen bestemmes som produktet av den komparative multiplikatoren og den valgte basis: $P_K = m_K * B$

12.4.1 Pris/Bok

Verdiestimatet på LSG beregnet ved komparativ verdsettelse og Pris/Bok-forholdet blir som følger:

$$\begin{aligned} VEK &= m_K * \text{Balanseført NDK per aksje} - \text{NFG per aksje} - \text{MI per aksje} \\ &= 3,17 * 42,36 - 9,94 - 0,17 = 106,27 \end{aligned}$$

¹⁰⁰ www.ose.no Oslo Børs

Estimatet er 46% høyere enn det fundamentale verdiestimatet, noe som kan tyde på at mitt estimat er undervurdert. Multiplikatoren er justert for forskjeller i kapitalstruktur, så at dette estimatet avviker fra estimatet fra den fundamentale verdsettelsen kan tyde på at det er flere forskjeller mellom selskapene enn kun kapitalstruktur. Forskjellene kan skyldes ulike forventninger om vekstmuligheter og utvikling, samt forskjellige regnskapsføringsmetoder (Soffer & Soffer, 2003). I aksjemarkedet vurderes aksjen som tidligere nevnt til 113,50 01.06.06, så estimatet tyder da på at aksjonærene overvurderer aksjen.

12.4.2 Pris/Fortjeneste

Verdiestimatet på LSG beregnet ved komparativ verdsettelse og Pris/Fortjenesteforholdet blir som følger:

$$\begin{aligned} VEK &= m_K * NDR \text{ per aksje} - NFG \text{ per aksje} - MI \text{ per aksje} \\ &= 15,5 * 6,21 - 9,94 - 0,17 = 86,36 \end{aligned}$$

Verdiestimatet tyder også her på at det estimatet jeg har kommet frem til ved hjelp av fundamental verdsettelse er noe undervurdert, forskjellen kan skyldes forventninger og regnskapsføring som nevnt i kapittel 12.4.1. Aksjekursen det handles for i markedet er også her høyere enn denne, det kan synes som at aksjen er noe overvurdert i markedet. Tatt i betraktning at Pan Fish ble tatt ut av bransjen i beregningen av gjennomsnittet i kapittel 12.3.2, kan det hende at dette verdiestimatet burde vært noe høyere. Eksempelvis, ved inkludering av Pan Fish i bransjen, ville verdiestimatet blitt 219,50, noe som synes vel høyt både i forhold til aksjonærenes vurdering av aksjens verdi og mitt estimat.

Det komparative verdiestimatet på egenkapitalverdien til LSG per aksje oppsummeres i tabell 12.3.

Tabell 12.3 Komparativt verdiestimat

Multiplikator	Verdiestimat
Pris/Bok	106,27
Pris/Fortjeneste	86,36
Gjennomsnitt	96,32

Dette gjennomsnittet gir en komparativ verdi på LSG på kr 3 786 375 182 til en verdi per aksje på kr 96,32. Denne verdien er ca. 33 % høyere enn det jeg kom frem til gjennom den fundamentale verdsettelsen, 72,6, og ca. 18 % lavere enn aksjonærenes handlingskurs på 113,50. Ut fra dette kan det se ut til at verdien på selskapet er noe overvurdert i aksjemarkedet, men utsagnet er ikke kategorisk siden Pan Fish ble tatt ut av utvalget og det i utgangspunktet kun var to andre selskaper med i bransjen i tillegg til LSG. Grunnet denne usikkerheten velger jeg å ikke vektlegge verdiestimatet i særlig stor grad i beregningen av et endelig verdiestimat for LSG i kapittel 13.

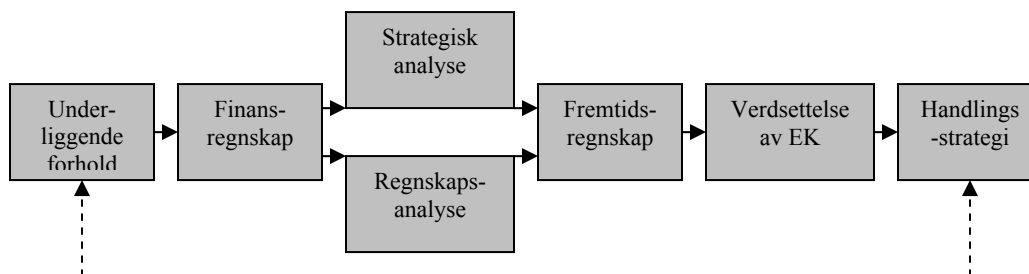
12.5 Oppsummert komparativ verdsettelse

Etter å ha gjennomført en komparativ verdsettelse av LSG, kom jeg frem til et verdiestimat på LSG på kr 96,32 per aksje per 31.12.2005. Verdiestimatet er som nevnt noe høyere enn det estimatet jeg kom frem til gjennom den fundamentale verdsettelsen, og noe lavere enn markedsprisen på aksjen. Dette verdiestimatet vil sammen med verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen legges til grunn for å vurdere det siste trinnet i den fundamentale verdsettelsen – nemlig utarbeidelsen av en handlingsstrategi som jeg vil ta fatt på i kapittel 13.

13 OPPSUMMERING OG HANDLING

Trinnene i den fundamentale verdsettelsen presenteres i figur 14.1 under.

Figur 13.1 Rammeverk for fundamental verdsettelse



Innsikt i underliggende forhold i selskapet ble opparbeidet gjennom regnskapsanalyse og strategisk analyse av LSG. Resultatet av den strategiske analysen var en oppfatning av at LSG kan oppnå merrentabilitet på kort og mellomlang sikt, men at markedet på lang sikt vil nærme seg likevekt. Gjennom regnskapsanalysen fant jeg at LSG historisk har generert god lønnsomhet gjennom drift av selskapet, og at det i krisetider har klart seg bedre enn bransjen. Selskapet har oppnådd superprofitt i forhold til kravet og til bransjen, og dermed en realisasjon av oppfatningen jeg fikk etter den strategiske analysen om at LSG burde være i en posisjon der de kunne oppnå merrentabilitet.

Denne innsikten er videre anvendt til å budsjettere og fremskrive regnskapet etter budsjetthorisonen. Verdsettelsen av egenkapitalen gjennomført på basis av fremtidsregnskapet resulterte i et verdiestimat på kr 79,0 fra egenkapitalmetoden og på 82,1 fra totalkapitalmetoden. Ved hjelp av verdibasert fremtidsregnskap og tilhørende konvergering av verdiestimatene kom jeg frem til et estimat på egenkapitalen til LSG på kr 72,6 per aksje.

Som nevnt i introduksjonen så er den fundamentale verdsettelsen basert på offentlig informasjon, noe som gjør at det beregnede verdiestimatet er forbundet med stor grad av usikkerhet. Jeg har undersøkt denne usikkerheten ved hjelp av sensitivitetsanalyse av de viktigste driverne. Fra simuleringen kan man lese at det er 41 % sikkert at verdiestimatet vil være kr 72,6 eller høyere.

Jeg har i tillegg gjennomført en komparativ verdsettelse som supplement til den fundamentale verdsettelsen. Verdiestimatet som fremkom fra denne metoden ble beregnet til et gjennomsnitt på kr 96,32.

13.1 Handling

Informasjonen og innsikten som er fremkommet gjennom de tidligere trinnene i den fundamentale verdsettelsen vil nå bli brukt til å gjennomføre det siste trinnet i den fundamentale verdsettelsen, nemlig handling. Det er to hovedtyper av handlestrategier for investor – handlestrategi i aksjemarkedet gjennom fundamental aksjehandel og handlestrategi overfor virksomheten gjennom verdibasert ledelse¹⁰¹.

Fundamental aksjehandel er kjøp og salg av verdipapirer basert på fundamental verdsettelse, og er mest relevant for eksterne investorer. Verdibasert ledelse er styring eller ledelse med tanke å utvikle den strategien som gir det høyeste verdipotensialet for selskapets eiere – dette er altså et verktøy for interne investorer (Penman, 2004).

Denne utredningen har i all hovedsak fokusert på investororientert analyse, og derfor vil hovedfokus tillegges fundamental aksjehandel. Investorer som kun har tilgang til offentlig informasjon kan bruke den fundamentale verdsettelsen på to måter – enten ved å velge en passiv strategi der han kjøper eller selger aksjer, eller ved å velge en aktiv strategi der han forsøker å påvirke selskapets strategi. Den aktive strategien kan til en viss grad nærme seg verdibasert ledelse. Familien Lerøy eier en relativt stor andel av aksjene i LSG, og som ledere og styremedlemmer i selskapet er det naturlig å anta at disse forsøker å drive en aktiv strategi gjennom å prøve å påvirke selskapets utvikling i en retning som maksimerer verdi.

Når det gjelder den passive strategien, altså kjøp og salg av aksjer i aksjemarkedet, er det optimalt å kjøpe aksjer i situasjoner hvor det fundamentale verdiestimatet er høyere enn markedsprisen på aksjen. Man antar da at informasjonen man besitter tilsier at aksjen er

¹⁰¹ BUS425 Våren 2006, Knivsflå, Kjell H.

verdt mer enn det som reflekteres i markedsprisen, og at aksjen dermed er undervurdert. Når det motsatte er tilfellet, det vil si at det fundamentale verdiestimatet er lavere enn markedsprisen på aksjen vil det være optimalt å selge. Dette skyldes at selskapet da anses som overvurdert i investors øyne.

I det følgende vil jeg benytte aksjekursen til LSG per 01.06.06, kr 113,50. Jeg fremskriver også det fundamentale verdiestimatet og det komparative verdiestimatet til juni 2006. Det fundamentale verdiestimatet blir da kr 75,1 per aksje, mens det komparative verdiestimatet fremskrives til kr 99,6.

Handlingsstrategien baseres både på det fundamentale verdiestimatet alene og på det vektete verdiestimatet mellom de to metodene. En vektning av verdiestimatene presenteres i tabell 14.1.

Tabell 13.1 Vektet verdiestimat LSG

Verdsettelsesmetode	Vekt	Gjennomsnitt
Fundamentalt verdiestimat	3/4	75,1
Komparativt verdiestimat	1/4	96,3
Vektet gjennomsnitt	1	80,4

Jeg velger å lage et handlingsrom på $\pm 10\%$ rundt det fundamentale verdiestimatet, dette innebærer at intervallet for kursen der det vil være best å holde på aksjen ligger mellom kr 67,6 og kr 82,6. På kurser over 82,6 bør man selge og på kurser under 67,6 bør man kjøpe. Kursen per 01.01.06 er på kr 113,50, noe som gjør at den ligger over grensen på 82,6 og dermed resulterer i en salgsanbefaling. Dette gjelder også for det vektete verdiestimatet som også ligger godt under aksjekursen.

Med utgangspunkt i min analyse, og mitt verdiestimat på kr 72,6 per 31.12.05, samt det faktum at LSG-aksjen var priset til kr 73 ved årsskiftet, mener jeg at jeg har kommet frem til et fornuftig verdiestimat på aksjen. I løpet av årets første 5 måneder har LSG-aksjen steget med $56,3\%$ ¹⁰², altså en veritabel "lakse-bonanza"¹⁰³ som nevnt i introduksjonen.

¹⁰² www.ose.no Oslo Børs

¹⁰³ www.imarkedet.no Rekordsterk uke 24.02.06

På bakgrunn av mine analyser, for eksempel den strategiske analysen i kapittel 4, regnskapsanalysen i kapittel 5, forholdstallanalysen i kapittel 6,7,8 og 9 og det resulterende fremtidsregnskapet og verdsettelsen i kapittel 10,11 og 12, mener jeg likevel at en slik voldsom verdiøkning sannsynligvis ikke reflekterer den underliggende verdien i selskapet, og at aksjens verdistigning dels kan skyldes stor mediedekning og svært høye laksepriser grunnet lite tilgjengelig biomasse¹⁰⁴, begge relativt kortvarige fenomener. Fremskrivingen jeg gjennomførte for å kunne sammenstille mitt estimat med dagens aksjekurs ble gjort ved hjelp av egenkapitalkravet fra kr 72,6 til kr 75,1. Denne fremskrivingen var derfor for beskjeden i forhold til utviklingen i aksjekursen i løpet av årets fem første måneder. Jeg står fast ved min anbefaling om å selge.

¹⁰⁴ www.imarkedet.no Høyeste laksepris på 20 år 19.05.06

Kildehenvisning

Litteratur

- Barney, Jay B. (2002): *Gaining and sustaining competitive advantage*. 2nd ed. Prentice Hall, New Jersey
- Bodie, Zvi, Kane, Alex & Marcus, Alan J. (2005): *Investments*. 6th ed. McGraw-Hill/Irwin, New York
- Brealey, Richard A. & Myers, Stewart C. (2003): *Principles of Corporate Finance*. 7th ed. McGraw-Hill/Irwin, New York.
- Burda M.C. and Wyplosz C. (2001): *Macroeconomics*, 3.ed, Oxford University Press
- Daly, Herman E. (1992): *Steady-state economics*. 2nd ed. Earthscan Publications Ltd., London
- Damodaran, Aswath (2001): *The dark side of valuation – Valuing Old Tech, New Tech and New Economic Companies*, Prentice Hall, New Jersey
- Damodaran, Aswath (2002): *Investment Valuation – Tools and Techniques for Determining the Value of any Asset*, 2nd ed. John Wiley & Sons, Inc., New York
- Gjesdal, Frøystein & Johnsen, Thore (1999): *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Cappelen Akademiske Forlag, Oslo
- Hill, Charles W.L. and Jones, Gareth, R. (2001): *Strategic Management Theory*, 5.ed. Houghton Mifflin Company, Boston/New York
- Jakobsen, Erik W. & Lien, Lasse B. (2001), *Ekspansjon*, Gyldendal Akademisk
- Koller, Tim, Copeland Thomas E. & Murrin, Jack (2000): *Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies*. 3rd ed. Wiley, New York
- Løvås, Gunnar G. (2004): *Statistikk for universiteter og høyskoler, 2.utg., Universitetsforlaget, Oslo*
- Mun, Jonathan (2002): *Real Options Analysis – Tools and Techniques for Valuing Strategic investment decisions*, John Wiley & Sons, Inc., New York
- Palepu, Krishna G., Healy, Paul M. and Bernard, Victor L. (2004): *Business Analysis & Valuation – Using Financial Statements, Text and Cases*, 3rd ed. Thomson/South Western Mason, Ohio
- Penman, Stephan H. (2004): *Financial Analysis and Security Valuation*, 2nd ed. McGraw-Hill/Irwin, New York
- Pindyck R.S. & Rubinfeld D.L (2000): *Microeconomics: 5ed.*, Prentice Hall, New Jersey
- Soffer & Soffer (2003): *Financial statement analyses*, Prentice Hall, Upper Saddle River, New Jersey
- White, Gerald I., Sondi, Ashwinpaul C. & Fried, Dov (2003): *The Analyses and use of Financial Statements*. 3rd ed. John Wiley & Sons, Inc., New York
- Young, S.David & O’Byrne, Stephen F. (2001): *EVA[®] and Value-Based Management*. McGraw-Hill, USA

Hjemmesider

- Fjord Seafood www.fjordseafood.com 11.06.06
- Lerøy Seafood Group www.leroy.no 11.06.06
- Merrill Lynch www.ml.com 11.06.06
- Moody's www.moody.com 11.06.06
- Norges Bank www.norges-bank.no 11.06.06
- Oslo Børs www.ose.no 11.06.06
- Pan Fish www.panfish.com 11.06.2006
- Standard & Poor's www.ssb.no 11.06.06
- Mattilsynet www.mattilsynet.no
- Matportalen <http://matportalen.no>

Internettkilder

- Forskrift om sporbarhet av næringsmidler og for www.mattilsynet.no
- Salmon May 2005 www.eurofish.dk
- Markedssituasjonen for laks og ørret i 2004 www.imr.no
- Endal, Anders (2001): Et hav av muligheter, www.ntnu.no/tverrfag/paa_tvers/Kapittel_3.pdf,

Rapporter

- Kontali Analyse: The Salmon Farming Industry in Norway, 2005
- Kontali Analyse: Salmon World, 2005
- Kontali Analyse: Salmon Market Analysis, 2005

Avisartikler

- Blandet på Wall Street. www.imarkedet.no 09.02.06
- Lerøys milliardkupp. www.dn.no 25.02.06
- Tida ute for dei små. www.bt.no 25.04.06
- Russland stanser all norsk laks www.nrk.no

- Mattilsynet leter etter e.coli-bakterien i mer enn kjøttdeig <http://matportalen.no> 02.03.06
- Mattilsynet lager nye GMO-regler <http://matportalen.no> 18.05.04
- Nytt system vil gi tryggere mat www.fiskeriforskning.no Januar 2003
- Permanent laksekrig med EU www.kyst.no 03.03.06
- Pan Fish har kjøpt alle utestående aksjer i Marine Harvest for 1325 millioner euro www.stocklink.no 06.03.06
- Kontrollerer kvart fjerde anlegg www.bt.no 06.03.06
- Høyeste laksepris på 20 år www.imarkedet.no 19.05.06

Artikler

- Boye, Knut og Thore Johnsen (2002) Praktisk Økonomi og Finans nr. 1
- Boye, Knut: Verdiberegninger på grunnlag av kontantoverskudd og unormal avkastning, Praktisk Økonomi og Finans

Årsrapporter

- Lerøy Seafood Group 1998 – 2005
- Fjord Seafood 1998 – 2005
- Pan Fish 1998 – 2004

Lover

- Regnskapsloven av 17. juli 1998

Forelesningsnotater

- Knivsfå, Kjell H. (2006): Forelesningsnotater BUS 425 – *Regnskapsanalyse og verdsettelse*. Norges Handelshøyskole, Bergen <http://euro.nhh.no/rrr/bus425/>
- Knivsfå, Kjell H. (2005): Forelesningsnotater BUS 424 – *Strategisk regnskapsanalyse*. Norges Handelshøyskole, Bergen <http://euro.nhh.no/rrr/bus424/>
- Boye, Knut (2005): Forelesningsnotater FIE424