



# Lerøy Seafood Group ASA

*Strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering*

**Anders Dahl**

**Veileder: Kjell Henry Knivsflå**



*Selvstendig arbeid - Masterstudiet i økonomi og administrasjon - Økonomisk styring*

**NORGES HANDELSHØYSKOLE**

*Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen eller sensorer innestår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.*

## I. Sammendrag

Målet med denne masteroppgaven var å estimere Lerøys egenkapitalverdi og den tilhørende aksjeverdien per 2. januar 2014. Til dette formålet ble *fundamental verddivurdering* valgt som foretrukket verdsettelsesteknikk. Dette valget innebærer at verdsettelsen skjer på grunnlag av analyser av underliggende økonomiske forhold, utarbeidelser av fremtidsregnskap/-krav og diskontering av forventede fremtidige «verdistrømmer» som tilfaller de relevante kapitaler.

Innsikt i selskapets underliggende økonomiske forhold ble opparbeidet gjennom *strategiske regnskapsanalyser*. Denne innfallsvinkelen kombinerer *strategisk innsikt* hentet fra analyser av makro-, bransje- og selskapsspesifikke forhold med innsikt fra *regnskapsanalyser*. Målet er å kartlegge selskapets historiske prestasjoner; *risiko og lønnsomhet*. Mine analyser tilsier at Lerøy for perioden 2008-2013 oppnådde en *strategisk fordel* på 8 %. Fordelen kan delvis tilskrives gunstige pris- og margineffekter som følge av *konsesjonssystemet* (bransjefordeler) og dels interne ressursfordeler tilknyttet *særegen kompetanse innen salg og markedsbygging*.

Mine strategiske regnskapsanalyser dannet videre grunnlaget for utarbeidelser av forventede *fremtidsregnskap* og *fremtidskrav*. Et sentralt poeng i denne forbindelse var hvorvidt Lerøys *historiske strategiske fordel* kunne ventes å vedvare over tid. I et marked for standardvarer med utsikter til økt konkurranse på tilbudssiden ble dette ansett som krevende. Verdsettelsesprosessen ble så gjennomført ved at forventede fremtidige «verdistrømmer» ble diskontert med relevante avkastningskrav ved bruk av tre hovedmetoder. Verdiestimatene fra metodene ble så konvertert gjennom en stegvis prosess som samtidig innebar at fremtidsregnskapet ble gjort *verdibasert*. I visshet om at det er betydelig usikkerhet heftet ved mitt verdiestimat ble denne usikkerheten nærmere studert ved bruk av både *simuleringer* og *sensitivitetsanalyser*.

Mitt fundamentale verdiestimat på Lerøy-aksjen på verdsettelsestidspunktet er 217,75 NOK. Dette gir opphav til en *kjøpsanbefaling* per 2. januar 2014 siden aksjekursen på dette tidspunktet var på 175 NOK. Kjøpsanbefalingen antas blant annet å relatere seg til at jeg mener framtidsutsiktene til nyere produktområder som hvitfisk er mer positive enn hva markedet synes å ha «priset inn». Gjennom våren har børskursen til Lerøy steget markant. Ved bruk av et *fremskrevet verdiestimat* gis aksjen av denne årsak en *hold-anbefaling* per 15. mai 2014.

## II. Forord

Denne masterutredningen markerer avslutningen på det toårige masterstudiet ved NHH. Med bakgrunn i mine fordypningsprofiler *Økonomisk styring* (hovedprofil) og *Finansiell økonomi* (støtteprofil) ble *strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse* et naturlig tema for oppgaven.

Utredningen er primært basert på det omfattende rammeverket hentet fra de to masterkursene BUS424 – Strategisk regnskapsanalyse og BUS440 – Regnskapsanalyse og verdsettelse. Jeg har gjennom arbeidet samtidig hatt stor nytte av kunnskap opparbeidet fra andre fagområder som *finans, strategi og lønnsomhetsanalyser*. En fullverdig verdsettelse stiller følgelig krav om en bred forståelse av økonomifaget. Nettopp det å kombinere innsikt fra ulike fagfelt og sette dette ut i en mer praktisk kontekst har samtidig vært noe av det jeg har likt best med arbeidet. Videre har det vært interessant å studere hvilke *verdidrivere* som synes å være mest relevant for verdierestimatet, samt å vurdere måten Lerøy håndterer muligheter og utfordringer ved disse. Skriveprosessen har likevel ikke vært fri for utfordringer og prioriteringer har blitt gjort. I denne forbindelse vil jeg rette en stor takk til min dyktige veileder Kjell H. Knivsflå som gjennom arbeidet alltid har vært tilgjengelig for spørsmål, gode råd og nyttige innspill.

Videre påpekes det at jeg gjennom arbeidet har sett meg nødt til å gjøre visse avgrensninger. Dette skyldes dels at prosessen er begrenset til et semester og dels at informasjonstilgangen er avgrenset. Blant annet innebærer dette at masteroppgaven i sin helhet er utarbeidet basert på offentlig tilgjengelig informasjon på verdsettelsestidspunktet. Jeg mener likevel at bruken av årsrapporter, artikler, aviser etc. har vært tilstrekkelig for å komme frem til et kvalifisert estimat på Lerøys egenkapitalverdi. Samtidig har jeg gjennom arbeidet forsøkt å fokusere på de forhold ved Lerøy og næringen som synes mest relevant for det endelige verdierestimatet.

Etter at fem måneders arbeid nå er fullført sitter jeg igjen med mange nyttige erfaringer og et resultat jeg er godt fornøyd med. Prosessen har vært både interessant, utfordrende og lærerik.

Bergen, juni 2014

---

Anders Dahl

## **Innhold**

<b>I. Sammendrag .....</b>	<b>2</b>
<b>II. Forord.....</b>	<b>3</b>
<b>Kapittel 1 – Innledning .....</b>	<b>10</b>
1.1 Bakgrunn.....	10
1.2 Målsetting og problemstilling.....	10
1.3 Avgrensninger.....	11
1.4 Struktur .....	12
<b>Kapittel 2 - Presentasjon av oppdrettsnæringen og Lerøy Seafood Group.....</b>	<b>14</b>
2.1 Oversikt over oppdrettsnæringen.....	14
2.2 Makroforhold som påvirker næringen .....	16
2.2.1 Økonomiske forhold .....	16
2.2.2 Politiske forhold.....	16
2.2.3 Miljømessige forhold .....	18
2.3 Bransjespesifikke forhold .....	20
2.3.1 Verdikjeden.....	20
2.3.2 Produktområder.....	21
2.3.3 Prisdannelse .....	22
2.3.4 Eksport og markedsforhold.....	24
2.3.5 Vertikal og horisontal integrasjon.....	25
2.4 Norske oppdrettsselskaper .....	26
2.4.1 Marine Harvest Group .....	27
2.4.2 Cermaq.....	28
2.4.3 SalMar.....	29
2.4.4 Grieg Seafood .....	29
2.5 Presentasjon av Lerøy Seafood Group ASA .....	30
2.5.1 Historisk utvikling .....	30
2.5.2 Forretningsområder.....	31
2.5.3 Produktområder.....	32
2.5.4 Eierstruktur .....	33
2.5.5 Historisk kursutvikling.....	33
2.5.6 Finansielle nøkkeltall .....	35
2.6 Hvordan avviker Lerøy fra «gjennomsnittsvirksomheten» i bransjen?.....	35

<b>Kapittel 3 – Verdsettelsesteknikker .....</b>	<b>37</b>
3.1 Oversikt over mulige verdsettelsesteknikker .....	37
3.1.1 Fundamental verdivurdering .....	37
3.1.2 Komparativ verdivurdering .....	39
3.1.3 Opsjonsbasert verdivurdering .....	40
3.2 Valg av verdsettelsesteknikk .....	41
3.3 Rammeverk for fundamental verdivurdering .....	42
<b>Kapittel 4 – Strategisk analyse .....</b>	<b>44</b>
4.1 Rammeverk for strategisk analyse .....	44
4.2 Eksternanalyse .....	45
4.3 Makroforhold .....	45
4.3.1 Politiske faktorer .....	46
4.3.2 Økonomiske faktorer .....	47
4.3.3 Sosiokulturelle faktorer .....	49
4.3.4 Teknologiske- og miljømessige faktorer .....	50
4.4 Bransjeforhold .....	50
4.4.1 Trussel fra nyetableringer .....	51
4.4.2 Trussel fra substitutter .....	52
4.4.3 Forhandlingsmakt hos leverandører .....	53
4.4.4 Forhandlingsmakt hos kunder .....	54
4.4.5 Intern rivalisering .....	54
4.5 Oppsummering – Ekstern bransjeorientert analyse .....	56
4.6 Intern ressursbasert analyse .....	58
4.7 SVIMA-analyse .....	58
4.7.1 Bredt produktspekter .....	58
4.7.2 Tilgang til innsatsfaktorer .....	59
4.7.3 Produksjon og lokalisering .....	60
4.7.4 Salgsaktiviteter og produktutvikling .....	61
4.7.5 Miljøvennlig teknologi .....	61
4.7.6 Finansiell soliditet .....	62
4.8 Oppsummering - Intern ressursbasert analyse .....	63
4.9 Oppsummering - Strategisk fordel .....	64

<b>Kapittel 5 – Regnskapsanalyse</b> .....	<b>65</b>
5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse .....	65
5.2 Forberedelse til regnskapsanalyse .....	67
5.2.1 Valg av analysenivå .....	67
5.2.2 Valg av analyseperiode .....	68
5.2.3 Valg av komparative virksomheter .....	68
5.3 Presentasjon av rapporterte tall.....	69
5.4 Omgruppering for investororientert analyse.....	72
5.4.1 Omgruppering av resultatregnskapet .....	72
5.4.2 Omgruppering av balansen .....	77
5.4.3 Omgruppert resultatregnskap og balanse .....	80
5.5 Analyse og justering av målefeil .....	81
5.5.1 Justering av målefeil .....	81
5.5.2 Omgruppert og justert resultatregnskap og balanse .....	84
5.6 Rammeverk for forholdstallsanalyse .....	85
<b>Kapittel 6 - Analyse av risiko</b> .....	<b>86</b>
6.1 Analyse av kortsiktig risiko – likviditetsanalyse .....	87
6.1.2 Likviditetsgrad 1 .....	87
6.1.2 Likviditetsgrad 2 .....	88
6.1.3 Finansiell gjeldsdekningsgrad.....	89
6.1.4 Rentedekningsgrad.....	89
6.1.5 Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm .....	90
6.2 Analyse av langsiktig risiko – soliditetsanalyse .....	91
6.2.1 Analyse av egenkapitalprosent .....	91
6.2.2 Analyse av kapitalstruktur .....	92
6.2.3 Analyse av netto driftsrentabilitet .....	93
6.3 Oppsummering – Syntetisk rating .....	94
<b>Kapittel 7 - Historiske avkastningskrav</b> .....	<b>97</b>
7.1 Teori for avkastningskrav .....	97
7.2 Egenkapitalkrav og minoritetskrav .....	97
7.2.1 Risikofri rente .....	98
7.2.2 Markedets risikopremie .....	99
7.2.3 Gjennomsnittlig egenkapitalbeta for analyseperioden.....	100
7.2.4 Illikviditetspremie .....	102

7.2.5	Årlig egenkapitalbeta .....	102
7.2.6	Egenkapitalkrav .....	103
7.2.7	Minoritetskrav .....	104
7.3	Finansielle krav .....	104
7.3.1	Finansielt gjeldskrav .....	104
7.3.2	Finansielt eiendelskrav .....	105
7.3.3	Netto finansiell gjeldskrav .....	106
7.4	Netto driftskrav .....	107
<b>Kapittel 8 - Analyse av lønnsomhet og strategisk fordel .....</b>		<b>110</b>
8.1	Historisk egenkapitalrentabilitet .....	110
8.1.1	Superrentabilitet .....	111
8.1.2	Ekstern bransjefordel .....	112
8.1.3	Intern ressursfordel .....	113
8.1.4	Oppsummering – Strategisk fordel .....	114
8.2	Rammeverk for strategisk drifts- og finansieringsanalyse .....	114
8.3	Driftsanalyse – bransje, ressurs og gearing .....	115
8.4	Ren driftsfordel .....	116
8.4.1	Bransjefordel drift .....	117
8.4.2	Ressursfordel drift .....	117
8.4.3	Marginfordel og omløpsfordel .....	118
8.4.4	Oppsummering – Ren driftsfordel .....	127
8.5	Gearingfordel drift .....	127
8.6	Oppsummering – Samlet driftsfordel .....	129
8.7	Finansieringsanalyse .....	130
8.7.1	Finansieringsfordel - Finansiell gjeld .....	130
8.7.2	Finansieringsfordel - Finansielle eiendeler .....	132
8.7.3	Finansieringsfordel – Netto finansiell gjeld .....	133
8.7.4	Finansieringsfordel – Minoritetsinteresser .....	134
8.8	Oppsummering – Strategisk fordel .....	135

<b>Kapittel 9 – Fremtidsregnskap.....</b>	<b>138</b>
9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap .....	138
9.2 Vekstanalyse.....	139
9.2.1 Analyse av historisk driftsinntektsvekst .....	139
9.2.2 Analyse av historisk egenkapitalvekst .....	139
9.3 Forberedelser til utarbeidelse av fremtidsregnskap .....	142
9.3.1 Valg av eksplisitt budsjettperiode.....	142
9.3.2 Valg av detaljnivå .....	143
9.3.3 Valg av framskrivningsteknikk.....	144
9.4 Budsjett drivere fra 2014 til 2026.....	144
9.4.1 Driftsinntektsvekst .....	144
9.4.2 Netto driftseiendeler.....	149
9.4.3 Netto driftsresultat .....	152
9.4.4 Netto finansiell gjeld.....	155
9.4.6 Minoritetsinteresser.....	157
9.4.8 Netto finanskostnad .....	158
9.4.9 Netto minoritetsresultat.....	159
9.5 Fremtidsregnskap.....	160
9.5.1 Resultatregnskap gjennom budsjettperioden .....	160
9.5.2 Fremtidsbalanse gjennom budsjettperioden.....	161
9.5.3 Fri kontantstrøm gjennom budsjettperioden .....	162
<b>Kapittel 10 – Fremtidskrav og strategisk fordel .....</b>	<b>164</b>
10.1 Egenkapitalkrav og minoritetskrav .....	164
10.1.1 Fremtidig risikofri rente .....	164
10.1.2 Fremtidig markedsrisikopremie .....	165
10.1.3 Fremtidig årlig egenkapitalbeta .....	166
10.1.4 Illikviditetspremie .....	166
10.1.5 Egenkapital- og minoritetskrav .....	166
10.2 Finansielle krav.....	167
10.2.1 Fremtidig finansielt gjeldskrav .....	168
10.2.2 Fremtidig finansielt eiendelskrav.....	169
10.2.3 Netto finansielt gjeldskrav .....	170
10.3 Fremtidige selskapskrav .....	171
10.4 Fremtidig strategisk fordel.....	171



<b>Kapittel 11 – Fundamental verdivurdering .....</b>	<b>174</b>
11.1 Egenkapitalmetoden .....	174
11.1.1 Utbyttmodellen.....	174
11.1.2 Fri kontantstrøm-modellen.....	175
11.1.3 Superprofittmodellen .....	175
11.1.4 Superprofittvekstmodellen .....	175
11.2 Selskapskapitalmetoder .....	176
11.3 Første verdiestimat ved bruk av budsjetterte vekter .....	176
11.4 Konvergens mot et felles verdiestimat .....	182
11.5 Analyse av usikkerhet.....	185
11.5.1 Konkursrisiko.....	185
11.5.2 Simuleringsanalyse .....	186
11.5.3 Sensitivitetsanalyse .....	193
11.6 Oppsummering – verdiestimat og usikkerhet .....	198
<b>Kapittel 12 – Oppsummering og handlingsstrategi.....</b>	<b>199</b>
12.1 Oppsummering .....	199
12.2 Konklusjon – Handlingsstrategi .....	202
<b>Kapittel 13 – Referanser .....</b>	<b>208</b>
13.1 Faglitteratur.....	208
13.2 Forelesningsfoiler .....	209
13.3 Offentlige kilder.....	211
13.4 Årsrapporter og annen selskapsinformasjon.....	213
13.5 Media .....	214
13.6 Andre kilder .....	214
13.7 Tabelloversikt .....	216
13.8 Figuroversikt.....	219

## **Kapittel 1 – Innledning**

I dette kapitlet vil jeg innledningsvis redegjøre for min motivasjon bak valget av tematikk og verdsettelsesobjekt. Deretter presenteres mine målsettinger med masterutredningen, samt hvilke avgrensninger jeg har foretatt. Avslutningsvis gis en oversikt over oppgavens struktur med mål om at leseren enklere skal kunne følge den videre gangen i verdsettelsesprosessen.

### **1.1 Bakgrunn**

Gjennom bachelorstudiet på NHH fattet jeg tidlig stor interesse for fagområdene regnskap og finans. Av denne årsak ble *Økonomisk Styring* og *Finansiell Økonomi* valgt som hoved- og støtteprofil på masternivå. Her ble jeg videre introdusert for temaer relatert til *verdsettelse av selskaper* der jeg opplevde at mine interessefelter i stor grad ble integrert. Følgelig falt det meg naturlig å velge *verdivurdering* som tema i visshet om at motivasjonen for arbeid innen dette fagområdet var stor. Ved å gjøre en *strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering* fikk jeg videre mulighet til å benytte kunnskap tilegnet gjennom en rekke fag fra tiden ved NHH. Valget av tematikk innebærer blant annet at jeg får kombinert kunnskap fra mer «kvalitative fagfelt» som *strategi og ledelse* med mer «kvantitative emner» som *regnskap og finans*.

Min interesse for *oppdrettsnæringen* oppstod i forbindelse med faget «*The Energy, Resource and Environmental Industrial Sector*» på masternivå ved NHH. Gjennom gjesteforelesninger fikk jeg her innblikk i en næring med svært spennende framtidsutsikter. Samtidig synes jeg det virket interessant å verdsette et selskap som driver i en typisk *syklisk næring*. Nærmere bestemt ønsket jeg å finne ut hvordan de forvirrende signalene syklusene sender til markedet påvirker børskursen til selskapet og hvorvidt dette kan legge grunnlag for en bestemt handlestrategi. Valget av Lerøy som havbruksaktør var noe mer tilfeldig, men skyldtes primært at jeg hadde fått et visst innsyn i selskapet gjennom et foredrag holdt av Lerøys finansdirektør.

### **1.2 Målsetting og problemstilling**

Basert på analyse av underliggende økonomiske forhold og utarbeidelse av fremtidsregnskap og fremtidskrav er det endelige målet med utredningen å komme frem til et verdianslag som reflekterer Lerøys underliggende verdier og framtidsutsikter. Verdiestimatet vil så bli vurdert opp mot markedets prising av Lerøy-aksjen, reflektert gjennom selskapets børskurs. Slik kan det vurderes hvorvidt Lerøy synes å være over- eller underpriset og dermed gi et begrunnet forslag til en anbefalt handlingsstrategi. Ethvert verdiestimat vil imidlertid være befengt med betydelig usikkerhet. Av denne årsak vil jeg vurdere hvilke verdidrivere som er mest kritiske for det endelige verdiestimatet og hvorfor mitt estimat kan tenkes å avvike fra børskursen.

***Problemstillingen for masterutredningen er følgende å vurdere hvorvidt Lerøy-aksjen synes å være priset i samsvar med selskapets underliggende verdier og dets forventede framtidssikter på verdsettelsestidspunktet som er satt til 2. januar 2014.***

I tiden fra 2. januar 2014 til 15. mai 2014 har Lerøy-aksjen vist en meget sterk kursutvikling med en verdistigning på hele 22 %. Av denne årsak ønsker jeg videre å vurdere hvorvidt ny informasjon kan forklare hele kursstigningen eller om børskursen på et av de to tidspunktene bedre samsvarer med mine vurderinger av Lerøys underliggende verdier og framtidssikter.

### **1.3 Avgrensninger**

Som tidligere nevnt har utredningen visse begrensninger ettersom den er utarbeidet innenfor en gitt tidsramme og kun er basert på offentlig tilgjengelig informasjon.

For det første er verdivurderingen konsentrert om bruk av *én verdivurderingsmetode*, nemlig *fundamental verdsettelse*. Senere drøftelser vil imidlertid avsløre at ulike metoder bør anses som *supplementer* heller enn *alternativer*. Følgelig kunne det vært av interesse å benytte for eksempel *komparativ verdsettelse* som en «rimelighetssjekk» på estimert fundamentalverdi.

For det andre er verdsettelsen gjort på *konsernnivå*. Dette innebærer at regnskapsanalysene har fokusert på Lerøys konsernregnskap, hvilket betyr at det ikke er gjort noe eksplisitt skille mellom selskapets ulike forretningsområder. Valget kan likevel forsvares ved at forretningsområdene til Lerøy må betraktes som meget tett integrert. Det må samtidig påpekes at Lerøy i liten grad skiller mellom de ulike forretningsområdene gjennom sine årsregnskap.

For det tredje er mitt *verdsettelsestidspunkt satt til 2. januar 2014*. Dette innebærer at fjerde kvartalsrapport for 2013 utgjør den siste tilgjengelige kilden til regnskapsinformasjon. Ideelt sett ville det imidlertid vært ønskelig å oppdatere mine regnskapsanalyser (trailing) og verdiestimer med «ferske tall» etter at første kvartalsrapport for 2014 ble kjent. Det faktum at nevnte rapport først ble offentliggjort 14. mai gjorde imidlertid dette vanskelig.

For det fjerde har den omfattende konsolideringstrenden i norsk oppdrettsnæring skapt visse utfordringer relatert til valget av *komparative selskaper*. En lang rekke fusjoner og oppkjøp gjennom de siste årene har bidratt til en fragmentert regnskapshistorikk for enkelte konsern i næringen. Til tross for dette mener jeg valget om å inkludere de tre komparative selskapene Marine Harvest, Salmar og Grieg Seafood gir et representativt bilde av oppdrettsnæringen og at disse virksomhetene samtidig utgjør et godt sammenligningsgrunnlag for Lerøy.

For det femte har jeg gjort et bevisst valg ved at utredningen i sin helhet er basert på *offentlig tilgjengelig informasjon*. Dette innebærer at jeg ikke har kontaktet representanter fra Lerøy gjennom skriveprosessen. Fordelen med denne innfallsvinkelen er at utredningen bygger på samme informasjonsgrunnlag som tilfellet er for den «vanlige investor». Verdipapirhandelloven innebærer samtidig at aksjehandel fra primærinnsidere er strengt forbudt. Gitt disse betraktningene mener jeg mitt informasjonsgrunnlag bestående av års- og kvartalsrapporter, artikler, media etc. har vært tilstrekkelig for å komme frem til et kvalifisert verdiestimat.

Til sist påpekes det at omfanget av og sidetallet for denne oppgaven har blitt stort. Dette må særlig sees i forbindelse med at jeg i tillegg til å gi et velbegrunnet verdiestimat også har hatt et ønske om å gi en detaljert beskrivelse av «*veien mot målet*». Dette innebærer at jeg har benyttet store deler av tilgjengelige rammeverk og analyseverktøy gjennom prosessen. Ved å presentere relevante tabeller og figurer relatert til det enkelte deltema har jeg samtidig hatt et ønske om at leseren enkelt skal kunne følge «tallenes vandring» frem mot det endelige verdiestimatet. Min grundige tilnærming tror jeg samtidig har gitt meg en dypere forståelse for den *helhetlige* verdsettelsesprosessen. Gjennom arbeidet har jeg samtidig fått økt forståelse for hvilke forhold og verdidrivere som er av særlig stor betydning. På den måten kan jeg ved senere «praktisk bruk» enklere fokusere på de mest relevante forholdene ved verdsettelsen.

#### **1.4 Struktur**

Utredningens struktur er nært koblet til rammeverk hentet fra de to masterkursene *BUS424 – Strategisk Regnskapsanalyse* og *BUS440 – Regnskapsanalyse og verdsettelse*. Begge fag blir undervist av professor Kjell Henry Knivsflå ved NHH. Dette innebærer at både utredningens terminologi og metodebruk i stor grad sammenfaller med nevnte kurs.

Utredningens første del er todelt og består av kapittel 2 og 3. I kapittel 2 gis en introduksjon av norsk oppdrettsnæring. Herunder ligger fokuset på hvilke karakteristika som kjennetegner næringen og hvordan ulike makroforhold påvirker den. Videre gis en grundig presentasjon av Lerøy og en noe kortere introduksjon av valgte *komparative selskaper*. Et viktig mål med kapittel 2 er videre å vurdere hvordan Lerøy synes å avvike fra konkurrentene med hensyn til de respektive selskapenes ressurser. Kapittel 3 innebærer så en presentasjon av ulike mulige verdsettelsesteknikker. Basert på opparbeidet innsikt om Lerøy og oppdrettsnæringen foretas et begrunnet valg av verdsettelsesmetodikk for den videre utredningen. Deretter gjennomgås rammeverket for den foretrukne teknikken; nemlig *fundamental verdivurdering*.

Del 2 av oppgaven utgjør kapittel 4. Her gjennomføres en strategisk analyse som først søker å avdekke *eksterne* muligheter og trusler i oppdrettsnæringen. Makroforhold analyseres ved bruk av PESTEL-rammeverket, mens bransjeforhold blir kartlagt med «Porters fem krefter». Deretter gjennomføres en *intern ressursbasert analyse* med mål om å vurdere Lerøys styrker og svakheter. Basert på opparbeidet innsikt avsluttes kapittelet så med et anslag på Lerøys *strategiske fordel* som dekomponeres i en *ekstern bransjefordel* og en *intern ressursfordel*.

Oppgavens tredje del inkluderer kapittel 5-8. Hovedmålet med denne delen av oppgaven er å analysere Lerøys *historiske risiko og lønnsomhet*. Mens kapittel 4 i hovedsak var kvalitativt orientert er denne delen av oppgaven kvantitativ med en utstrakt bruk av historisk regnskapsinformasjon. I kapittel 5 blir regnskapene *omgruppert og justert* med et ønske om å klargjøre regnskapene for videre *investororientert analyse*. Kapittel 6 består av analyser av selskapets historiske risiko som ender opp i et anslag på Lerøys *syntetiske rating* for analyseperioden. Den syntetiske ratingen utgjør så en viktig «input» for utarbeidelsen av historiske finansielle krav i kapittel 7. Her gjøres det også anslag på Lerøys historiske egenkapital- og minoritetskrav, før relevante selskapskrav beregnes gjennom vektning. Kapittel 8 avslutter så oppgavens tredje del med anslag på selskapets historiske *rentabilitet, superprofitt og strategiske fordel*. Herunder er det samtidig av interesse å finne ut om tallfestingen av Lerøys strategiske fordel samsvarer med det mer «kvalitative estimatet» på selskapets strategiske fordel fra kapittel 4.

I utredningens fjerde del benyttes opparbeidet innsikt om Lerøy og oppdrettsnæringen fra de foregående kapitler til utarbeidelse av henholdsvis framtidsregnskap i kapittel 9 og framtidskrav i kapittel 10. Herunder prognostiseres utviklingen i relevante budsjett- og verdidrivere som *driftsinntektsvekst, netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendelene*. Framtidskrav utarbeides ved å estimere fremtidig syntetisk rating, risikofri rente, markedspremie etc., før relevante selskapskrav til sist anslås ved vektning basert på utarbeidede framtidsregnskaper.

Oppgavens femte og siste del består av kapittel 11 og 12. I førstnevnte kapittel foretas selve verdsettelsen ved bruk av de tre modellene *egenkapitalmetoden, sysselsatt kapitalmetoden og netto driftskapitalmetoden*. For hver hovedmodell benyttes samtidig ulike undermodeller som alle forventes å gi opphav til samme verdiestimat. Verdiestimatene fra hovedmodellene blir så konvertert mot et felles verdiestimat gjennom en prosess der framtidsregnskapet samtidig blir gjort *verdibasert*. I visshet om at verdiestimatet som fremkommer er heftet med betydelig usikkerhet analyseres denne så nærmere ved *simuleringer og sensitivitetsanalyser*. Mitt endelige verdiestimat danner så grunnlag for en anbefalt *handlingsstrategi* i kapittel 12.

## **Kapittel 2 - Presentasjon av oppdrettsnæringen og Lerøy Seafood Group**

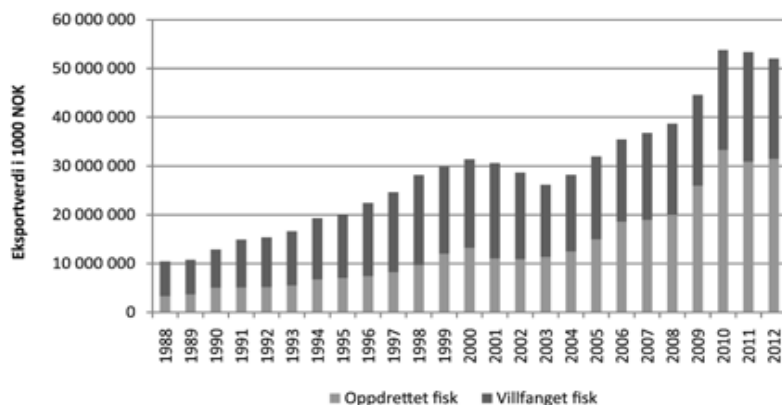
I dette kapitlet gis en innføring i typiske karakteristika ved norsk oppdrettsnæring og Lerøy Seafood Group spesielt. Dette vil utgjøre sentral bakgrunnsinformasjon for senere analyser i utredningen. Kapitlet er inndelt slik at det først gis en generell presentasjon av oppdrettsnæringen før jeg så tar for meg sentrale makroforhold som påvirker bransjen. Deretter går jeg nærmere inn på mer spesifikke kjennetegn ved oppdrettsnæringen og introduserer Lerøys viktigste konkurrenter. Avslutningsvis gis en grundigere presentasjon av Lerøy der jeg også kartlegger hvordan selskapet skiller seg fra sine konkurrenter med hensyn til deres ressurser.

### **2.1 Oversikt over oppdrettsnæringen**

Fiskeoppdrett i Norge omfatter i første rekke oppdrett av laks og regnbueørret. De senere år har man også sett forsøk på oppdrett av andre fiskearter som torsk og kveite, men med svært vekslende resultater. Oppdrettsnæringen kan betraktes som en forholdsvis ung næring da det først var fra midten på 70-tallet at fiskeoppdrett oppnådde et visst omfang i Norge (Nærings- og fiskeridepartementet, 2007). Siden den gang har næringen vært gjennom en formidabel vekst og da særlig innenfor laksesegmentet. Produktivitetsfremmende tiltak har samtidig gitt store fall i havbruksaktørens variable produksjonskostnader. Lange kystlinjer, dype fjorder og et gunstig klima gjør at Norge har svært gode naturgitte forutsetninger for oppdrett. Disse forholdene har samtidig vært viktige bidragsytere til at Norge i dag innehar posisjonen som verdens nest største eksportør av sjømat (Halstensen, 2013). Dette innebærer videre at lakseeksport i dag utgjør en betydelig andel av samlet norsk eksport. Oppdrettsselskaper fra Chile, Skottland og Canada utgjør forøvrig de største utenlandske konkurrentene. Store geografiske avstander mellom landene demper imidlertid konkurransen om de samme kundemarkedene.

#### ***Historisk utvikling innen fiskeoppdrett***

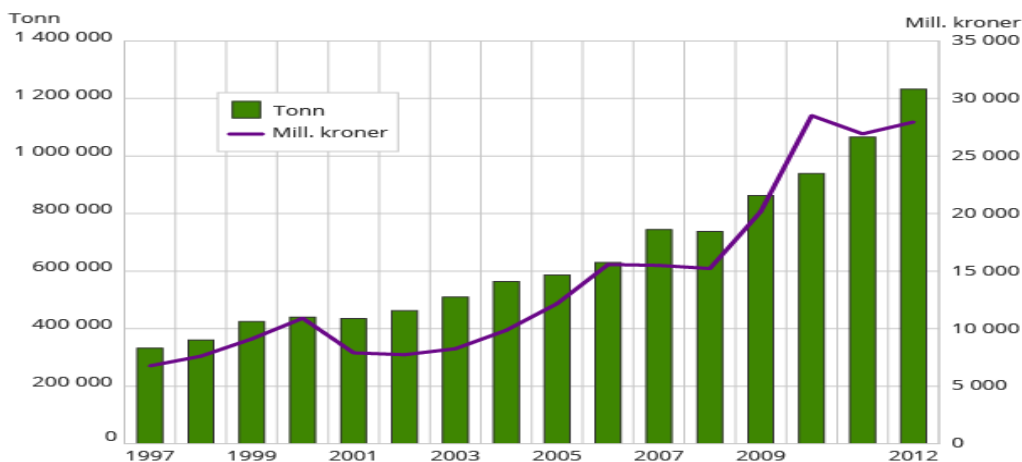
Verdiskapingen innen akvakultur har vokst markert gjennom de siste to tiårene. Samtidig har veksttakten innen tradisjonell fiskerivirksomhet i Norge vist en fallende trend. En stor andel av vekstpotensialet innen villfangst synes følgelig allerede å være «tatt ut». Dette indikerer samtidig at fremtidig etterspørselsvekst etter sjømat i stor grad vil rette seg mot oppdrettssektoren. Midt på 2000-tallet oppnådde havbruksnæringen for første gang høyere eksportinntekter enn tradisjonelt fiske. Denne trenden forventes samtidig å fortsette de neste årene. Bransjetall hentet fra Nærings- og fiskeridepartementet (2013a) viser at oppdrettsnæringens samlede eksportinntekter på 31,5 milliarder kroner utgjorde hele 61 % av samlede eksportinntekter fra norsk sjømat. Figur 1 understreker vekstsvikket mellom oppdrett og villfangst.



Figur 1: Eksportinntekter fra norsk sjømat fordelt på oppdrett og villfangst (Statsbudsjettet, 2014)

### Dagens laksemarked

Laks stod i 2012 for hele 93 % av den totale mengden produsert oppdrettsfisk i Norge. Dette innebar en omsetning på i overkant av 1,2 millioner tonn laks med en førstehåndsverdi på 30 milliarder kroner (SSB, 2013a). Med *førstehåndsverdi* menes i denne sammenheng prisen den enkelte oppdretter får ved salg av uforedlet eller frossen fisk. Sammenlignet med 2011 opplevde norsk oppdrettsnæring i 2012 en volumvekst på hele 15 %. Veksten i førstehåndsverdien på laks var imidlertid bare i underkant av 4 %, hvilket må sees i sammenheng med fallende laksepriser dette året. Gjennom fjoråret ble imidlertid trenden snudd. Høy verdens- etterspørsel og nær nullvekst i produksjonen bidro til rekordhøye laksepriser og en vekst på hele 37 % i samlet verdi av norsk lakseeksport (Nærings- og fiskeridepartementet, 2014). Dette innebar en økning fra 2012 på hele 44 % i gjennomsnittlig kilopris på fersk, hel laks. Den kraftige prisøkningen i 2013 gjorde seg for øvrig også gjeldende for andre produkt- varianter som frossen og uforedlet laks. Gjennom høsten 2014 forventes det imidlertid at en sterk global tilbudsvekst kan gi opphav til noe lavere laksepriser. De første månedene av året har likevel vært svært gode for oppdrettsnæringen med stabilt høye laksepriser.



Figur 2: Solgt mengde og førstehåndsverdi av laks (SSB, 2013a)

## **2.2 Makroforhold som påvirker næringen**

En kartlegging av makroomgivelsene til norsk havbruksnæring vil gi nyttig innsikt opp mot konkurranseforholdene norske oppdrettsselskaper står overfor. Faktagrunnlaget presentert her danner samtidig grunnlag for nærmere makroanalyserer presentert i avsnitt 4.3. Fokuset i det følgende er på måten *økonomiske, politiske og miljømessige* faktorer påvirker næringen.

### **2.2.1 Økonomiske forhold**

#### ***Rentenivå***

Havbruk anses gjerne som en forholdsvis kapitalintensiv næring. Høy vekst vil typisk kreve store investeringer i både oppdrettsanlegg, fabrikker og konsesjoner som igjen gir opphav til betydelige faste kostnader. Selskapene vil samtidig til enhver tid ha store verdier bundet i sin fiskebeholdning. Et sentralt spørsmål er følgelig oppdrettsselskapenes evne til å betjene sin gjeld i tider preget av lave laksepriser og svake konjunkturer. Både Lerøy og Marine Harvest opplyser gjennom sine årsrapporter at deres langsiktige rentebærende gjeld i hovedsak har flytende rentebetingelser. Det generelle rentenivået vil dermed kunne ha stor betydning for oppdrettsselskapenes årlige gjeldskostnader. Samtidig vil den enkelte virksomhets valg av finansiering (gjeld vs. egenkapital) gi opphav til individuelle forskjeller mellom selskapene.

#### ***Valutarisiko***

Norske oppdrettsselskaper er svært eksportrettede tatt i betraktning et forholdsvis begrenset hjemmemarked. Selskapene har vanligvis majoriteten av sine inntekter i utenlandsk valuta, mens en stor andel av kostnadene er i norske kroner. Enkelte selskaper har samtidig store lån denominert i utenlandsk valuta. Begge forhold tilsier at norsk oppdrettsnæring i stor grad er eksponert for valutarisiko. En gjennomgang av de respektive årsrapportene (2012) til landets største oppdrettere viser at de fleste av selskapene aktivt benytter valutaderivater (*primært terminkontrakter*) for å sikre seg mot sin valutaeksponering. Oppdrettsselskapene verken kan eller vil imidlertid typisk sikre seg mot all risiko forbundet med valutakurssvingninger. Dette tilsier at utviklingen i kronekursens relative styrke mot mye anvendte valuta som euro og dollar likevel må betraktes som viktig for norske oppdrettsselskaper.

### **2.2.2 Politiske forhold**

#### ***Etableringsregulering***

Oppdrettsnæringen er sterkt politisk regulert gjennom krav om *konsesjoner og lokaliseringstillatelser* fastsatt av Nærings- og fiskeridepartementet (NILF, 2007). Fiskerimyndighetene har dermed stor påvirkningskraft i næringen. Reguleringene antas å bidra til en mer balansert og bærekraftig markedsutvikling og dermed effektiv samfunnsøkonomisk ressursforvaltning.

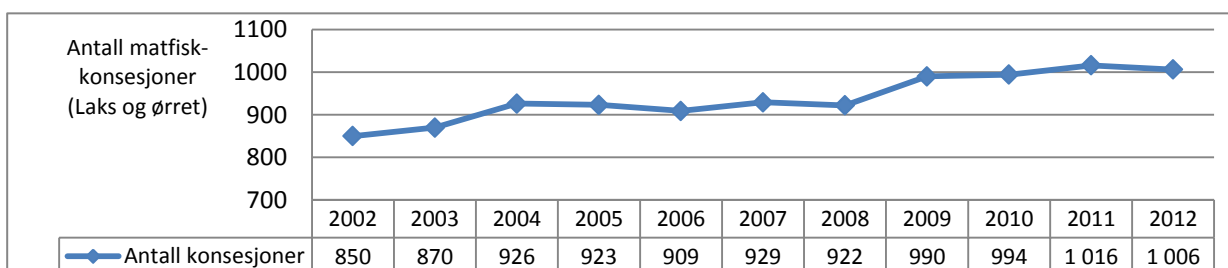


*Konsesjoner* gir selskapene rett til å drive oppdrett innenfor et visst volummessig omfang. Slike rettigheter har typisk en kostnad på 8-10 millioner som tilfaller staten. Prisen avhenger av forhold som størrelsen på tillatelsen og oppdrettsanleggenes beliggenhet. Normal størrelse på *matfiskkonsesjoner* er i dag på 780 tonn oppdrettsfisk (Nærings- og fiskeridepartementet, 2013a). *Lokaliseringstillatelser* innebærer på sin side rettigheter til å drive oppdrett innenfor et bestemt geografisk område. Begge forskrifter står beskrevet i den såkalte *akvakulturloven*.

Konsesjonssystemet skiller mellom produksjonstillatelser gitt for settefisk, matfisk, stamfisk og FOU. Ordningen har vært under stor debatt hva gjelder avveiningen mellom produksjonsvekst og hensynet til en bærekraftig utvikling. For 2013 ble det foreslått tildeling av såkalte «*grønne matfiskkonsesjoner*» til selskap som tilfredsstiller miljømessige krav knyttet til blant annet lakselus og rømmingstall. Ordningen innebærer tildeling av to nye grønne konsesjoner mot innlevering av én eksisterende konsesjon (Nærings- og fiskeridepartementet, 2012).

Tildelingen av konsesjoner skjer typisk i form av *konsesjonsrunder* der selskapenes søknader og kvalifikasjoner vurderes opp mot hverandre. Oppdrettsselskapene kan imidlertid også anskaffe konsesjoner ved oppkjøp av eksisterende aktører eller direkte kjøp av konsesjonene deres. Dette utgjør følgelig en avgjørende forklaringsfaktor bak den storstilte konsolideringstrenden i norsk oppdrettsnæring de siste 20 årene. Markedsprisen på konsesjoner som selges fritt i markedet ligger typisk langt høyere enn den opprinnelige tildelingsprisen. De mange virksomhetsoppkjøpene og fusjonene i bransjen vil bli nærmere diskutert under avsnitt 2.3.5.

Figur 3 gir en oversikt over utviklingen i det samlede antallet matfiskkonsesjoner i Norge for laks og ørret gjennom de siste ti årene. Figuren viser at myndighetene sjelden åpner for store økninger i det samlede antallet konsesjoner. Dette gir typisk utslag i en hard kamp mellom oppdrettsselskapene om eksisterende konsesjoner hvilket følgelig byr opp markedsprisen. I 2013 ble det riktignok utlyst hele 45 matfiskkonsesjoner som forventes å bli tildelt i løpet av 2014 (Regjeringen, 2013). Den kraftige økningen i det samlede antallet matfiskkonsesjoner i 2014 må imidlertid primært sees i sammenheng med innføringen av grønne konsesjoner. Av denne årsak ventes ikke den samme veksten i det totale antallet konsesjoner de neste årene.



Figur 3: Totalt antall matfiskkonsesjoner i Norge for laks og ørret 2002-2012 (SSB, 2013a)

### ***Handelspolitiske konflikter***

Norsk oppdrettsnæring har historisk vært utsatt for flere handelspolitiske konflikter. Blant annet har store deler av norsk lakseeksport til USA og EU gjennom 2000-tallet vært offer for høye straffetoller. Dette har skjedd som konsekvens av importlandenes antakelse om storstilt subsidievirksomhet fra norske myndigheter og prisdumping fra norske eksportører (Nærings- og fiskeridepartementet, 2005). De siste årene har imidlertid straffetollene fra EU og USA gradvis blitt fjernet, hvilket igjen har åpnet for økt lønnsomhet i disse viktige markedene.

De siste årene har det imidlertid oppstått nye handelspolitiske utfordringer for norsk lakseeksport. Problemene har vært rettet mot to av de raskest voksende norske eksportmarkedene, nemlig Kina og Russland. Eksportutfordringene i det kinesiske markedet relaterer seg til den omstridte utdelingen av Nobels fredspris til den kinesiske dissidenten Liu Xiaobo fra 2010. Statistisk sentralbyrå opplyser imidlertid at en eventuell Nobelpris-effekt har hatt marginal betydning for norsk lakseeksport (SSB, 2012). Eksportutfordringene i det russiske markedet knytter seg til deres oppfatning om lav kvalitet på norsk fisk. Gjennom de siste årene har det gjentatte ganger blitt satt ut trusler om russiske handelssanksjoner. I januar 2014 ble truslene delvis blitt gjort alvor av da Russland innførte importforbud på norsk hvitfisk. Majoriteten av norsk eksport, deriblant viktige lakseprodukter, ventes imidlertid å bli upåvirket av dette.

### **2.2.3 Miljømessige forhold**

Fiskeoppdrett er en næring som i varierende grad påvirker omgivelsene. Både myndighetene og oppdrettsselskapene arbeider derfor aktivt for å begrense den negative effekten som deres aktiviteter har på miljøet. Økt kunnskap, strengere reguleringer og bedre driftsmetoder har over tid gitt en mer miljøvennlig oppdrettsnæring (NILF, 2007). Bransjen står imidlertid fortsatt overfor en rekke omdiskuterte miljøspørsmål som i det følgende diskuteres nærmere.

### ***Rømning av oppdrettsfisk***

Hvert år rapporteres det om rømning av oppdrettsfisk fra norske anlegg. Dette utgjør først og fremst et problem fordi rømning av oppdrettsfisk kan påvirke bestandene av villaks negativt. Rømning av oppdrettsfisk påfører samtidig selskapene i havbruksnæringen store økonomiske tap. Det enkelte oppdrettsselskap er pålagt å rapportere til fiskerimyndighetene ved mistanke om rømning. Etter rekordåret 2006 da det ble innrapportert over 900 000 rømte oppdrettslaks fra norske anlegg har det blitt innført langt strengere driftskrav (Fiskeridirektoratet, 2013a). Disse tiltakene synes samtidig å ha fungert på en tilfredsstillende måte, da oppdrettsnæringen de siste årene har opplevd en kraftig reduksjon i antallet innrapporterte rømninger.

### ***Lakselus***

Et annet mye omdiskutert miljøspørsmål i oppdrettsnæringen relaterer seg til lakselus. Også lakselus antas å utgjøre en trussel mot bestander av villfisk og deres levevilkår. Problemene er vanligvis størst i områder der oppdrettsanleggene (merder) ligger tett. Havbruksaktørene er av denne årsak pålagt krav fra myndighetene om å bekjempe lakselus med kjemikalier når lusemengden har nådd et gitt nivå. En utfordring i bransjen er imidlertid at lakselusa over tid har blitt resistent mot de vanligste og mest effektive kjemikaliene (Miljødirektoratet, 2010).

### ***Utslipp av næringssalter***

Miljøutfordringen tilknyttet utslipp av næringssalter i havet stammer fra rester av fiskefôr og oppdrettsfiskens avføring. Utslippene kan gi økt algevekst og dermed medføre overgjødning i fjordområder. Dette kan videre gi uønskede endringer av økosystemet som i verste fall kan tilsi at visse villfisksorter og andre dyr kan komme til å forsvinne (Miljødirektoratet, 2008).

### ***Sykdom***

Tidlig på 90-tallet opplevde norsk havbruksnæring store problemer med bakteriesykdommer i oppdrettsfisken, hvilket gav utslag i betydelig bruk av antibiotika. Ulike driftsmessige tiltak siden den gang har imidlertid bidratt til at oppdrettsselskapene i dag har langt bedre kontroll på bakterieinfeksjonene. Bruken av antibiotika er følgelig på et svært lavt nivå i Norge i dag.

I Chile, som utgjør verdens nest største eksportør av oppdrettslaks, har imidlertid situasjonen vært en ganske annen. Chilensk oppdrettsnæring var gjennom en alvorlig krise i årene 2008-2010. Fiskesykdom og stortilt bruk av antibiotika gav opphav til store økonomiske tap for næringen. Det kraftige produksjonsfallet i Chile gav samtidig opphav til høye markedspriser på laks og økt etterspørsel rettet mot norsk oppdrettslaks. Enkelte norske oppdrettsselskaper med betydelige eierinteresser i Chile har også de siste årene hatt store tap relatert til sykdom.

### ***Bærekraftig vekst***

Tilgang til nok marint fiskefôr har vært en annen stor utfordring for norsk oppdrettsnæring. De siste årene har man av denne årsak sett en stor omveltning på dette området der bruken av vegetabilsk fôr har økt kraftig på bekostning av fiskemel og -olje, som tidligere utgjorde knappe innsatsfaktorer. Endringene antas å ha bidratt til å gjøre norsk oppdrettsnæring mer bærekraftig. Vegetabilske råvarer er samtidig typisk rimeligere enn marine fôrvarianter. Den lavere bruken av marint fôr har imidlertid vært kritisert da norsk oppdrettslaks nå inneholder mindre av den sunne omega 3-fettsyren (Nærings- og fiskeridepartementet, 2013b).

## **2.3 Bransjespesifikke forhold**

Oppdrettsnæringen har i likhet med andre bransjer visse forhold ved seg som gjør den unik. Grunnleggende innsikt i denne typen bransjespesifikke forhold vil utgjøre viktig bakgrunnsinformasjon for senere strategiske bransjeanalyser presentert i utredningens kapittel 4.4.

### **2.3.1 Verdikjeden**

Norske opprettsselskaper har i noe varierende omfang aktiviteter innenfor de ulike fasene av verdikjeden for havbruksnæringen. Produksjonsstadiene kan deles inn på følgende måte:

#### ***Produksjon av fiskefór***

Som tidligere drøftet består fósammensetningen for norsk oppdrettsfisk i dag dels av marint føde (30-50 %) og dels av vegetabilsk føde (50-70 %). Marint fiskefór anskaffes primært fra tradisjonell pelagisk fiskerivirksomhet der de tre største leverandørene i Norge er Skretting, EWOS og Biomar. Norsk oppdrettsnæring er samtidig også en stor importør av fiskefór, der Peru er landet det importeres mest fra (Utenriksdepartementet, 2012). Det økte behovet for vegetabilsk fór har samtidig gjort oppdrettsnæringen mer avhengig av norsk landbrukssektor. Tall hentet fra fiskeridirektoratet (2013b) viser at kostnader knyttet til fór utgjør hele 50-55 % av samlet produksjonskostnad per kilo slaktet laks og ørret (Fiskeridirektoratet, 2013b).

#### ***Smoltproduksjon***

Lakseoppdrett starter i landbaserte anlegg i ferskvann der de befruktete eggene begynner sin utvikling. Etter et par måneder klekkes egget og man får det som på fagspråket omtales som en  *yngel*. Yngelen lever og føres i settefiskanlegg i omtrent ett år før den plasseres i merder til havs. På dette stadiet i utviklingsprosessen kalles fisken for  *smolt* (Norsk Havbrukssenter, 2008). Produksjon av settefisk er i likhet med matfisk regulert gjennom bruk av konsesjoner.

#### ***Matfiskproduksjon***

I oppdrettsanleggene (merdene) gis fisken store mengder fór som sikrer rask tilvekst i denne delen av utviklingsfasen. Forholdene for lakseoppdrett er samtidig gode langs norskekysten ved passende havtemperaturer, gode vannstrømmer og tilførsel av passende mengde oksygen til fisken (Havforskningsinstituttet, 2011). Laksen slaktes vanligvis 12 til 18 måneder etter at den først ankom oppdrettsanleggene. På dette stadiet i vekstfasen begynner nemlig fisken å bli kjønnsmoden, hvilket reduserer kvaliteten på laksen. På slaktetidspunktet har det typisk gått i overkant av to år siden utviklingsprosessen startet og laksen har på dette tidspunktet en slaktevekt som vanligvis ligger et sted mellom 4 og 7 kilo (Malm, 2013).

### ***Bearbeiding***

Prosessering og videreforedling av slaktet fisk avhenger av hvor og hvordan den skal selges. Uavhengig av videre bearbeiding blir fisken først sløyet, rensset og pakket (*primærforedling*). *Sekundærforedling* innebærer på sin side at den nå sløyde fisken videreforedles til produkter som fileter, skiver og porsjoner. Andelen laks som videreforedles i Norge har ligget stabilt mellom 15 og 20 % de siste årene (Nærings- og fiskeridepartementet, 2013a). Størsteparten av norsk laks blir imidlertid videreforedlet i utlandet. Dette utviklingstrekket må særlig sees i sammenheng med det høye lønns- og kostnadsnivået i Norge. Samtidig er det gjerne et ønske om at videreforedlingsprosessen skal ha stor nærhet til sluttmarkedet. En svært høy andel av videreforedlingen av norsk fisk foregår derfor i dag i EU-området. Langt høyere tollsatser på foredlet enn uforedlet fisk har samtidig gjort det gunstig for norske oppdrettsselskaper å investere i videreforedlingskapasitet i land som Polen, Danmark og Frankrike. Følgelig blir majoriteten av norsk laks i dag eksportert uforedlet til utlandet (Utenriksdepartementet, 2012).

### ***Salg og distribusjon***

De største norske oppdrettsselskapene har typisk store globale salgsnettverk med egne salgskontorer i en rekke land. Utover internasjonalt salg og markedsarbeid har aktørene vanligvis særegen nasjonal distribusjon av fersk fisk til det norske laksemarkedet. Oppdrettsselskapene benytter i noe varierende omfang eksterne grossister før produktene til sist når sluttforbruker gjennom restaurant- og husholdningsmarkedet (Landbruks- og matdepartementet, 2011).

## **2.3.2 Produktområder**

### ***Laks***

Laks utgjør det desidert viktigste og mest omsatte enkeltproduktet i norsk oppdrettsnæring. Lønnsomheten i bransjen er følgelig sterkt påvirket av utviklingen i pris og etterspørsel etter norsk laks. Atlantisk laks utgjør et svært næringsrikt produkt og inneholder blant annet store mengder protein og omega 3. Produktet anses derfor som en viktig del av et variert kosthold.

### ***Ørret***

Det er først og fremst *regnbueørret* det drives oppdrett av i Norge. Dette skyldes primært at regnbueørreten har en svært rask tilvekst sammenlignet med andre underarter av ørret. Med en andel på 5,7 % av totalt antall tonn solgt oppdrettsfisk i 2012 utgjør regnbueørret den nest mest solgte oppdrettsfisken i Norge (SSB, 2013c).

## ***Torsk***

Oppdrettstorsk er et relativt nytt satsningsområde i norsk havbrukssektor og utgjorde i 2012 det tredje mest omsatte oppdrettsproduktet i Norge (SSB, 2013a). Flere aktører i næringen ser imidlertid for seg en sterk produksjonsvekst de neste årene. Frem til i dag har imidlertid lønnsomheten fra torskeoppdrett vært beskjeden, hvilket primært skyldes høye produksjonskostnader per kilo torsk. Med betydelig FOU-innsats og vekst i fremtidig torskeproduksjon forventes imidlertid enhetskostnadene å falle, hvilket kan legge grunnlag for økt lønnsomhet.

## ***Andre produkter***

Blant andre produkter i havbruksnæringen finner man blant annet *kveite*, *røye* og *skalldyr*. Disse produktene utgjorde samlet sett i underkant av 1 % av total norsk fiskeoppdrett i 2012 og kan følgelig anses som typiske «nisjeprodukter» (SSB, 2013a). Det har i lang tid vært et politisk uttalt mål å legge til rette for kommersialisering av nye fiskesorter. Næringen har imidlertid lenge slitt med å bringe nye arter opp på et produksjonsnivå som legger grunnlag for lønnsom drift. Disse «nyere» oppdrettsproduktene forventes derfor heller ikke å ha større betydning for den totale lønnsomheten i norsk oppdrettsnæring gjennom de nærmeste årene.

### **2.3.3 Prisdannelse**

Som diskutert utgjør markedsprisen på laks en svært viktig determinant for lønnsomheten i norsk havbruksnæring. Dette innebærer samtidig at det er avgjørende for norske oppdrettselskaper å kunne predikere den fremtidige prisutviklingen. Slik innsikt vil blant annet være verdifullt for selskapenes investeringsbeslutninger. I det videre drøftes sentrale karakteristika ved laks som produkt og ulike determinanter som påvirker prisdannelsen i laksemarkedet.

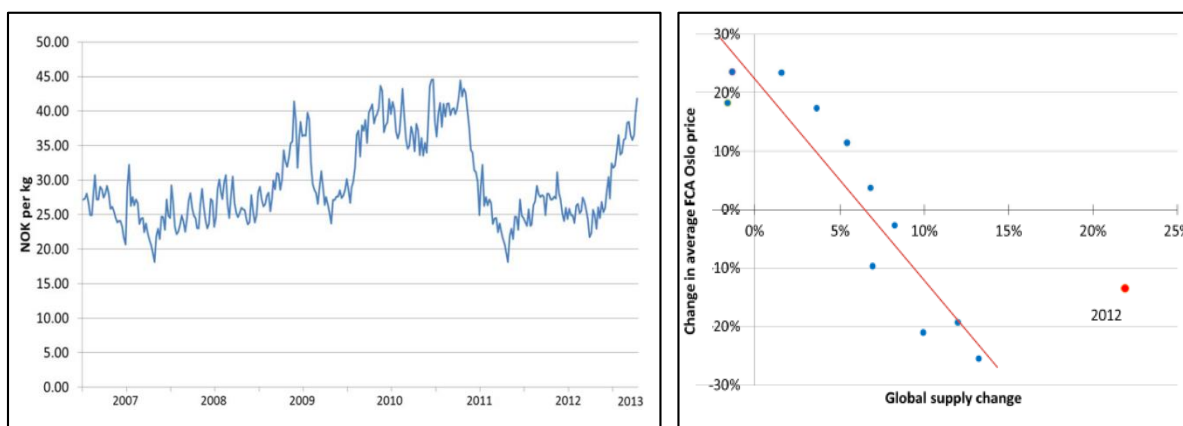
#### ***Laks – en standardvare?***

Laks har tradisjonelt sett først og fremst vært eksportert som en homogen standardvare og da enten som hel laks eller filet. Konkurransen mellom oppdrettselskapene har dermed primært vært basert på pris. Dette har lagt grunnlag for et sterkt fokus på kostnadseffektiv drift med mål om å oppnå lavest mulig produksjonskostnader og dermed kunne heve marginene. De siste årene har man imidlertid sett en viss trend mot flere forsøk på produkt differensiering og da primært rettet mot det norske markedet. Selskapenes mål har typisk dels vært å oppnå økt kundelojalitet og dels høyere priser. Det har blant annet blitt gjort forsøk på introduksjon av flere nye produktvarianter og fremhevelse av mer abstrakte produkt egenskaper som sunnhet og opphavssted (Gregersen, 2010). Norge er likevel fortsatt primært *råvareeksportør* av laks, hvilket også utgjør mitt utgangspunkt for videre analyser av prisdannelsen i laksemarkedet.

### *Prisdannelsen i laksemarkedet*

Markedsprisen på laks blir fastsatt i et samspill mellom *tilbud* og *etterspørsel*. I markedslikevekt skjer prisdannelsen der etterspurt kvantum tilsvarer tilbudet. Et tilbudsoverskudd av laks virker i retning av fallende priser, mens det motsatte vil være tilfellet når etterspørselen overgår tilbudet. Videre vil sesongmessige variasjoner både på tilbuds- og etterspørselssiden ha betydning for prisutviklingen gjennom året. Vanligvis vil det globale slaktevolumet være størst om høsten og dermed gi opphav til fallende laksepriser. Det enkelte oppdrettsselskap opplever imidlertid typisk markedsprisen på laks som gitt og er følgelig å anse som *prisfaste kvantumstilpassere*. På lang sikt forventes derfor bransjens *marginale produksjonskostnader* å utgjøre den mest avgjørende enkelt-determinanten for lakseprisen ved at marginene presses ned som følge av konkurranse. Det er samtidig viktig å påpeke at det jeg her betegner som «*markedsprisen*» på laks vil variere avhengig av valgt ståsted. Prisdannelsen i forskjellige markeder henger sammen, men sammenhengen vil typisk bli svakere med større geografiske avstander mellom markedene og med mer videreforedling av produktene (Asche, 2011).

Et annet karakteristikum ved laks er produktets svært *begrensede holdbarhet*. Dette tilsier at laksen fortrinnsvis må selges til gjeldende markedspris på slaktetidspunktet. Lakseprisen har samtidig historisk sett vist seg å følge et tydelig syklisk mønster. Dette må sees i lys av den lange produksjonstiden på laks som gir opphav til tydelige konjunktursvingninger i bransjen. I perioder med høy laksepris og god inntjening foretas det typisk store investeringer i økt produksjonskapasitet. Når fisken så er slakteklar i overkant av to år senere får man en kraftig tilbudsøkning som presser lakseprisen nedover. Dette svekker inntjeningen i næringen og vil samtidig senke investeringsvolumet. Et lavere tilbud av laks presser så typisk gradvis prisene oppover igjen de neste årene. Figuren til venstre viser en høyst volatil prisutvikling for laks som vanligvis følger sykluser på ca. 2 år, hvilket tilsvarer gjennomsnittlig produksjonstid for laks. Figuren til høyre understreker så tilbudssidens avgjørende betydning for prisdannelsen.



Figur 4: Historisk prisutvikling og global pris-volum-relasjon for laks (Marine Harvest, 2014 v/Henrik Heiberg)

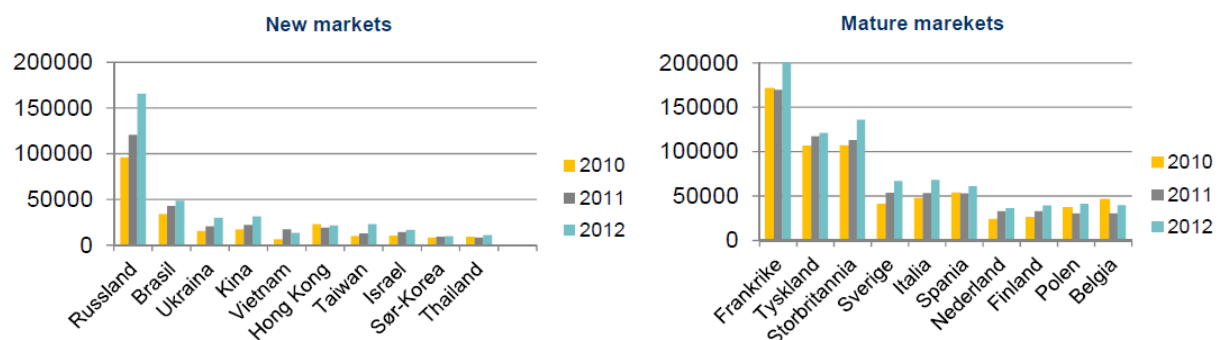
At forhold både på tilbuds- og etterspørselssiden kan forklare trender i prisutviklingen på laks kan illustreres med to eksempler. Den høye lakseprisen i 2010 var primært tilbudsrevet som følge av at sykdomsproblemene i Chile gav et kraftig globalt produksjonsfall. Den høye lakseprisen i 2013 var på sin side primært etterspørselsrevet og begrunnet med sterk global etterspørselsvekst dette året. Samtidig avtok veksten i det globale tilbudet av laks man hadde sett i årene 2011/2012, som blant annet relaterte seg til den rekordhøye lakseprisen fra 2010.

### ***Forsikring mot prisrisiko***

Gitt den tilsynelatende forutsigbare pristrenden for laks skulle man tro at lakseprodusentene forstod markedsdynamikken og evnet å tilpasse sine investeringer ut fra dette for å unngå de store prissvingningene. Oppdrett er imidlertid en biologisk næring der uforutsette hendelser kan inntreffe. Sykdomsproblemene i Chile er her et nærliggende eksempel. Det synes altså å være en underliggende markedsrisiko knyttet til prisutviklingen i bransjen som vanskelig kan forutsees. Av denne årsak benytter norske oppdrettsselskaper derivatmarkeder aktivt (futures og opsjoner via Fish Pool) for å forsikre seg mot svingninger i lakseprisen (Fish Pool, 2013).

### **2.3.4 Eksport og markedsforhold**

Globalt ble det i 2012 produsert 1,97 millioner tonn atlantisk laks. Norge stod for ca. 60 % av salget, hvilket gjør Norge til verdens desidert største eksportør av atlantisk laks. Som tidligere omtalt står hel fersk laks for majoriteten av lakseeksporten. EU-området utgjør det største markedsområdet med en andel på hele 66 % av samlet norsk lakseeksport. Herunder utgjør Frankrike, Russland, Tyskland og UK de største kundemarkedene, mens Danmark og Polen er de viktigste markedene for videreforedling av laksen (Laksefakta.no, 2013).



Figur 5: Eksport av norsk laks og regnbueørret i nye og modne markeder (Lerøy, 2013 Q2-presentasjon v/Sjur Malm)

Fra figur 5 er det særlig verdt å merke seg den kraftige eksportveksten man har sett de siste årene til det russiske laksemarkedet. Dette har gjort Russland til et svært viktig marked for norske oppdrettsselskaper og tilsier at potensielle handelssanksjoner herfra vil kunne ramme norsk fiskeoppdrett i betydelig grad.



Samtidig har man sett en kraftig eksportvekst til fremvoksende økonomier som Hong Kong og Kina. Disse landene kjennetegnes som svært folkerike og med et stort antatt etterspørselspotensial. Følgelig ventes disse landene å få økt betydning for norsk lakseeksport fremover.

En annen interessant innfallsvinkel er fordelingen av eksportmarkeder mellom de to største oppdrettsnasjonene i verden, nemlig Norge og Chile:



Figur 6: Global handel av oppdrettslaks og -ørret 2012 (Lerøy, 2013 Q2-presentasjon v/Sjur Malm)

Figur 6 viser et oversiktsbilde over global handel av oppdrettslaks og -ørret i 2012. Herfra er det særlig verdt å påpeke at norske og chilenske oppdrettselskaper primært konkurrerer om forskjellige kundemarkeder. Det globale oppdrettsmarkedet kan følgelig grovt sett deles i to, hvilket må sees i sammenheng med at laks primært selges som ferskvare og således ikke kan påberegnes for lang transporttid. Mens norske oppdrettsaktører dominerer i EU-markedet og Russland, har Chile sine største markeder i Nord-Amerika. Da sykdomsproblemene i Chile i perioden 2008-2010 var som verst åpnet dette opp for økt norsk eksport til USA. Etersom situasjonen i Chile gradvis har blitt normalisert, har imidlertid chilensk oppdrett i stor grad «gjenerobret» det nord-amerikanske laksemarkedet. Et annet sentralt poeng er det diskuterte markedspotensialet som finnes i folkerike asiatiske land. De neste årene ventes en hard kamp om markedsandeler her mellom fortrinnsvis norske og chilenske oppdrettselskaper.

### 2.3.5 Vertikal og horisontal integrasjon

De siste ti årene har det vært en tydelig trend mot mer *vertikalt integrerte* oppdrettselskaper. Flere av næringens største selskaper har ønsket kontroll over en større del av verdikjeden fra klekkeri til sluttkunde (Nærings- og fiskeridepartementet, 2013c). Et eksempel på utvikling-trekket er Marine Harvests nylige oppstart av fórproduksjon. Målet med investeringen var i følge selskapet «(..) å trekke ut de totale verdier i verdikjeden» (Marine Harvest, 2013, s. 4).

Norsk oppdrettsnæring har samtidig vist en tydelig trend mot økt *horisontal konsolidering*. Mens bransjen tidligere bestod av flere hundre mindre aktører er den nå dominert av et fåtall internasjonale konsern som i dag står for en betydelig andel av samlet norsk lakseeksport. Trenden mot økt horisontal integrasjon må blant annet sees i sammenheng med konsesjons-systemet. Oppkjøp av mindre aktører har ofte blitt foretatt for å få tilgang til det oppkjøpte selskapets konsesjoner. Dette har lagt grunnlag for oppnåelse av betydelige stordriftsfordeler og følgelig fall i produksjonskostnadene per kg oppdrettsfisk for de større havbruksaktørene.

De siste årene har imidlertid konsesjonssystemet vært satt under kraftig kritikk. Regler for eierskap i havbruksnæringen har maksimalt tillatt enkeltselskaper å inneha 25 % av landets totale antall konsesjoner (Marine Harvest , 2013, s. 20). Systemet antas dermed å ha dempet oppkjøpstakten til landets største oppdrettsselskaper. I 2012 fikk imidlertid Marine Harvest medhold i sin klage på reglene knyttet til eierskapsbegrensning. Regelendringen innebærer at eierskapsterskelen nå i stedet er knyttet opp til forpliktelser om investeringer i FOU hos det enkelte selskap. Konsolideringstrenden i næringen forventes dermed å vedvare i fremtiden.

## 2.4 Norske oppdrettsselskaper

I dette avsnittet vil jeg presentere de største aktørene i norsk oppdrettsnæring. Fokuset blir på selskaper som i hovedsak driver innen samme forretningsområde som Lerøy. Avgrensningen innebærer at et stort selskap som Austevoll Seafood, som primært driver innenfor villfangst, faller utenfor. Kunnskap om de viktigste aktørene i norsk havbruksnæring vil utgjøre sentral bakgrunnsinformasjon for videre analyser. Det eksisterer i dag totalt syv børsnoterte norske oppdrettsselskaper etter at Norway Royal Salmon og Morpol ble børsnotert våren 2011. Jeg vil imidlertid her avgrense diskusjonen til de fem største av disse målt etter omsetning. Dette tilsier at jeg i tillegg til Lerøy her vil presentere *Marine Harvest, Cermaq, SalMar* og *Grieg*.

Tall hentet fra de fem selskapenes årsrapporter (2012) og SSB viser at selskapene samlet sett stod for ca. 70 % av norsk lakseoppdrett i 2012 og var i besittelse av omtrent halvparten av landets matfiskkonsesjoner. Differansen mellom de to tallene må sees i sammenheng med at det fortrinnsvis er landets største havbruksaktører som også har oppdrett lokalisert i utlandet.

	Produsert volum (tonn sløyd laks)	Antall matfiskkonsesjoner i Norge (laks og ørret)
Marine Harvest	392 306	207
Lerøy	167 000	130
Cermaq	119 600	48
Salmar	116 200	81
Grieg Seafood	70 000	44
<b>Sum utvalg</b>	<b>865 106</b>	<b>510</b>
Sum næring	1 232 094	1 006
<b>Utvalgets andel</b>	<b>70,21 %</b>	<b>50,70 %</b>

Tabell 1: Utvalgets andel av henholdsvis samlet produksjon av laks og antall matfiskkonsesjoner (SSB, 2013a)

Gjennom 2013 har oppkjøp av flere mindre aktører bidratt til at de største norske oppdretts-selskapenes andel av samlet produksjon og oppdrettskonsesjoner har økt ytterligere. Denne utviklingen forventes å fortsette inn i 2014 særlig tatt i betraktning regelendringen som ikke lenger i samme grad begrenser de største aktørenes vekstmuligheter gjennom oppkjøp.

#### **2.4.1 Marine Harvest Group**

Marine Harvest utgjør Norges desidert største oppdrettsselskap med omtrent 25 % av landets samlede lakseproduksjon. Selskapet har siden børsnoteringen sommeren 2002 vokst kraftig både organisk og gjennom en rekke oppkjøp. Av særlig stor betydning var sammenslåingen med Pan Fish og Fjord Seafood i 2006. Marine Harvest utgjør i dag et helintegrert sjømat-konsern med aktiviteter langs store deler av verdikjeden (Marine Harvest, 2013, ss. 13-21).

##### ***Forretningsområder***

Marine Harvest besluttet høsten 2012 å introdusere fiskefôr som et nytt forretningsområde. Det er forventet at Marine Harvest sine produksjonsanlegg for marint fôr over tid vil kunne dekke om lag 70 % av selskapets samlede fôrbehov (Marine Harvest, 2013, s. 14). Selskapet har følgelig i dag tre forretningsområder; nemlig *fiskefôr*, *oppdrett*, og *salg/markedsføring*. Dermed kontrollerer Marine Harvest i dag det meste av verdikjeden og antas på denne måten å kunne hente ut betydelige samdriftsfordeler. Majoriteten av Marine Harvests driftsinntekter kommer imidlertid fortsatt fra selskapets hovedprodukter, nemlig fersk og frossen laks.

##### ***Produksjonsfasiliteter***

Marine Harvest har oppdrettsaktivitet i Norge, Skottland, Canada, Chile, Irland og Færøyene. Majoriteten av selskapets videreforedling skjer i deres største marked, EU, via fabrikker i blant annet Frankrike og Polen. I tillegg har Marine Harvest videreforedlingsaktivitet i land som USA, Chile og Japan (Marine Harvest, 2013, s. 15). Bred internasjonal tilstedeværelse sikrer selskapet stor markedsdekning, hvilket kan anses gunstig ut fra diversifiseringshensyn.

##### ***Finansielle nøkkeltall***

Marine Harvest opplevde i likhet med øvrige oppdrettsselskaper et utfordrende 2012. Dette skyldtes dels lave markedspriser på laks og dels en forbedring av sykdomssituasjonen i Chile som innebar at chilenske aktører vant tilbake store markedsandeler i USA. Høye laksepriser i 2013 anses som den viktigste faktoren for at Marine Harvest oppnådde svært gode resultater i fjoråret. Tabell 2 oppsummerer selskapets finansielle utvikling gjennom de siste tre årene:

<i>Tall i tusen NOK</i>	2011	2012	2013
Driftsinntekter	16 132 800	15 463 500	19 230 000
Driftsresultat før verdijustering av biologiske eiendeler	2 723 500	618 500	2 865 000
Driftsresultat etter verdijustering av biologiske eiendeler	1 209 500	968 700	4 690 000
Resultat før skatt	1 382 900	789 200	3 486 000
<b>Årsresultat</b>	1 121 200	412 600	2 541 000
Driftsmargin før verdijustering av biologiske eiendeler	16,88 %	4,00 %	14,90 %
Resultatmargin	6,95 %	2,67 %	13,21 %
<b>Egenkapitalandel</b>	47,60 %	50,10 %	48,70 %

Tabell 2: Finansiell utvikling i Marine Harvest (2011-2013) - Årsrapport (2012) og Q4-rapport (2013)

## 2.4.2 Cermaq

Cermaq skiller seg fra øvrige børsnoterte norske oppdrettsselskaper ved at staten er inne med betydelige eierinteresser. Selskapet var i 2013 gjennom store organisatoriske endringer da de solgte ut sin forvirksomhet, EWOS (Cermaq, 2013). Cermaq utgjør i dag et svært ettertraktet oppkjøpsobjekt og det hersker følgelig stor usikkerhet om selskapets fremtid i dagens form.

### *Forretningsområder*

Etter salget av EWOS er Cermaq sin kjernevirksomhet i dag konsentrert om oppdrett av laks og ørret. Med en rendyrket oppdrettsvirksomhet og et sterkt kostnadsfokus har selskapet et uttalt mål om å bli landets nest største lakseprodusent (Cermaq, årsrapport 2013, s. 3). Cermaq utgjør således et unntak fra den generelle trenden i næringen mot større vertikal integrasjon. Selskapet fokuserer nemlig på en svært avgrenset del av verdikjeden, hvilket mer presist innebærer at Cermaqs aktiviteter i hovedsak er begrenset til *primærforedlet* fisk.

### *Produksjonsfasiliteter*

Cermaq har i dag en diversifisert tilstedeværelse i de fleste store oppdrettsregionene i verden. Dette innebærer at selskapet har produksjonsanlegg i både Chile, Canada og Norge. Cermaqs salgsorganisasjon er først og fremst lokalisert i landene der selskapet selv driver oppdrett. I tillegg har Cermaq salgskontorer i deres største kundemarkeder som Frankrike og Tyskland.

### *Finansielle nøkkeltall*

Tatt i betraktning Cermaqs betydelige omveltninger gjennom det siste året kan det vanskelig trekkes for bastante konklusjoner basert på utviklingen i selskapets nøkkeltall. Gitt at store deler av selskapets aktiviteter «forsvant» gjennom salget av EWOS kan det videre anføres at tall fra tidligere år er av mindre predikativ betydning. Poenget underbygges samtidig ved at store deler av Cermaqs driftsinntekter tidligere var relatert til selskapets forvirksomhet. Dette kommer samtidig klart til uttrykk gjennom tabell 3 som viser selskapets finansielle utvikling.

<i>Tall i tusen NOK</i>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Driftsinntekter	11 634 344	11 781 921	5 155 300
Driftsresultat før verdijustering av biologiske eiendeler	1 368 526	404 261	2 208 000
Driftsresultat etter verdijustering av biologiske eiendeler	1 006 570	326 066	2 876 800
Resultat før skatt	1 004 696	308 769	2 848 100
<b>Årsresultat</b>	<b>792 834</b>	<b>240 347</b>	<b>2 136 800</b>
Driftsmargin før verdijustering av biologiske eiendeler	11,76 %	3,43 %	42,83 %
Resultatmargin	6,81 %	2,04 %	41,45 %
<b>Egenkapitalandel</b>	<b>59,50 %</b>	<b>47,20 %</b>	<b>69,60 %</b>

Tabell 3: Finansiell utvikling i Cermaq (2011-2013) – Årsrapport (2012) og Q4-rapport (2013)

### 2.4.3 SalMar

SalMar utgjør i dag landets tredje største oppdrettsselskap målt etter omsetning. Selskapets historiske vekst har primært skjedd gjennom en rekke oppkjøp av mindre oppdrettsselskaper.

#### *Forretningsområder og produksjonsfasiliteter*

SalMar har over lengre tid utviklet seg mot å bli et fullt vertikalt integrert oppdrettskonsern. Dette innebærer at selskapet har bygd opp et helhetlig system for oppdrett, videreforedling, salg og distribusjon. Følgelig har SalMar i dag, med unntak av forproduksjon, kontroll over hele verdikjeden. Dette antar selskapet skal gi opphav til betydelige synergier og samdriftsfordeler (Salmar, 2013). SalMars oppdrettsanlegg er primært lokalisert langs norskekysten i tillegg til noe produksjon i Skottland ved delt eierskap i Scottish Sea Farms (Salmar, 2013)

#### *Finansielle nøkkeltall*

Målt etter omsetning utgjør Salmar i dag et forholdsvis lite oppdrettsselskap sammenlignet med selskaper som Marine Harvest og Lerøy. Selskapets investering i Villa Organic i 2013, samt forventninger om flere nært forestående oppkjøp tilsier imidlertid at Salmar vil oppleve en kraftig omsetningsvekst de neste årene. Selskapets finansielle nøkkeltall er vist i tabell 4:

<i>Tall i tusen NOK</i>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Driftsinntekter	3 833 502	4 204 791	6245900
Driftsresultat før verdijustering av biologiske eiendeler	545 728	348 442	1421300
Driftsresultat etter verdijustering av biologiske eiendeler	177 630	638 859	1949400
Resultat før skatt	160 478	608 859	2322100
<b>Årsresultat</b>	<b>147 372</b>	<b>481 442</b>	<b>1895200</b>
Driftsmargin før verdijustering av biologiske eiendeler	14,24 %	8,29 %	22,76 %
Resultatmargin	3,84 %	11,45 %	30,34 %
<b>Egenkapitalandel</b>	<b>35,10 %</b>	<b>38,90 %</b>	<b>50,87 %</b>

Tabell 4: Finansiell utvikling i Salmar (2011-2013) – Årsrapport (2012) og Q4-rapport (2013)

### 2.4.4 Grieg Seafood

Grieg Seafood utgjør utvalgets minste oppdrettsselskap med en omsetning på ca. 2 milliarder kroner i 2012. I likhet med øvrige virksomheter kan Griegs vekst først og fremst tilskrives en lang rekke oppkjøp og sammenslåinger (Grieg Seafood, 2013).

## **Forretningsområder og produksjonsfasiliteter**

Selskapet har spesialisert sin virksomhet kun til produksjon og handel av laks og ørret. Grieg skiller seg samtidig fra øvrige selskaper ved at en betydelig del (24 %) av omsetningen skjer i det amerikanske laksemarkedet (Grieg Seafood, 2013). Selskapets viktigste marked utgjør likevel EU-området som står for i overkant av 40 % av konsernets samlede omsetning. Grieg sin produksjonsvirksomhet er lokalisert i henholdsvis Norge, Canada og på Shetland.

## **Finansielle nøkkeltall**

Grieg leverte svake resultater i både 2011 og 2012. Selskapet oppgir i sine årsrapporter at dette delvis skyldtes lave laksepriser og delvis svake driftsmessige og biologiske resultater knyttet til produksjonen på Shetland. Høye laksepriser og en rekke effektivitetsfremmende tiltak på Shetland la imidlertid grunnlag for en kraftig forbedring i selskapets resultater for 2013. Selskapets finansielle utvikling gjennom de siste tre årene er vist i tabellen under:

<b>Tall i tusen NOK</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Driftsinntekter	2 046 991	2 050 065	2 425 041
Driftsresultat før verdijustering av biologiske eiendeler	205 613	-191 162	348 293
Driftsresultat etter verdijustering av biologiske eiendeler	-189 567	-93 099	615 743
Resultat før skatt	-196 224	-202 358	544 930
Årsresultat	-123 159	-147 188	430 985
Driftsmargin før verdijustering av biologiske eiendeler	10,04 %	-9,32 %	14,36 %
Resultatmargin	-6,02 %	-7,18 %	17,77 %
Egenkapitalandel	41,00 %	37,00 %	43,30 %

Tabell 5: Finansiell utvikling i Grieg (2011-2013) – Årsrapport (2012) og Q4-rapport (2013)

## **2.5 Presentasjon av Lerøy Seafood Group ASA**

Etter å ha presentert sentrale forhold ved norsk havbruksnæring og komparative selskaper vil jeg i det følgende gi en noe grundigere presentasjon av Lerøy Seafood Group. Hovedmålet er her å kartlegge hvordan Lerøy synes å avvike fra «gjennomsnittsvirksomheten» i bransjen med hensyn til selskapenes respektive ressurser. Dette vil utgjøre viktig bakgrunnsmateriale for mine videre strategiske analyser og da særlig SVIMA-analysen presentert i kapittel 4.7.

### **2.5.1 Historisk utvikling**

Lerøy kan spore sine aktiviteter tilbake til slutten av 1800-tallet. Siden den spede oppstart har selskapet vært en pionerbedrift innenfor en rekke områder i norsk fiskerinæring. Ofte har selskapet vært først ute både i nye markedsområder og i forbindelse med kommersialisering av nye fiskesorter og produktvarianter. Lerøy var lenge en tradisjonell familiebedrift før det i 1997 ble besluttet å gjennomføre en rettet emisjon mot finansielle investorer (Lerøy, 2013a). Selskapet ble så børsnotert sommeren 2002. Dette innebar enklere tilgang til kapital og har følgelig vært en avgjørende faktor for de mange oppkjøpene Lerøy har gjennomført utover

2000-tallet. Følgelig har Lerøy gjennom de siste 10-15 årene vokst betydelig både organisk og gjennom oppkjøp av og investeringer i en rekke nasjonale og internasjonale selskaper.

### **2.5.2 Forretningsområder**

Lerøy utgjør i dag verdens nest største oppdretter av laks og ørret. Sentralt i Lerøys strategi er det å være en «(..) *helintegrert leverandør av selskapets hovedprodukter*» (Lerøy, 2014c). Dette innebærer at selskapet ønsker kontroll over aktiviteter langs store deler av verdikjeden. Lerøy er i dag delt inn i tre hovedsegmenter. De tre hovedsegmentene utgjør *Oppdrett*, *VAP* («*Value added processing*») og *Salg & Distribusjon*. Utover dette består Lerøy av en rekke datterselskaper og tilknyttede virksomheter som er lokalisert både i Norge og i utlandet. I det følgende gis en noe grundigere presentasjon av selskapets tre viktigste forretningsområder:

#### ***Oppdrett***

Majoriteten av Lerøys oppdrettsvirksomhet er lokalt forankret og foregår følgelig i Norge der selskapet sommeren 2013 var i besittelse av totalt 130 konsesjoner. Konsernet har også noe utenlandsk produksjon gjennom en eierandel på 50 % i det skotske oppdrettsselskapet Scottish Sea Farms. Selskapets produksjonsanlegg i Norge er lokalisert langs store deler av norskekysten og er delt inn i regionene Vest, Midt og Nord (Lerøy, 2013). Lerøys oppdrettsanlegg er alle selvforsynt med smolt og rogn gjennom datterselskap og tilknyttet virksomhet.

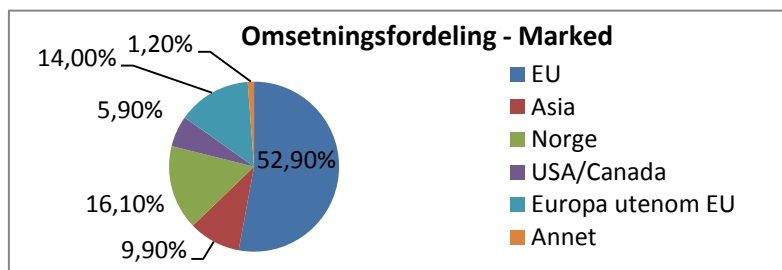
Et sentralt poeng knyttet til Lerøys oppdrettsvirksomhet er den viktige samarbeidsavtalen med Salmar fra februar 2012. Alliansen innebærer bruk av hverandres produksjonsanlegg for primærforedling på henholdsvis Frøya (Salmar) og Skjervøy (Lerøy Aurora). Avtalen antas å gi partene effektivitetsgevinster ved større nærhet mellom oppdrettsanlegg og fabrikk (lavere transportkostnader) samtidig som alliansen innebærer kapitalrasjonalisering (Lerøy, 2013).

#### ***VAP - Videreforedling***

Lerøy har fabrikker for videreforedling i store deler av Europa. Enkelte av fabrikkene er heleide, mens andre er deleide og anses som datterselskaper eller tilknyttet virksomhet. I dag driver selskapet videreforedling i Norge, Sverige, Finland, Nederland, Skottland, Frankrike, Spania og Tyrkia (Lerøy, 2013b). Dette innebærer at Lerøy har stor nærhet til sitt viktigste eksportmarked, nemlig EU-området. Selskapets investering i produksjonsfasiliteter i Tyrkia utgjør et godt eksempel på Lerøys mål om å utvikle nye markeder for atlantisk laks. Relativt til resten av bransjeutvalget har Lerøy likevel en større andel av sin videreforedling i Norge.

## Salg og distribusjon

Dette forretningsområdet omfatter *salg, marked, produktutvikling og distribusjon*. Lerøy har salgskontorer i samtlige land der det foregår videreforedling og har også salgsvirksomhet i landene Japan, Kina og USA. Dette innebærer at Lerøy både har stor nærhet til sine viktigste eksportmarkeder i dag, men også tilstedeværende i de områdene der det fremtidige vekstpotensialet antas å være størst. Samlet sett har Lerøy i dag salg i over 70 forskjellige land (Lerøy, 2013). Dette anses gunstig ettersom 80 % av selskapets produkter eksporteres ferske, hvilket stiller strenge krav både til markedsnærhet og effektiv distribusjon. En bred global tilstedeværelse antas samtidig å gi opphav til unik kompetanse om lokale markedstrender og samtidig legge grunnlag for betydelig risikospredning. Figur 7 gir en nærmere oversikt over Lerøys markedsfordeling. Verdt å merke seg er at Europa utgjør selskapets desidert største enkeltmarked med en andel på ca. 67 % av Lerøys samlede omsetning (Malm, 2013). Videre er det norske markedet betydelig med en omsetningsandel som stabilt har ligget på 15-20 %.

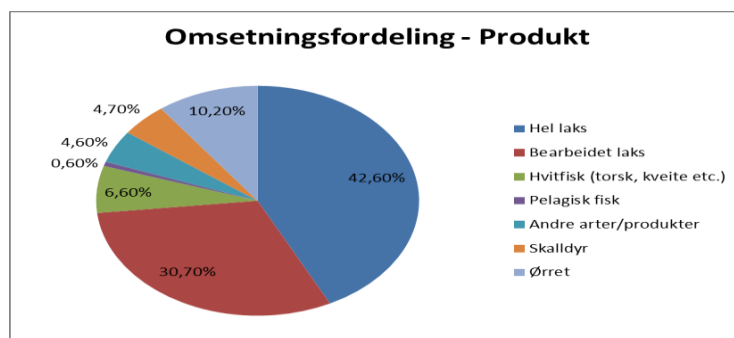


Figur 7: Lerøy - Omsetningsfordeling marked (Q2-presentasjon Lerøy 2013 v/Sjur Malm)

Omsetningsandelen i det nordamerikanske markedet (5,9 %) har de siste årene vært fallende som følge av normaliseringen av situasjonen i Chile. Lerøy har imidlertid en raskt voksende omsetning i Asia (9,9 %), som samtidig ventes å utgjøre et betydelig fremtidig vekstmarked.

### 2.5.3 Produktområder

Konsernet deler sine produkter inn i hovedområdene *laks og ørret, hvitfisk, pelagisk fisk og skalldyr* (Lerøy, 2013c). Selv om lakseprodukter utgjør det desidert største enkeltsegmentet til Lerøy (73 %) ser selskapet samtidig et betydelig vekstpotensial innen hvitfisk (6,6 %). Skalldyr, pelagisk fisk og «andre arter» representerer først og fremst mindre nisjeprodukter.



Figur 8: Lerøy - Omsetningsfordeling produkt (Q2-presentasjon Lerøy 2013 v/Sjur Malm)



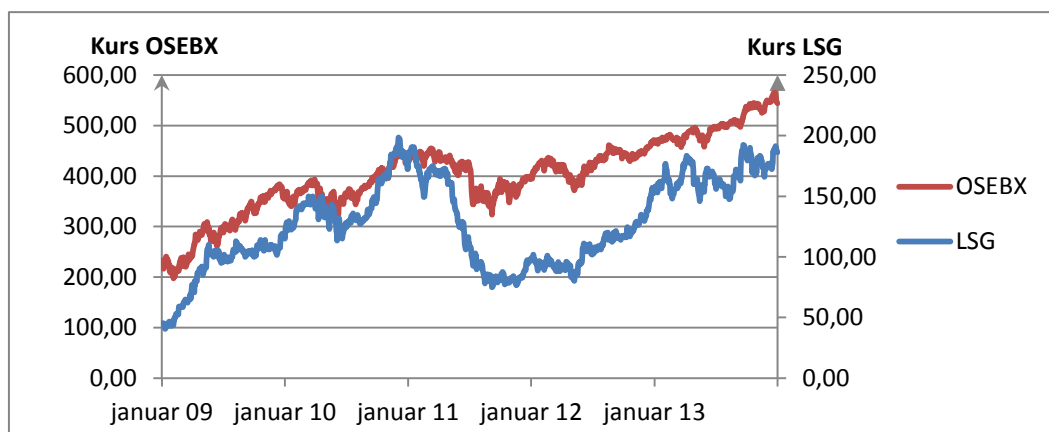
Lerøy har et sterkt fokus på innovativ produktutvikling i respons til markeds- og konsumentbehov. Ettersom selskapet kontrollerer verdikjeden helt frem til sluttbruker er majoriteten av deres produkter også merket med Lerøy. Dette innebærer at et viktig fokusområde for Lerøy er at merkenavnet skal være assosiert med høy kvalitet (Malm, 2013). Selskapet har samtidig de siste årene vært langt fremme hva gjelder utvikling av nye produktkonsepter. Eksempler på dette er Lerøys lansering av produktvarianter som *ovnsklar laks* og *påleggslaks*.

#### 2.5.4 Eierstruktur

Lerøy kjennetegnes ved å ha en sterk konsentrasjon på eiersiden. Selskapets hovedaksjonær, Austevoll Seafood ASA, hadde ved inngangen til 2014 en eierpost på hele 62,5 %. Foruten Austevoll utgjør Pareto (8 %) og Folketrygdfondet (3 %) selskapets største enkeltaksjonær. De tre aksjonærene kontrollerer følgelig samlet sett om lag 75 % av Lerøys utestående aksjer (Lerøy, 2014a). I avsnitt 7.2.4 drøftes det nærmere hvilke konsekvenser Lerøys sterke eierkonsentrasjonen vil ha for fastsettelsen av selskapets avkastningskrav (illikviditetspremier).

#### 2.5.5 Historisk kursutvikling

Lerøy-aksjen er notert på Oslo Børs under *tickeren* LSG. På verdsettelsestidspunktet 2/1-14 hadde LSG en markedsverdi på 175 kroner. Dette innebar en kursstigning gjennom 2013 på hele 30,6 %. Til sammenligning hadde OSEBX-indeksen i samme periode en kursstigning på 20,3 %. De siste fem årene har LSG-aksjen hatt en formidabel kursstigning på 289 % mot OSEBX sine 134,56 %. Det er imidlertid viktig å påpeke at starttidspunktet for femårsperioden utgjør årsskiftet 2008/2009, hvilket innebar svært lave kursnoteringer, primært som følge av finanskrisen. De store kursstigningene i femårsperioden kan følgelig ikke tillegges særlig vekt som grunnlag for prediksjoner av fremtidig kursutvikling. Figur 9 oppsummerer mine diskusjoner ved å skissere Lerøys og OSEBX' kursutvikling for perioden 2009-2014.



Figur 9: Kursutvikling Lerøy Seafood Group og OSEBX 2009-2014 (Oslo Børs, 2014)

### Lakseprisens betydning for kursutviklingen

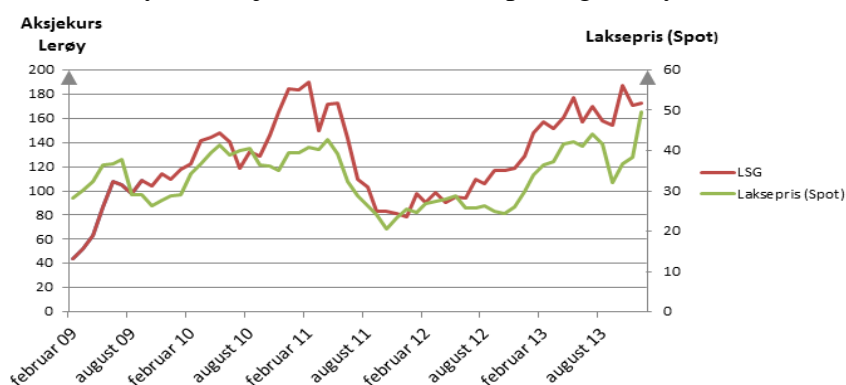
Videre er det gitt lakseprisens store betydning for lønnsomheten til norsk oppdrettsnæring interesserant å studere korrelasjonen mellom lakseprisen og aksjekursen til Lerøy. Jeg vil her også inkludere de komparative virksomhetene i tallmaterialet. Jeg velger her å basere meg på månedlige data fra de siste fem årene hentet fra henholdsvis Fish Pool (2014) og Oslo Børs. Dataene lakseprisen er basert på er Fish Pools indeks for gjennomsnittlig ukentlig spotpris på fersk atlantisk laks. Nevnte indeks baserer seg på tall offentliggjort av norske og utenlandske oppdrettsselskaper, kundestatistikk hentet fra SSB og lakseeksportindeksen til NASDAQ.

Korrelasjon mellom laksepris og aksjekurs - Basert på månedlige data					
	Lerøy (LSG)	Marine Harvest (MHG)	Cermaq (CEQ)	Salmar (SALM)	Grieg Seafood (GSF)
2009-2013	0,7467	0,7593	0,4425	0,8251	0,8174
2010-2013	0,8466	0,8292	0,4981	0,8717	0,8754
2009	0,0720	0,1053	0,0410	0,0280	0,2631

Figur 10: Korrelasjon mellom laksepris og aksjekurs basert på månedlige data (Oslo Børs og Fish Pool, 2014)

Resultatene fra korrelasjonsanalysen er basert på totalt 300 observasjoner fordelt utover 60 måneder for perioden mellom 2009 og 2013. Ut ifra en antakelse om at finanskrisen kunne forstyrre relasjonen mellom laksepris og kursutviklingen til Lerøy i 2009 valgte jeg å studere dette året isolert. Korrelasjonen viste seg da å være svært lav dette året. Følgelig valgte jeg å konsentrere den videre analysen om de siste fire årene, altså perioden 2010-2013.

Korrelasjonsanalysen viser at hele utvalget, med unntak av Cermaq, har en aksjekurs som i stor grad korrelerer med lakseprisen. At Cermaqs kursutvikling i mindre grad korrelerer med lakseprisen må tolkes i lys av at selskapet i store deler av utvalgsperioden i tillegg til å drive oppdrett også var en stor aktør innen fôrproduksjon. Lakseprisen antas derfor ikke å være av like stor betydning for Cermaqs kursutvikling. Den høye korrelasjonen mellom aksjekurs og laksepris for øvrige selskaper bekrefter imidlertid lakseprisens helt avgjørende betydning for børskursen. Både Lerøy, Marine Harvest, Salmar og Grieg Seafood har laks som sitt desidert viktigste forretningsområde og oppnår alle en korrelasjon på godt over 0,8, hvilket utvilsomt må anses høyt. Relasjonen mellom laksepris og Lerøys kursutvikling er vist i følgende figur:



Figur 11: Sammenheng mellom kursutviklingen til Lerøy og laksepris spot (Oslo Børs og Fish Pool, 2014)

### 2.5.6 Finansielle nøkkeltall

En oversikt over Lerøys finansielle nøkkeltall for de tre siste årene viser at selskapet i likhet med næringen som helhet opplevde et utfordrende 2012 preget av lave laksepriser. Videre er det verdt å merke seg at Lerøy har forbedret sine resultater markant gjennom 2013, da lakseprisen nådde rekordhøye nivåer. Selskapets egenkapitalandel (54 %) ligger i det øvre sjiktet for bransjen, hvilket antas å gi selskapet både finansiell fleksibilitet og økonomisk trygghet.

Tall i tusen NOK	2011	2012	2013
Driftsinntekter	9 176 873	9 102 941	10 764 763
Driftsresultat før verdijustering av biologiske eiendeler	1 212 898	450 098	1 625 799
Driftsresultat etter verdijustering av biologiske eiendeler	597 131	744 832	2 390 028
Resultat før skatt	534 998	674 509	2 480 376
<b>Årsresultat</b>	<b>378 677</b>	<b>491 760</b>	<b>1 886 395</b>
Driftsmargin før verdijustering av biologiske eiendeler	13,22 %	4,94 %	15,10 %
Resultatmargin	4,13 %	5,40 %	17,52 %
<b>Egenkapitalandel</b>	<b>50,60 %</b>	<b>50,70 %</b>	<b>54,29 %</b>

Tabell 6: Finansiell utvikling i Lerøy (2011-2013) – Årsrapport (2012) og Q4-kvartalsrapport (2013)

### 2.6 Hvordan avviker Lerøy fra «gjennomsnittsvirksomheten» i bransjen?

Som nevnt i innledningen til kapitlet vil jeg her oppsummere hvordan Lerøy synes å avvike fra oppdrettsnæringen generelt med hensyn til selskapets ressurser. Med *ressurser* mener jeg i denne forbindelse «(..) virksomhetens verdiskapende innsatsfaktorer» (Grant, 2010, s. 127). Innledningsvis presenteres det imidlertid enkelte likhetstrekk mellom selskapene i utvalget.

For det første virker alle oppdrettsselskapene i utvalget å være solid finansiert. Med unntak av utvalgets minste selskap, Grieg Seafood, har samtlige selskap en egenkapitalandel på over 50 %. Dette gir selskapene en solid buffer å tære på i vanskelige tider samtidig som det trolig gir selskapene enklere tilgang til finansiering av fremtidige oppkjøp. For det andre har alle de fem selskapene sitt største marked i EU-området. Det tilsier at hele utvalget i stor grad vil være eksponert for de samme politiske avgjørelsene som vedrører eksport til dette markedet. For det tredje har hele bransjeutvalget laks som sitt hovedprodukt. Samtlige fem selskaper er dermed sterkt eksponert for fremtidige endringer i markedsprisen på laks.

Hvordan avviker så Lerøy fra «gjennomsnittsvirksomheten»? For det første har selskapet det aller meste av sin oppdrettsaktivitet konsentrert om Norge. Ut fra hensynet til diversifisering kan dette hevdes å være en ulempe for Lerøy og motsatt en fordel for selskaper som Marine Harvest som har produksjon fordelt på flere land og dermed tilgang til flere kundemarkeder. Mot dette kan det imidlertid anføres at Lerøy har sluppet unna sykdomsproblemene Marine Harvest opplevde for sine chilenske anlegg. Norske oppdrettsanlegg har blant annet fordelen ved å ha større avstand mellom seg, hvilket reduserer smittefaren sammenlignet med i Chile.

Hvis norske oppdrettsanlegg likevel utsettes for større sykdomsproblemer eller det eventuelt skulle oppstå alvorlige handelskonflikter i landets viktigste lakseeksportmarkeder ville Lerøy i liten grad hatt annen virksomhet å støtte seg til. Det faktum at norsk oppdrettslaks i mange markeder oppfattes som et produkt av særlig høy kvalitet taler imidlertid til Lerøys fordel.

For det andre har Lerøy lange tradisjoner for å utvikle nye markeder og produktkonsepter. Dette skulle således tale til fordel for selskapets muligheter for å kapre store markedsandeler i fremtidige vekstmarkeder som Kina og Russland. Det kan for eksempel tenkes at selskapet raskere evner å oppdage potensialet i fremvoksende markeder og dermed står i posisjon til å oppnå visse «førstetrekkefordeler» ved å være tidlig inne i denne typen markeder. Dette kan videre tenkes å innebære at Lerøy kan oppnå noe høyere priser enn sine konkurrenter innen «nyere» markedsområder. At Lerøy samtidig er langt fremme innen produktutvikling tilsier at selskapet står i en sterk posisjon til å fremskaffe nye produkter tilpasset lokale behov i de fremtidige vekstmarkedene. Dette kan samtidig tenkes å bidra til at selskapet evner å beholde en større andel av sin opparbeide kundekrets (lojalitet) når nye konkurrenter entrer markedet.

For det tredje kontrollerer Lerøy aktiviteter langs store deler av verdikjeden. Dette er likevel på ingen måte unikt for Lerøy, da det tvert om synes å være den generelle trenden blant store norske oppdrettsselskaper. Lerøy skiller seg imidlertid fra enkelte av sine konkurrenter ved at deres produkter i mange markeder er merket med selskapsnavnet helt frem til sluttbruker. Dette kan tilsi at selskapet står i en sterkere posisjon for *merkevarebygging* og dermed økt *kundelojalitet*. Her kan selskapets lange tradisjoner også kunne virke positivt inn. En mulig *ulempe* for Lerøy er imidlertid at selskapet i motsetning til for eksempel Marine Harvest er avhengig av eksterne leverandører for tilgang til fiskefôr. Som tidligere diskutert utgjør fôr samtidig den desidert viktigste og mest kostbare (50 %) innsatsfaktoren i næringen. Lerøys avhengighet av eksterne fôrleverandører antas dels å utgjøre en ulempe fordi Lerøy «mister» eventuelle synergier mellom de to forretningsområdene og dels ut fra en antakelse om at de totale fôrkostnadene til Lerøy er høyere enn dersom selskapet selv stod for fôrproduksjonen.

For det fjerde kan Lerøys størrelse tenkes å tale til selskapets fordel. Som landets nest største lakseeksportør forventes Lerøy å oppnå visse stordriftsfordeler relativt til mindre selskaper. Den strategiske alliansen med Salmar antas samtidig å kunne bidra til effektivitetsgevinster. Begge momenter taler dermed for at større aktører som Lerøy og Marine Harvest kan tenkes å oppnå noe lavere enhetskostnader enn øvrige aktører. Hvorvidt dette faktisk er tilfellet vil nærmere studeres gjennom analyser av selskapenes kostnadsstruktur i oppgavens kapittel 8.

## Kapittel 3 – Verdsettelsesteknikker

Dette kapitelet vil innledes med en innføring i ulike aktuelle verdsettelsesteknikker. Deretter vil jeg argumentere for valg av verdsettelsesmetode for Lerøy. Avslutningsvis presenteres så rammeverket for den videre verdsettelsesprosessen basert på den foretrukne hovedteknikken.

### 3.1 Oversikt over mulige verdsettelsesteknikker

Hovedformålet med å gjennomføre en verdivurdering av et selskap er å finne et verdiestimat på selskapets egenkapital. Dette anslaget kan så benyttes til å vurdere om markedsverdien til selskapets aksjer synes å være enten over- eller underpriset. Verdivurderingen kan dermed gi grunnlag for utforming av en anbefalt handlingsstrategi.

Det eksisterer flere ulike verdsettelsesteknikker og det avgjørende blir å finne den teknikken som passer best for en gitt virksomhet eller en gitt kontekst. De ulike teknikkene har alle sine styrker og svakheter hvilket er ensbetydende med at de bør anses som *supplementer* heller enn som *alternativer*. Innsikt fra de ulike metodene kan benyttes for å oppnå konvergens mot et endelig verdiestimat. I praksis er imidlertid *tid* typisk en knapp faktor. Dette tilsier at man ofte må gjøre et valg mellom de ulike teknikkene. Det kan likevel være av stor nytte å gjøre en forenklet analyse ved bruk av en alternativ metode for å vurdere ens første verdiestimat.

Det er vanlig å skille mellom tre hovedmetoder for verdivurderinger av virksomheter. De tre teknikkene er *fundamental-*, *komparativ-* og *opsjonsbasert verdsettelse* (Koller m.fl, 2010, s. 130). Valget av verdsettelsesteknikk vil typisk avhenge av forhold som informasjonstilgang, tid til disposisjon og den enkelte analytikers krav til verdiestimatets pålitelighet (Kaldestad & Møller, 2011, ss. 33-34). Valget av metodikk vil videre avhenge av spesifikke forhold ved den enkelte virksomhet. Selskapets *bransjetilhørighet*, dets *fase i livssyklusen* og antakelser om *fremtidig drift eller avvikling* vil i denne sammenheng være av avgjørende betydning.

#### 3.1.1 Fundamental verdivurdering

Fundamental verdsettelse er verdivurdering basert på analyser av underliggende økonomiske forhold i selskapet og utarbeidelser av prognosetall (Kinserdal, 2013a). Innsikt om selskapets underliggende forhold oppnås ved *strategisk regnskapsanalyse* (Knivsflå, 2014a). Teknikken kombinerer således kvalitativ og kvantitativ kunnskap fra fagområder som strategi, regnskap og finans. Innsikt opparbeidet ved strategiske regnskapsanalyser benyttes så til utarbeidelser av *framtidiregnskap* og *framtidskrav*. Egenkapitalverdien beregnes så til sist som nåverdien av fremtidige utbytter, frie kontantstrømmer eller superprofitt (Kaldestad & Møller, 2011).

Man skiller gjerne mellom to hovedteknikker for fundamental verdivurdering; *egenkapital-* og *selskapskapitalmetoden*. Begge de to metodene søker å verdsette selskapets egenkapital, men med en noe ulik innfallsvinkel. I teorien skal de to metodene gi samme verdiesestimater ved konsistent anvendelse og bruk av *verdivektede avkastningskrav* (Kaldestad & Møller, 2011, s. 35). Poenget knyttet til bruk av verdivektede avkastningskrav vil drøftes nærmere når dette blir aktuelt. Ved bruk av *balanseveker* fra framtidsregnskapet vil imidlertid de to metodene gi opphav til ulike verdiesestimater. Gjennom en *konvergeringsprosess* der framtidsregnskapet blir gjort *verdibasert* oppnår man imidlertid ett *enkelt punktestimat* på egenkapitalverdien.

Avslutningsvis anbefales det gjerne å foreta en analyse av usikkerhet knyttet til den estimerte verdien man har kommet frem til. Gjennom verdivurderingsprosessen har man typisk foretatt flere kritiske valg og basert seg på en rekke usikre forutsetninger. Fundamental verdsettelse innebærer samtidig prognostisering av en uviss fremtid. Det kan derfor være nyttig å spørre seg hvordan verdiesestimater påvirkes når viktige nøkkelvariabler endres. Bruk av *sensitivitetsanalyser* og *simulering* vil herunder gi verdifull innsikt (Damodaran A. , 2012, ss. 895-919).

### ***Egenkapitalmetoden***

Metoden innebærer verdsettelse av egenkapitalen direkte ved å diskontere fremtidige «verdi-strømmer» som tilfaller egenkapitalinvestorene. For å oppnå konsistens mellom «telleren og nevneren» er det ved bruk av denne metoden viktig at forventede fremtidige *egenkapitalkrav* benyttes som diskonteringsrente (Kinserdal, 2013b). Innenfor egenkapitalmetoden skilles det videre mellom fire ulike «undermodeller». Metodene skal ved korrekt bruk alltid gi opphav til samme verdiesestimater. Modellene tilhørende egenkapitalmetoden utgjør (Knivsflå, 2014b):

- Utbyttmodellen
- Fri kontantstrøm-modellen
- Superprofittmodellen
- Superprofittvekstmodellen

### ***Selskapskapitalmetoden***

Selskapskapitalmetoden har en mer indirekte tilnærming enn egenkapitalmetoden. Metoden innebærer en verdsettelse av selskapsverdien («Enterprise Value») først, før man så trekker fra relevante gjelds størrelser og til sist sitter igjen med et anslag på egenkapitalverdien. Med «selskapet» menes her typisk *sysselsatt kapital* eller *netto driftskapital*. Bruk av total kapital, der man i liten grad skiller mellom driftsrelaterte og finansielle poster, er i dag lite benyttet.

Selskapskapitalmetoden inneholder i likhet med egenkapitalmetoden et utvalg av forskjellige modeller som kan benyttes. Det skiller herunder vanligvis mellom *fri kontantstrømmodellen*, *superprofittmodellen* og *superprofittvekstmodellen* (Knivsflå, 2014c). Siden *utbyttmodellen* relaterer seg direkte til kontantstrømmer som tilfaller egenkapitalen er ikke denne metoden relevant her. Som tilfellet var for egenkapitalmetoden skal alle undermodeller tilknyttet *den enkelte selskapskapitalmetode* gi opphav til samme verdiestimat ved rett og konsistent bruk.

### ***Når er fundamental verdivurdering en passende metode?***

Fundamental verdivurdering stiller krav om tilgang til detaljert regnskapsinformasjon, gjerne flere år tilbake i tid. Dette innebærer at metoden gjerne anses som mest aktuell for modne selskaper med en forholdsvis lang driftshistorie. I denne fasen av livssyklusen har selskapene typisk god underliggende inntjening (Kinserdal, 2013a). Metoden er gjerne både grundig og omfattende. Mange viktige poeng vedrørende selskapet og bransjen vil følgelig bli diskutert og forsøkt hensyntatt gjennom analysearbeidet. Dette medfører samtidig at teknikken typisk er tidkrevende. Hvis verdsetter ikke stiller for strenge krav om pålitelighet i sitt verdiestimat, kan derfor kostnaden ved bruk av metoden enkelte ganger oppfattes som høyere enn nytten. Bruk av fundamental verdivurdering forutsetter videre en antakelse om «fortsatt drift» siden egenkapitalverdien i stor grad anslås basert på fremtidig inntjening. I tilfeller der avvikling av selskapet synes nært forestående vil derfor andre teknikker typisk være foretrukne.

### **3.1.2 Komparativ verdivurdering**

Ved komparativ verdsettelse anslås selskapsverdien basert på prisingen av sammenlignbare selskaper. Metoden har således en markedsbasert tilnærming og gir følgelig et anslag på hva virksomheten kan selges for i dag (Kaldestad & Møller, 2011, s. 30). Metoden anses gjerne som relativt enkel, men den forutsetter samtidig at det finnes godt sammenlignbare selskap. Innen komparativ verdivurdering skiller man typisk mellom to hovedteknikker. Disse utgjør henholdsvis *multiplikatormetoden* og *substansverdimodellen* (Damodaran A. , 2012, s. 599).

#### ***Multiplikatormetoden***

En multiplikator utgjør forholdet mellom et selskaps børs- eller selskapsverdi og nøkkeltall hentet fra dets finansregnskap (Penman, 2013, s. 76). Estimater på selskapets egenkapitalverdi finnes ved å sammenligne multipler hos verdsettelsesobjektet med multipler hos børsnoterte komparative virksomheter. Det vil ofte være aktuelt å justere for forskjeller i visse fundamentale forhold mellom selskapene for å bedre sammenligningsgrunnlaget. Blant mye anvendte multiplikatorer finner man blant annet pris/bok og pris/fortjeneste (Penman, 2013).

### ***Substansverdimodellen***

Substansverdimodellen estimerer et selskaps egenkapitalverdi ved å legge sammen markedsverdien av selskapets eiendeler og trekke fra markedsverdien av dets gjeld (Penman, 2013, s. 82). Metoden krever følgelig at verdien av eiendeler og gjeld enten kan bli direkte observert i markedet eller at de kan estimeres ved sammenligning med verdien av lignende eiendeler og gjeld i markedet (Knivsflå, 2014d). Metoden er følgelig i mindre grad egnet for bransjer med betydelige innslag av immaterielle eiendeler. Som et alternativ til bruk av markedsverdier kan det i noen tilfeller være aktuelt å benytte likvidasjonsverdier (Koller m.fl., 2010, s. 229). Dette vil ofte være tilfellet ved konkurser der realisering må skje raskt og eiendelene følgelig må omsettes til en lavere verdi enn hva tilfellet hadde vært ved salg i mer «normale tider».

### ***Når er komparativ verdivurdering en passende metode?***

En stor fordel ved komparativ verdivurdering er at metoden er enkel og dermed typisk langt mindre tidkrevende enn for eksempel fundamentale verdivurderinger. Teknikken kan blant annet være godt egnet til verdivurderinger av nylig oppstartede virksomheter med kort drifts- og regnskapshistorikk (Kaldestad & Møller, 2011, s. 34). For mer «modne» selskaper med en lang regnskapshistorikk kan imidlertid metoden kritiseres for å være for lite dyptgripende. Fokuset ligger vanligvis på fysiske eiendelers verdi fremfor aktivitetene og prosessene som foregår i selskapet. Metoden overser dermed mange viktige karakteristikum ved det enkelte selskap. Komparativ verdsettelse kan følgelig hevdes å fungere best som et supplement eller en rimelighetssjekk til mer omfattende og grundige verdsettelsesmetoder (Kinserdal, 2013a).

### **3.1.3 Opsjonsbasert verdivurdering**

Opsjonsbasert verdsettelse utgjør sjelden noen selvstendig verdivurderingsmetode, men kan gi viktig innsikt som et supplement til fundamentale verdivurderinger (Kaldestad & Møller, 2011). Typisk besitter selskaper rettigheter til å gjennomføre bestemte tiltak som gir dem en viss fleksibilitet. Man skiller i denne sammenheng typisk mellom virksomheters opsjon til å *utsette*, *ekspandere* eller *avvikle* prosjekter (Koller m.fl, 2010, s. 679). Fleksibilitet av denne typen har typisk en verdi som ikke nødvendigvis er fullt ut reflektert i fundamentalverdien. Innen oppdrettsnæringen kan for eksempel forskning tilknyttet bioteknologi tenkes å kunne gi opphav til fremtidig verdiskaping. En vanlig utfordring når verdien av denne typen realopsjoner skal hensynstas er imidlertid faren for dobbeltregning. Dersom nåverdien av særlig fleksibilitet skal innberegnes separat er det altså viktig at man holder verdier knyttet til realopsjonen utenfor i den fundamentale verdivurderingen. Den fundamentale verdsettelsen må følgelig baseres på den «statiske» verdien av egenkapitalen (Knivsflå, 2014e).



### 3.2 Valg av verdsettelsesteknikk

Etter å ha presentert de tre hovedteknikkene for verdivurdering vil jeg i det følgende gjøre et begrunnet valg av hovedteknikk for den videre utredningen. Som diskutert har hver av de tre metodene sine respektive styrker og svakheter. Forhold som tilgang til historisk regnskapsinformasjon, bransjetilhørighet og selskapets fase i livssyklusen vil her være avgjørende.

Lerøy kan spore sine aktiviteter langt tilbake i tid og ble børsnotert allerede sommeren 2002. Selskapet har følgelig en *lang regnskapshistorikk*, hvilket utgjør en viktig forutsetning for valg av fundamental verdivurdering. Innen norsk oppdrettsnæring finnes det samtidig flere selskaper som ligner på Lerøy både når det gjelder deres drift og finansiering. Dette vil være nyttig både ved fundamental- og komparativ verdivurdering. De største virksomhetene har samtidig jevnt over *detaljerte årsrapporter* og benytter stort sett samme regnskapsprinsipper.

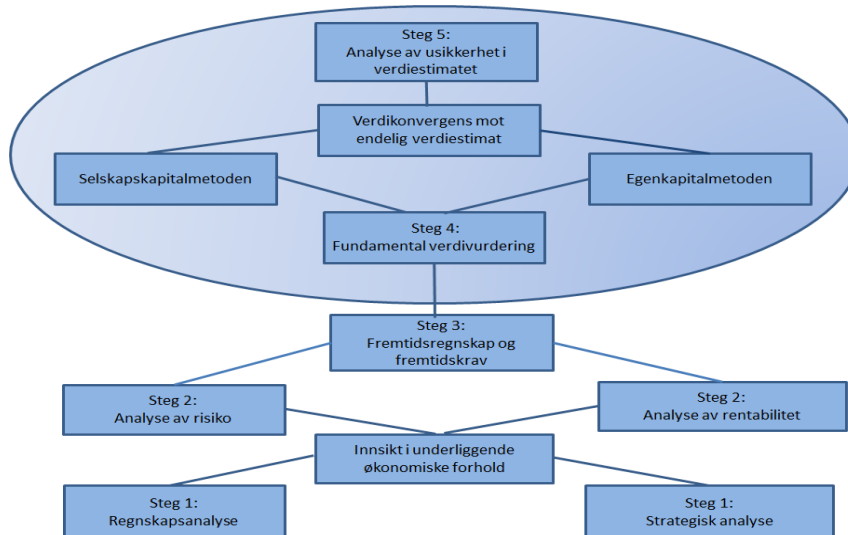
Videre anses typisk fundamental verdivurdering best egnet for selskaper i en moden fase av livssyklusen. Hvorvidt norsk oppdrettsnæring kan sies å være i en moden fase vil avhenge av markedet man studerer. Viktige markeder som Skandinavia og EU kan hevdes å være i en moden fase med en lang operasjonell historikk. Nyere markedsområder som Kina og deler av Øst-Europa kan det imidlertid sås tvil om at utgjør modne markeder. Disse kan trolig bedre karakteriseres som vekstmarkeder, hvilket kan tale til fordel for bruk av en opsjonsbasert tilnærming for disse markedene. Det er imidlertid det enkelte *selskapets* fase i livssyklusen som her er avgjørende. Siden Lerøy i dag primært har sin produksjon i Norge antas konsesjonssystemet å legge en viss demper for vekstmulighetene innen *laksesegmentet*, men selskapet forventes fortsatt å vokse både ved oppkjøp og satsning innen nye produktområder.

Et annet viktig kjennetegn ved oppdrettsnæringen er at selskapene vanligvis har et betydelig innslag av *immaterielle eiendeler*. For enkelte av eiendelene som for eksempel konsesjonene vil det som regel være mulig å anslå markedsverdier siden disse typisk omsettes regelmessig. For andre typer av immaterielle eiendeler som investeringer i *FOU* vil dette imidlertid være utfordrende. Sistnevnte forhold kan derfor hevdes å tale mot bruk av *substansverdimodeller*.

Samlet sett mener jeg at *fundamental verdivurdering* bør benyttes som hovedteknikk først og fremst fordi metoden er *grundig*. Dette øker sjansen for at relevant informasjon blir inkludert i analysen. Metoden er samtidig god ved at den kombinerer innsikt fra historiske regnskapsdata med strategiske analyser vedrørende selskapets framtidsutsikter. Gitt at jeg her har valgt å begrense meg til bruk av én verdsettelsesmetode mener jeg at *fundamental verdivurdering* er den metoden som best vil fange opp selskapets *underliggende verdier* og *framtidsutsikter*.

### 3.3 Rammeverk for fundamental verdivurdering

Basert på valget av fundamental verdivurdering som hovedteknikk vil jeg her presentere et rammeverk for den videre analysen. Rammeverket vil forhåpentligvis kunne gi leseren en god oversikt over de ulike stegene i verdsettelsesprosessen som avslutningsvis vil ende opp med et estimat på Lerøys egenkapitalverdi, samt en tilhørende verdi per aksje. Rammeverket kan illustreres ved følgende modell, der hvert av stegene i det følgende vil drøftes nærmere:



Figur 12: Rammeverk for fundamental verdivurdering (Palepu, Healy, & Bernard, 2004, ss. I-4 & Knivsflå, 2012a)

#### **Steg 1: Strategisk regnskapsanalyse**

Verdsettelsesprosessen innledes typisk med bearbeiding og analyse av historiske regnskaps-tall. Målet er her å oppnå innsikt om selskapets underliggende økonomiske forhold. For at analysen skal baseres på mest mulig oppdatert regnskapsinformasjon gjennomføres typisk en «trailing», der man inkluderer tall fra seneste kvartalsrapport. Videre tilpasses regnskapsoppstillingen *investororientert analyse* siden oppstillingsplanen etter IFRS i utgangspunktet er mest kreditororientert (Knivsflå, 2012a). Denne tilpasningen skjer gjennom *omgruppering* og innebærer et økt fokus på *normalisert* verdiskaping og kildene til denne. Omgrupperingen skaper samtidig et skarpere skille mellom selskapets drift og finansiering. Med utgangspunkt i det omgrupperte regnskapet er det så aktuelt å *analysere og justere for eventuelle målefeil*. Det vil for eksempel vanligvis være ønskelig å justere driftsrelaterte eiendeler (eks. biologisk varelager som fisk) mot «kostverdi» og finansiell gjeld mot virkelig verdi (Knivsflå, 2012a).

Gjerne parallelt med regnskapsanalysen (her først) gjennomføres en *strategisk analyse*. Den strategiske analysen vil være todelt bestående av en *ekstern bransjeorientert analyse* og en *intern ressursorientert analyse*. Relevant teori for de ulike analysene vil bli presentert i deres respektive avsnitt. Formålet med gjennomføringen av de strategiske analysene er å oppnå økt innsikt i underliggende økonomiske forhold ved selskapet og bransjen (risiko og prestasjon).

Summen av antatte eksterne bransjefordeler og interne ressursfordeler vil her bli omtalt som selskapets *strategiske fordel*. Den strategiske fordel vil vanligvis i hovedsak relatere seg til selskapets *driftsaktiviteter*, men kan også potensielt bestå av fordeler ved dets *finansiering*.

### ***Steg 2: Analyse av risiko og rentabilitet***

Basert på *omgruppert* og *justert* historisk regnskapsinformasjon gjøres *forholdstallsanalyser*. Herunder kommer analyser av selskapets *risiko* og *rentabilitet*. Risikoanalysen gjennomføres på basis av *likviditets-* og *soliditetsanalyser* som til sammen danner grunnlag for et anslag på selskapets *syntetiske rating*. Den syntetiske ratingen gir så viktig «inputs» for fastsettelsen av selskapets avkastningskrav. Rentabilitetsanalysen innebærer tallfestinger av selskapets *drift- og finansieringsfordel* og følgelig dets *strategiske fordel*. Gjennom videre dekomponeringer av driftsfordelen kartlegges det så hvorvidt fordelene relaterer seg til det enkelte selskaps *interne ressurser* eller eventuelt forhold til felles for selskapene i bransjen (Knivsflå, 2012a).

### ***Steg 3: Fremtidsregnskap og fremtidskrav***

Det neste steget blir så utarbeidelse av *fremtidsregnskap* og *fremtidskrav* basert på kunnskap vunnet gjennom den strategiske regnskapsanalysen. Herunder prognostiseres utviklingen til en rekke *budsjett drivere*, hvilket danner grunnlag for et *forventet fremtidsregnskap* der både fremtidig forventet resultatregnskap, balanse og frie kontantstrømmer er inkludert. Deretter estimeres fremtidige avkastningskrav til både egenkapital, gjeld og selskapskapital (vekting).

### ***Steg 4: Fundamental verdivurdering***

På grunnlag av utarbeidede framtidsregnskap og -krav foretas så selve *verdivurderingen*. Det vil her både være aktuelt å ta i bruk den «direkte» egenkapitalmetoden og de mer «indirekte» selskapskapitalmetodene (Knivsflå, 2012a). I begge tilfeller anslås egenkapitalverdien ved at man først diskonterer relevante fremtidige verdistrømmer som tilfaller de ulike «kapitalene». Ved bruk av selskapskapitalmetoder må man videre trekke fra verdien av gjeld og minoritet. Det endelige estimatet på egenkapitalverdien og tilhørende aksjeverdi beregnes så gjennom en stegvis konvergeringsprosess som innebærer at framtidsregnskapet blir gjort *verdibasert*.

### ***Steg 5: Analyse av usikkerhet***

Verdiestimatet (per aksje) som fremkommer i steg 4 utgjør et *punktestimat* som det typisk er heftet betydelig usikkerhet ved. Følgelig er det av interesse å analysere denne usikkerheten nærmere. Simuleringer og sensitivitetsanalyser er i denne forbindelse svært nyttige verktøy for å studere hvordan verdiestimatet påvirkes når nøkkelvariabler endres. Herunder vurderes det også hvorvidt selskapets konkursfare har blitt tilstrekkelig hensyntatt i verdiestimatet.

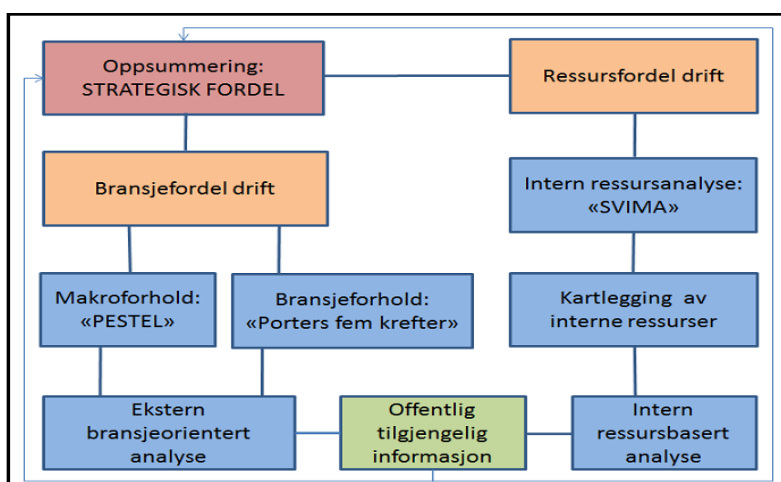
## Kapittel 4 – Strategisk analyse

Som vist gjennom rammeverket for fundamental verdivurdering er formålet med strategiske analyser å vinne innsikt om selskapet og bransjens underliggende strategiske forhold. En god forståelse av selskapets strategiske posisjon vil danne grunnlag for senere framskrivninger av historisk regnskapsinformasjon. Diskusjonene vil gjennomgående baseres på det presenterte faktagrunnlaget fra kapittel 2. Kapitelet er bygd opp slik at jeg innledningsvis vil presentere rammeverket for videre strategiske analyser. På basis av det presenterte rammeverket gjøres det så først bransjeanalyser vedrørende oppdrettsnæringen (*ekstern bransjeorientert analyse*) før jeg så gjennomfører nærmere analyser av Lerøy (*intern ressursorientert analyse*). Målet er å identifisere forhold som kan gi opphav til mulige bransje- og ressursfordeler. Kapittelet avsluttes så med en oppsummering og et estimat på selskapets *historiske strategiske fordel*.

### 4.1 Rammeverk for strategisk analyse

Grant (2010) beskriver *strategi* som linken mellom selskapet og dets miljø. Denne koblingen blir synliggjort ved selskapets valg av mål, ressurser og organisasjonsstruktur (Grant, 2010, s. 12). Avgjørende for selskapets suksess er å oppnå en god «strategisk fit», hvilket tilsier at selskapets valg av strategi både må være konsistent med dets *eksterne omgivelser* og *interne ressurser*. Følgelig må begge disse forholdene også tas hensyn til i den strategiske analysen.

Først vil makroforhold diskuteres ved bruk av analyseverktøyet «PESTEL». Formålet er her å identifisere ytre påvirkning i form av samfunns- og trendutviklinger. Deretter kartlegges bransjens attraktivitet og lønnsomhet med utgangspunkt i «Porters fem krefter». Sammen gir de to analysene av eksterne forhold grunnlag for en vurdering av eventuelle *bransjefordeler*. Videre kartlegges og analyseres Lerøys interne ressurser gjennom en såkalt SVIMA-analyse. Samlet sett vil de tre analyseverktøyene danne grunnlag for et anslag på Lerøys strategiske fordel. Rammeverket for strategisk analyse kan dermed oppsummeres med følgende modell:



Figur 13: Rammeverk for strategisk analyse (Fritt etter: Knivsflå, 2014 – Forelesning 2, s. 3)

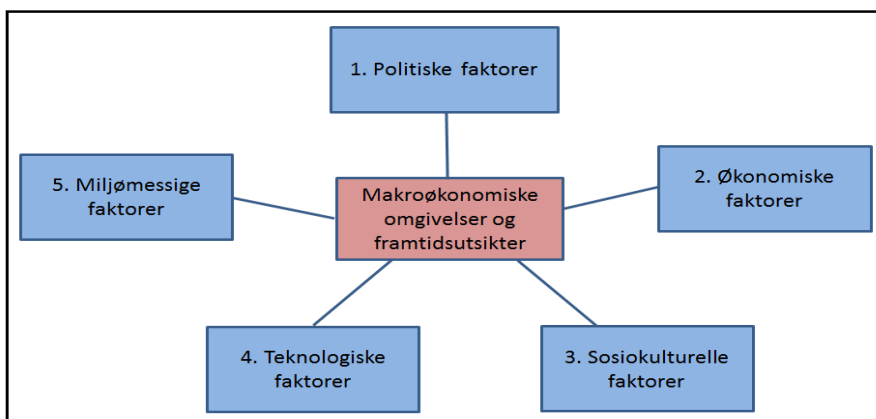
## 4.2 Eksternanalyse

For å vurdere et selskaps strategi trenger man informasjon om dets eksterne omgivelser. Det relevante bakgrunnsmaterialet for eksternanalysen ble presentert i avsnitt 2.2 - *makroforhold* og avsnitt 2.3 - *bransjespesifikke forhold*. Basert på denne innsikten gjennomføres eksternanalysen her i to faser. Først analyseres det hvordan generelle makroforhold preger bransjen, før jeg deretter vurderer hvordan spesifikke bransjeforhold påvirker lønnsomheten til norske oppdrettsaktører. Innledningsvis er det imidlertid viktig å klarlegge hvordan jeg i det videre avgrensner næringen. Jeg vil nemlig her primært konsentrere meg om *norsk oppdrettsnæring*.

Den valgte avgrensningen innebærer at det først og fremst er eksterne rammevilkår som gjør seg gjeldende for oppdrettsselskaper med sitt hovedsete i Norge som vil bli drøftet. Herunder inkluderes imidlertid også deres produksjons- og markedsaktiviteter i utlandet. Virksomheter med sitt hovedsete i utlandet vil imidlertid falle utenfor den valgte bransjeavgrensningen. I havbruksnæringen vil dette særlig gjøre seg gjeldende for chilenske oppdrettsaktører. Denne avgrensningen kan blant annet forsvares ved at norske og chilenske oppdrettere i hovedsak konkurrerer i ulike geografiske kundemarkeder. Det er likevel viktig å påpeke at utenlandske havbruksaktører indirekte vil påvirke rammebetingelsene til norske oppdrettsselskaper blant annet gjennom deres innvirkning på den globale lakseproduksjonen og dermed prisdannelsen i laksemarkedet. Dette hensynet vil derfor bli forsøkt ivaretatt gjennom den videre analysen.

## 4.3 Makroforhold

Makroomgivelsene til norsk oppdrettsnæring kartlegges og analyseres her med utgangspunkt i PESTEL-rammeverket (Grant, 2010, s. 65). Formålet med makroanalysene er å identifisere de viktigste strukturelle trekkene som påvirker konkurransen og dermed også lønnsomheten i næringen. Denne typen forhold utgjør samtidig kritiske determinanter for hvilke *muligheter og trusler* næringen vil kunne møte i fremtiden. PESTEL-analysen vil videre kunne gi nyttig innsikt vedrørende potensielle bransjefordeler tilknyttet norsk oppdrettsnæring.



Figur 14: Rammeverk for analyse av makroforhold – PESTEL (Grant, 2010, s. 65)

### **4.3.1 Politiske faktorer**

*Med politiske faktorer mener jeg beslutninger og hendelser av politisk karakter som påvirker næringen. Fokuset vil her ligge på betydningen av konsesjonssystemet og handelspolitikken.*

#### ***Konsesjonssystemet***

Oppdrettsnæringen utgjør i dag en svært viktig kilde til vekst i norsk økonomi. Regjeringen har samtidig et sterkt fokus på at veksten skal være bærekraftig. Som diskutert i kapittel 2 innebærer dette at oppdrettsnæringen er sterkt politisk regulert gjennom konsesjonssystemet. Systemet antas å dempe veksttakten for næringen som helhet, men enkeltselskapers mulighet for oppkjøp av konsesjoner tilsier at den enkelte virksomhet likevel kan vokse raskt. Det har samtidig vært en trend blant norske selskaper mot økt utenlandsk oppdrettsaktivitet.

Videre er det interessant å vurdere hvorvidt konsesjonssystemet vil bestå i dagens form også i fremtiden. Norge har i dag en svært oljedominert økonomi som gradvis ventes å måtte gjennomgå strukturelle omstillinger for å tilpasses en fremtid uten olje. I den forbindelse kan det tenkes at fremtidige regjeringer vil legge til rette for at oppdrettsnæringen kan få økt betydning. Følgelig finnes det argumenter som taler for at konsesjonssystemet gradvis vil kunne bli lempet på. Mot dette kan det imidlertid anføres at regjeringens hensyn til både miljøet og ønsket om lokalt forankret oppdrett tilsier at konsesjonssystemet likevel vil bestå.

Det kan imidlertid tenkes å skje endringer i *måten* konsesjoner tildeles oppdrettsselskapene. Dette ble tidligere eksemplifisert ved den nye *bytteordningen* i forbindelse med innføringen av grønne konsesjoner. Ordningen innebar blant annet strengere krav til oppdrettsselskapers aktiviteter innen forskning og utvikling tilknyttet miljøet. Et annet eksempel var bortfallet av reguleringen som tidligere innebar at norske oppdrettsselskaper maksimalt kunne inneha 25 % av det totale antallet konsesjoner. Endringer i politiske rammebetingelser av denne typen vil kunne påvirke både det enkelte oppdrettsselskapets strategiske tilpasning og samtidig framtidsutsiktene til norsk havbruksnæring som helhet. Trolig vil en fleksibel organisasjonsstruktur med rask og god tilpassningsdyktighet i denne sammenheng utgjøre et mulig fortrinn.

#### ***Handelspolitikk:***

Jeg har tidligere sett at norsk oppdrettsnæring er svært eksportrettet og at næringen samtidig har vist seg å være sensitiv for handelspolitiske konflikter. Dette ble eksemplifisert gjennom omfattende bruk av både straffetoll og andre handelssanksjoner. Endringer i handelspolitiske rammevilkår kjennetegnes samtidig ved at de typisk er svært vanskelige å forutse. Oppdrettsselskapene kan derfor vanskelig unngå å bli truffet av denne typen makroøkonomisk sjokk.

Ved å ha en diversifisert tilstedeværelse i flere markeder kan imidlertid oppdrettsselskapene stå bedre rustet til å håndtere handelspolitiske problemer i enkeltmarkeder. Dette kan dermed utgjøre en viktig forklaringsfaktor bak selskapenes fokus på å *bygge nye markeder*. Dermed ser vi igjen et eksempel på at «føre-var-tilpasninger» kan utgjøre en potensiell kilde til konkurransefortrinn for det enkelte oppdrettsselskap. Jeg forventer videre at norsk havbruksnæring også i årene fremover vil være utsatt for den underliggende markedsrisikoen mulige handelskonflikter innebærer. Særlig det russiske laksemarkedet, der norsk oppdrettsnæring i dag er betydelig eksponert, kan trekkes frem som et svært utsatt marked de nærmeste årene.

#### **4.3.2 Økonomiske faktorer**

*Med økonomiske faktorer mener jeg måten generelle utviklingstrekk i økonomien påvirker oppdrettsnæringen. Fokuset blir her på konjunkturer, rente- og valutakursutvikling.*

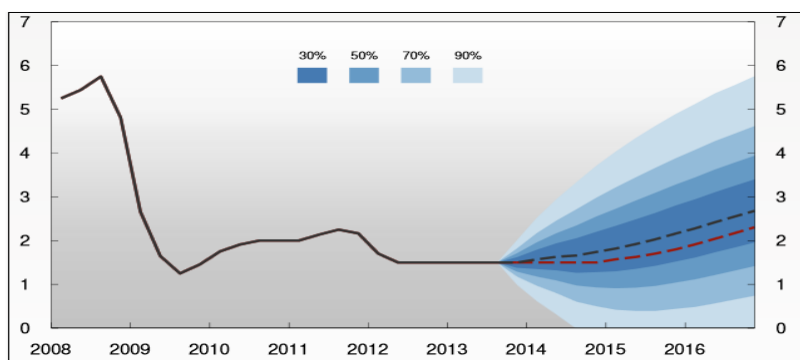
##### ***Konjunkturer og etterspørsel***

Norsk oppdrettsnæring har gjennom de siste årene ikke virket å ha blitt nevneverdig påvirket av de kraftige internasjonale nedgangskonjunktorene. For eksempel var årene 2010 og 2013 svært gode år for norsk lakseeksport samtidig som først finans- og så statsgjeldskrisen herjet i næringens viktigste eksportmarkeder (eks. EU). De siste seks-syv årene må imidlertid sies å ha vært spesielle for næringen ved at sykdomsutfordringene i Chile tidvis har gitt opphav til rekordhøye laksepriser. Det kan således anføres at nevnte periode er mindre representativ for næringens underliggende konjunkturfølsomhet. I perioder med mer stabil verdensproduksjon er det nærliggende å anta at generelle konjunkturer vil ha større innvirkning på etterspørselen og lønnsomheten i næringen. Mot dette kan det imidlertid anføres at atlantisk laks i de fleste markeder trolig kan klassifiseres under kategorien «*nødvendighetsgoder*», hvilket kan tilsi at laks trolig kan forventes å bli etterspurt i stor skala selv under sviktende konjunkturer. Totalt sett mener jeg det derfor er grunnlag for å hevde at norsk havbruksnæring er forholdsvis *lite konjunkturutsatt*. Forhold på tilbudssiden antas altså å ha større betydning for den samlede lønnsomheten i bransjen enn den betydning generelle konjunkturer har for etterspørselssiden.

##### ***Renteutvikling***

Konjunkturer vil imidlertid indirekte kunne ha avgjørende betydning for oppdrettsnæringen ved at de typisk er utslagsgivende for Norges Banks rentefastsettelse. I kapittel 2 viste jeg at kombinasjonen av at oppdrettsvirksomhet er forholdsvis kapitalintensiv og at majoriteten av selskapenes rentebærende gjeld er flytende, tilsier at næringen har en betydelig renterisiko. I perioder der lave laksepriser sammenfaller med et høyt nasjonalt rentenivå har man historisk sett flere eksempler på oppdrettsselskaper som havner i alvorlige økonomiske problemer.

De store norske oppdrettsselskapene benytter seg derfor i utstrakt grad av rentederivater for å forsikre seg mot denne typen renterisiko. De vil likevel alltid være eksponert for noe risiko knyttet til den generelle renteutviklingen. I tråd med Norges Banks rentebane per desember 2013 forventes en gradvis økning i styringsrenten fra dagens nivå på 1,5 % gjennom de neste årene. Dette samsvarer med utsiktene til bedre konjunkturer både nasjonalt og internasjonalt. Den forventede økningen i styringsrenten vil først gi seg utslag i høyere pengemarkedsrenter (NIBOR). Med et visst tidsetterslep vil så økningen i NIBOR gi opphav til høyere lånerenter både for norske bedrifter og husholdninger (Klovland, 2013a). Dette tilsier følgelig at norske oppdrettsselskaper kan vente seg en noe dyrere gjeldsfinansiering enn i dag de neste årene.



Figur 15: Rentebane for styringsrenten per 4. kvartal 2013 (Norges Bank, 2014)

Det må imidlertid påpekes at krisene verdensøkonomien har vært gjennom de siste årene har bidratt til at Norge i dag har et historisk lavt rentenivå. De største norske oppdrettsselskapene forventes følgelig å kunne håndtere et betydelig høyere rentenivå enn dagens nivå selv med utsikter til noe lavere laksepriser. Poenget underbygges også av at de store norske havbruksaktørene jevnt over er solid finansiert med høy egenkapitalandel. Det må likevel konkluderes med at den fremtidige renteutviklingen må forventes å ha betydelig innvirkning både for det enkelte oppdrettsselskaps bunnlinje og næringens samlede lønnsomhet.

### **Valutakursutvikling**

Jeg har tidligere anført at norske oppdrettsselskaper vil være betydelig utsatt for valutarisiko, hvilket innebærer at de aktivt benytter derivatmarkedet for å begrense sin valutaeksponering. Selskapene har typisk en stor andel av sine inntekter i euro, mens majoriteten av kostnadene (eks. lønn og fôr) typisk er i kroner. Gitt at oppdrettsselskapene fastsetter sine eksportpriser med basis i kroner, vil en appresiering av kronen bety høyere importpriser for utenlandske kunder. Dette vil videre tilsi svekket norsk konkurranseevne på det internasjonale markedet. Oppdrettsfisk er samtidig en ferskvarer som typisk må omsettes raskt i markedet etter fullført slaktning. Resultatet av en appresierende krone er dermed typisk at norske oppdrettsselskaper må akseptere lavere «kronerpriser» og følgelig også lavere eksportinntekter på sine produkter.



I perioden 2011-2013 var krona på rekordsterke nivåer relativt til euro og dollaren. Fra våren 2013 begynte imidlertid krona gradvis å svekke seg mot euro, hvilket antas å ha vært gunstig for norske lakseeksportører. Prognoser utarbeidet av SSB indikerer videre en forventning om at krona vil ligge omtrent på dagens nivå målt mot euro de kommende årene (SSB, 2013d).

### 4.3.3 Sosiokulturelle faktorer

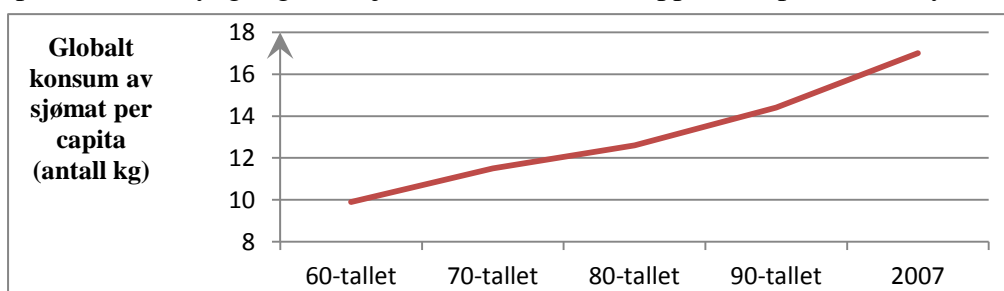
*Med sosiokulturelle forhold mener jeg i denne sammenheng demografiske og sosiale trender i befolkningen som vil påvirke etterspørselen etter produkter fra oppdrettsnæringen.*

#### **Demografiske faktorer**

Verdensbefolkningen passerte 7 milliarder i 2012 og forventes å nå 9 milliarder innen 2050. For å holde tritt med befolkningsveksten antas den globale produksjonen av mat å måtte øke med 70 % de neste 40 årene (NTVA & DKNVS, 2012). Mat fra landbruket vil sannsynligvis ikke kunne dekke hele dette behovet. Det er videre en sterk trend mot en raskt fremvoksende middelklasse i mange folkerike land som Russland, India og Kina. Denne samfunnsklassen har historisk sett vist seg å utgjøre den største kundegruppen for laks. Norsk oppdrettsnæring forventes dermed å bli en viktig bidragsyter for å dekke fremtidig konsum i disse markedene.

#### **Sosiale trender**

Sjømat er både sunt og næringsrikt med en rekke gunstige helsemessige virkninger. Verdens helseorganisasjon (WHO) anbefaler derfor økt inntak av sjømat til fordel for annen mat. Fra figur 16 er det i denne sammenheng verdt å merke seg at det globale konsumet av sjømat per person har økt kraftig gjennom den siste 50-årsperioden. Mens total produksjon av fisk har økt med 3,1 % årlig i perioden har verdensbefolkningen økt med 1,7 % årlig (FAO, 2010). Denne utviklingen har blant annet vært understøttet av en sterk global helsetrend. Samtidig har teknologiske fremskritt gjort laks til et langt billigere produkt. Dette har bidratt sterkt til at produktet fra tidligere å være forbeholdt spesielle anledninger nå er å anse som «hverdagskost» i flere velutviklede markeder (Malm, 2013). Laks utgjør samtidig et spesielt populært produkt blant yngre generasjoner, hvilket støtter opp under produktets lyse framtidsutsikter.



Figur 16: Globalt konsum av sjømat per person (FAO, 2010)

#### **4.3.4 Teknologiske- og miljømessige faktorer**

*Jeg velger her å drøfte teknologiske og miljømessige forhold samlet da disse er nært relatert for norsk oppdrettsnæring. Med teknologiske faktorer mener jeg viktige utviklingstrekk innen forskning og teknologi. Miljømessige faktorer relaterer seg i denne forbindelse til økologiske og miljømessige aspekter i næringen slik som lakselus, rømning og bærekraftig utvikling.*

Forskning og innovasjon vil være helt avgjørende for at norske oppdrettsselskaper skal være i stand til å takle den fremtidige etterspørselsveksten. Samtidig er det essensielt at selskapene velger teknologi som ivaretar hensynet til miljøet og bærekraftig utvikling. Innføringen av grønne konsesjoner understreker dette poenget. Den nye tildelingsmetoden for konsesjoner gjør at selskapene nå i tillegg til et grunnleggende samfunnsansvar også har fått en betydelig egeninteresse i å prioritere miljøvennlig drift. Nedprioritering av miljø vil i større grad enn tidligere straffe oppdrettsselskaper direkte ved at de ikke får tilslag på ønskelige konsesjoner. Følgelig vil dette kunne gi opphav til potensielle strategiske ulemper for det enkelte selskap.

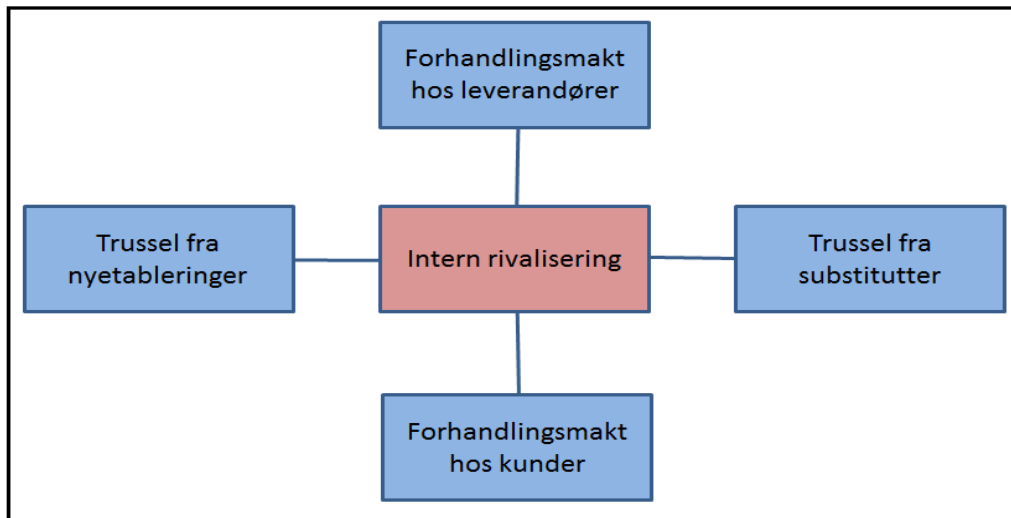
Dette innebærer samtidig at norske oppdrettsselskaper forventes å ha et desto sterkere fokus på bærekraftig og miljøvennlig drift de neste årene. Herunder inkluderes eksempelvis tiltak rettet mot mer effektiv arealutnyttelse, forskning vedrørende lakselus og førsammensetning, samt utvikling av oppdrettsanlegg/merder som gir redusert rømningsfare (NILF, 2007 s.133).

En annen utfordring for næringen har tradisjonelt sett vært tilgang til tilstrekkelige mengder av teknologisk kvalifisert arbeidskraft (Sintef, 2010). De «beste hodene» har ofte foretrukket arbeid i oljesektoren der selskapene typisk har en mer urban lokalisering. Oppdrettsbransjens evne til å tiltrekke seg nødvendig kompetanse fra dyktige ansatte vil samtidig forventes å bli desto viktigere i fremtiden gitt den økte betydningen av effektiv og miljøvennlig teknologi.

#### **4.4 Bransjeforhold**

Formålet med å gjennomføre en bransjeanalyse er å identifisere de viktigste nåværende og fremtidige *konkurranseskreftene* i næringen (Grant, 2010). Dette gir innsikt om hvilke aktører som sitter med størst forhandlingsmakt og dermed utgjør en trussel for å kapre verdiene som skapes i næringen. Analysen av bransjeforhold kartlegger således fordelingen av lønnsomhet og marginer mellom de ulike næringsaktørene. Diskusjonen av bransjeforhold vil her basere seg på rammeverket «Porters fem krefter» (Grant, 2010, ss. 69-70). Hver enkelt av de fem konkurranseskreftene vil først bli presentert og så drøftet med utgangspunkt i norsk oppdrettsnæring. Diskusjonene vil så avsluttes med en oppsummering relatert til hvilke konkurranseskrefter som synes å være av størst betydning for lønnsomheten i norsk oppdrettsnæring.

Rammeverket for den videre bransjeanalysen, «Porters fem krefter», er illustrert i figur 17:



Figur 17: Rammeverk for analyse av bransjeforhold– Porters fem krefter (Grant, 2010, ss. 69-70 )

#### 4.4.1 Trussel fra nyetableringer

Grant (2010, s. 71) uttrykker at «(..) hvis en bransje oppnår en avkastning på investert kapital utover avkastningskravet, vil den fungere som en magnet på virksomheter utenfor bransjen». Som en konsekvens av nyetableringer forventes følgelig lønnsomheten i næringen gradvis å falle tilbake mot avkastningskravet. I mange næringer finnes det imidlertid restriksjoner som gjør at «inntrengere» ikke kan entre bransjen på de samme betingelser som etablerte aktører. Slike *inngangsbarrierer* kan dermed gi etablerte selskaper en fordel relativt til *inntrengerne* (Grant, 2010, s. 71). Trusselen fra nyetableringer vil følgelig være lavere i bransjer med høye inngangsbarrierer. Dette vil igjen kunne virke positivt på marginene til de etablerte aktørene.

I norsk oppdrettsnæring kan de *høye oppstartskostnadene* hevdes å utgjøre en stor inngangsbarriere. Hvis selskapet skulle bli tildelt konsesjoner fra myndighetene vil dette typisk ha en kostnad på 8-10 millioner per konsesjon. Som tidligere diskutert åpner likevel myndighetene sjelden opp for større økninger i det samlede antallet konsesjoner. Følgelig blir alternativet å kjøpe konsesjoner fra eksisterende oppdrettsaktører til en markedspris som ofte er vesentlig høyere. I tillegg kommer kostbare investeringer i både oppdrettsanlegg, fabrikker og utstyr. Havbruk er samtidig teknisk komplisert, hvilket stiller krav om store «FOU-investeringer».

Samtidig antas det å være betydelige *stordriftsfordeler* i næringen. Store absolutte kostnadsfortrinn blant de etablerte aktørene vil dermed kunne utgjøre en betydelig inngangsbarriere for nye oppstartsselskaper som typisk har langt høyere enhetskostnader. Poenget understøttes videre av at det i hovedsak vil være de største selskapenes marginale produksjonskostnader som vil få betydning for fastsettelsen av de langsiktige markedsprisene i bransjen siden disse står for majoriteten av den samlede produksjonen og omsetningen i oppdrettsnæringen.

Videre påpekes det at krav om tilstrekkelige havarealer og passende havtemperaturer gjør at den internasjonale konkurransen begrenses til et fåtall mulige produsentland. Fravær av slike naturgitte forutsetninger utgjør følgelig en åpenbar inngangsbarriere. Hensynet til transporttid for fersk laks vil samtidig redusere konkurransen om en rekke betydelige kundemarkeder.

Avslutningsvis bemerkes det at en potensielt stor fremtidig trussel for norsk oppdrettsnæring utgjør økt utenlandsk satsning innen både *landbasert- og havbasert oppdrett* i internasjonale farvann. Landbaserte anlegg har i dag problemer med høye investerings- og enhetskostnader og har derfor slitt lønnsomhetsmessig. Fremtidige kostnadseffektiviserende innovasjoner kan imidlertid tilsi at truslene fra landbasert og havbasert produksjon vil kunne øke i fremtiden.

*Basert på foregående diskusjoner anses likevel trusselen fra nyetableringer som relativt lav i dag, men med potensial til å bli langt større de neste årene (eks. fra landbasert produksjon).*

#### **4.4.2 Trussel fra substitutter**

Prisen kunder er villig til å betale for et produkt vil blant annet avhenge av tilgjengeligheten av lignende produkter. Eksistens av nære substitutter tilsier at kundene vil være villige til å bytte til disse ved prisøkninger på det opprinnelige produktet (Grant, 2010, s. 71). Trusselen fra substitutter avhenger følgelig av kundenes tilbøyelighet til å velge alternative produkter. Her vil forhold som *byttekostnader* og grad av *produkt differensiering* være av stor betydning.

Et økt fokus på produkt differensiering i oppdrettsnæringen har gjennom de siste årene skapt et bredere produktspekter enn tidligere. I det norske kundemarkedet er det derfor i dag mulig å omtale ulike produktvarianter av samme fiskesort som *substitutter*. Differensieringen innen videreforedling har likevel primært vært rettet mot mer modne markeder som det nordiske. Majoriteten av norsk oppdrettsfisk eksporteres imidlertid fremdeles kun som *primærforedlet*. Dermed kan produktene til forskjellige produsenter likevel i stor grad anses som homogene i de fleste eksportmarkedene. De viktigste substituttene til norsk oppdrettsfisk vil ut fra et slikt syn utgjøre annen proteinrik mat som kylling, lam, storfe- og svinekjøtt. Disse produktene kan imidlertid ikke anses som spesielt nære substitutter da de dekker noe ulike behov. Trolig kreves det derfor en relativt stor prisøkning på fisk før fisken byttes ut med slike produkter. Min oppfatning er følgelig at norsk oppdrettsfisk (laks) har en forholdsvis *lav priselastisitet*.

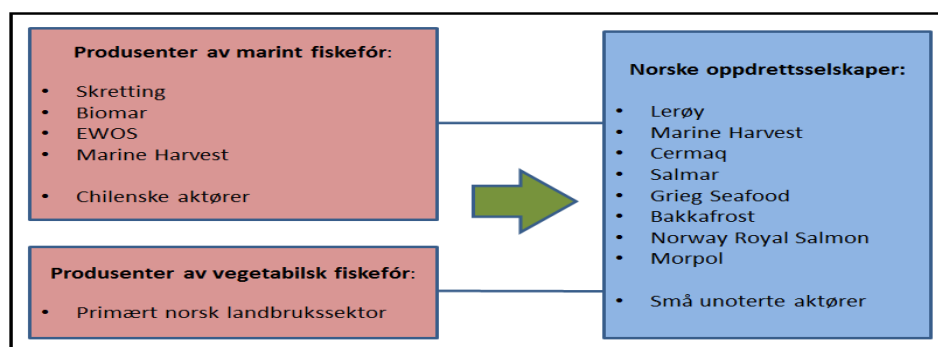
Alternativt kan det tas utgangspunkt i en enkelt fiskesort, som for eksempel laks, og omtale andre sorter som substitutter. Substituttene ville da ligge nærmere det opprinnelige produktet hvilket tilsier at tilbøyeligheten til å bytte ut enkeltleverandører vil være større. Ut fra en slik innfallsvinkel vil selskaper som tilbyr et bredt spekter av fiskesorter kunne ha et fortrinn.

Noe avhengig av valgt innfallsvinkel og hvilket eksportmarked som studeres mener jeg totalt sett at trusselen fra substitutter for norsk oppdrettsnæring må anses som relativt lav.

#### 4.4.3 Forhandlingsmakt hos leverandører

Grant (2010, s. 77) uttrykker at «(..) hvor enkelt det er for virksomhetene i en bransje å bytte mellom ulike leverandører, samt den relative forhandlingsmakten mellom partene (..)» er avgjørende for størrelsen på trusselen fra leverandører. Med «trussel» menes her faren for at leverandørene skal kunne tilrive seg en uforholdsmessig stor andel av verdiene som skapes i næringen. Forhandlingsmakten mellom partene vil typisk avhenge av forhold slik som deres relative *størrelses-* og *avhengighetsforhold*. Dersom leverandørens forhandlingsmakt er stor vil dette vanligvis gi utslag i lavere marginer for selskapene i bransjen som analyseres.

Ettersom de fleste norske oppdrettsselskaper er selvforsynt med smolt utgjør fôrprodusenter deres viktigste leverandører. Næringen for produksjon av marint fôr består av et *fåttall store* leverandører i Norge (Skretting, Biomar, EWOS og Marine Harvest). Oppdrettsselskapene er samtidig helt *avhengige* av marint fôr i sin daglige produksjon. Begge disse forholdene taler for at fôrleverandørene sitter med relativt stor forhandlingsmakt overfor oppdretterne. Dette kan samtidig utgjøre en viktig forklaring bak Marine Harvest sitt valg om oppstart av egen fôrvirksomhet i 2012. Leverandørene av *vegetabilsk fôr* utgjør i hovedsak mindre aktører fra landbrukssektoren og antas derfor å ha *lavere forhandlingsmakt* overfor oppdrettsselskapene.



Figur 18: Oversikt over de viktigste leverandørene av fiskefôr i norsk havbruksnæring (FAO, 2010)

Videre kan det anføres at det også blant oppdrettsselskapene finnes store enkeltaktører som Marine Harvest og Lerøy. Overfor disse er det grunn til å tro at leverandørens forhandlingsmakt er mindre da partenes avhengighetsforhold i større grad er *gjensidig*. Samtidig er fôr å anse som en «standardvare» hvilket tilsier at havbrukselskapene trolig uten større problemer kan bytte ut enkeltleverandører. En mulig trussel kan likevel være fremtidig konsolidering blant marine fôrleverandører. Økt forhandlingsmakt på leverandørsiden kan i så fall tenkes å medføre økte fôrpriser, hvilket dermed vil kunne legge presse på marginene i bransjen. Det er likevel grunn til å tro at konkurransetilsynet vil kunne stoppe denne typen utviklingstrekk.

*Samlet sett må trusselen for at leverandører skal kunne kapre uforholdsmessig store verdier fra næringen anses som moderat/høy avhengig av det enkelte oppdrettsselskapets størrelse.*

#### **4.4.4 Forhandlingsmakt hos kunder**

Transaksjoner mellom virksomheter og deres kunder skaper verdi for begge parter. Hvordan verdiene fordeles mellom partene vil avhenge av deres *relative forhandlingsmakt* og *kjøpers prissensitivitet* (Grant, 2010, s. 75). Partenes respektive *størrelses- og avhengighetsforholdet* vil igjen være avgjørende for deres relative forhandlingsmakt. Kjøpers prissensitivt vil på sin side avhenge av graden av produkt differensiering mellom de ulike leverandørene. Jo mindre differensiert produktene fra ulike selskaper er, desto mer tilbøyelig vil kunder være til å bytte ut leverandør basert på pris (Grant, 2010, s. 76). Godt informerte kjøpere vil samtidig stå i en bedre forhandlingsposisjon ved at de enkelt kan sette ulike leverandører opp mot hverandre.

I oppdrettsnæringen, der det først og fremst er «*standardvarer*» som omsettes, vil graden av produkt differensiering være lav. Samtidig er kundene typisk godt informert om faktorer som *pris og kvalitet*. Begge forhold tilsier at kundene vil ha potensielt stor tilbøyelighet til å bytte ut enkeltleverandører. De viktigste kundene til de største norske oppdrettsselskapene utgjør primært utenlandske grossister og dagligvarekjeder. Disse har vist seg over tid å stille stadig tøffere krav til sine leverandører (Asche & Tveterås, 2011). Tilfredsstillende ikke ønskede krav om produktenes pris og kvalitet har terskelen for å bytte ut enkeltleverandør vist seg å være lav. I tillegg til rene produktkrav stilles det videre i stadig økende grad krav om tjenester som *punktlighet, fleksibilitet og effektiv distribusjon* (Asche & Tveterås, 2011). Dette utviklings-trekket kan bidra til å forklare trenden mot at oppdretterne søker kontroll over større deler av verdikjeden og understreker samtidig viktigheten av gode salgs- og distribusjonsaktiviteter.

*Samlet sett mener jeg det er grunnlag for å hevde at kundenes forhandlingsmakt i oppdrettsnæringen i dag må omtales som betydelig. Av denne årsak anses trusselen for at kunder skal kunne tilrive seg en uforholdsmessig stor andel av verdiskapingen som relativt stor.*

#### **4.4.5 Intern rivalisering**

Høy rivalisering mellom etablerte aktører i en bransje vil typisk legge presse på marginene. Dette vil spesielt gjøre seg gjeldende i tilfeller der pris utgjør en fremtredende konkurransefaktor. Grant (2010,s.73) utdyper at rivaliseringen i en bransje ofte vil være særlig stor hvis:

- *Det finnes mange produsenter med ulike mål, hvilket gjør priskoordinering vanskelig.*
- *Selskaper har overkapasitet og dermed motiv til å senke priser for å tiltrekke seg kunder.*
- *Å drive virksomhet i næringen innebærer betydelige utgangsbarrierer.*
- *Kostnadsstrukturen i bransjen kjennetegnes ved høye faste og lave variable kostnader.*

Hvordan er så den interne rivaliseringen i norsk oppdrettsbransje? Betydelige investeringer i oppdrettsanlegg og konsesjoner gir opphav til relativt høye faste kostnader, mens de variable enhetskostnadene er relativt lave. Oppdrettsnæringen tilbyr samtidig typiske standardvarer. Begge forhold tilsier at produktprisene i næringen på lang sikt må forventes å bli presset ned mot selskapenes gjennomsnittlige variable enhetskostnader.

Kampen om et begrenset antall konsesjoner i Norge kan samtidig direkte gi opphav til økt rivalisering. Man har blant annet sett en trend der myndighetene gjerne tildeler konsesjoner til mindre selskaper ut fra et ønske om å bevare lokal oppdrettsvirksomhet. Disse selskapene har typisk langt mindre effektiv drift enn de større aktørene. Resultatet har gjerne vært at de mindre selskapene har videresolgt sine konsesjoner til større selskaper for en markedspris langt utover tildelingsprisen. Dette tilsier at utgangsbarrierene i næringen må betraktes som ganske beskjedne. Regjeringens tildelingspolitikk har imidlertid vært satt under sterk kritikk ved at eiere i mindre selskap har tjent betydelige beløp på bekostning av samlet lønnsomhet i norsk oppdrettsnæring. Det må likevel påpekes at konsesjonssystemet også vil kunne virke positivt på næringens samlede marginer og lønnsomhet ved å begrense antallet konkurrenter.

Et annet viktig poeng er den tidligere omtalte *konsolideringstrenden*. Utviklingen mot færre og større oppdrettsselskaper antas å virke i retning av *lavere intern rivalisering*. I kapittel 2 fant jeg at de fem største norske oppdrettsselskapene samlet stod for ca. 70 % av den totale lakseproduksjonen i Norge. Når enkeltselskaper oppnår betydelig markedsrett vil det typisk bli enklere å koordinere prisingen. Dette antas å kunne påvirke marginene i bransjen positivt.

Det er imidlertid liten grunn til å tro at enkeltselskaper i særlig grad kan påvirke markedsprisene i laksemarkedet direkte. Jamfør at det her er snakk om salg av standardprodukter i en konkurransepreget næring. Det kan imidlertid tenkes at de større aktørene mer indirekte kan påvirke prisdannelsen. Eksempelvis kan forsøk fra mindre aktører på å kapre markedsandeler ved salg til en lavere pris bli truet med gjengjeldelse fra større aktører. Skyggen av fremtiden kan dermed tenkes å disiplinere de mindre aktørene hvis trusselen blir tatt på alvor.

Mine antakelser om betydelige skalafordeler i næringen, vil samtidig tilsi at priskonkurranse trolig ikke vil utgjøre en levedyktig strategi for de mindre selskapene på lengre sikt. Poenget underbygges av at konsesjonssystemet innebærer at oppdrettsselskapene sjelden vil ha særlig mye overkapasitet. Hvis oppdrettsselskapene til gjeldende markedspriser får utnyttet sin fulle kapasitet, er det derfor nærliggende å anta at de ikke vil være tjent med å konkurrere på pris. Også dette momentet taler følgelig til fordel for høye marginer i oppdrettsnæringen.

Avslutningsvis er det viktig å påpeke at rivaliseringen blant oppdrettsselskapene også kan ha visse positive sideeffekter. Rivalisering kan eksempelvis disiplinere aktørene til *kontinuerlig nytenkning*. Resultatet kan bli utvikling av nye produksjonsmetoder og produktvarianter som kan bedre norske selskapers konkurransevne i konkurranseutsatte kundemarkeder i utlandet. *Samlet sett mener jeg at den interne rivaliseringen i norsk havbruksnæring må betraktes som lav/moderat. Både konsesjonssystemets dempende effekt på antallet konkurrenter og trenden mot økt konsolidering i næringen underbygger dette synet.*

#### **4.5 Oppsummering – Ekstern bransjeorientert analyse**

Jeg vil i dette avsnittet oppsummere eksternanalysen ved å estimere *bransjefordelen* relatert til norsk oppdrettsnæring. Denne vil sammen med eventuelle *ressursfordeler* danne basis for anslag på *Lerøys strategiske fordel*. En bransjefordel innebærer at bransjen som helhet har en netto driftsrentabilitet som overgår netto driftskravet (Knivsflå, 2012b). Det tas følgelig her utgangspunkt i forhold felles for selskapene i bransjen. Bransjefordelen ventes å øke hvis næringen har *muligheter*, mens den ventes å bli redusert dersom bransjen står overfor *trusler*.

##### ***Makroforhold***

Fra makroanalysen mener jeg det er særlig to forhold som vil være av avgjørende betydning for framtidsutsiktene til oppdrettsnæringen. Det første av disse utgjør potensielle fremtidige endringer i konsesjonssystemet. De fleste norske oppdrettsselskapene har fortsatt majoriteten av sin produksjon lokalisert i Norge der konsesjonssystemet gir myndighetene stor mulighet til å påvirke næringens framtid. Både strengere miljøkrav for å få tilslag på konsesjoner eller en eventuell gradvis deregulering av systemet vil kunne påvirke næringen i betydelig grad. Det andre forholdet jeg ønsker å bemerke går på demografiske utviklingstrekk. Spesielt den raskt voksende middelklassen i en rekke folkerike asiatiske land er spennende for næringen, da disse landene ventes å ville bli svært viktige markeder for oppdrettsnæringen i fremtiden.

##### ***Bransjeforhold***

Fra bransjeanalysen fant jeg at leverandører og kunder utgjør de største enkeltruslene for å kapre uforholdsmessige store verdier fra oppdrettsnæringen. På lengre sikt antas samtidig *landbaserte oppdrettsanlegg* å kunne legge et større press på marginene i bransjen. Trusselen fra leverandører skyldtes dels oppdrettsselskapenes avhengighet av deres leveranser og dels førselskapenes størrelse som antas å gi dem stor forhandlingsmakt. Trusselen fra kunder var relatert til at produktene i næringen i stor grad kan anses som *standardvarer*. Kundene antas derfor å være i posisjon til å stille særlig høye krav til oppdrettsselskapenes leveranser. Hvis kundekrav ikke tilfredsstilles antas deres tilbøyelighet til å bytte ut leverandør å være stor.



Analysen av bransjeforhold (*Porters fem krefter*) kan nå oppsummeres ved følgende figur:

	Lav	Moderat	Høy
Trussel fra nyetableringer	(X)	X	
Trussel fra substitutter	X		
Forhandlingsmakt hos leverandører		X	X
Forhandlingsmakt hos kunder			X
Intern rivalisering	(X)	X	

Figur 19: Oppsummering av bransjeforhold – Porters fem krefter (Grant, 2010, s.70)

Totalt sett mener jeg at konkurranseintensiteten i oppdrettsnæringen må anses som moderat.

### **Nøytralisering av trusler**

Et interessant spørsmål er hvordan oppdrettsselskapene i fremtiden kan tenkes å nøytralisere truslene som de står overfor. Vedrørende leverandørenes høye forhandlingsmakt virker det mest nærliggende alternativet for oppdrettsselskapene å være oppstart av egen produksjon av marint fôr. Trusler om potensiell oppstart av egen forvirksomhet kan i seg selv tenkes å disiplinere leverandørene til å akseptere en mindre del av verdiskapingen. Når det gjelder kundenes forhandlingsmakt mener jeg oppdrettsselskapene står i en svakere posisjon til å nøytralisere trusselen. En mulighet kan være å sikte mot økt kundelojalitet for eksempel ved å skreddersy leveranser til enkeltkunder. Dette kan tenkes å gjøre kundene mer avhengige av enkeltleverandører, men vil samtidig innebære høye kostnader for oppdrettsselskapene. Hvis fremtiden innebærer et større fokus på produkt differensiering i næringen kan dette imidlertid tenkes å virke i retning mot å redusere kundenes forhandlingsmakt. Den langsiktige trusselen fra landbaserte oppdrettsanlegg vil avhenge av slike anleggs produksjonskostnader relativt til Lerøy. Er disse lave kan en mulig kilde til differensiering være å fokusere på fiskens levekår.

### **Bransjefordel drift**

En eventuell bransjefordel knyttet til norsk oppdrettsnæring innebærer som nevnt at bransjen som helhet oppnår en netto driftsrentabilitet som overgår netto driftskravet. Bransjeanalysen gav innsikt i en næring som er sterkt påvirket av *konsesjonssystemet*. Dette systemet antas å utgjøre en betydelig inngangsbarriere som demper konkurransen rettet mot etablerte aktører og dermed ha en positiv effekt på marginene som oppnås i næringen. Bransjefordelen knyttet til konsesjonssystemet estimeres her til å utgjøre 3-5 %. Videre har konsolideringstrenden i næringen medført at landets største oppdrettsselskaper i dag sitter med betydelige markedsandeler. Også dette utviklingstrekket mener jeg har en positiv effekt på marginene i bransjen ved å redusere den interne rivaliseringen. Bransjefordelen knyttet til betydelig markeds makt hos enkeltaktører som Marine Harvest og Lerøy anslås her til å ligge i størrelsesorden 1-2 %.

*Følgelig anslås samlet bransjefordel i norsk oppdrettsnæring til å ligge i intervallet 4-7 %.*

## 4.6 Intern ressursbasert analyse

Hovedmålet med internanalysen er å kartlegge bedriftens interne forhold. Herunder kommer selskapets strategiske ressurser og analyser av hvorvidt disse har potensial til å gi opphav til ressursfordeler. Med *ressursfordeler* mener jeg at selskapets netto driftsrentabilitet overgår tilsvarende nøkkeltall for bransjen som helhet. Dette innebærer at selskapet må ha *særegne* interne ressurser som samtidig gir opphav til økonomisk fordeler. Drøftelsene her kan derfor til fordel sees i sammenheng med mine diskusjoner fra avsnitt 2.6. Alternativt kan selskapet ha tilsvarende ressurser som bransjen forøvrig, men evne å utnytte disse bedre. Et selskaps evne til å koordinere, organisere og bruke ressurser omtales gjerne som dets *kapabiliteter* og kan forklare hvorfor tilsynelatende ressursvake virksomheter enkelte ganger likevel klarer å utkonkurrere ressurssterke bedrifter (Stensaker, 2012a). Diskusjonen av Lerøys ressurser vil her ta utgangspunkt i det såkalte «SVIMA-rammeverket». Kapitlet innledes derfor med en presentasjon av dette analyseverktøyet. Deretter kartlegges og analyseres Lerøys presumptivt viktigste ressurser før drøftelsene så avsluttes med et estimat på Lerøys interne ressursfordel.

## 4.7 SVIMA-analyse

SVIMA-analysen tar utgangspunkt i en kartlegging av Lerøys ressurser og kapabiliteter der målet er å finne ut om ressursene kan gi opphav til konkurransefortrinn (Stensaker, 2012b). Fem betingelser må være oppfylt for at en ressurs skal kunne gi selskapet et *varig fortrinn*:

- *Sjelden*: Konkurrenter har ikke ressursen i samme mengde eller kvalitet
- *Viktig*: Ressursen har effekt på kostnader, kundenes betalingsvilje eller begge forhold
- *Ikke-imiterbar*: Konkurrenter kan ikke enkelt kopiere/substituere ressursen
- *Mobilisert*: Ressursen kan (enkelt) konverteres til økonomisk verdi
- *Approprierbar*: Den økonomiske verdien ressursen skaper tilfaller selskapet selv

### 4.7.1 Bredt produktspekter

Som tidligere diskutert har Lerøy et noe bredere produktspekter enn øvrige norske oppdretts-selskaper. I tillegg til laks og ørret har selskapet de siste årene hatt hvitfisk og skalldyr som to prioriterte satsningsområder. Lerøy har imidlertid slitt lønnsomhetsmessig i disse produktsegmentene. Dette kan trolig til en viss grad tilskrives typiske oppstartsproblemer. På lengre sikt forventes en bred produktportefølje å kunne være en åpenbar kilde til risikospredning og diversifisering. Samtidig kan et bredt produktspekter skape fremtidige muligheter for kryss-salg på tvers av produktsegmenter. Eksempelvis kan det tenkes at kunder foretrekker handel med en enkelt leverandør fremfor å måtte kjøpe ulike produkter fra forskjellige produsenter.

Produktbredden til Lerøy kan følgelig være strategisk viktig for å sikre en bred kundegruppe. Videre kan fremtidige endringer i markedsprefranser eller videreutvikling av produksjonsteknologi tenkes å bedre lønnsomheten innen hvitfisksegmentet. Hvis så er tilfellet vil Lerøy inneha en sterk posisjon til å kunne raskt ekspandere innen dette produktmarkedet ved å ha en *førstetrekkefordel*. Lerøys tidligere investeringer i innovasjon og produktutvikling kan da vise seg å bli lønnsomme. Særlig i tider preget av lave laksepriser og avtakende lønnsomhet i laksesegmentet forventes det å være verdifullt å ha andre produktområder å støtte seg til.

Lerøys fokus på produktutvikling vil trolig også kunne ha en positiv innvirkning på deres konkurransevne i laksemarkedet. Selskapet antas eksempelvis å være spesielt godt rustet til å tilpasse sine produkter til lokale kundeprefranser i forskjellige markeder. Dette vil utgjøre en viktig egenskap å inneha ved ekspansjon i vekstmarkeder slik som det asiatiske.

*Samlet sett betraktes Lerøys brede produktspekter som en potensiell fremtidig ressursfordel for selskapet. Det må likevel forventes å være mulig for andre selskaper å kopiere ressursen over tid, hvilket tilsier at ressursen her kun antas å kunne gi opphav til midlertidige fortrinn.*

#### **4.7.2 Tilgang til innsatsfaktorer**

Lerøy er i likhet med øvrige store norske oppdrettsselskaper i stor grad selvforsynt med både rogn og smolt. Dette sikrer Lerøy stabil tilgang til viktige innsatsfaktorer. Ettersom eierskap knyttet til smoltproduksjon synes å være «malen» blant norske oppdrettsselskaper må denne ressursen i seg selv sies å utgjøre en *paritet* snarere enn et *absolutt fortrinn*. I 2012 bygget imidlertid Lerøy verdens største og mest fremtidsrettede smoltanlegg (Lerøy, 2013c). Dette anlegget forventes å gi Lerøy betydelige miljømessige og økonomiske besparelser, samtidig som det produserer smolt av særlig høy kvalitet. Lerøy virker følgelig å ha et teknologisk forsprang på dette området som trolig gir opphav til en potensiell ressursfordel for selskapet.

Videre utgjør fiskefór den desidert mest kostbare (50 %) innsatsfaktoren i næringen. Tilgang til marint fiskefór vil typisk være god under normale forhold, men det er samtidig en rekke utenforliggende faktorer som påvirker markedsprisen. For eksempel har økt etterspørsel etter marine råstoffer til humant konsum (omega 3-kapsler etc.) hevet prisene på marint fiskefór. Sammenlignet med Marine Harvest, som i dag har egne anlegg for produksjon av fiskefór, kan Lerøy hevdes å ha en *strategisk ulempe* på dette området. Lerøy har imidlertid en rekke pågående forskningsprosjekter som i fremtiden kan tenkes å gjøre selskapet selvforsynt av fiskefór. Herunder kommer produksjon av makroalger og blåskjell (Lerøy, 2013). Hvis disse prosjektene gir suksess kan Lerøy i fremtiden tenkes å utligne den antatte ressursulempen.

*Samlet sett mener jeg Lerøys tilgang til innsatsfaktorer i dag utgjør en strategisk ulempe for selskapet. Dette skyldes i hovedsak at Lerøy i større grad enn et selskap som Marine Harvest er avhengig av eksterne forleverandører. Dette antas å gi opphav til høyere førkostnader for Lerøy. Selskapets investering i moderne smoltanlegg, samt omfattende forskningsprosjekter relatert til egen forproduksjon kan imidlertid tenkes å redusere ressursulempen fremover.*

#### **4.7.3 Produksjon og lokalisering**

Jeg har tidligere sett at Lerøy har majoriteten av sin produksjon lokalisert i Norge og at dette både innebærer fordeler og ulemper. En viktig fordel er at norske oppdrettsanlegg har vist seg å være langt mindre utsatt for sykdomsutbrudd enn eksempelvis chilenske anlegg. Dette momentet underbygges samtidig ved at Lerøys oppdrettsanlegg er spredt langs store deler av norskekysten. Ved eventuelle sykdomsutbrudd antas derfor «smittefaren» mellom selskapets tre geografisk spredte produksjonsregioner å være minimal. En mulig ulempe er imidlertid at Lerøy vil kunne være spesielt utsatt for fremtidige handelssanksjoner rettet mot norsk lakseeksport. Lerøy vil også i større grad enn øvrige selskaper være utsatt for endringer i politiske rammebetingelser for norsk oppdrett. Norge er videre et land kjennetegnet med et svært høyt lønnsnivå i internasjonal målestokk. Selv om Lerøy under sykdomsproblemene i Chile trolig var tjent med å ha majoriteten av sin produksjon i Norge, mener jeg at selskapets manglende lokaliseringmessige diversifisering på sikt må anses som en *strategisk ulempe* for selskapet.

En mulig ressursfordel for Lerøy er imidlertid at selskapet har betydelig oppdrettsvirksomhet lokalisert i Nord-Norge. Global oppvarming kan på lengre sikt tenkes å ha en uønsket effekt på havtemperaturer og dermed fiskens vekstvilkår. Lerøy har da fordelene ved allerede å ha et stort antall konsesjoner nord i landet der disse problemene ventes å bli mindre. Det er dog viktig å påpeke at mulige ressursfordeler knyttet til dette er usikre og ligger langt frem i tid.

Videre forventes Lerøy å ha en potensiell ressursfordel relatert til sine *produksjonsprosesser*. Momentet underbygges blant annet ved at selskapets nye smoltanlegg produserer settefisk av særlig høy kvalitet. Dette antas å øke effektiviteten til Lerøy også i produksjonen av matfisk. Det kan for eksempel tenkes at den høye smoltkvaliteten innebærer at fisken vokser raskere og følgelig når ut til markedet tidligere enn hva tilfellet er for de øvrige aktørene. En høyere omløpshastighet for fisken sammen med mulige stordriftsfordeler i primærforedlingen antas følgelig å kunne legge grunnlag for noe lavere produksjonskostnader for Lerøy. Samtidig er Lerøy blant de eldste selskapene i bransjen, hvilket kan tenkes å innebære at Lerøys ansatte innehar mye viktig erfaring og kompetanse som effektiviserer selskapets produksjon.

*Oppsummert mener jeg det faktum at Lerøys oppdrettsaktivitet er konsentrert om Norge kan utgjøre en potensiell ressursulempet for selskapet ut fra hensyn til diversifisering. Selskapets investering i moderne smoltanlegg, samt Lerøys erfarne ansatte antas imidlertid å veie opp for store deler av den antatte ulempen tilknyttet lokaliseringen. Av denne årsak mener jeg at Lerøys lokalisering og produksjon samlet sett kan hevdes å utgjøre en paritetsbetingelse.*

#### **4.7.4 Salgsaktiviteter og produktutvikling**

Lerøy har som tidligere nevnt et sterkt fokus på å utvikle nye markedsområder. Selskapet har en uttalt forretningsidé og strategi om «(..) å utvikle og tilpasse forretningsystemet i henhold til krav av nasjonal og global art» (Lerøy, 2014d). Gjennom internasjonale salgskontorer har Lerøy tilstedeværelse i store deler av verden. Dette antas å gi selskapet både bedre markeds-kunnskap og tettere relasjoner med kundene. Lerøy er samtidig opptatt av å differensiere sine produkter ut fra lokale behov og krav. Kunnskap på dette området anses som helt essensielt i selskapets arbeid med å bygge nye markeder. Global tilstedeværelse er likevel ikke i seg selv unikt for Lerøy i næringen og må følgelig anses som en *viktig*, men ikke *sjelden* ressurs.

Et forhold som imidlertid synes å skille Lerøy fra øvrige havbruksaktører er selskapets spisskompetanse innen «outsourcing» av sjømat (Asche & Tveterås, 2011). Noe mer presist synes Lerøy å ha en unik evne til å kartlegge markedsbehov og tilpasse sine produkter ut fra lokale preferanser. Selskapet antas følgelig å være ledende i bransjen på å utnytte samdriftsfordeler mellom de ulike leddene i verdikjeden. Lerøy har ofte vært først ute med å kommersialisere nye fiskesorter og samtidig gjerne vært tidlig ute i nye geografiske markeder (Lerøy, 2014b). Selskapets sterke kompetanse innen salg og produktutvikling må blant annet sees i lys av at Lerøy tidligere hadde *videresalg* av sjømat som sitt viktigste forretningsområde før selskapet først i senere tid startet opp egen oppdrettsaktivitet. Lerøys unike kunnskap innen *markedsbygging* og *produktutvikling* antas å utgjøre en verdifull ressurs både i dag og for fremtiden. Ressursen antas videre å være *erfaringsbasert*, hvilket kan tilsi at den er vanskelig å kopiere.

*Lerøys spisskompetanse innenfor salg, markedsføring og produktutvikling mener jeg følgelig kan gi opphav til en varig ressursfordel for selskapet. Ressursen antas å legge grunnlag for gode økonomiske resultater innen salg og distribusjon relativt til komparative virksomheter.*

#### **4.7.5 Miljøvennlig teknologi**

Lerøy har en svært fremtidsrettet og miljøvennlig produksjonsteknologi. Dette sikrer optimal tilvekst, god fiskehelse og lave miljøutslipp. De siste årene har Lerøy samtidig hatt bransjens laveste rømningstall. Selskapet uttrykker i sin miljøpolitikk at de «(..) *kontinuerlig vil søke forbedringer som kan redusere forurensning og bidra til å bevare miljøet*» (Lerøy, 2014e).

Et interessant spørsmål er imidlertid hvorvidt Lerøys miljøfokus vil kunne *skape verdier* for selskapet. Tatt i betraktning at kunder gjerne foretrekker valg av miljøvennlige produsenter, samt trenden mot strengere miljømessige kravene for å få tilslag på konsesjoner kan det være nærliggende å tro at dette er tilfellet. Lerøys fokus på miljø er imidlertid ikke unikt. Samtlige store norske oppdrettsselskaper har miljø som et sterkt prioritert satsningsområde. Av denne årsak vil jeg hevde at Lerøys miljøvennlige produksjonsteknologi utgjør en helt nødvendig *paritetsbetingelse* for å drive i oppdrettsnæringen heller enn et absolutt fortrinn for selskapet. *Lerøys sterke fokus på miljøvennlig drift antas følgelig ikke å gi opphav til særegne ressursfordeler for Lerøy, da miljøvennlig drift synes å være «normen» for norske havbruksaktører.*

#### **4.7.6 Finansiell soliditet**

Lerøy har en forholdsvis høy egenkapitalandel (50 %), hvilket antas å bidra til å gi selskapet finansiell stabilitet og fleksibilitet. En høy egenkapitalandel vil både kunne utgjøre en buffer i utfordrende tider og samtidig gi Lerøy gode muligheter for fremtidig ekspansjon gjennom oppkjøp og investeringer. Lerøys solide finansiering er likevel på langt nær unikt i oppdrettsnæringen, da både Marine Harvest og Cermaq kan skilte med lignende egenkapitalandeler.

Selskaper som Salmar og Grieg Seafood har på sin side noe lavere egenkapitalandel, hvilket tilsier at disse selskapene har en noe mindre buffer å trekke på i utfordrende tider. Risikoen i Salmar og Grieg ventes følgelig å være noe større enn hva tilfellet er for Lerøy. Dette gir seg typisk utslag i at høyt gearede selskaper også har et høyere avkastningskrav knyttet til både gjeld og egenkapital. I et *perfekt kapitalmarked* vil det imidlertid ikke være mulig å påvirke selskapets totalavkastningskrav ved å endre kapitalstrukturen (Brealey m.fl., 2009, s. 446). Av denne årsak ventes heller ikke verdien av selskapet å bli påvirket av valget mellom gjeld og egenkapital. Miller og Modigliani (1958) stadfester følgelig at verdiskaping primært skjer gjennom selskapers *realdisposisjoner* og ikke deres finansielle beslutninger. Forutsetningene for irrelevans er imidlertid sjelden oppfylt fullt ut i praksis, hvilket innebærer at selskapers valg av finansiering likevel kan ha betydning for selskapsverdien (Sættem & Gjerde, 2014c). Det enkelte oppdrettsselskap antas imidlertid i stor grad å kunne påvirke sin kapitalstruktur, hvilket tilsier at det trolig vil være er mulig å kopiere eventuelle fordeler ved finansieringen.

*Samlet sett mener jeg at Lerøys tilsynelatende solide finansiering vil være svært viktig for selskapets fremtidige vekst gjennom oppkjøp og investeringer. Lerøys finansielle soliditet er imidlertid på ingen måte unik for selskapet i norsk oppdrettsnæring. Av denne årsak mener jeg heller ikke at Lerøys kapitalstruktur gir opphav til særegne ressursfordeler for selskapet.*

#### 4.8 Oppsummering - Intern ressursbasert analyse

Etter å ha presentert Lerøys antatt viktigste ressurser vil jeg her oppsummere hvorvidt disse kan gi opphav til varige ressursfordeler for selskapet. Analysen bygger her på det presenterte SVIMA-rammeverket. Alle de fem kriteriene i analyseverktøyet bør ideelt sett være oppfylt for at selskapet skal kunne utvikle og opprettholde *varige fortrinn*. Verdt å merke seg er at Lerøy antas å ha mange viktige ressurser, men at flesteparten av disse enten utgjør paritetsbetingelser eller forventes å være enkle å imitere og derfor er av *midlertidig karakter*. Lerøys *tilgang til innsatsfaktorer*, og da særlig *fórtilgangen*, antas på sin side å utgjøre en *strategisk ulempe*. Som diskutert i avsnitt 4.7.2 forventes imidlertid Lerøy på sikt å utligne den antatte ulempen. Selskapets satsning på et *bredt produktspekter* er i dag lite lønnsomt, men kan ha potensial til å bli det i fremtiden. I så fall vil Lerøy kunne ha et verdifullt forsprang på sine konkurrenter. Lerøys *miljøvennlige produksjonsteknologi* og *finansielle soliditet* anses som nødvendige paritetsbetingelser, men antas ikke å gi opphav til særegne konkurransefortrinn.

	Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobilisert	Approprierbar	Konkurranseimplikasjon
Bredt produktspekter	Ja	Ja	Nei	Potensielt i fremtiden, ikke i dag		<b>Potensielt fortrinn</b>
Tilgang til innsatsfaktorer	Nei	Ja	Nei	Nei	Nei	<b>Midlertidig ulempe</b>
Produksjon/lokalisering	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	<b>Paritet</b>
Salg og produktutvikling	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	<b>Varig fortrinn</b>
Miljøvennlig teknologi	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	<b>Paritet</b>
Finansiell soliditet	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	<b>Paritet</b>

Figur 20: SVIMA-test av Lerøys antatt viktigste ressurser

Lerøys lange erfaring innen *salg og produktutvikling* anser jeg imidlertid som en ressurs med potensial til å kunne gi opphav til *varige konkurransefortrinn*. At ressursen samtidig antas å være kunnskaps- og relasjonsbasert innebærer at den trolig er vanskelig å kopiere for Lerøys konkurrenter. Viktigheten av god kompetanse innen salg og produktutvikling underbygges samtidig ved at krevende kunder gjennom eksternanalysen ble vurdert som en stor trussel for lønnsomheten i næringen. Ressursen forventes samtidig å bli desto viktigere i fremtiden når nye markeder skal bygges og det samtidig forventes et økt fokus på produktdifferensiering.

#### **Ressursfordel drift**

Som tidligere diskutert innebærer en eventuell driftsmessig ressursfordel at selskapet har en netto driftsrentabilitet som overgår gjennomsnittet for bransjen. Ressursfordelen vil øke hvis virksomheten har sterke sider internt og reduseres hvis virksomheten har svake sider internt.

*Samlet sett mener jeg Lerøys fortrinn innen salg og markedsbygging kan gi opphav til varige ressursfordeler for selskapet. Videre mener jeg at Lerøy i dag har en ressursulempe relatert til tilgangen på innsatsfaktorer, men samtidig et potensielt fremtidig fortrinn ved at selskapet har et bredt produktspekter. Lerøys samlede ressursfordel antas med dette å være på 2-3 %.*

## 4.9 Oppsummering - Strategisk fordel

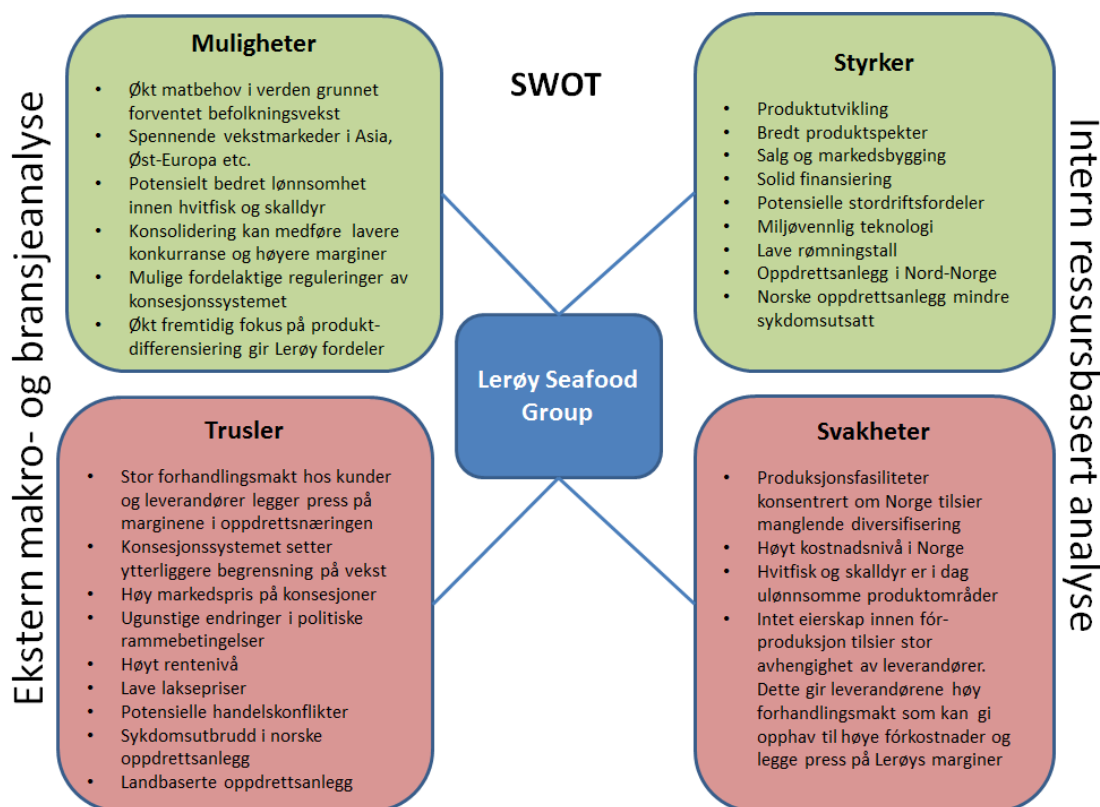
Et selskaps *strategiske fordel* innebærer at selskapet evner å oppnå en egenkapitalrentabilitet som overgår egenkapitalkravet (Knivsflå, 2012b). Dette tilsier at selskapet genererer «superrentabilitet». Lerøys historiske strategiske fordel vil i kapittel 8 bli tallfestet og dekomponert i henholdsvis *drifts-* og *finansieringsfordeler*. Mine strategiske analyser har hittil fokusert på tilstedeværelsen av *driftsrelaterte fordeler*. Dette skyldes at *driftsaktiviteter* vanligvis utgjør hovedkilden til selskapets strategiske fordel og at det primært er *driften* som anses *strategisk*.

Lerøys strategiske fordel er her definert som summen av selskapets driftsrelaterte bransje- og ressursfordel. Bransjefordelen ble tidligere anslått til 4-7 %, mens Lerøys interne ressursfordel ble vurdert til 2-3 %. Følgelig anslås Lerøys totale strategisk fordel til å være 6-10 %.

	Lerøy Seafood
Bransjefordel drift	4-7 %
Ressursfordel drift	2-3 %
<b>Strategisk fordel</b>	<b>6-10 %</b>

Tabell 7: Anslag på strategisk fordel (Lerøy Seafood)

Nærmere analyser av hvorvidt den enkelte anslåtte fordel kan forventes å *vedvare over tid* vil foretas i forbindelse med lønnsomhetsanalyser i kapittel 8 og ved utarbeidelsen av fremtidsregnskapet i kapittel 9. Avslutningsvis tas her SWOT-rammeverket i bruk for å oppsummere mine strategiske analyser og for å tegne et helhetsbilde av Lerøys antatte *strategiske risiko*:



Figur 21: Oppsummering av strategisk analyse – SWOT (Grant 2010, s. 12)



## Kapittel 5 – Regnskapsanalyse

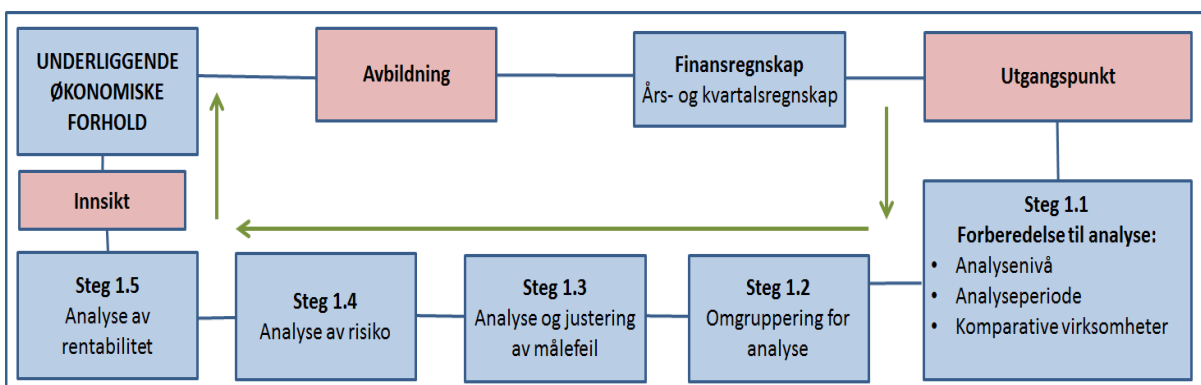
Formålet med å gjennomføre regnskapsanalyser er «(..) å fremskaffe innsikt om selskapets historie, nåværende finansielle situasjon og fremtidige prospekter ved å studere selskapets finansregnskap» (Hawkins, 2012). Regnskapsanalysen har følgelig en viktig rolle ved at den gir en historisk plattform for senere utarbeidelser av fremtidsregnskap. Kjennskap til fortiden vil altså utgjøre helt sentral informasjon for å kunne prognostisere Lerøys fremtidsutvikling.

### 5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse

Regnskapsanalysen har sitt utgangspunkt i historisk regnskapsinformasjon. Finansregnskapet utgjør et lovpålagt informasjonssystem om underliggende økonomiske forhold i det enkelte selskap (Knivsflå, 2012c). Herunder inkluderes selskapets resultat, balanse, kontantstrøm og noter. Finansregnskapet er strengt regulert gjennom lovgiving og standardsetting. Gjennom EØS-avtalen er det krav om at selskap notert på Oslo Børs skal rapportere konsernregnskap etter IFRS. Følgelig gjelder IFRS-rapportering både for Lerøy og komparative virksomheter.

Regnskapsanalysene vil i det videre ta utgangspunkt i Lerøys og komparative virksomheters års- og kvartalsrapporter (Q4-2013). I denne sammenheng er det viktig å påpeke at kvartalsrapportene gjennomgående har et lavere detaljnivå enn årsrapportene. Dette innebærer blant annet at færre regnskapsposter spesifiseres og at detaljnivået i notene er lavere. I tilfeller der et høyere spesifikasjonsnivå har vært ønskelig er størrelsen på de aktuelle postene i hovedsak anslått basert på *historisk vektning*. Ettersom verdsettelsestidspunktet mitt utgjør 2/1-2014 vil ikke «trailing» av årsregnskapene her være aktuelt. Årsaken til at jeg har benyttet *foreløpige 2013-tall* fra fjerde kvartalsrapport 2013 er at Lerøys *endelige årsrapport* for 2013 først ble offentliggjort medio mai 2014. Til sist bemerkes det at det også kunne hatt verdi å inkludere regnskapsinformasjon fra første kvartalsrapport 2014 i analysen. At disse tallene likevel ikke er inkludert må sees i sammenheng med at også disse tallene først nylig ble offentliggjort.

#### Rammeverk for regnskapsanalyse:



Figur 22: Rammeverk for regnskapsanalyse (Knivsflå, 2014, F3, s. 3 og Palepu, Healy & Bernard, 2004, s. 3-6)

### ***Steg 1.1***

Før selve regnskapsanalysen påbegynnes er det visse praktiske forberedelser som må foretas. Herunder kommer valg av *analysenivå*, *analyseperiode* og *komparative virksomheter*. Disse valgene vil bli nærmere diskutert under avsnitt 5.2.

### ***Steg 1.2***

Det første steget i selve regnskapsanalyseprosessen innebærer *omgruppering* av rapporterte regnskapstall. Det er i denne sammenheng viktig å skille mellom to typer kapitalinnskytere, nemlig egenkapitalinvestorene og de finansielle långiverne (Knivsflå, 2012d). Fokuset mitt vil i det videre ligge på *investororientert regnskapsanalyse*. Dette tilsier at omgrupperingen her gjennomføres basert på at den relevante målgruppen for videre regnskapsanalyser utgjør potensielle fremtidige investorer og dagens eiere. Egenkapitalinvestorer vil gjerne ønske en *verdirelevant* regnskapsføring (Knivsflå, 2012d). Dette innebærer mer presist at mitt fokus blir på *resultater* snarere enn *kontantstrøm* og *virkelige verdier* fremfor *historisk kost*. Denne innfallsvinkelen antas å bedre mulighetene for å få frem gode anslag på verdien av fremtidig inntjening i selskapet. Omgrupperingen av rapporterte regnskapstall innebærer blant annet at det gjøres et skarpere skille mellom *normale/unnormale* og *driftsrelaterte/finansielle* poster.

### ***Steg 1.3***

Det neste steget i regnskapsanalysen utgjør *analyse og justering av målefeil*. Det rapporterte nettoresultatet i finansregnskapet utgjør det underliggende økonomiske nettoresultatet pluss eventuelle målefeil. Tilsvarende utgjør rapportert egenkapital summen av virkelig egenkapital og målefeil i rapportert egenkapital. Formålet med analysene av målefeil er følgelig å justere regnskapet slik at det forhåpentligvis bedre vil reflektere underliggende økonomiske forhold i virksomheten (Knivsflå, 2012e). Dette anses typisk som en ambisiøs målsetning, da vi som eksterne analytikere typisk sitter med dårligere informasjon enn selskapet selv. Følgelig kan det sås tvil om at justeringer er hensiktsmessig da faren er at dette bare vil tilføre mer støy i tallmaterialet. Analyser og justeringer av målefeil vil bli nærmere diskutert under avsnitt 5.5.

### ***Steg 1.4***

Basert på det omgrupperte og justerte finansregnskapet utgjør neste steg i regnskapsanalysen *forholdstallsanalyser*. Jeg vil her skille mellom to hovedformer for forholdstallsanalyser der *risikoanalysene* tilhører steg 1.4, mens *lønnsomhetsanalyser* foretas i steg 1.5. Mine analyser av Lerøys risiko vil videre være todelt. Først vil selskapets kortsiktige kredittrisiko vurderes gjennom *likviditetsanalyser* før langsiktig kredittrisiko så studeres i form av *soliditetsanalyser*.

Risikoanalysen oppsummeres ved at Lerøy og «bransjeutvalget» gis en *syntetisk rating* ut fra anslag på selskapenes selskapsspesifikke risiko. Den syntetiske ratingen får så betydning for fastsettelsen av finansielle avkastningskrav, hvilket vil bli nærmere diskutert i kapittel 7.3.

### **Steg 1.5**

Lønnsomhetsanalysene innledes med å utvikle målestokker for hva som er god lønnsomhet, altså avkastningskrav på relevante kapitalstørrelser. Fokuset i lønnsomhetsanalysen er på om selskapets rentabilitet overgår de relevante kravene. Samtidig forklares underliggende kilder til superrentabilitet ved dekomponeringer av ulike nøkkeltall. Analysen gir dermed grunnlag for tallfesting av eventuelle *drifts- og finansieringsfordeler* og følgelig et anslag på selskapets *strategiske fordel*. Det er videre av interesse å vurdere hvorvidt anslåtte fordeler relaterer seg til spesifikke forhold ved Lerøy eller eventuelt forhold som er til felles for bransjen. Følgelig kobles innsikt fra regnskapsanalysen her sammen med tidligere funn fra strategiske analyser.

## **5.2 Forberedelse til regnskapsanalyse**

Før regnskapsanalysen kan påbegynnes er det som nevnt visse praktiske valg som må gjøres. I det følgende diskuteres mitt valg av *analysenivå*, *analyseperiode* og *komparative selskaper*.

### **5.2.1 Valg av analysenivå**

Selskaper som er tett integrert innenfor et forretningsområde bør om mulig analyseres samlet og da gjerne på basis av et konsernregnskap (Kaldestad & Møller, 2011, s. 53). Samtidig kan det anføres at selskaper med operasjoner i flere land skaper komplikasjoner på grunn av bruk av forskjellige valuta. Det kan i slike tilfeller argumenteres for bruk av ulike avkastningskrav tilpasset den enkelte valuta. Kaldestad & Møller (2011, s. 53) anfører imidlertid at det ofte er akseptabelt «(..) å overse det typiske utenlandske salgskontoret». Følgelig vil jeg i det videre konsentrere mine beregninger om bruk av ett enkelt «norsk avkastningskrav». Jeg vil likevel undervis implisitt forsøke å ivareta hensynet til at norske oppdrettere er svært eksportrettede. Videre kan det anføres at virksomheter med svært ulike forretningsområder bør analyseres segment for segment (Knivsflå, 2012d). Dette skyldes at man typisk ønsker å sammenligne nøkkeltall i virksomheter som i hovedsak driver med dette samme. Tilgangen på spesifisert regnskapsinformasjon fordelt på forretningsområder er imidlertid ofte begrenset. Dette tilsier at man vanligvis likevel må analysere selskaper med ulike forretningsområder samlet. Innen oppdrettsnæringen driver de fleste store selskapene primært innenfor tilsvarende forretningsområder og disse er samtidig typisk nært integrert. Begge argumenter taler følgelig i retning for at det kan aksepteres å ta utgangspunkt i det enkelte selskaps samlede *konsernregnskap*.

Mot dette kan det likevel anføres at de to selskapene Cermaq og Marine Harvest har eller har hatt betydelige aktiviteter innen forproduksjon. Dette hensynet vil bli forsøkt ivaretatt ved valget av komparative virksomheter i avsnitt 5.2.3. Til sist påpekes det at videre analyser vil bygge på *konsernregnskap* og *ikke selskapsregnskapet* til «mor». Valget skyldes at konsernregnskapet vanligvis bedre vil fange opp totalomfanget av virksomheten (Knivsfå, 2012d).

### **5.2.2 Valg av analyseperiode**

Valg av analyseperiode innebærer en beslutning vedrørende hvor langt tilbake i tid man skal analysere historisk regnskapsinformasjon. Dette vil typisk avhenge av forhold som hvorvidt selskapet har endret karakter over tid eller har hatt et mer stabilt utviklingsforløp. Stabilitet utgjør et argument for en lang analyseperiode, mens historisk turbulens peker i retning av en kortere periode, da fortiden ikke nødvendigvis sier like mye om fremtiden (Knivsfå, 2012d).

Oppdrettsnæringen kjennetegnes som en syklisk bransje der lønnsomheten er sterkt avhengig av utviklingen i lakseprisen. Dette tilsier at analyseperioden bør være forholdsvis lang slik at både oppgangs- og nedgangskonjunkturer blir inkludert. Dersom analyseperioden er kort slik at kun opp- eller nedgangskonjunkturer inkluderes, er det stor fare for at næringens framtidsutsikter enten vil bli overvurdert eller undervurdert basert på historisk regnskapsinformasjon. Av denne årsak foretrekker jeg her en relativt lang analyseperiode for Lerøy. Mer presist har jeg valgt en syvårig analyseperiode fra 2007 til 2013. Dermed får jeg inkludert både gode år i næringen som 2010 og 2013 da lakseprisen var rekordhøy og mer utfordrende år som 2011 og 2012. Valgt analyseperiode gjør seg for øvrig også gjeldende for komparative selskaper.

Valget av en forholdsvis lang analyseperiode mener jeg også er ønskelig tatt konsolideringstrenden i næringen i betraktning. Gitt at konsesjonssystemet vil bestå enten i dagens eller en lignende form i fremtiden synes det nærliggende å anta at denne trenden vil fortsette. Det er følgelig ønskelig at dette utviklingstrekket er reflektert i de historiske regnskapstallene.

### **5.2.3 Valg av komparative virksomheter**

For enkeltselskaper fungerer bransjegenomsnittet som en *målestokk* ved regnskapsanalyse. De valgte komparative virksomhetene vil altså utgjøre et viktig sammenligningsgrunnlag for senere analyser av Lerøys risiko og lønnsomhet (kapittel 6-8). Som diskutert er det ønskelig at komparative selskaper primært driver innen det samme forretningsområdet som selskapet som verdsettes. Videre er det ønskelig å inkludere et stort antall selskaper i sammenligningsgrunnlaget, samt selskap med både høyere og lavere omsetning enn Lerøy (Knivsfå, 2012d). Det vil imidlertid her foretas visse avgrensninger som i det følgende diskuteres nærmere.

For det første velger jeg å utelate Cermaq fra utvalget av komparative virksomheter. Årsaken til dette er at Cermaq i tillegg til sin oppdrettsaktivitet har hatt en stor andel av sin historiske omsetning knyttet til produksjon av fôr. Dette ble bekreftet gjennom min korrelasjonsanalyse fra avsnitt 2.5.5 som viste at Cermaqs aksjekurs i langt mindre grad enn øvrige selskaper var korrelert med lakseprisen. Ved å utelate Cermaq fra sammenligningsgrunnlaget unngår jeg dermed den støyen i tallmaterialet dette ellers ville medført. Poenget underbygges samtidig av at Cermaq i liten grad spesifiserer hvilke forretningsområder resultat- og balansepostene sine kan henføres til. Ved at det samtidig eksisterer godt med komparative selskaper i norsk oppdrettsnæring anser jeg denne innsnevringen av bransjedefinisjonen som formålstjenlig.

For det andre kan det anføres at Marine Harvests betydelige oppkjøp innen fôrproduksjon innebærer at også dette selskapet burde vært utelatt fra sammenligningsgrunnlaget. Dette vil imidlertid ikke gjøres da selskapets oppstart av fôrproduksjon først skjedde nylig. Følgelig forventes Marine Harvest sin fôrvirksomhet i liten grad å forstyrre de historiske regnskaps-tallene. Samtidig utgjør Marine Harvest landets desidert største oppdrettsselskap hvilket i seg selv kan hevdes å tale for å inkludere selskapet i utvalget av komparative virksomheter.

Mine videre analyser vil dermed ta utgangspunkt i følgende tre komparative virksomheter:

- Marine Harvest
- Salmar
- Grieg Seafood

De valgte komparative virksomhetene har gjennom analyseperioden i hovedsak drevet innen det samme forretningsområdet som Lerøy. Samtlige selskapers aktiviteter omfavner primært *produksjon, distribusjon og salg* av oppdrettsfisk. Ettersom det i strategisk regnskapsanalyse er ønskelig å sammenligne forholdstall mot *bransjegjennomsnittet*, inkluderes også selskapet som analyseres, Lerøy Seafood Group, selv i sammenligningsgrunnlaget (Knivsflå, 2012d).

### **5.3 Presentasjon av rapporterte tall**

I det følgende presenteres resultatregnskap, balanseoppstilling og endring i egenkapitalen for Lerøy gjennom analyseperioden. Den presenterte regnskapsinformasjonen tar utgangspunkt i selskapets årsrapporter for perioden 2007-2012, mens tallmaterialet for 2013 baserer seg på *foreløpige årstall* fra selskapets fjerde kvartalsrapport (2013). Som nevnt innebærer et lavere detaljnivå i kvartalsrapportene at det har vært nødvendig å splitte opp enkelte sammenslåtte poster. Dette er primært gjort basert på historiske vektning av aktuelle poster som blant annet utgjør finansposter i resultatregnskapet og fordeling av fordringer og forpliktelser i balansen.

Faren med å basere seg på historisk vektning av sammenslåtte poster er at trendutviklingen til de aktuelle enkeltpostene kan forsvinne for 2013. Det faktum at jeg har valgt en relativt lang analyseperiode og at de største enkeltpostene tross alt er spesifisert i kvartalsrapporten tilsier likevel at risikoen for at viktige utviklingstrekk «viskes ut» må anses som forholdsvis lav.

Den benyttede spesifikasjonen av regnskapsposter er i utgangspunktet basert på oppstillingsplanen etter IFRS (IAS1). Jeg har imidlertid gjort visse justeringer blant annet for å klarlegge skillet mellom normale/unormale og driftsrelaterte/finansielle regnskapsposter da dette anses formålstjenlig for de videre investororienterte analysene. Skillet mellom anleggs- og omløpsmidler, samt kortsiktig og langsiktig gjeld anses følgelig mer relevant ved regnskapsanalyser for kredittvurderinger enn for investorer som tilfellet er i denne oppgaven (Knivsflå, 2012d).

### **Resultatregnskap Lerøy Seafood Group: 2007-2013**

Alle tall i 1000 NOK		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
	Driftsinntekter	6 277 037	6 054 293	7 473 587	8 884 914	9 162 813	9 097 146	10 764 763
-	Varekostnader	4 698 675	4 279 152	5 042 424	5 612 160	5 866 180	6 442 319	6 781 433
-	Lønn og personalkostnader	579 004	664 377	690 477	777 845	967 789	1 031 872	1 094 464
-	Andre driftskostnader	472 158	579 295	586 743	691 791	858 107	853 884	1 004 148
=	<b>EBITDA</b>	<b>527 200</b>	<b>531 469</b>	<b>1 153 943</b>	<b>1 803 118</b>	<b>1 470 737</b>	<b>769 071</b>	<b>1 884 718</b>
-	Avskrivinger	153 846	197 023	204 007	219 624	271 899	291 768	307 175
=	<b>Driftsresultat før unormale poster</b>	<b>373 354</b>	<b>334 446</b>	<b>949 936</b>	<b>1 583 494</b>	<b>1 198 838</b>	<b>477 303</b>	<b>1 577 543</b>
	Verdijustering av biologiske eiendeler	15 838	-36 369	60 483	298 538	-615 767	294 735	764 229
-	Nedskrivinger og restrukturering	0	0	0	0	0	33 000	5 500
+	Gevinst/tap ved salg av driftsmidler	13 861	2 760	220	2 757	14 060	5 795	53 756
=	<b>Driftsresultat (EBIT)</b>	<b>403 053</b>	<b>300 837</b>	<b>1 010 639</b>	<b>1 884 787</b>	<b>597 131</b>	<b>744 833</b>	<b>2 390 028</b>
+	Nettoreultat tilknyttet selskap – normalt	34 221	13 716	62 744	122 006	19 741	24 831	192 188
+	Nettoreultat tilknyttet selskap – unormalt	0	0	0	0	0	0	0
+	Finansinntekt – normal	29 583	32 664	13 182	16 704	41 229	33 972	36 359
-	Finanskostnad – normal	126 504	186 245	95 455	81 832	121 821	128 691	137 735
+	Unormalt finansresultat	27185	3074	-3832	-1144	-1292	-434	-464
=	<b>Resultat før skatt, diskontinuerlig virksomhet og minoritet</b>	<b>367 538</b>	<b>164 046</b>	<b>987 278</b>	<b>1 940 521</b>	<b>534 988</b>	<b>674 511</b>	<b>2 480 376</b>
-	Skattekostnad – normal	89 262	36 994	257 137	510 952	156 311	182 749	593 981
-	Skattekostnad – unormal	0	0	0	0	0	0	0
=	<b>Resultat før diskontinuerlig virksomhet og minoritet</b>	<b>278 276</b>	<b>127 052</b>	<b>730 141</b>	<b>1 429 569</b>	<b>378 677</b>	<b>491 762</b>	<b>1 886 395</b>
+	Nettoreultat fra diskontinuerlig virksomhet	1288	0	0	0	0	0	0
=	<b>Årsresultat før minoritet</b>	<b>279 564</b>	<b>127 052</b>	<b>730 141</b>	<b>1 429 569</b>	<b>378 677</b>	<b>491 762</b>	<b>1 886 395</b>
-	Netto minoritetsresultat	2 550	2 322	653	10 062	-4 028	10 963	153 043
=	<b>Årsresultat til majoritet (ÅRE)</b>	<b>277 016</b>	<b>124 730</b>	<b>729 488</b>	<b>1 419 507</b>	<b>382 705</b>	<b>480 799</b>	<b>1 733 352</b>

Tabell 8: Resultatregnskap Lerøy Seafood 2007-2013

**Balanseoppstilling Lerøy Seafood Group: 2007-2013 (eiendeler):**

Alle tall i 1000 NOK		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
	Immaterielle eiendeler	2 832 305	2 959 927	2 964 072	3 851 457	3 885 419	3 993 598	3 998 947
+	Varige driftsmidler	1 149 128	1 294 818	1 225 399	1 586 334	1 836 384	2 094 539	2 377 012
+	Tilknyttet selskap	289 474	277 455	272 970	338 864	329 168	331 056	709 196
+	Langsiktige finansielle investeringer	26 423	23 161	23 115	22 989	23 173	18 281	39 162
+	Langsiktige finansielle fordringer	681	6 274	11 928	8 129	8 453	8 607	18 438
+	Pensjonsmidler	535	469	0	0	0	0	0
=	<b>SUM ANLEGGSMIDLER</b>	<b>4 298 546</b>	<b>4 562 104</b>	<b>4 497 484</b>	<b>5 807 773</b>	<b>6 082 597</b>	<b>6 446 081</b>	<b>7 142 755</b>
	Biologiske eiendeler	1 494 133	1 676 164	1 858 562	2 706 733	2 370 938	2 724 941	3 727 361
+	Andre varer	265 008	223 158	236 311	290 379	328 045	326 225	358 482
+	Kundefordringer	690 800	772 440	876 127	1 013 932	934 443	995 289	1 502 152
+	Andre driftsrelaterte fordringer	193 994	133 502	116 894	156 007	131 703	164 439	248 181
+	Finansielle investeringer/fordringer	25 891	26 342	13 840	20 275	16 692	34 644	52 287
+	Kontanter, bank og lignende	537738	388 486	707 989	1 357 096	1 597 429	1 082 797	872 513
=	<b>SUM OMLØPSMIDLER</b>	<b>3 207 564</b>	<b>3 220 092</b>	<b>3 809 723</b>	<b>5 544 422</b>	<b>5 379 250</b>	<b>5 328 335</b>	<b>6 760 976</b>
=	<b>SUM EIENDELER</b>	<b>7 506 110</b>	<b>7 782 196</b>	<b>8 307 207</b>	<b>11 352 195</b>	<b>11 461 847</b>	<b>11 774 416</b>	<b>13 903 731</b>

Tabell 9: Balanseoppstilling Lerøy Seafood (2007-2013) - Eiendeler

**Balanseoppstilling Lerøy Seafood Group: 2007-2013 (egenkapital og gjeld):**

Alle tall i 1000 NOK		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
	Egenkapital, majoritet	3 758 013	3 743 685	4 281 688	5 445 710	5 262 835	5 314 575	6 755 198
+	Minoritetsinteresser	20 830	20 658	18 568	548 564	534 931	649 381	793 747
=	<b>SUM EGENKAPITAL KONSERNET</b>	<b>3 778 843</b>	<b>3 764 343</b>	<b>4 300 256</b>	<b>5 994 274</b>	<b>5 797 766</b>	<b>5 963 956</b>	<b>7 548 945</b>
	Utsatt skatt	643 529	669 327	834 877	1 260 028	1 083 693	1 230 458	1 464 491
+	Pensjonsforpliktelser	12 012	13 211	14 990	9 025	7 812	7 646	9 100
+	Annen langsiktig rentefri gjeld	0	4 150	826	1 312	7 168	44 788	53 307
+	Langsiktig rentebærende gjeld	1 724 699	1 672 761	1 504 707	2 221 701	2 429 365	2 402 770	2 356 803
=	<b>SUM LANGSIKTIG GJELD</b>	<b>2 380 240</b>	<b>2 359 449</b>	<b>2 355 400</b>	<b>3 492 066</b>	<b>3 528 038</b>	<b>3 685 662</b>	<b>3 883 701</b>
	Kortsiktige kreditter	566 594	841 921	646 105	434 121	760 977	911 881	682 575
+	Skyldige offentlige avgifter mv.	37 743	49 014	55 671	74 312	62 386	66 915	166 144
+	Betalbar skatt	76 154	16 631	93 551	395 233	322 105	88 925	220 793
+	Annen kortsiktig gjeld	158 242	206 081	240 228	323 976	285 410	230 400	572 063
+	Leverandørgjeld	508 294	544 757	615 996	638 213	705 165	826 677	829 510
=	<b>SUM KORTSIKTIG GJELD</b>	<b>1 347 027</b>	<b>1 658 404</b>	<b>1 651 551</b>	<b>1 865 855</b>	<b>2 136 043</b>	<b>2 124 798</b>	<b>2 471 085</b>
=	<b>SUM EGENKAPITAL OG GJELD</b>	<b>7 506 110</b>	<b>7 782 196</b>	<b>8 307 207</b>	<b>11 352 195</b>	<b>11 461 847</b>	<b>11 774 416</b>	<b>13 903 731</b>

Tabell 10: Balanseoppstilling Lerøy Seafood (2007-2013) - Egenkapital og gjeld

## Endring i egenkapital Lerøy Seafood Group: 2007-2013

Årlige endringer i egenkapitalen angår her majoritetseierne. Følgelig er minoritetsinteressene utelatt fra de relevante postene som forklarer årlige endringer i «majoritetens egenkapital»:

Alle tall i 1000 NOK	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Egenkapital 1.1 (Majoritet)</b>	<b>2 320 547</b>	<b>3 758 013</b>	<b>3 743 685</b>	<b>4 281 688</b>	<b>5 445 710</b>	<b>5 262 835</b>	<b>5 314 575</b>
+ Årsresultat til majoritet (ÅRE)	277 016	124 730	729 488	1 419 507	382 705	480 799	1 733 352
+ Annet fullstendig resultat (AFR)	-31 565	-19 118	-44 032	2 833	-3 539	-49 325	80 475
= <b>Totalresultat til majoritet</b>	<b>245 451</b>	<b>105 612</b>	<b>685 456</b>	<b>1 422 340</b>	<b>379 166</b>	<b>431 474</b>	<b>1 813 827</b>
- Betalt utbytte	210 370	96 439	150 147	376 205	545 774	382 042	382 042
+ Netto kapitalinnskudd	1 390 750	-25 974	451	119 313	-9 443	2 308	8 839
+ Dirty Surplus (direkte mot EK)	11 635	2 473	2 243	-1 426	-6 824	0	0
= <b>Egenkapital 31.12 (Majoritet)</b>	<b>3 758 013</b>	<b>3 743 685</b>	<b>4 281 688</b>	<b>5 445 710</b>	<b>5 262 835</b>	<b>5 314 575</b>	<b>6 755 199</b>

Tabell 11: Endring i egenkapital Lerøy Seafood (2007-2013)

Tilsvarende tilpasninger av regnskapsoppstillingen og kategorisering av regnskapsposter er også gjennomført for komparative virksomheter for å oppnå konsistens til videre analyser.

## 5.4 Omgruppering for investororientert analyse

Hensikten med omgrupperinger er å skreddersy regnskapsoppstillingen for videre regnskapsanalyser (Knivsflå, 2012a). Oppstillingsplanen etter IFRS er som drøftet mest kreditorientert, mens det til verdsettelsesformål er ønskelig å gjøre den mer investororientert. Dette hensynet ivaretas ved at omgrupperingen av regnskapet medfører at regnskapet i større grad fremhever skillet mellom *verdiskaping* og *verdiutdeling*. Fokuset på *langsiktig lønnsomhet* og *vekst* blir samtidig ivarett ved at analysen vektlegger *normalisert verdiskaping* og kildene til denne.

### 5.4.1 Omgruppering av resultatregnskapet

Omgrupperingen av resultatregnskapet skjer her gjennom fire steg (Knivsflå, 2012a). De fire stegene innebærer først å identifisere fullstendig nettoresultat (FNR). Deretter fordeles FNR i hhv. *drift*, *finans* og *skatt*. Videre gjøres det et skarpere skille mellom *normale* og *unormale poster*. Til sist fordeles så den rapporterte skattekostnaden på de ulike resultatelementene.

#### Steg 1: Identifikasjon av fullstendig nettoresultat

Fullstendig nettoresultat (FNR) til egenkapitalen (majoriteten) er gitt ved (Knivsflå, 2012a):

$$\text{FNR} = \text{Rapportert årsresultat (ÅRE)} + \text{Annet fullstendig resultat (AFR)} + \text{«Dirty surplus»}$$

Et selskaps *totalresultat* utgjør summen av selskapets *årsresultat* (ÅRE) og *annet fullstendig resultat* (AFR). Etter IAS 1 skal i utgangspunktet alle kostnader og inntekter bli resultatført, mens unntak fra dette hovedprinsippet rapporteres under posten «annet fullstendig resultat».



Siden IFRS opererer med posten «AFR» skal «dirty surplus» i teorien her være lik 0. Mange selskaper fører likevel enkelte poster med resultatelementer (kostnader og inntekter) direkte mot egenkapitalen, hvilket medfører at DSP likevel kan avvike fra 0. Dette er også tilfellet for Lerøy som for eksempel fører posten «emisjonskostnader» direkte mot sin egenkapital. Identifikasjonen av fullstendig nettoresultat (FNR) for Lerøy er gitt gjennom tabell 12:

Alle tall i 1000 NOK		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
	Rapportert årsresultat (ÅRE)	277 016	124 730	729 488	1 419 507	382 705	480 799	1 733 352
+	Annet fullstendig resultat (AFR)	-31 565	-19118	-44032	2833	-3539	-49325	80475
=	<b>Totalresultat til majoritet</b>	<b>245451</b>	<b>105612</b>	<b>685456</b>	<b>1422340</b>	<b>379166</b>	<b>431474</b>	<b>1813827</b>
+	Dirty surplus (DSP)	11635	2473	2243	-1426	-6824	0	0
=	<b>Fullstendig nettoresultat (FNR)</b>	<b>257086</b>	<b>108085</b>	<b>687699</b>	<b>1420914</b>	<b>372342</b>	<b>431474</b>	<b>1813827</b>

Tabell 12: Fullstendig nettoresultat - FNR (Lerøy Seafood)

### Steg 2: Fordeling av fullstendig nettoresultat (FNR)

For å kunne fordele selskapets fullstendige nettoresultat er det først nødvendig å kartlegge kildene til selskapets fullstendige nettoresultat. Denne kategoriseringen av regnskapspostene danner så grunnlaget for fordeling av resultatet i *drift*, *finans*, *skatt* og *minoritetsinteresser*.

#### Nettoresultat fra tilknyttet virksomhet:

Lerøy oppgir i årsrapportene at *resultater fra tilknyttede virksomhet* (etter skatt) regnskapsføres på grunnlag av *egenkapitalmetoden* i tråd med IFRS. Lerøys tilknyttede selskap utgjør i dag Norskott Havbruk AS og Alfarmo Alarko. De to selskapene driver med henholdsvis oppdrett og videreforedling av laks. En gjennomgang av tidligere årsrapporter viser at tilknyttede selskaper også historisk har drevet med oppdrettsrelaterte aktiviteter. Følgelig kan nettoresultater fra tilknyttede selskap anses som *driftsrelaterte* og inngår dermed i *driftsresultatet*.

#### Nettoresultat fra diskontinuerlig virksomhet:

I 2007 oppnådde Lerøy et positivt resultat fra *diskontinuerlig virksomhet*. Dette anses som en *finansinntekt* siden selskapet ble solgt/avviklet og følgelig ikke er relevant for *fremtidig drift*.

#### Annet fullstendig resultat (AFR):

De største postene under «annet fullstendig resultat» utgjør *omregningsdifferanser* (valuta) og *verdiendringer* som knytter seg til postene «*finansinstrumenter*», «*aksjer holdt for salg*» og «*tilknyttede selskaper*». Omregningsdifferanser og verdiendringer i tilknyttet virksomhet betraktes her som *driftsrelaterte* poster, da disse postene kan relateres opp mot eiendeler som kan anses som *driftsrelaterte*. Øvrige poster under «annet fullstendig resultat» betraktes her som *finansielle* da disse ikke virker å være nært knyttet til Lerøys driftsaktiviteter.

### Dirty surplus (DSP):

For Lerøy utgjør «dirty surplus» et fåtall poster på gjennomgående lave beløp, hvilket må sees i sammenheng med at selskapet regnskapsfører etter IFRS. Dette tilsier som diskutert at posten «*annet fullstendig resultat*» (AFR) fanger opp de fleste poster som er ført direkte mot egenkapitalen. Jeg finner imidlertid visse poster utenfor Lerøys totalresultat som likevel kan klassifiseres som «DSP». Disse postene er dels å anse som *finansielle* og dels *driftsrelaterte*.

*Basert på mine drøftede antakelser kan Lerøys fullstendige resultat før skatt nå fordeles ut fra om det enkelte resultatelement kan klassifiseres som driftsrelatert eller finansielt:*

### Fullstendig driftsresultat før skatt:

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Driftsinntekter	6 277 037	6 054 293	7 473 587	8 884 914	9 162 813	9 097 146	10 764 763
- Driftskostnader	5 873 984	5 753 456	6 462 948	7 000 125	8 565 682	8 352 313	8 374 735
= Driftsresultat fra egen virksomhet	403 053	300 837	1 010 639	1 884 789	597 131	744 833	2 390 028
+ Nettoresultat fra driftstilknyttet virksomhet	34 221	13 716	62 744	122 006	19 741	24 831	192 188
+ Driftsrelatert AFR	-31 565	-19 118	-44 032	2 833	1 618	-15 673	85 043
+ Driftsrelatert DSP	715	2 473	2 243	-1 426	-7 074	0	0
= Fullstendig driftsresultat før skatt	406 424	297 908	1 031 594	2 008 202	611 416	753 991	2 667 259

Tabell 13: Fullstendig driftsresultat før skatt (Lerøy Seafood)

### Fullstendig finansresultat før skatt:

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Finansinntekter	29 583	32 664	13 182	16 704	41 229	33 972	36 359
- Finanskostnader	126 504	186 245	95 455	81 832	121 821	128 691	137 735
+ Unormalt finansresultat	27 185	3 074	-3 832	-1 144	-1 292	-434	-464
+ Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	1 288	0	0	0	0	0	0
+ Finansielt AFR	0	0	0	0	-5 157	-33652	-4568
+ Finansielt DSP	10920	0	0	0	250	0	0
= Fullstendig finansresultat før skatt	-57 528	-150 507	-86 105	-66 272	-86 791	-128 805	-106 408

Tabell 14: Fullstendig finansresultat før skatt (Lerøy Seafood)

### Steg 3: Skille mellom normale og unormale poster

Det er det *normale resultatet* som er relevant for framskriving og således viktig ved investororientert regnskapsanalyse. Med *normale poster* mener jeg i denne sammenheng poster som forventes å komme tilbake periode etter periode. Slike poster vil samtidig ofte følge et visst trendmessig mønster over tid. *Unormale poster* ventes på sin side ikke å gjenta seg jevnlig. Dette tilsier at slike poster er mindre relevante for framskriving (Knivsflå, 2012a). Av denne årsak er det ønskelig å splitte opp det fullstendige resultatet i et normalt og unormalt resultat, da dette antas å gi et mer rettviseende bilde av de *langsiktige utviklingstrekkene* til selskapet.

### Unormale driftsrelaterte poster:

- *Gevinst/tap ved salg av anleggsmidler* er å anse som uvanlige engangshendelser og klassifiseres følgelig her som en unormal post.
- *Driftsrelaterte nedskrivninger og restruktureringer* anses som unormale poster da de verken ventes å gjenta seg jevnlig eller følger et klart trendmessig mønster over tid.
- *Driftsrelatert AFR og DSP* klassifiseres her som unormale poster da jeg heller ikke for disse postene finner noen tydelig trendmessig utvikling gjennom analyseperioden.
- Posten *verdijustering av biologiske eiendeler* er gjerne vanskelig å predikere over tid da den er nært knyttet opp til utviklingen i markedsprisen på laks. Inntekter/kostnader relatert til verdijusteringer er heller ikke realisert. Posten anses følgelig som unormal.

### Unormalt driftsresultat:

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Gevinst/tap ved salg av anleggsmidler	13861	2760	220	2757	14060	5795	53756
- Nedskrivninger og restruktureringer	0	0	0	0	0	33000	5500
+ Verdijustering av biologiske eiendeler	15838	-36369	60483	298538	-615767	294735	764229
+ Driftsrelatert AFR	-31565	-19118	-44032	2833	1618	-15673	85043
+ Driftsrelatert DSP	715	2473	2243	-1426	-7074	0	0
= <b>Unormalt driftsresultat</b>	<b>-1151</b>	<b>-50254</b>	<b>18914</b>	<b>302702</b>	<b>-607163</b>	<b>251857</b>	<b>897528</b>

Tabell 15: Unormalt driftsresultat (Lerøy Seafood)

### Unormale finansielle poster:

Lerøy har et generelt lavt spesifikasjonsnivå på sine finansposter, hvilket gjør skillet mellom normale og unormale poster noe uklart her. Tatt dette i betraktning velger jeg å klassifisere de rapporterte postene *renteinntekter* og *rentekostnader* som normale, mens postene *annen finansinntekt* og *annen finanskostnad* anses som unormale. Sistnevnte poster har historisk sett vist seg ustabile over tid og uten noen klar trendmessig utvikling. Videre anses postene *resultat fra diskontinuerlig virksomhet*, *finansielt AFR* og *finansielt DSP* som unormale.

### Unormalt finansresultat:

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Unormale finansinntekter	30125	5537	1761	3773	3231	2967	2996
- Unormale finanskostnader	2940	2463	5593	4917	4523	3401	3460
= <b>Unormalt finansresultat før diskontinuerlig virksomhet, finansielt AFR og finansielt DSP</b>	<b>27185</b>	<b>3074</b>	<b>-3832</b>	<b>-1144</b>	<b>-1292</b>	<b>-434</b>	<b>-464</b>
+ Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	1288	0	0	0	0	0	0
+ Finansielt AFR	0	0	0	0	-5157	-33652	-4568
+ Finansielt DSP	10920	2473	2243	-1426	250	0	0
= <b>Unormalt finansresultat</b>	<b>39393</b>	<b>5547</b>	<b>-1589</b>	<b>-2570</b>	<b>-6199</b>	<b>-34086</b>	<b>-5032</b>

Tabell 16: Unormalt finansresultat (Lerøy Seafood)



### Fordeling av skattekostnaden:

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Normal skattekostnad (=Rapportert)	89262	36994	257137	510952	156311	182749	593981
- Skatt på finansinntekter (14 %)	4142	4573	1845	2339	5772	4756	5090
+ Skatt på finanskostnad (28 %)	35421	52149	26727	22913	34110	36033	38566
- Skatt på unormalt finansresultat (14 %)	3806	430	-536	-160	-181	-61	-65
= <b>Skatt på driftsresultat</b>	<b>116736</b>	<b>84139</b>	<b>282555</b>	<b>531687</b>	<b>184830</b>	<b>214087</b>	<b>627522</b>
- Skatt på unormalt driftsresultat (dss)	8602	-9400	16971	84993	-186246	76896	213325
= <b>Skatt på normalt DR</b>	<b>108134</b>	<b>93539</b>	<b>265584</b>	<b>446693</b>	<b>371076</b>	<b>137191</b>	<b>414197</b>
- Unormal skatt på normalt DR (dss-ndss)	1968	-1563	-4538	-3586	30177	1466	-34390
= <b>Normal driftsskattekostnad</b>	<b>106166</b>	<b>95102</b>	<b>270122</b>	<b>450279</b>	<b>340899</b>	<b>135725</b>	<b>448587</b>

Tabell 18: Fordeling av skattekostnaden (Lerøy Seafood)

#### 5.4.2 Omgruppering av balansen

Som diskutert er balanseoppstillingen etter IFRS i utgangspunktet mest *kreditororientert*. Til verdivurderingsformål er det derfor formålstjenlig at den gjøres mer *investororientert*. Målet med omgruppering av balansen er nemlig å øke fokuset på Lerøys *verdiskapende aktiviteter*. Verdiskaping skjer ved at selskapet investerer eller sysselsetter kapital, altså setter kapitalen i drift. Av denne årsak er det ønskelig at balanseoppstillingen fokuserer på *sysselsatt kapital* eller *netto driftskapital*. Omgrupperingen av balansen gjøres her i fire steg (Knivsflå, 2012f):

##### *Steg 1: Eventuelt avsatt utbytte anses som egenkapital fremfor kortsiktig gjeld*

Ut fra et «eiersyn» er det ønskelig å vurdere avsatt utbytte som egenkapital og ikke kortsiktig gjeld ettersom utbyttet snart skal betales til eierne. Etter IFRS er imidlertid *foreslått utbytte* i oppstillingsplanen allerede klassifisert som *egenkapital* siden IFRS-rapportering innebærer at man ikke *avsetter* for foreslått utbytte. Egenkapitalen er følgelig allerede redusert med det betalte utbytte. Av denne årsak finner jeg det her ikke hensiktsmessig å omgruppere utbyttet.

##### *Steg 2: Drift kontra finansiering*

Totalbalansen omgrupperes for å bli mer *investororientert* ved å fremskaffe et skarpere skille mellom selskapets *drift* og *finansiering*. Det er i denne forbindelse viktig å oppnå konsistens mellom balansen og resultatregnskapet. Dersom en eiendel gir opphav til driftsresultater for selskapet, må den klassifiseres som *driftseiendel*, mens det motsatte er tilfellet for finansielle poster. Driftsrelaterte eiendeler tolkes her som eiendeler som er nødvendige for selskapets «daglige driftsaktiviteter», mens finansielle eiendeler anses som «driftsfremmede» eiendeler. Jeg antar i det følgende at driftsrelatert gjeld primært er *ikke-rentebærende* og klassifiserer følgelig denne som *driftskostnad*. Eventuelle «renter» tilknyttet driftsrelatert gjeld blir typisk indirekte betalt gjennom prisen på varer og tjenester (Knivsflå, 2012f). Finansiell gjeld antas på sin side i hovedsak å være *rentebærende* og gir uttrykk for kostnaden ved å finansiere selskapet. Videre utgjør enkelte balanseposter i praksis en blanding av drift og finansiering. Kategoriseringen av denne typen «blandingsposter» vil i det følgende bli diskutert nærmere.

- **Kontanter, bank og lignende** utgjør typisk en blanding av finansielle og driftsrelaterte eiendeler. Mindre deler av kontantbeholdningen er ofte nødvendig for selskapets daglige drift, mens overskuddslikviditet kan anses som finansielt. Det uklare skillet mellom drift og finansiering gjør imidlertid at jeg her som en forenkling anser posten som *finansiell*.
- **Investeringer** kategoriseres her som *finansielle eiendeler*. Posten kan i teorien inneholde driftsrelaterte elementer, men noteinformasjonen tilsier at investeringene er *finansielle*.
- **Fordringer** er ut fra noteinformasjon fordelt i en post for *driftsrelaterte fordringer* (eks. kundefordringer) og en for *finansielle fordringer* (eks. deler av sekkeposten «annet»)
- **Varer og biologiske eiendeler** anses i sin helhet å utgjøre *driftsrelaterte* poster.
- **Investeringer i tilknyttede virksomheter** og **pensjonsmidler** kategoriseres her som *driftsrelaterte eiendeler*. Dette bygger på en implisitt antakelse om at Lerøys pensjonskrav er tilstrekkelig knyttet til selskapets driftsaktiviteter slik at det ikke blir naturlig å betrakte pensjonsmidlene som innskutt kapital. Mine antakelser om at investeringene i tilknyttet virksomhet er driftsrelatert må sees i sammenheng med at jeg tidligere vurderte resultater fra tilknyttet virksomhet som driftsrelaterte. Hensynet til konsistens er følgelig viktig her.
- **Immaterielle eiendeler** anses her i sin helhet å bestå av *driftsrelaterte* eiendeler siden for eksempel beholdningen av matfiskkonsesjoner er helt nødvendig for Lerøys daglige drift.
- **Kortsiktig gjeld** anses her delvis som *driftsrelatert gjeld* (eks. leverandørgjeld) og delvis som *finansiell* (eks. kortsiktige kreditter som primært utgjør gjeld til kredittinstitusjoner).
- **Langsiktig gjeld** anses basert på noteinformasjon i sin helhet å være *finansiell gjeld*.
- **Avsetninger** i form av **utsatt skatt** og **pensjonsforpliktelser** anses her som *driftsrelatert*.

### **Steg 3: Fra total kapital til sysselsatt kapital**

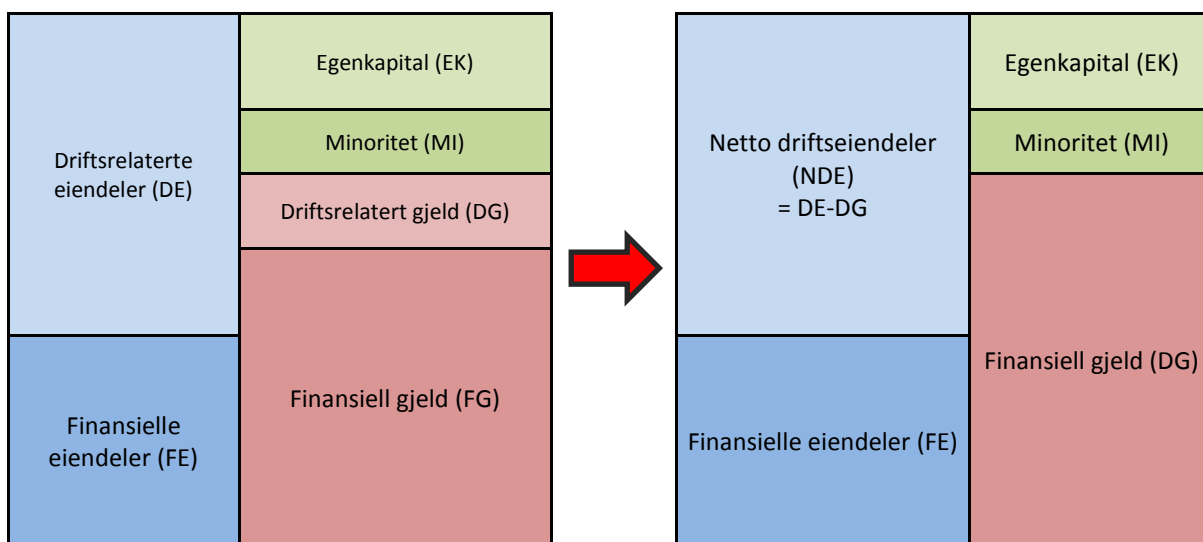
Problemet med å studere total kapitalen som begrep er at driftsrelatert gjeld ikke er sysselsatt kapital, altså kapital som er aktivt plassert gjennom kapitalmarkedet. Sysselsatt kapital utgjør den kapital som er innskutt og dermed sysselsatt av eierne og finansielle långivere (Knivsflå, 2012f). Følgelig mister begrepet total kapital innhold som *investert kapital* ved å inneholde gjeld som utgjør en naturlig del av selskapets «daglige drift». Av denne årsak fokuseres det i det videre på *sysselsatt kapital* som er innskutt/investert. Videre deles netto driftseiendelene inn i undergruppene *netto anleggsmidler* og *driftsrelatert arbeidskapital* (Knivsflå, 2012f).

*Sysselsatt kapital = Egenkapital + Minoritet + Finansiell gjeld*

*Sysselsatte eiendeler = Netto driftseiendeler + Finansielle eiendeler*

*Netto anleggsmidler = Driftsrelaterte anleggsmidler – Langsiktig driftsrelatert gjeld*

*Driftsrelatert arbeidskapital = Driftsrelaterte omløpsmidler – Kortsiktig driftsrelatert gjeld*



Figur 23: Overgang fra total kapital til sysselsatt kapital (Knivsfå, 2014, Forelesning 5, s. 46)

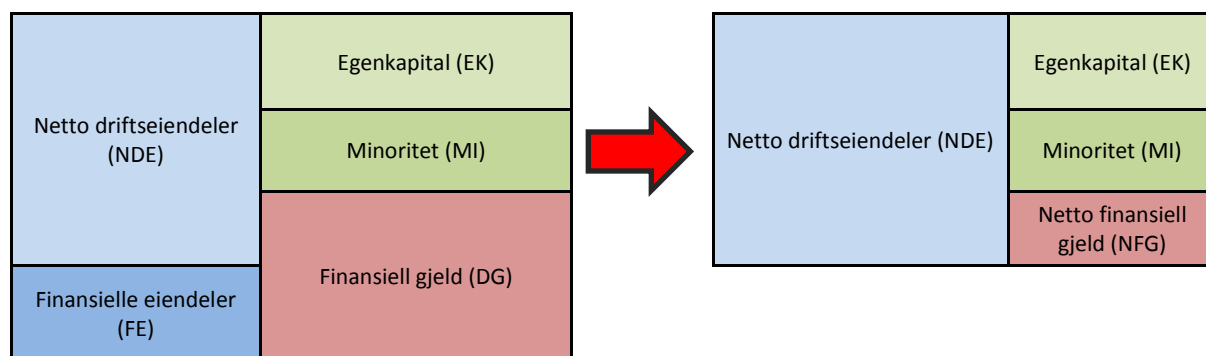
### Sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital:

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	3 615 901	3 845 981	3 611 748	4 506 290	4 952 298	5 136 301	5 558 257
+ Driftsrelatert arbeidskapital	1 863 502	1 988 781	2 082 448	2 735 317	2 390 063	2 997 977	4 047 666
= <b>Netto driftseiendeler</b>	<b>5 479 403</b>	<b>5 834 762</b>	<b>5 694 196</b>	<b>7 241 607</b>	<b>7 342 361</b>	<b>8 134 278</b>	<b>9 605 923</b>
+ Finansielle eiendeler	590 733	444 263	756 872	1 408 489	1 645 747	1 144 329	982 400
= <b>Sysselsatte eiendeler</b>	<b>6 070 136</b>	<b>6 279 025</b>	<b>6 451 068</b>	<b>8 650 096</b>	<b>8 988 108</b>	<b>9 278 607</b>	<b>10 588 323</b>
Egenkapital	3 758 013	3 743 685	4 281 688	5 445 710	5 262 835	5 314 575	6 755 198
+ Minoritetsinteresser	20 830	20 658	18 568	548 564	534 931	649 381	793 747
+ Finansiell gjeld	2 291 293	2 514 682	2 150 812	2 655 822	3 190 342	3 314 651	3 039 378
= <b>Sysselsatt kapital</b>	<b>6 070 136</b>	<b>6 279 025</b>	<b>6 451 068</b>	<b>8 650 096</b>	<b>8 988 108</b>	<b>9 278 607</b>	<b>10 588 323</b>

Tabell 19: Sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital

### Steg 4: Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

Et selskaps netto driftskapital utgjør kapital som er «direkte» investert i dets driftsaktiviteter. Finansielle eiendeler er i prinsippet eiendeler som selskapet har utover det som er nødvendig for dets daglige drift. Følgelig utgjør de finansielle eiendelene likvider som relativt raskt kan benyttes til å betale ned selskapets finansielle gjeld. Ved bruk av netto driftskapital som mål på selskapskapitalen er fokuset følgelig på *netto finansiell gjeld* som er selskapets finansielle gjeld fratrukket dets finansielle eiendeler. Figur 24 illustrer her de drøftede sammenhengene:



Figur 24: Overgang fra sysselsatt kapital til netto driftskapital (Knivsfå, 2014, Forelesning 5, s. 49)

### 5.4.3 Omgruppert resultatregnskap og balanse

#### *Omgruppert resultatregnskap:*

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Driftsinntekter	6 277 037	6 054 293	7 473 587	8 884 914	9 162 813	9 097 146	10 764 763
- Driftskostnader	5 903 683	5 719 847	6 523 651	7 301 420	7 963 975	8 619 843	9 187 220
= Driftsresultat egen virksomhet	373 354	334 446	949 936	1 583 494	1 198 838	477 303	1 577 543
- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	106 166	95 102	270 122	450 279	340 899	135 725	448 587
= Netto driftsresultat i egen virksomhet	267 188	239 344	679 814	1 133 215	857 939	341 578	1 128 956
+ Nettoresultat fra tilknyttet virksomhet	34 221	13 716	62 744	122 006	19 741	24 831	192 188
= Netto driftsresultat	301 409	253 060	742 558	1 255 221	877 680	366 409	1 321 144
+ Netto finansinntekt	25 441	28 091	11 337	14 365	35 457	29 216	31 269
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	326 850	281 151	753 895	1 269 587	913 137	395 625	1 352 413
- Netto finanskostnad	91 083	134 096	68 728	58 919	87 711	92 658	99 169
- Netto minoritetsresultat	2 550	2 322	653	10 062	-4 028	10 963	153 043
= Nettoresultat til egenkapitalen	233 217	144 732	684 514	1 200 606	829 454	292 005	1 100 201
+ Unormalt netto driftsresultat	-11 718	-39 291	6 480	221 292	-451 094	173 495	718 593
+ Unormalt netto finansresultat	35 587	2 644	-3 296	-984	-6 018	-34 025	-4 967
= Fullstendig nettoresultat til EK	257 086	108 085	687 699	1 420 914	372 342	431 474	1 813 827
- Netto betalt utbytte	-1 180 380	122 413	149 696	256 892	555 217	379 734	373 203
= Endring i egenkapitalen	1 437 466	-14 328	538 003	1 164 022	-182 875	51 740	1 440 624

Tabell 20: Omgruppert resultatregnskap (Lerøy Seafood)

#### *Omgruppert balanse (netto driftskapital og netto driftseiendeler):*

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Netto driftsrelaterte AM	3 615 901	3 845 981	3 611 748	4 506 290	4 952 298	5 136 301	5 558 257
+ Driftsrelatert arbeidskapital	1 863 502	1 988 781	2 082 448	2 735 317	2 390 063	2 997 977	4 047 666
= Netto driftseiendeler	5 479 403	5 834 762	5 694 196	7 241 607	7 342 361	8 134 278	9 605 923
Egenkapital	3 758 013	3 743 685	4 281 688	5 445 710	5 262 835	5 314 575	6 755 198
+ Minoritetsinteresser	20 830	20 658	18 568	548 564	534 931	649 381	793 747
+ Netto finansiell gjeld	1 700 560	2 070 419	1 393 940	1 247 333	1 544 595	2 170 322	2 056 978
= Netto driftskapital	5 479 403	5 834 762	5 694 196	7 241 607	7 342 361	8 134 278	9 605 923

Tabell 21: Omgruppert balanse - Netto driftseiendeler og kapital (Lerøy Seafood)

#### *Endring i egenkapitalen (majoritet):*

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Inngående egenkapital	2 320 547	3 758 013	3 743 685	4 281 688	5 445 710	5 262 835	5 314 575
+ Fullstendig nettoresultat	257 086	108 085	687 699	1 420 914	372 342	431 474	1 813 827
- Netto betalt utbytte	-1 180 380	122 413	149 696	256 892	555 217	379 734	373 203
= Utgående egenkapital	3 758 013	3 743 685	4 281 688	5 445 710	5 262 835	5 314 575	6 755 198

Tabell 22: Endring i egenkapital (Lerøy Seafood)

Tilsvarende steg for omgruppering av resultatregnskap og balanse er for øvrig også foretatt for komparative virksomheter. På den måten sikres konsistens mellom Lerøy og komparative virksomheters regnskap for videre analyser av historisk risiko og lønnsomhet i kapittel 6-8.



## 5.5 Analyse og justering av målefeil

Justeringer av målefeil innebærer «(..) å endre på rapporterte regnskapstall slik at de bedre reflekterer underliggende økonomiske forhold i selskapet» (Knivsflå, 2012e). Justeringene foretas altså ut fra en antakelse om at justert regnskapsinformasjon vil kunne bedre estimatet på selskapets underliggende fundamentalverdi. Av mange anses dette som en svært ambisiøs målsetning da man som ekstern analytiker ikke har like detaljert informasjon som selskapet selv. Det er altså fare for at «overstyringen» av rapporterte tall kun tilfører mer «støy» i tallmaterialet. Justeringer av målefeil kan likevel forsvares i tilfeller der rapportert regnskapsinformasjon ikke forventes å gi et rettviseende bilde av selskapets underliggende økonomiske forhold. Et valg om å justere målefeil må derfor være basert på en antakelse om at gevinsten ved å få frem «sanne tall» overgår trusselen fra målestøy. Diskusjonen bunner dermed ut i en vurdering av hvor godt regnskapet reflekterer selskapets underliggende økonomiske forhold.

Det skilles typisk mellom tre ulike former for målefeil (Knivsflå, 2012e):

- 1) Avvik mellom regnskapsføring etter hovedidealet basert på god regnskapskikk (GRS) og «virkelig verdi».
- 2) Avvik som skyldes at det er lovlig å rapportere noe annet enn hovedidealet.
- 3) Avvik fra rapportering til god regnskapskikk, dvs. «kreativ regnskapsføring».

Ettersom regnskapene til Lerøy har vært gjennom grundig revisjon mener jeg det ikke finnes mistanke om målefeil av type 3. Videre tas faren for å påføre mer målestøy hensyn til ved at jeg kun justerer relevante poster som klart kan tallfestes gjennom regnskapsrapportene. Det er samtidig viktig å bemerke at jeg her konsentrerer meg om de justeringspostene jeg anser som de presumptivt viktigste. Dette innebærer at det trolig vil eksistere flere andre mulige justeringer som kunne hatt potensiell analytisk verdi, men at disse utelates både med hensyn til oppgavens omfang og manglende spesifisering av postene i årsrapportene til Lerøy. Siden selskapet i hovedsak baserer seg på IFRS-rapportering med virkelig verdi som hovedidealet, vil justeringene primært rettes mot justering av netto driftseiendeler mot historisk kostverdi.

### 5.5.1 Justering av målefeil

#### *Biologiske eiendeler*

Etter IFRS (IAS 41) skal biologiske eiendeler som fisk og skog rapporteres til virkelig verdi når det finnes et aktivt marked for omsetning av disse eiendelene. Dette er tilfellet for norsk oppdrettsfisk og innebærer at verdiendringer på usolgt fisk har resultateffekter. Justeringen innebærer her at biologiske eiendeler ført til «virkelig verdi» tilbakeføres til kostverdi.

Verdiendringen på biologiske eiendeler ble tidligere ansett som en unormal post og følgelig skjer justeringen mot unormalt driftsresultat. Argumentet for å tilbakeføre verdijusteringen er at lakseprisen vanligvis følger et volatilt mønster, hvilket tilsier at virkelig verdi på tidspunktet for verdivurdering ikke nødvendigvis utgjør noen god indikasjon på hva fisken kan selges for i fremtiden. Verdiendringenes resultateffekt er heller ikke realisert. Omjusteringen til kost antas samtidig å gi et mer rettviseende bilde av selskapets historiske lønnsomhet på investert kapital og underliggende internrente. Dette vil utgjøre nyttig innsikt for prognoser vedrørende fremtidig lønnsomhet i selskapet. Følgelig fjernes her nettoverdijusteringene fra resultat og balanse, hvilket tilsier at man kun blir sittende igjen med kostverdier i balansen.

### **Netto pensjonskrav**

God regnskapsskikk etter IFRS (IAS 19) tillater normalisering eller utjevning av estimatavvik og virkninger av planendringer for pensjonskravet (Kaldestad & Møller, 2011, s. 140). Dette tilsier at deler av pensjonsforpliktelsen «mangler» i balansen og følgelig at selskapene ikke tar tap og vinning umiddelbart. Justeringen innebærer her at netto pensjonskravet føres til «korrekt verdi», altså at virkningen av «smoothing» fjernes fra balansen. Resultateffekten fra justeringene benevnes som en unormal post uten skatteeffekt ut fra antakelsen om at dette dreier seg om *aksjegevinster* som ut fra *fritaksmetoden* er fritatt for skatt innenfor selskapet.

### **Utsatt skatt**

Netto utsatt skatt, dvs. differansen mellom utsatt skatt og utsatt skattefordel, justeres her fra rapportert nominell verdi til beste estimat på diskontert verdi. Manglende neddiskontering av utsatt skatt i resultatregnskapet gir en undervurdering av selskapets balanseførte egenkapital. Dette forholdet blir forsøkt ivare tatt ved nevnte justering. Basert på antakelser om at Lerøys utsatte skatt har «lang levetid» justeres netto utsatt skatt på følgende måte (Knivsflå, 2012e):

$$\text{Justeringsfaktor} = \frac{\text{Gjennomsnittlig saldossats}}{\text{Gjennomsnittlig saldossats} + \text{Diskonteringsrente (vurdert til 7,5 \%)}}$$

$$\text{Justert netto utsatt skatt} = \text{Justeringsfaktor} * \text{Netto utsatt skatt}$$

Jeg velger her å fokusere på justeringer av utsatt skatt relatert til Lerøys *driftsmidler*. Utsatt skatt relatert til selskapets biologiske eiendeler og konsesjoner blir det følgelig ikke justert for. Dette må delvis sees i sammenheng med manglende skattemessig spesifisering av nevnte poster og dels at det er vanskelig å vite eksakt hva som utgjør en passende saldossats. Begge forhold øker faren for at justeringene tilfører mer målestøy. Driftsmidlene avskrives lineært i finansregnskapet, mens de saldoavskrives skattemessig (20 %). Dette gir en undervurdering av Lerøys egenkapital i år der netto utsatt skatt er positiv som det her blir forsøkt justert for.

### *Netto finansiell gjeld*

Siden Lerøy regnskapsfører etter IFRS der «fair value» er idealet, velger jeg ikke å justere denne typen finansielle poster. Dette må sees i lys av at jeg anser historisk finansiell vinning og tap som lite relevant for fremtidig avkastning. Avkastningen på alternativ bruk anses mer relevant for framtida og følgelig er bruk av «virkelig verdi» her ønskelig (Knivsflå, 2012g).

### *Effekt av justeringer av målefeil i resultatregnskapet:*

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
- Netto verdijustering av biologiske eiendeler	11334	-26027	43284	213646	-440669	210925	546915
- Ikke-resultatført virkning av estimatavvik pensjon	-403	-219	899	45	1722	-1677	-1677
+ Diskontering av netto utsatt skatt (driftsmidler)	3 072	2 146	2 155	11 414	-2 477	647	0
= Virkning unormalt netto driftsresultat	-7 859	28 392	-42 028	-202 277	436 470	-208 600	-545 238
= Virkning på fullstendig nettoresultat til egenkapital	-7 859	28 392	-42 028	-202 277	436 470	-208 600	-545 238

Tabell 23: Effekt av justeringer av målefeil i resultatregnskapet

### *Effekt av justeringer av målefeil i balansen:*

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
- Netto verdijustering av biologiske eiendeler	11334	-14693	28591	242238	-198431	12494	559408
- Ikke-resultatført virkning av estimatavvik pensjon	-403	-622	277	322	2044	367	-1310
+ Diskontering av netto utsatt skatt (driftsmidler)	3 072	5 218	7 373	18 787	16 310	16 958	16 958
= Virkning netto driftseiendeler	-7 859	20 533	-21 495	-223 773	212 697	4 097	-541 141
= Virkning på egenkapitalen	-7 859	20 533	-21 495	-223 773	212 697	4 097	-541 141

Tabell 24: Effekt av justeringer av målefeil i balansen

*Tilsvarende justeringer av målefeil er forøvrig også gjort for komparative virksomheter for på den måten å oppnå regnskapsmessig konsistens mellom selskapene for senere analyser av risiko og lønnsomhet i utredningens kapittel 6-8.*

## 5.5.2 Omgruppert og justert resultatregnskap og balanse

### *Omgruppert og justert resultatregnskap:*

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Driftsinntekter	6 277 037	6 054 293	7 473 587	8 884 914	9 162 813	9 097 146	10 764 763
- Driftskostnader	5 903 683	5 719 847	6 523 651	7 301 420	7 963 975	8 619 843	9 187 220
= Driftsresultat egen virksomhet	373 354	334 446	949 936	1 583 494	1 198 838	477 303	1 577 543
- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	106 166	95 102	270 122	450 279	340 899	135 725	448 587
= Netto driftsresultat i egen virksomhet	267 188	239 344	679 814	1 133 215	857 939	341 578	1 128 956
+ Nettoresultat fra tilknyttet virksomhet	34 221	13 716	62 744	122 006	19 741	24 831	192 188
= Netto driftsresultat	301 409	253 060	742 558	1 255 221	877 680	366 409	1 321 144
+ Netto finansinntekt	25 441	28 091	11 337	14 365	35 457	29 216	31 269
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	326 850	281 151	753 895	1 269 587	913 137	395 625	1 352 413
- Netto finanskostnad	91 083	134 096	68 728	58 919	87 711	92 658	99 169
- Netto minoritetsresultat	2 550	2 322	653	10 062	-4 028	10 963	153 043
= Nettoresultat til egenkapitalen	233 217	144 732	684 514	1 200 606	829 454	292 005	1 100 201
+ Unormalt netto driftsresultat	-19 578	-10 899	-35 548	19 015	-14 624	-35 106	173 355
+ Unormalt netto finansresultat	35 587	2 644	-3 296	-984	-6 018	-34 025	-4 967
= Fullstendig nettoresultat til EK	249 227	136 477	645 671	1 218 637	808 812	222 874	1 268 589
- Netto betalt utbytte	-1 180 380	122 413	149 696	256 892	555 217	379 734	373 203
= Endring i EK	1 429 607	14 064	495 975	961 745	253 595	-156 860	895 386

Tabell 25: Omgruppert og justert resultatregnskap (Lerøy Seafood)

### *Omgruppert og justert balanse (sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital):*

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	3 619 376	3 851 821	3 618 844	4 524 755	4 966 564	5 152 892	5 576 525
+ Driftsrelatert arbeidskapital	1 852 168	2 003 474	2 053 857	2 493 079	2 588 494	2 985 483	3 488 258
= Netto driftseiendeler	5 471 544	5 855 295	5 672 701	7 017 834	7 555 058	8 138 375	9 064 782
+ Finansielle eiendeler	590 733	444 263	756 872	1 408 489	1 645 747	1 144 329	982 400
= Sysselsatte eiendeler	6 062 277	6 299 558	6 429 573	8 426 323	9 200 805	9 282 704	10 047 182
Egenkapital	3 750 154	3 764 218	4 260 193	5 221 937	5 475 532	5 318 672	6 214 057
+ Minoritetsinteresser	20 830	20 658	18 568	548 564	534 931	649 381	793 747
+ Finansiell gjeld	2 291 293	2 514 682	2 150 812	2 655 822	3 190 342	3 314 651	3 039 378
= Sysselsatt kapital	6 062 277	6 299 558	6 429 573	8 426 323	9 200 805	9 282 704	10 047 182

Tabell 26: Omgruppert og justert balanse - Sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital (Lerøy Seafood)

### *Omgruppert og justert balanse (netto driftseiendeler og netto driftskapital):*

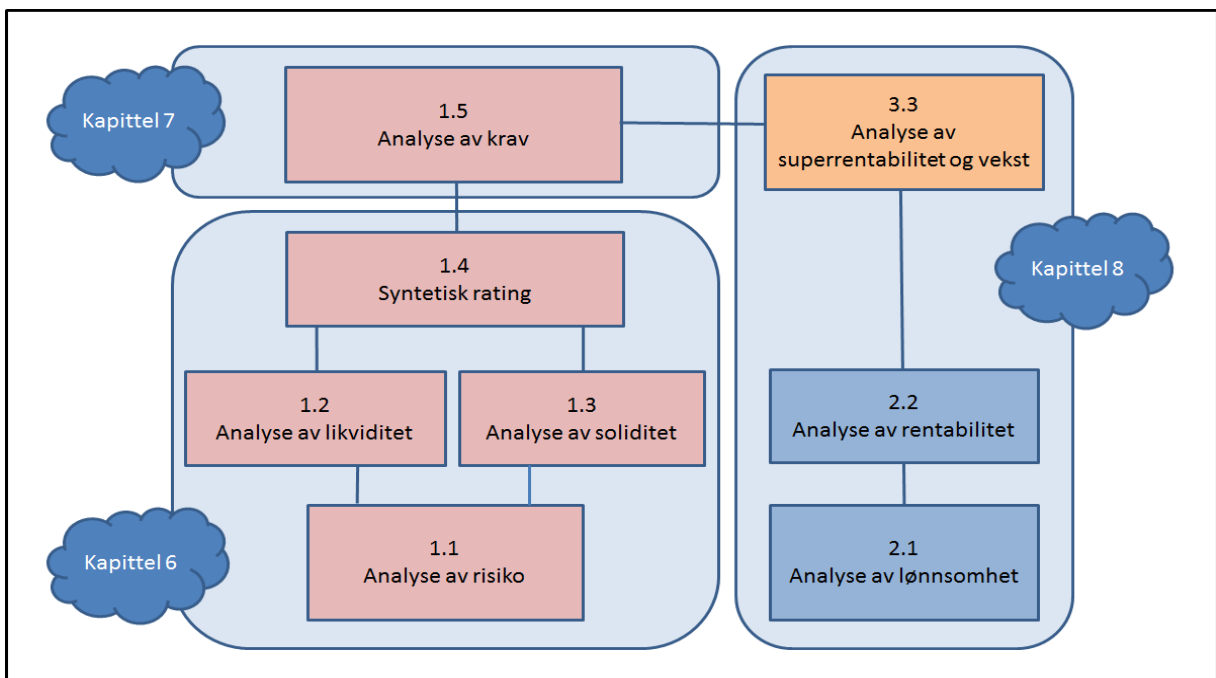
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	3 619 376	3 851 821	3 618 844	4 524 755	4 966 564	5 152 892	5 576 525
+ Driftsrelatert arbeidskapital	1 852 168	2 003 474	2 053 857	2 493 079	2 588 494	2 985 483	3 488 258
= Netto driftseiendeler	5 471 544	5 855 295	5 672 701	7 017 834	7 555 058	8 138 375	9 064 782
Egenkapital	3 750 154	3 764 218	4 260 193	5 221 937	5 475 532	5 318 672	6 214 057
+ Minoritetsinteresser	20 830	20 658	18 568	548 564	534 931	649 381	793 747
+ Netto finansiell gjeld	1 700 560	2 070 419	1 393 940	1 247 333	1 544 595	2 170 322	2 056 978
= Netto driftskapital	5 471 544	5 855 295	5 672 701	7 017 834	7 555 058	8 138 375	9 064 782

Tabell 27: Omgruppert og justert balanse - Netto driftseiendeler og netto driftskapital (Lerøy Seafood)

## 5.6 Rammeverk for forholdstallsanalyse

Utgangspunktet for forholdstallsanalyser er *omgrupperte* og *justerte* årsregnskap for analyseperioden for både Lerøy og komparative virksomheter. Det skiller her typisk mellom analyse av risiko presentert i kapittel 6 og analyse av lønnsomhet presentert i kapittel 8. Analysen av risiko ender opp med et anslag på Lerøys syntetiske kredittrating som har betydning for lånebetingelsene Lerøy står overfor. Lønnsomhetsanalysen (*rentabilitet*) søker videre å kartlegge hvorvidt selskapet har en avkastning på investert kapital som overgår kravet, altså om Lerøy evner å generere *superrentabilitet*. Dette vil utgjøre viktig innsikt for senere utarbeidelser av fremtidsregnskap og dermed også selve verdsettelsen. Selskapets finansiering vil analyseres i begge de to nevnte kapitlene, mens kapittel 7 vil innebære beregninger av Lerøys historiske avkastningskrav. To hovedteknikker vil brukes ved forholdstallsanalysene. *Tidsserieanalyser* innebærer analyser av den *historiske utviklingen* for de relevante forholdstall, mens *bransjeanalyser* innebærer en sammenligning av Lerøys forholdstall opp mot bransjegenomsnittet.

### Rammeverk for forholdstallsanalyse:



Figur 25: Rammeverk for forholdstallsanalyse (Knivsflå, 2012, F12 s. 9 og Palepu, Healy & Bernard, 2004, s. 5-2)

## Kapittel 6 - Analyse av risiko

Ved fundamental verdivurdering står selskapets avkastningskrav sentralt da disse benyttes til å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer som et siste ledd i verdsettelsesprosessen. Bruk av «riktige» avkastningskrav er følgelig essensielt for å kunne beregne en korrekt nåverdi av fremtidig inntjening. Selskapers avkastningskrav vil typisk avhenge av følgende tre faktorer:

- *Risikofri rente («basisrente»)*
- *Markedsrisiko («systematisk risiko»)*
- *Selskapsspesifikk risiko («usystematisk risiko»)*

Egenkapitalinvestorer står i utgangspunktet overfor to typer risikofaktorer, nemlig *markeds-* og *selskapsspesifikk risiko* (Berk & DeMarzo, 2014, s. 332). For «perfekt diversifiserte» investorer vil likevel bare markedsrisiko være relevant siden den selskapsspesifikke risikoen gradvis «diversifiseres bort» ettersom investeringsbeløpet spres på flere investeringsobjekter. Dermed blir selskapsspesifikk risiko irrelevant og investor står kun igjen med markedsrisiko.

For långivere er *kredittrisiko* den relevante risikofaktoren. Kredittrisikoen uttrykker faren for at lånet misligholdes eksempelvis ved at låntakeren går konkurs (Kaldestad & Møller, 2011). Denne typen risiko kan typisk ikke diversifiseres bort og er følgelig *systematisk* for långiver. *Kredittrisiko premien* vil avhenge av konkursfaren i det enkelte selskap og forventet tap hvis konkurs inntreffer. Forholdstallsanalyser (*likviditet* og *soliditet*) vil i det følgende benyttes til å vurdere Lerøys selskapsspesifikke risiko. Disse analysene danner samtidig basis for anslag på Lerøys *syntetiske rating* og i forlengelsen av dette selskapets kredittrisiko premie. Hvilken syntetisk rating långivere «tildeler» Lerøy vil sammen med det generelle rentenivået i Norge være avgjørende for hvilke lånerenter og lånebetingelser («*covenants*») Lerøy står overfor.

Videre finnes det også andre forskjeller mellom egenkapitalinvestorer og kredittinstitusjoner som i det følgende drøftes nærmere. Mens kredittinstitusjoner har faste, *ubetingede krav* på selskapet som delvis er skjermet mot risiko («*først i køen*»), har egenkapitalinvestorer typisk en større investeringsrisiko (Sættem & Gjerde, 2014c). Ved at egenkapitalinvestorer kun har et *residualt krav* rettet mot selskapet har de følgelig vanligvis en lavere prioritet for å få sine krav oppfylt. En fordel for egenkapitalinvestorer relativt til kredittinstitusjonene er imidlertid at førstnevnte gruppe i normale tider typisk vil ha større kontroll over selskapets ledelse.

Det enkelte selskapets *totalavkastningskrav* utgjør så et vektet snitt av avkastningskravene til egenkapital/minoritetsinteresser og fremmedkapital – dvs. långivere. (Brealey m.fl., 2009, s. 371). Nærmere prestasjon av relevant teori og tallfesting av Lerøys krav gjøres i kapittel 7.

## 6.1 Analyse av kortsiktig risiko – likviditetsanalyse

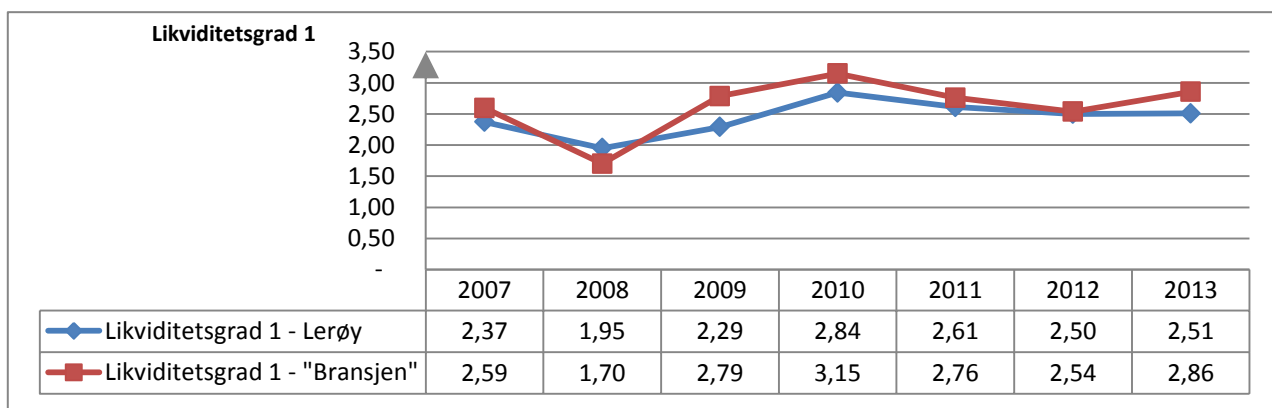
Formålet med likviditetsanalyser er å vurdere en virksomhets evne til å betjene sine løpende kortsiktige gjeldsforpliktelser. Fokuset ligger følgelig på om selskapet gjennom sin løpende drift generer tilstrekkelig likvide midler til å dekke sine løpende krav ettersom disse forfaller (Knivsflå, 2012g). *Likviditetsrisiko* utgjør faren for at selskapet havner i en «likviditetsskvis» på kort sikt med risiko for en potensiell konkurs. Jo mer likviditet selskapet besitter i forhold til sine kortsiktige betalingskrav, desto lavere kredittrisiko har selskapet (Palepu m.fl., 2004).

Lerøys likviditetsrisiko analyseres her gjennom å studere forholdstallene *likviditetsgrad 1* og *2*, *finansiell gjeldsdekningsgrad* og *rentedekningsgrad*. Deretter analyseres Lerøys evne til å dekke sin gjeld ved å estimere selskapets *frie kontantstrøm* fra drift og finansielle eiendeler. Forholdstallene gir følgelig samlet innsikt om Lerøys gjeldsdekning i både balanse, resultat og fri kontantstrøm. Forholdstallene vil samtidig utgjøre viktige «inputs» for fastsettelsen av Lerøys syntetiske rating i avsnitt 6.3 og senere finansielle gjeldskrav i oppgavens kapittel 7.

### 6.1.2 Likviditetsgrad 1

Et selskaps likviditetsgrad gir informasjon om hvorvidt selskapet har nok likvide midler til å dekke sin kortsiktige gjeld. Likviditetsgrad 1 utgjør forholdet mellom selskapets mest likvide eiendeler (omløpsmidlene) og dets kortsiktige gjeld (Palepu m.fl., 2004, ss. 5-15). Gjeld som forfaller innen ett år etter låneopptaket omtales typisk som kortsiktig (eks. leverandørgjeld). Eksempler på omløpsmidler er kontantbeholdninger, varelager og kundefordringer. Et høyt forholdstall vil her være positivt da det vitner om at selskapet har god tilgang til kontanter eller andre likvide midler som raskt kan brukes til å betale ned kortsiktig gjeld. Målestokken for hva som kan betraktes som en «god» likviditetsgrad 1 vil avhenge av selskapets bransjetilhørighet. Følgelig kan bransjegjennomsnittet anses som den mest foretrukne målestokken.

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}} = \frac{\text{Driftsrelaterte omløpsmidler} + \text{Finansielle omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig driftsrelatert gjeld} + \text{Kortsiktig finansiell gjeld}}$$

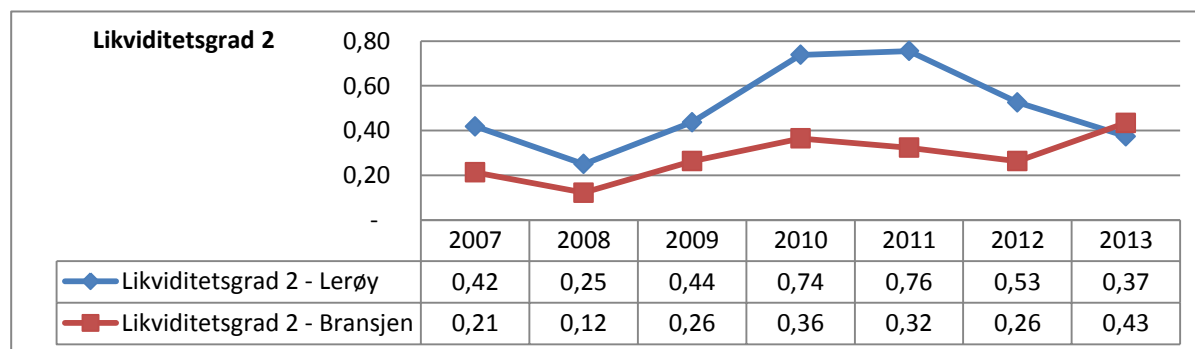


Figur 26: Beregning av likviditetsgrad 1 (Lerøy og Bransjen)

Figur 26 viser at Lerøy gjennom analyseperioden har hatt en likviditetsgrad 1 som har ligget marginalt lavere enn gjennomsnittet for bransjeutvalget. At forholdstallet ligger noe under bransjesnittet kan i seg selv hevdes å utgjøre et faresignal. Det faktum at likviditetsgrad 1 i perioden stort sett har ligget mellom 2 og 3 både for Lerøy og bransjen må imidlertid anses betryggende. Den tradisjonelle tommelfingerregelen sier nemlig at likviditetsgrad 1 bør ligge over 2, mens medianen på Oslo Børs til sammenligning er på 1,5. Basert på likviditetsgrad 1 som risikomål virker det altså ikke å være noen umiddelbar fare for likviditetskrise i Lerøy.

### 6.1.2 Likviditetsgrad 2

*Likviditetsgrad 2* defineres her som forholdet mellom *finansielle omløpsmidler* og kortsiktig gjeld. Denne tolkningen av likviditetsgrad 2 avviker noe fra en mer tradisjonell tolkning av forholdstallet der kun *varer* trekkes fra de totale omløpsmidlene. I mitt tilfelle består følgelig telleren kun av eiendeler som kan betraktes som selskapets *aller mest* likvide omløpsmidler.



Figur 27: Likviditetsgrad 2 (Lerøy og Bransjen)

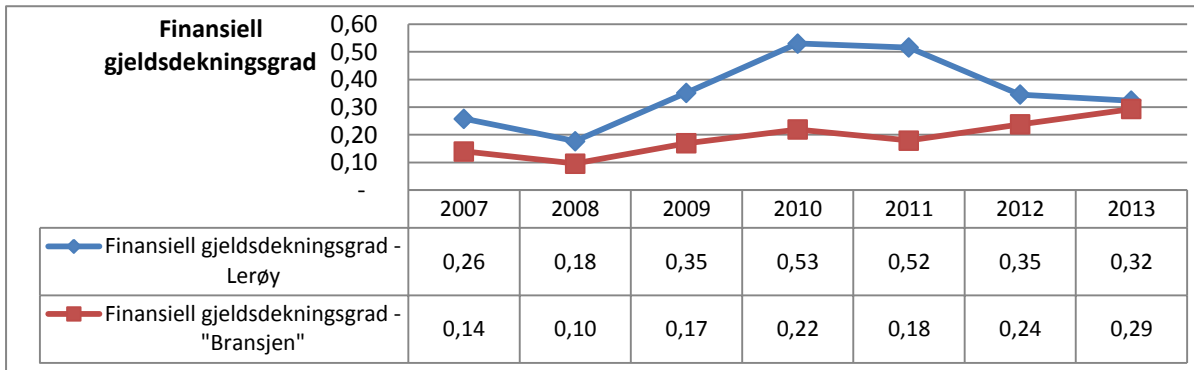
Figur 27 illustrer utviklingen i likviditetsgrad 2 for Lerøy og «bransjen» gjennom perioden. Ut fra tradisjonelle tommelfingerregler kan forholdstallene i absolutte størrelser virke lave. Det er imidlertid positivt at Lerøy gjennom store deler av analyseperioden har hatt en høyere likviditetsgrad 2 enn gjennomsnittet for bransjeutvalget. Det er imidlertid bekymringsverdig at forholdstallet viser en fallende trend for Lerøy gjennom de siste to årene. For første gang i analyseperioden var likviditetsgrad 2 i 2013 lavere for Lerøy enn for bransjegjennomsnittet.

En potensiell forklaring på den gjennomgående lave likviditetsgrad 2 i oppdrettsbransjen kan være den omtalte konsolideringstrenden. Oppdrettsselskapene har de siste årene i betydelig omfang benyttet overskuddslikviditet til oppkjøp av mindre aktører og konsesjoner fremfor å sitte med store overskuddsreserver. Spesielt i gode år er det nærliggende å anta at selskapene uansett genererer tilstrekkelige likvider gjennom drift til å dekke sine løpende forpliktelser. I perioder med lave laksepriser ser man samtidig at omfanget av nyinvesteringer typisk faller. Dette skyldes trolig at selskapenes likviditetssituasjon i mer utfordrende tider blir svakere.



### 6.1.3 Finansiell gjeldsdekningsgrad

Gjeldsdekningen i balansen studeres her gjennom selskapets *finansielle gjeldsdekningsgrad*. Dette måltallet uttrykker forholdet mellom selskapets *finansielle eiendeler* og dets *finansielle gjeld* (Palepu m.fl., 2004, ss. 5-15). Jo mindre finansielle eiendeler selskapet har relativt til finansiell gjeld, desto større anses faren for likviditetskrise. En finansiell gjeldsdekningsgrad på over 1 innebærer at selskapet har tilstrekkelig finansielle eiendeler til å dekke opp hele sin finansielle gjeld og utgjør følgelig et signal på tilfredsstillende likviditet.



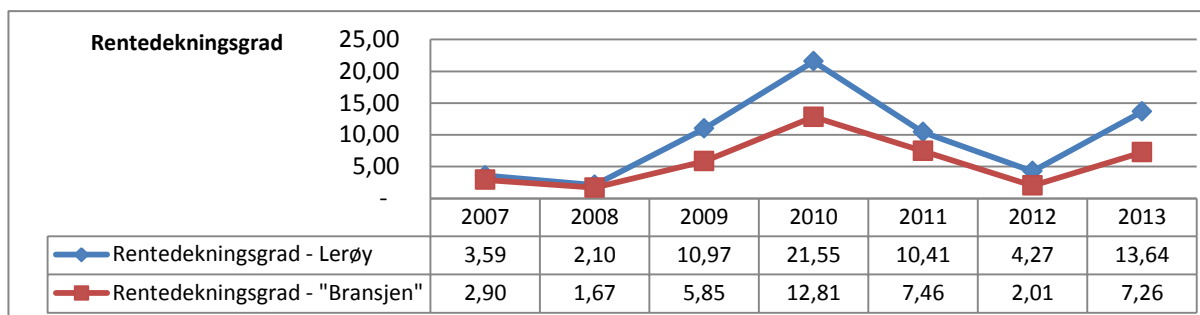
Figur 28: Finansiell gjeldsdekningsgrad

Bransjen har jevnt over *lav finansiell gjeldsdekning*. Det må imidlertid påpekes at betydelige mengder finansielle omløpsmidler genereres gjennom selskapenes daglige drift og da særlig i perioder med høye laksepriser. Derfor mener jeg at forholdstallet i seg selv ikke tilsier noen umiddelbar fare for likviditetsproblemer. Lerøy har samtidig gjennomgående høyere gjeldsdekning enn bransjegenomsnittet. Et potensielt faresignal er imidlertid at Lerøys gjeldsdekningsgrad har vært fallende gjennom de siste tre årene. Poenget underbygges samtidig av at gjennomsnittlig finansiell gjeldsdekningsgrad i norske børsnoterte selskaper de siste årene har ligget på rundt 50 % (Knivflå, 2012g). Det er imidlertid nærliggende å tro at Lerøy selv justerer sin finansielle gjeldsdekning etter rådende forhold og at et lavt forholdstall derfor ikke nødvendigvis utgjør et tegn på umiddelbare likviditetsproblemer i selskapet.

### 6.1.4 Rentedekningsgrad

Rentedekningsgrad studerer selskapets evne til å dekke sine netto finanskostnader eksklusiv avdrag på gjelden gjennom nettoresultatet selskapet har til fordeling. Rentedekningsgraden utgjør derav forholdet mellom *nettoresultatet før netto finanskostnad* og *netto finanskostnad* (Palepu m.fl., 2004, ss. 5-17). Med nettoresultat menes her nettoresultat til *sysselsatt kapital*:

$$\begin{aligned} \text{Rentedekningsgrad} &= \frac{\text{Nettoresultat fra sysselsatt kapital}}{\text{Netto finanskostnad}} \\ &= \frac{\text{Netto driftsresultat} + \text{Netto finansinntekter}}{\text{Netto finanskostnad}} \end{aligned}$$



Figur 29: Rentedekningsgrad

Lerøy har gjennom hele perioden hatt en høyere rentedekningsgrad enn komparative selskap. Forholdstallet er også høyt i absolutte termer hvilket vitner om at Lerøy har en god evne til å dekke sine løpende rentekostnader gjennom sine nettoresultater til sysselsatt kapital.

Det er videre verdt å merke seg at rentedekningsgraden for både Lerøy og bransjen generelt synes «å følge» konjunktorene i næringen. I perioder med høy laksepris som i 2010 og 2013 var også rentedekningsgraden høy, hvilket må sees i sammenheng med høye nettoresultater til sysselsatt kapital disse årene. Motsatt er rentedekningsgraden lavere i mer utfordrende tider. Dette kan på den ene siden tolkes ut fra lavere inntjening i lavkonjunkturer, mens det også kan ha sammenheng med at kredittinstitusjoner krever høyere kredittrisikopremier og dermed høyere lånerenter når bransjen opplever fallende konjunkturer. Finanskrisen utgjør trolig en viktig forklaringsfaktor bak den lave rentedekningsgraden i årene 2008 og 2009. Da krevde bankene typisk svært høye renter for i det hele tatt å være villige til å formidle utlån. Totalt sett må likevel både Lerøy og bransjens rentedekningsgrad anses som *tilfredsstillende*.

### 6.1.5 Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm

Gjeldsdekningen kan videre vurderes gjennom analyser av fri kontantstrøm til fordeling. På basis av en *justert fri kontantstrøm* studeres forholdet mellom *fri kontantstrøm fra sysselsatte eiendeler* og *fri kontantstrøm til de finansielle långiverne* (Palepu m.fl., 2004, s. 5-17):

$$\frac{\text{Fri kontantstrøm fra sysselsatte eiendeler}}{\text{Fri kontantstrøm til finansielle långivere}} = \frac{\text{Fri kontantstrøm drift} + \text{Fri kontantstrøm finansielle eiendeler}}{\text{Netto finanskostnad} - \Delta \text{Finansiell gjeld}}$$

Forholdstallet vurderer følgelig selskapets evne til å generere tilstrekkelig mengde kontanter til å dekke sine løpende gjeldsforpliktelser. Forholdstallet er imidlertid bare meningsfylt i perioder der selskapet netto tilbakebetaler gjeld (*netto finanskostnad - Δfinansiell gjeld > 0*). Ettersom Lerøy gjennom perioden har gjennomført flere store gjeldsfinansierte investeringer er ikke denne betingelsen oppfylt her. Kontantstrømanalysen er likevel verdifull ved at den blant annet stadfester at Lerøy i alle år bortsett fra 2010 netto genererer frie kontanter fra sin drift og sin sysselsatte kapital. Dette reduserer faren for at Lerøy havner i en likviditetskrise.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Netto driftsresultat (normalt)	253 060	742 558	1 255 221	877 680	366 409	1 321 144
+ Unormalt netto driftsresultat	-10 899	-35 548	19 015	-14 624	-35 106	173 355
- Økning i netto driftseiendeler	383 751	-182 594	1 345 134	537 224	583 317	926 407
= Fri kontantstrøm fra drift	-141 590	889 605	-70 898	325 832	-252 013	568 092
+ Netto finansinntekter	28 091	11 337	14 365	35 457	29 216	31 269
+ Unormale netto finansinntekter	2 644	-	-	-	-	-
- Økning i finansielle eiendeler	-146 470	312 609	651 617	237 258	-501 418	-161 929
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	35 615	588 332	-708 149	124 031	278 621	761 290
- Netto finanskostnad	134 096	68 728	58 919	87 711	92 658	99 169
- Unormale netto finanskostnader	-	3 296	984	6 018	34 025	4 967
+ Økning i finansiell gjeld	223 389	-363 870	505 010	534 520	124 309	-275 273
- Netto minoritetsresultat	2 322	653	10 062	-4 028	10 963	153 043
+ Økning i minoritetsinteresser	-172	-2 090	529 996	-13 633	114 450	144 366
= Fri kontantstrøm til egenkapitalen	122 413	149 696	256 892	555 217	379 734	373 203

Tabell 28: Kontantstrømanalyse (Lerøy Seafood)

Videre er det herfra verdt å merke seg at Lerøy i perioden 2010-2012 hadde en kraftig vekst i sin finansielle gjeld. Dette må sees i sammenheng med at selskapet ikke evnet å generere nok likviditet gjennom drift til å finansiere de mange oppkjøpene i perioden. Herunder kommer blant annet investeringen i Sjøtroll Havbruk (2010) og oppkjøpet av Rode Beheer (2012). Det er samtidig verdt å merke seg at de store gjeldsoptakene i analyseperioden utgjorde en viktig bidragsyter til at Lerøy i alle år oppnådde en positiv fri kontantstrøm til egenkapitalen. Dette indikerer at Lerøy i alle år netto *betaler* utbytte til tross for et høyt investeringsvolum.

## 6.2 Analyse av langsiktig risiko – soliditetsanalyse

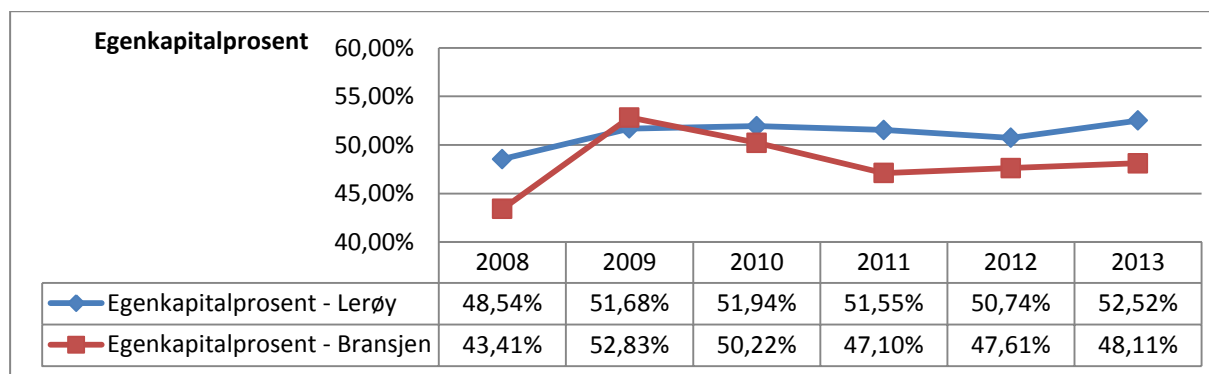
Analyser av langsiktig risiko har som formål å kartlegge om «(..) *virksomheten har store nok økonomiske ressurser til å stå imot fremtidige tap*» (Knivslå, 2012g). Soliditetsrisiko kan defineres som risikoen for at selskapet ikke har finansiering til å stå imot lange perioder med tap. Egenkapitalen vil i denne sammenheng utgjøre en buffer mot framtidige tap og konkurs. Vurderingen av Lerøys soliditet baserer seg her på bruk av tre forskjellige analyseverktøy:

- Analyse av egenkapitalprosent
- Analyse av kapitalstruktur
- Analyse av lønnsomhet

### 6.2.1 Analyse av egenkapitalprosent

Desto mer egenkapital i forhold til total kapital, jo mer skjermet blir långivere for tap. Dette innebærer at virksomheten har god evne til å tåle lengre perioder med fallende lønnsomhet. Verdt å merke seg er at jeg ved risikoanalysen inkluderer minoritetsinteressene i beregningen av egenkapitalandelen siden jeg her studerer konsernet som helhet (Sættem, 2006, s. 162).

Figur 30 viser historisk utvikling i egenkapitalprosenten for Lerøy og bransjegjennomsnittet. Det er herfra verdt å merke seg at Lerøys kapitalstruktur synes å være relativt stabil over perioden med en egenkapitalprosent som ligger jevnt i overkant av 50 %. Dette må anses bra og er samtidig noe over bransjesnittet som også må anses høyt. Median egenkapitalprosent på Oslo Børs var til sammenligning for perioden 1999-2011 på ca. 40 % (Knivsfå, 2012g).



Figur 30: Egenkapitalprosent (Lerøy og Bransjen)

## 6.2.2 Analyse av kapitalstruktur

Lerøys kapitalstruktur blir her vurdert ved en *statisk finansieringsanalyse* (Knivsfå, 2012g). Analyseverktøyet vurderer hvordan selskapet er finansiert på et gitt tidspunkt ved bruk av en finansieringsmatrise. Målet er å kartlegge kildene til finansiering for selskapets eiendeler og vurdere risikoen knyttet til dette. Det er for eksempel ønskelig at *langsiktige anleggsmidler* er finansiert med *langsiktig kapital* som f. eks. egenkapital. Videre foretrekkes typisk rentefri driftsgjeld fremfor rentebærende finansiell gjeld. Dermed anses egenkapitalfinansiering som minst risikabel, mens kortsiktig gjeldsfinansiering anses mest risikabel. Desto raskere kurven når bunnen av matrisen, jo mindre risikabel anses kapitalstrukturen til selskapet. At analysen av kapitalstrukturen til Lerøy studeres statisk innebærer at matrisen gjør seg gjeldende på ett bestemt tidspunkt. Jeg har her tatt utgangspunkt i et analysetidspunkt per 31/12-2013.

Lerøy 31/12-2013 (Absolutte tallverdier)	Egenkapital	Minoritetsinteresser	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
Driftsrelaterte AM	6 214 057	793 747	77 351				7 085 155
Finansielle AM			57 600				57 600
Driftsrelaterte OM			1 373 680	2 356 803	154 6285		5 276 768
Finansielle OM					242 225	682 575	924 800
<b>Totalkapital</b>	<b>6 214 057</b>	<b>793 747</b>	<b>1 508 630</b>	<b>2 356 803</b>	<b>1 788 510</b>	<b>682 575</b>	<b>13 344 323</b>

Figur 31: Analyse av kapitalstruktur (finansieringsmatrise - absolutte tallverdier)

Lerøy 31/12-2013 (Prosent)	Egenkapital	Minoritetsinteresser	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
Driftsrelaterte AM	87,71 %	11,20 %	1,09 %				53,09 %
Finansielle AM			100,00 %				0,43 %
Driftsrelaterte OM			26,03 %	44,66 %	29,30 %		39,54 %
Finansielle OM					26,19 %	73,81 %	6,93 %
<b>Totalkapital</b>	<b>46,57 %</b>	<b>5,95 %</b>	<b>11,31 %</b>	<b>17,66 %</b>	<b>13,40 %</b>	<b>5,12 %</b>	<b>100,00 %</b>

Figur 32: Analyse av kapitalstruktur (finansieringsmatrise - prosenttall)

Lerøys anleggsmidler er i sin helhet finansiert langsiktig hvilket er gunstig. Samtidig er 70 % av selskapets driftsrelaterte omløpsmidler finansiert med langsiktig gjeld. Dette indikerer lav fare at selskapet havner i en umiddelbar likviditetskrise når gjelden faller til betaling. Lerøys kapitalstruktur synes samlet sett å være solid og det finnes ingen utpregede faresignaler her.

### **Finansieringsmatriser for bransjen:**

Lerøy 31/12-2013 (Prosent)	Egenkapital	Minoritet	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
Driftsrelaterte AM	90,60 %	3,78 %	5,63 %				50,98 %
Finansielle AM			100,00 %				0,35 %
Driftsrelaterte OM			22,24 %	54,39 %	23,37 %		41,27 %
Finansielle OM					45,90 %	54,10 %	7,40 %
<b>Totalkapital</b>	<b>46,19 %</b>	<b>1,93 %</b>	<b>12,40 %</b>	<b>22,44 %</b>	<b>13,04 %</b>	<b>4,00 %</b>	<b>100,00 %</b>

Figur 33: Finansieringsmatrise for bransjen (prosent)

Av figur 33 er det verdt å merke seg at Lerøy per 31/12-2013 har en kapitalstruktur som ligner mye på den hos komparative selskaper. En forskjell er imidlertid at Lerøy har en større andel av sine anleggsmidler finansiert gjennom minoritetsinteressene. Dette innebærer typisk lavere risiko relativt til «ekstern gjeldsfinansiering». Videre kan det bemerkes at Lerøy har en noe høyere andel av sine driftsrelaterte omløpsmidler finansiert kortsiktig sammenlignet med bransjeutvalget. Dette kan isolert sett betraktes uheldig og kan tilsi at Lerøy vil oppleve større utfordringer eksempelvis ved sykdomsutbrudd i sine anlegg. Samlet sett må likevel både Lerøy og «bransjens» kapitalstruktur anses betryggende uten utpregede faresignaler.

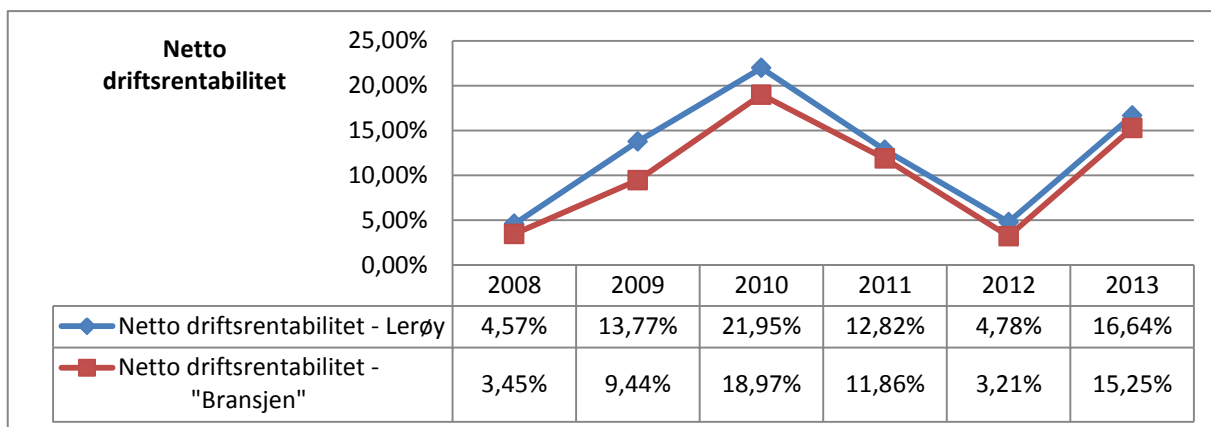
### **6.2.3 Analyse av netto driftsrentabilitet**

Analyse av lønnsomhet inngår i soliditetsanalysen siden svak lønnsomhet vil kunne redusere selskapets egenkapital som utgjør en buffer mot fremtidige tap. Fokuset er her på forholdstallet *netto driftsrentabilitet* som er et mål på avkastningen knyttet til netto driftseiendelene.

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{\text{Netto driftsresultat}}{\text{Netto driftseiendeler}_{IB} + \frac{\Delta NDE - \text{Netto driftsresultat}}{2}}$$

Jeg velger her å ta utgangspunkt i selskapets *normaliserte netto driftsresultat* siden jeg anser normaliserte tall som mest relevant ved prediksjoner av fremtidige konkurssannsynligheter. I nevneren tas det videre utgangspunkt i *gjennomsnittlig netto driftskapital* i perioden, hvilket innebærer at årets opptjente netto driftsresultat trekkes ut. Dette gir seg utslag i at selskapets netto driftsrentabilitet utgjør en *etterskuddsrente*. Utviklingen i årlig netto driftsrentabilitet for Lerøy og bransjeutvalget gjennom analyseperioden er illustrert i figur 34 på neste side.

Av særlig interesse er det at Lerøy over tid har oppnådd en høyere netto driftsrentabilitet enn «bransjegjennomsnittet». Dette antas å kunne sees i sammenheng med Lerøys antatte interne ressursfordel (salg & markedsbygging) som drøftet i oppgavens kapittel 4. Samtidig kommer de markerte konjunkturmessige lønnsomhetsvariasjonene i oppdrettsnæringen tydelig frem.



Figur 34: Netto driftsrentabilitet (Lerøy og Bransjen)

Som tidligere nevnt var årene 2010 og 2013 preget av høye laksepriser, hvilket gav utslag i god lønnsomhet og høy netto driftsrentabilitet for disse årene. Motsatt var 2012 et «bunnår» lønnsomhetsmessig i bransjen med lave laksepriser. Tatt de konjunktuelle svingningene i betraktning må uansett lønnsomheten i Lerøy basert på *netto driftsrentabiliteten* anses som tilfredsstillende både relativt til komparative virksomheter og i absolutt målestokk. Nærmere analyser av driftsrentabilitet vil for øvrig foretas i kapittel 8 der Lerøys netto driftsrentabilitet vil bli vurdert opp mot selskapets *netto driftskrav* for å anslå selskapets *rene driftsfordel*.

### 6.3 Oppsummering – Syntetisk rating

Analysen av kortsiktig likviditetsrisiko og langsiktig soliditetsrisiko vil her bli oppsummert gjennom et anslag på Lerøys *syntetiske rating*. Fire av de beregnede forholdstallene utgjør hovedgrunnlaget for et «første anslag» på ratingen der jeg plasserer Lerøy i en «passende» risikoklasse basert på disse forholdstallene. Øvrige risikoindikatorer får så ha betydning for fastsettelsen av Lerøys *endelige* syntetiske ratingen. Dette innebærer at det foretas mulige justeringer av «første anslag» på basis av en helhetlig totalvurdering. Den syntetiske ratingen uttrykkes som en bokstav og tilegner selskapet en bestemt konkurssannsynlighet. Denne vil senere få betydning for fastsettelsen av selskapets kredittrisikopremie og følgelig også dets finansielle gjeldskrav som beskrevet i kapittel 5. De fire forholdstallene som legger grunnlag for et «første anslag» på Lerøys syntetiske rating utgjør *likviditetsgrad 1*, *rentedekningsgrad*, *egenkapitalprosent* og *netto driftsrentabilitet*. Deretter justeres dette estimatet på basis av en totalvurdering der også øvrige risikoindikatorer blir inkludert i analysen (Knivsflå, 2014f).

Etter modell fra Knivsflå (2012h) og ratingklasser utarbeidet av ratingselskapet *Standard & Poors* gis selskapet en «karakter» ut fra grenseverdiene i følgende tabell (Knivsflå, 2012h):

Rating	Likviditetsgrad 1	Rentedekningsgrad	Egenkapitalprosent	Netto driftsrentabilitet
AAA	11,600	16,900	0,940	0,350
	8,900	11,600	0,895	0,308
AA	6,200	6,300	0,850	0,266
	4,600	4,825	0,755	0,216
A	3,000	3,350	0,660	0,166
	2,350	2,755	0,550	0,131
BBB	1,700	2,160	0,440	0,096
	1,450	1,690	0,380	0,082
BB	1,200	1,220	0,320	0,068
	1,050	1,060	0,270	0,054
B	0,900	0,900	0,220	0,040
	0,750	0,485	0,175	0,026
CCC	0,600	0,070	0,130	0,012
	0,550	-0,345	0,105	-0,002
CC	0,500	-0,760	0,080	-0,002
	0,450	-1,170	0,030	-0,030
C	0,400	-1,580	-0,020	-0,044
	0,350	-1,995	-0,100	-0,058
D	0,300	-2,410	-0,180	-0,072

Figur 35: Grenseverdier for forholdstall til beregning av syntetisk rating (Knivsflå, 2012h og Standard & Poors)

Basert på beregnede forholdstall og grenseverdiene i tabellen over gjøres det så et anslag på syntetisk rating for Lerøy og komparative virksomheter («bransjen»). Syntetisk rating anslås her både basert på forholdstallene i det enkelte regnskapsår i analyseperioden og basert på et tidsvektet gjennomsnitt av forholdstallene. Mer presist tillegges 2012- og 2013-tall en vekt på 25 %, 2011-tall 20 %, 2010-tall 15 %, 2009-tall 10 % og 2008-tall til sist en vekt lik 5 %.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Tidsvektet gjennomsnitt
<b>Likviditetsgrad 1</b>							
Lerøy	BBB	A-	A	A	A-	A-	A-
Bransjen	BBB	A-	A	A	A-	A	A
<b>Rentedekningsgrad</b>							
Lerøy	BBB	AA	AAA	AA+	A	AA+	AA
Bransjen	BBB	AA	AA	AA	BBB	AA+	A+
<b>Egenkapitalprosent</b>							
Lerøy	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+
Bransjen	BBB	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+
<b>Netto driftsrentabilitet</b>							
Lerøy	B	A	AA	A	B	A	BBB
Bransjen	B	BBB	A	A	B	A	BBB
<b>Samlet syntetisk rating</b>							
Lerøy	BBB-	A-	AA-	A	BBB	A-	A-
Bransjen	BBB-	A-	A	A	BB+	A	BBB+

Figur 36: Syntetisk rating basert på forholdstall (Lerøy og bransjen)

Basert på utviklingen i de fire forholdstallene over tid mener jeg en passende syntetisk rating for Lerøy over perioden i utgangspunktet er A-. Minustegnet innebærer her at Lerøy antas å ligge i det nedre sjiktet for en A-klassifisering. Lerøys gjennomsnittlige rating for perioden er dermed antatt å være marginalt bedre enn gjennomsnittet for bransjen. Særlig Lerøys likviditetssituasjon virker betryggende med en likviditetsgrad 1 og rentedekningsgrad rangert til henholdsvis A- og AA. Basert på statistikk hentet fra S&P (Knivsflå, 2012h) innebærer en A- rating at Lerøy har en svært lav konkurssansynlighet som ligger i intervallet 0,1-0,3 %. Dette estimatet på konkurssansynlighet gjelder sannsynligheten for konkurs i løpet av det neste året. Konkurssansynligheten øker så med en avtakende rate for lengre tidshorisonter. Samlet sett bekrefter risikoanalysen mine antakelser fra den strategiske analysen om at både Lerøy og komparative selskaper virker å være *solide selskaper* med *stabile framtidsutsikter*.

Avslutningsvis er det av interesse å vurdere om en syntetisk rating på A- virker rimelig ut fra den samlede risikoanalysen. Herunder tas det hensyn til andre forholdstall enn de fire som er tatt med i tallgrunnlaget overfor. Fra likviditetsanalysen kom det frem at Lerøy hadde noe svake forholdstall hva gjelder *likviditetsgrad 2* og *finansiell gjeldsdekningsgrad*. Begge de to forholdstallene var imidlertid gjennomgående bedre for Lerøy enn bransjeutvalget. Samtidig argumenterte jeg med at de noe svake forholdstallene trolig har sammenheng med de mange oppkjøpene i bransjen som legger beslag på finansielle omløpsmidler. Følgelig tror jeg heller ikke at de nevnte forholdstallene i utpreget grad vil svekke min opprinnelige kredittrisiko-vurdering av Lerøy. *Finansieringsmatrisen* avslørte samtidig at Lerøy synes å være solid finansiert med en betryggende kapitalstruktur. Samlet sett mener jeg derfor at en syntetisk rating på A- kan forsvares etter å ha inkludert øvrige risikomål. Avslutningsvis bemerkes det at de årlige anslagene på Lerøys syntetiske rating vil utgjøre et sentralt informasjonsgrunnlag for fastsettelsen av selskapets finansiell gjeldskrav i kapittel 7.



## Kapittel 7 - Historiske avkastningskrav

I dette kapitlet gjøres det anslag på historiske avkastningskrav for Lerøy. Herunder kommer krav relatert til *netto finansiell gjeld*, *egenkapital*, *minoritetsinteresser*, *sysselsatt kapital* og *netto driftskapital*. Disse avkastningskravene vil utgjøre målestokker for videre analyser av historisk lønnsomhet, superrentabilitet og strategiske fordel for Lerøy i oppgavens kapittel 8.

### 7.1 Teori for avkastningskrav

Kravet til avkastning på netto driftskapital er et vektet kapitalavkastningskrav («WACC») av kravene knyttet til henholdsvis *egenkapital*, *minoritet* og *netto finansiell gjeld*. Vektingen av historiske krav vil her skje på grunnlag av balanseførte verdier. For å oppnå konsistens med rentabilitetsmål utarbeidet i kapittel 8 vil vektingen videre ta utgangspunkt i *gjennomsnittlig kapital justert for opptjent kapital* i året. Kravene utgjør følgelig *etterskuddskrav* som senere vil sammenlignes med *etterskuddsrentabiliteter*. Som et oversiktsbilde for den videre gangen i kapitlet presenteres her formelen for beregninger av Lerøys netto driftskrav. Gjennom de neste avsnittene vil så aktuelle «*delkrav*» for beregningen av netto driftskravet bli presentert. Herunder inkluderes Lerøys egenkapitalkrav, minoritetskrav og netto finansiell gjeldskravet:

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

*ek*k = egenkapitalkrav

*mi*k = minoritetskrav

*nfg*k = netto finansiell gjeldskrav

*EK* = egenkapital

*MI* = minoritetsinteresser

*NFG* = netto finansiell gjeld

*ndk* = netto driftskrav

*NDK* = netto driftskapital

### 7.2 Egenkapitalkrav og minoritetskrav

Beregningen av egenkapitalkravet tar her utgangspunkt i en forutsetning om at egenkapitalinvestorene er veldiversifiserte. Dette tilsier som tidligere diskutert at bare *systematisk risiko* er relevant. Investorene vil imidlertid kreve kompensasjon for å måtte bære markedsrisiko. Med kompensasjon mener jeg her et krav om høyere forventet avkastning enn risikofri rente. Egenkapitalkravet utgjør dermed summen av risikofri rente og en beregnet risikopremie som investorene krever for å bære markedsrisikoen. I visse tilfeller kan imidlertid investorer også kreve kompensasjon for å bære annen systematisk risiko eller usystematisk risiko. Dette kan for eksempel skyldes at det ikke er mulig eller optimalt for enkelte investorer å være perfekt diversifisert og tilsier at egenkapitalkravet påføres en *illikviditetspremie* (Damodaran, 2006). Avkastningskravet til egenkapitalinvestorer kan dermed oppsummeres ved følgende uttrykk:

$$\text{Egenkapitalkrav (ek)} = \text{Risikofri rente (} r_f \text{)} + \text{Markedspremie (MRP)} + \text{Illikviditetspremie (ilp)}$$

Egenkapitalkravet før eventuelle illikviditetspremier beregnes her ved bruk av *kapitalverdimodellen* (Penman, 2013, s. 96). Modellen priser enkeltaktiva som tas inn i veldiversifiserte porteføljer. Kapitalverdimodellen forutsetter dermed at investorer er risikoaverse og samtidig godt diversifiserte, hvilket tilsier at bare *systematisk risiko* anses som *relevant risiko*. Andre sentrale forutsetninger bak «CAPM» er antakelsen om et perfekt kapitalmarked og fravær av skatter (Sættem & Gjerde, 2014a). Modellen kan imidlertid bidra med verdifull innsikt selv i fravær av oppfyllelse av alle relevante forutsetninger. Et viktig poeng knyttet til kapitalverdimodellen er at det relevante risikomålet for en investering utgjør kovariansen mellom aksjen og markedsporteføljen. Modellen gir så relasjonen mellom aksjens forventede avkastning og relevant risiko uttrykt ved risikofri rente, markedspremien og investeringens betaverdi ( $\beta$ ):

$$Egenkapitalkrav (ekk) = r_f + \beta_{EK} * (r_m - r_f)$$

$r_f =$  risikofri rente       $\beta_{EK} =$  Mål på systematisk risiko       $r_m - r_f =$  Markedspremien

### 7.2.1 Risikofri rente

Risikofri rente utgjør «(..) en hypotetisk avkastning på investeringer som ikke har konkurs- eller misligholdsrisiko» (Kaldestad & Møller, 2011, s. 108). Siden egenkapitalrentabiliteten senere vil bli beregnet som en nominell rente *etter skatt* må også sammenligningsgrunnlaget utgjøre en nominell rente etter skatt. Vanlige mål på risikofri rente er 3-måneders NIBOR-rente eller alternativt norske statsobligasjonsrenter. Valget mitt faller her på NIBOR-renten. Dette utgjør den mest sentrale renten i det norske pengemarkedet og fremkommer som en syntetisk rente ved såkalte «valutaswapper» mellom kroner og dollar (Klovland, 2013b). NIBOR-renten kan tolkes som den renten norske banker står overfor ved kortsiktige kronelån hos hverandre. Da lån mellom norske banker typisk prises med en viss kredittrisikopremie gjøres det her et fradrag for dette. Kort kredittrisikopremie for banker med syntetisk rating som antas å ligge i størrelsesorden AA utgjør omtrent 0,5 % (Knivsflå, 2012i). Til sist gjøres det så et fradrag for 28 % skatt ut fra ønsket om å arbeide videre med etter-skatt-størrelser.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Snitt
NIBOR-rente (3 mnd.)	0,060	0,025	0,025	0,029	0,022	0,020	0,030
- Kort kredittrisikopremie (bank)	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
= Risikofri rente før skatt	0,055	0,020	0,020	0,024	0,017	0,015	0,025
- 28 % skatt	0,015	0,005	0,006	0,007	0,005	0,004	0,007
= Risikofri rente etter skatt	0,040	0,014	0,014	0,017	0,013	0,011	0,018

Figur 37: Risikofri rente etter skatt (NIBOR-renter hentet fra Norges Banks hjemmeside, 2014)

### 7.2.2 Markedets risikopremie

Markedspremien utgjør risikotillegget utover risikofri rente som veldiversifiserte investorer krever for å bære systematisk risiko. Risikotillegget kan tolkes som en kompensasjon eller belønning knyttet til å påta seg markedsrisiko. Premien estimeres typisk på basis av historisk realisert meravkastning i aksjemarkedet utover risikofri rente. Det er vanligvis utfordrende å tallfeste med sikkerhet hva risikopremien er da premien typisk vil svinge over tid. I perioder med optimisme er den gjerne forholdsvis lav, mens det motsatte ofte er tilfellet i perioder der pessimismen råder (Kaldestad & Møller, 2011). Følgelig mener jeg det er hensiktsmessig å ta utgangspunkt i et *langsiktig perspektiv* ved beregningen av markedspremien på Oslo Børs.

NHH-professor Thore Johnsen har for perioden 1900-2005 beregnet en nominell risikopremie (før skatt) på Oslo Børs på 5 % (Kinserdal, 2013c). En langsiktig historisk markedspremie på 5 % synes også å være på nivå med oppfattelser hos andre anerkjente analytikere. Ettersom risikopremien svinger over tid er det imidlertid ønskelig å finne en *løpende risikopremie* for det enkelte år i analyseperioden. I denne sammenheng har professor Kjell Henry Knivsflå (NHH) estimert risikopremien for årene 2008-2013 (Knivsflå, 2014g). Årlig risikopremie er her vektet med 1/3 for perioden 1995-2013 (*kortsiktig perspektiv*) og med 2/3 for perioden 1958-2013 (*langsiktig perspektiv*). Som drøftet mener jeg det er fornuftig å basere seg på en forholdsvis lang tidshorisont i beregningen av markedspremien og støtter derfor opp om denne vektingen. Følgelig vil jeg for videre beregninger av historiske egenkapitalkrav basere meg på Knivsflå (2014) sine årlige anslag på markedspremien, hvilket innebærer bruk av følgende løpende markedspremier *etter skatt* gjennom analyseperioden:

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Snitt
Markedspremie etter skatt (MRP)	4,7 %	5,7 %	6,0 %	5,6 %	5,7 %	6,0 %	5,6 %

Tabell 29: Estimerte markedspremier etter skatt (MRP) - Knivsflå (2014g)

At årlig markedspremie for perioden 2008-2013 avviker fra det langsiktige historiske snittet på 5 % *før skatt* må sees i sammenheng med spesielt to forhold. For det første studeres her markedspremier *etter skatt* som er høyere enn premien *før skatt* (+risikofri rente\*skattesats). For det andre har perioden vært sterkt preget av både finanskrisen og europeiske statsgjeldskriser. Som diskutert gir kriseperioder som dette vanligvis utslag i økt markeds pessimisme, hvilket kan gi opphav til høyere markedsrisikopremier. Av denne årsak mener jeg at ukritisk bruk av en årlig markedspremie på for eksempel 5 % *etter skatt* vil underestimere markedets krav om risikokompensasjon for den valgte analyseperioden (2008-2013).

### 7.2.3 Gjennomsnittlig egenkapitalbeta for analyseperioden

Egenkapitalbetaen ( $\beta_{EK}$ ) er et mål på *systematisk risiko* knyttet til å investere i egenkapitalen til et selskap. Dette innebærer at betaen utgjør produktet av selskapets *konjunkturfølsomhet* (samvariasjon) og dets *volatilitet* relativt til markedsindeksen (Sættem & Gjerde, 2014b)

Størrelsen på egenkapitalbetaen bestemmes delvis av *forretningsrisiko* og dels av selskapets *finansielle risiko* uttrykt gjennom kapitalstrukturen til selskapet (Sættem & Gjerde, 2014c). Selskapets finansielle risiko relaterer seg til bruken av fremmedkapital og egenkapitalbetaen vil øke med selskapets gjeldsandel. For børsnoterte virksomheter som Lerøy kan betaverdien estimeres på basis av *historiske kursdata* (Damodaran, 2006, s. 48). Oslo Børs offentliggjør kursdata fem år tilbake i tid, hvilket tilsvarer tidshorisonen jeg her vil benytte. En femårig periode innebærer at man får et tilstrekkelig antall observasjoner uten å gå for langt tilbake i tid slik at dataene mister relevans. Videre benytter jeg *månedlige* avkastningsrater ut fra en antakelse om at bruk av kortere tidsintervaller vil kunne lede til systematisk støy og mulige skjevheter i tallmaterialet (Koller, m.fl., 2010, s. 250). Oslo Børs sin hovedindeks benyttes videre som den representative markedsindeksen. Et potensielt problem ved å ta utgangspunkt i OSEBX kan være indeksens skjeve vektning mot oljerelatert industri (Knivsflå, 2012g). Det faktum at Lerøy selv noteres på Oslo Børs, samt mangel på bedre egnede alternativer gjør at OSEBX likevel foretrekkes. Gitt mine drøftede forutsetninger estimeres så Lerøys historiske egenkapitalbeta på grunnlag av følgende regresjonsuttrykk (Palepu m.fl., 2004, s. 8-4):

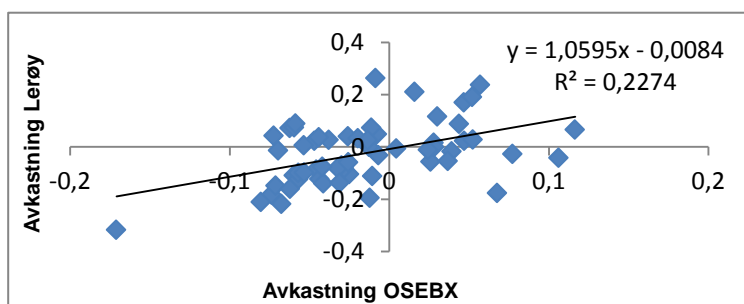
$$r_{Lerøy} = \alpha + \beta_{EK} * r_{OSEBX} + \varepsilon$$

$r_{Lerøy}$  = Logaritmisk månedlig historisk avkastning i Lerøy

$r_{OSEBX}$  = Logaritmisk månedlig historisk avkastning i OSEBX

$$\beta_{EK} = \frac{\text{kov}(r_{Lerøy}, r_{OSEBX})}{\text{var}(r_{OSEBX})} = \rho * \frac{\sigma_{Lerøy}}{\sigma_{OSEBX}} = \text{samvariasjon} * \text{relativ risiko}$$

#### Resultat fra regresjonsanalysen:



Figur 38: Regresjonsanalyse - Historisk avkastning Lerøy vs. OSEBX

Regresjonsanalysen gir et anslag på historisk egenkapitalbeta i Lerøy på 1,0595. Forklaringskraften på 22,74 % innebærer at 22,74 % av risikoen ved Lerøys avkastning kan forklares av *generell markedsrisiko*. Resterende 77,26 % relaterer seg til usystematisk selskapsspesifikk risiko som i motsetning til markedsrisikoen er diversifiserbar. Den relativt lave forklaringskraften skyldes trolig dels at Lerøys kursutvikling i større grad kan henføres til svingninger i lakseprisen enn generelle markedsconjunkturer og dels et begrenset antall observasjoner (60).

Det er imidlertid ofte stor usikkerhet knyttet til estimering av egenkapitalbetaer. Regresjonsanalysen avslørte et relativt bredt 95 % konfidensintervall med betaverdier som potensielt kan ligge i intervallet 0,54-1,58. Usikkerheten tilsier at det er ønskelig å foreta *rimelighetstester*. Følgelig har jeg også estimert egenkapitalbetaer for øvrige komparative virksomheter.

***Estimert EK-beta for komparative virksomheter:***

	MHG	Salmar	Grieg Seafood	EK-vektet snitt
Egenkapitalbeta	1,189	0,586	1,341	1,129

Tabell 30: Estimert egenkapitalbeta for komparative virksomheter (v/regresjonsanalyse)

Sammenlignet med komparative virksomheter virker i utgangspunktet mitt anslag på Lerøys egenkapitalbeta å være fornuftig. Selskapsspesifikke forhold gjør imidlertid at selskapenes betaverdier har stor variasjon. Grieg Seafood forventes å ha en høyere beta enn Lerøy tatt i betraktning at selskapet har en lavere egenkapitalandel. Marine Harvest har på sin side en egenkapitalandel på nivå med Lerøy. Dette kan tilsi at Lerøys EK-beta kan ventes å ligge nærmere den til Marine Harvest på 1,189, hvilket min regresjonsanalyse også bekrefter. Med en EK-beta på 1,0595 ligger samtidig Lerøy nært det EK-vektede snittet for øvrige selskaper.

En alternativ rimelighetssjekk er å sammenligne eget betaestimat med anslag hentet fra ulike økonomiske tidsskrifter. Jeg baserer meg her på Dagens Næringsliv estimerer som per mars 2014 anslår egenkapitalbetaen til Lerøy å være på 0,73. (Dagens Næringsliv, 2014). Avisens anslag er dog basert på en forholdsvis kort analyseperiode (24 måneder) og det benyttes samtidig ukentlige fremfor månedlige avkastningsdata. Disse forholdene tilsier at jeg likevel her velger å beholde mitt opprinnelige anslag på Lerøys egenkapitalbeta (1,0595).

Videre foretas en justering av mitt opprinnelige estimat på egenkapitalbetaen mot markedet. Justeringen kan begrunnes med en antatt betakonvergens mot én over tid eller alternativt en antakelse om at forskjeller i avkastningskrav mellom høy- og lavbetaselskaper er lavere enn hva kapitalverdimodellen tilsier (Kaldestad & Møller, 2011, s. 115). Jeg velger her å justere betaen basert på konsulentbyrået *Merill Lynch* sitt forslag der estimert betaverdi vektlegges med 2/3, mens resterende tredjedel gis en verdi lik 1 (Knivsflå, 2012i).

For Lerøy betyr imidlertid denne justeringen lite da den estimerte egenkapitalbetaen allerede ligger nært 1. Justeringen gir opphav til en korrigert gjennomsnittlig egenkapitalbeta i Lerøy på 1,04. Dette anslaget på egenkapitalbetaen antas her også å gjøre seg gjeldende for Lerøys minoritetsinteresser ( $\beta_{EK} = \beta_{MI}$ ). Eventuelle forskjeller i avkastningskravet til egenkapitalen og minoriteten antas derfor i sin helhet å kunne henføres til forskjeller i *illikviditetspremiene*.

#### **7.2.4 Illikviditetspremie**

Illikviditetsrisiko kan defineres som «(..) risikoen for at man ikke får omsatt aksjen til full verdi grunnet svak likviditet i markedet» (Kinserdal, 2013a). Som diskutert i avsnitt 2.5 har Lerøy en dominerende majoritetseier (Austevoll). Dette kan tilsi at eierpostene i Lerøy trolig har en noe lavere turnover og er noe mindre likvide enn for selskap med mer spredt eierskap.

Den potensielle innlåsingeffekten begrenses likevel av at Lerøy utgjør et stort og børsnotert konsern. Dette tilsier at Lerøy-aksjen likevel antas å være relativt likvid. Til tross for dette mener jeg at Lerøys konsentrerte eierskap tilsier at det bør inkluderes en mindre illikviditetspremie i egenkapitalkravet. I mangel på enkel teori på området anslås illikviditetspremien for egenkapitalinvestorene (majoriteten) her skjønnsmessig til å ligge på 1 % årlig.

Samtidig antas det å være en *ekstra* illikviditetspremie for minoritetseierne. Dette begrunnes med at minoriteten gitt en dominerende majoritetseier løper en viss fare for å bli «overstyrt». Minoritetsinteressene antas for eksempel å ha liten påvirkningskraft vedrørende selskapets driftsmessige og finansielle disposisjoner (eks. utbyttepolitikken). «Svake» minoritetsposter forventes samtidig å være mindre omsettelige enn hva tilfellet er ved et mer spredt eierskap. Det ekstra påslaget på minoritetskravet i forhold til egenkapitalkravet anslås her til 2 % årlig.

#### **7.2.5 Årlig egenkapitalbeta**

Den beregnede egenkapitalbetaen (1,04) fra avsnitt 7.2.3 utgjør et gjennomsnitt for analyseperioden. Dette innebærer følgelig at jeg hittil kun kan utarbeide et anslag på *gjennomsnittlig egenkapitalkrav* for perioden. Egenkapitalbetaen forventes imidlertid å endre seg over tid. Dette tilsier at det er ønskelig å gjøre anslag på *årlige egenkapitalbetaer*. For å beregne disse må jeg imidlertid først ha kjennskap til størrelsen på selskapets *netto driftsbeta*. Basert på Miller og Modiglianis første proposisjon antas denne å være konstant over tid. Proposisjonen stadfester at «(..) selskapets verdi er uavhengig av hvordan det er finansiert» (Koller, m.fl., 2010, s. 28). Ved fravær av finansielle krisekostnader forventes også netto driftsbeta å være konstant over tid. Kjenner man til selskapets netto driftsbeta kan årlige egenkapitalbetaer så anslås ved å justere for endringer i kapitalstrukturen, her uttrykt ved *netto finansiell gearing*.

Lerøys netto driftsbeta for analyseperioden blir i avsnitt 7.4 anslått til å utgjøre 0,857, mens betaverdier relatert til selskapets netto finansielle gjeld er beregnet i avsnitt 7.3. Dette tallmaterialet, samt anslag på Lerøys netto finansielle gearing i analyseperioden er oppsummert gjennom tabell 31. Årlige justerte egenkapitalbetaer kan så anslås ved bruk av etterfølgende formeluttrykk (Knivsflå, 2012i):

$$\beta_{EK} = \beta_{NDK} + (\beta_{NDK} - \beta_{NFG}) * \text{Netto finansiell gearing} \quad \text{Netto finansiell gearing} = \frac{NFG}{EK + MI}$$

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Snitt
Netto driftsbeta	0,857	0,857	0,857	0,857	0,857	0,857	0,857
+ Netto driftsbeta ( $\beta_{NDK}$ )- Netto finansiell gjeldsbeta ( $\beta_{NFG}$ )	0,439	0,593	0,610	0,502	0,441	0,570	0,526
* Netto finansiell gearing	0,495	0,462	0,294	0,250	0,313	0,355	0,361
= Årlig justert egenkapitalbeta ( $\beta_{EK}$ )	1,074	1,130	1,036	0,982	0,994	1,059	1,040

Tabell 31: Beregning av årlig justert egenkapitalbeta (Lerøy Seafood)

Det er herfra særlig verdt å merke seg at den viktigste determinanten for egenkapitalbetaens utvikling over tid synes å være endringer i selskapets netto finansielle gearing. Perioder med høy gearing innebærer høyere egenkapitalbeta, mens lavere gearing virker i retning av lavere egenkapitalbeta. Etter å ha beregnet Lerøys årlige justerte egenkapitalbetaer har jeg nå de nødvendige inputs tilgjengelig for å anslå selskapets årlige egenkapital- og minoritetskrav.

## 7.2.6 Egenkapitalkrav

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Snitt
NIBOR-rente (3 mnd.)	0,060	0,025	0,025	0,029	0,022	0,020	0,030
- Kreditrisikopremie (KRP)	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
= Risikofri rente før skatt	0,055	0,020	0,020	0,024	0,017	0,015	0,025
- 28 % effektiv skatt	0,015	0,005	0,006	0,007	0,005	0,004	0,007
= Risikofri rente etter skatt	0,040	0,014	0,014	0,017	0,013	0,011	0,018
+ Årlig justert egenkapitalbeta ( $\beta_{EK}$ )	1,074	1,130	1,036	0,982	0,994	1,059	1,040
* Markedspremie etter skatt (MRP)	0,047	0,057	0,060	0,056	0,057	0,060	0,056
+ Illikviditetspremie	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
= Egenkapitalkrav (ekk)	0,100	0,088	0,087	0,082	0,079	0,084	0,087

Tabell 32: Årlig egenkapitalkrav (Lerøy Seafood)

Tabell 32 viser et jevnt fallende egenkapitalkrav gjennom analyseperioden. Dette utviklings- trekket må primært sees i sammenheng med variasjoner i risikofri rente (NIBOR) gjennom perioden. Samtidig er også utviklingen i årlig markedsrisikopremie og årlig egenkapitalbeta av betydning. Sistnevnte forhold utgjør for eksempel hovedforklaringen på at egenkapital- kravet økte fra 2012 til 2013. Tabellen viser videre at den årlige justerte egenkapitalbetaen har et svingende mønster i perioden, hvilket sammenfaller med årlige variasjoner i selskapets egenkapitalprosent og følgelig dets *netto finansielle gearing*.

## 7.2.7 Minoritetskrav

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	Snitt
	Egenkapitalkrav (ekk)	0,100	0,088	0,087	0,082	0,079	0,084	0,087
+	Ekstra illikviditetspremie	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020
=	Minoritetskrav (mik)	0,120	0,108	0,107	0,102	0,099	0,104	0,107

Tabell 33: Årlig minoritetskrav (Lerøy Seafood)

Minoritetskravet tar utgangspunkt i Lerøys beregnede egenkapitalkrav, men er her oppjustert med en ekstra illikviditetspremie tilknyttet minoriteten som i avsnitt 7.2.4 ble anslått til 2 %.

## 7.3 Finansielle krav

Netto finansiell gjeldskravet anslås som en vektet differanse mellom finansiell gjeldskravet og finansiell eiendelskravet (Knivsflå, 2012i). Mens finansiell gjeldskravet fastsettes av långivere basert på kredittvurderinger av virksomheten, blir finansiell eiendelskravet «bestemt» av selskapet selv. Sammenhengen mellom kravene kan oppsummeres ved følgende formel:

$nfgk = fgk * \frac{FG}{NFG} - fek * \frac{FE}{NFG}$	
<i>nfgk</i> = Netto finansielt gjeldskrav	<i>NFG</i> = Netto finansiell gjeld
<i>fgk</i> = Finansielt gjeldskrav	<i>FG</i> = Finansiell gjeld
<i>fek</i> = Finansielle eiendeler	<i>FE</i> = Finansielle eiendeler

### 7.3.1 Finansielt gjeldskrav

Kravet til finansiell gjeld består dels av tidligere anslag på risikofri rente etter skatt og dels av en kreditttrisikopremie som beregnes basert på den enkelte virksomhets syntetiske rating.

<b><i>Finansielt gjeldskrav etter skatt = Risikofri rente etter skatt + Kreditttrisikopremie</i></b>
--

Finansiell gjeldskravet reflekterer følgelig det enkelte selskaps kostnad ved å låne i kreditmarkedet. Kreditttrisikopremien utgjør summen av selskapets implisitte finansielle gjeldsbeta og markedspremien. Av denne årsak er det innledningsvis nødvendig å gjøre et anslag på Lerøys implisitte finansielle gjeldsbeta som beregnes ved følgende formel (Knivsflå, 2012i):

$\text{Beta til finansiell gjeld } (\beta_{FG}) = \frac{KRP}{MRP}$	
<i>KRP</i> = Selskapets kreditttrisikopremie	<i>MRP</i> = Markedets risikopremie

Av uttrykket over er det verdt å merke seg at det foreligger en antakelse om at kreditttrisikopremien i sin helhet kan anses som markedsrelatert. Dette utgjør dermed en forenkling da det i tillegg kan ventes å være en viss selskapsspesifikk risikopremie. Jeg har likevel i det videre valgt å ta utgangspunkt i nevnte forenkling siden både estimert implisitt finansiell gjeldsbeta og finansiell gjeldskravet ut fra denne forutsetningen gir fornuftige anslag i absolutte termer.



Størrelsen på kredittrisikopremien vil videre avhenge av den gjennomsnittlige forfallstiden på Lerøys finansielle gjeld. Et vanlig estimat på gjeldens forfallstid utgjør forholdet mellom selskapets samlede gjeld og selskapets kortsiktige finansielle gjeld (Knivsflå, 2012j). Hvis dette forholdstallet er større enn 2 kan lånene i gjennomsnitt betraktes som langsiktige. For Lerøy er gjennomsnittlig forfallstid funnet til å ligge i intervallet 3-6. Følgelig foretas det en løpetidsjustering av kredittrisikopremien ut fra en antakelse om at konkurrisikoen er større på lange enn korte lån. Videre baserer jeg meg på Knivsflå (2012j) sine forslag til *lange kredittrisikopremier etter skatt*. Premien er her i hovedsak basert på konkurssannsynlighet og tapsprosent ved konkurs og oppsummeres ved selskapets *syntetiske rating* (Knivsflå, 2012j).

### **Anslag på implisitt finansiell gjeldsbeta:**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Snitt
Syntetisk rating	BBB-	A-	AA-	A	BBB	A-	A-
Lang kredittrisikopremie (KRP)	0,016	0,012	0,009	0,010	0,014	0,012	0,012
/ Markedspremie etter skatt (MRP)	0,047	0,057	0,060	0,056	0,057	0,060	0,056
= Implisitt finansiell gjeldsbeta ( $\beta_{FG}$ )	0,340	0,211	0,150	0,179	0,246	0,200	0,217

Tabell 34: Beregning av implisitt finansiell gjeldsbeta (Lerøy Seafood)

Med kjennskap til selskapets implisitte finansielle gjeldsbeta har jeg nå de nødvendige inputs tilgjengelig til å kunne anslå Lerøys årlige finansielle gjeldskrav etter skatt:

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Snitt
Syntetisk rating	BBB-	A-	AA-	A	BBB	A-	A-
Risikofri rente etter skatt	0,040	0,014	0,014	0,017	0,013	0,011	0,018
+ Implisitt finansiell gjeldsbeta ( $\beta_{FG}$ )	0,340	0,211	0,150	0,179	0,246	0,200	0,217
* Markedspremie etter skatt (MRP)	0,047	0,057	0,060	0,056	0,057	0,060	0,056
= Finansielt gjeldskrav etter skatt (fgk)	0,056	0,026	0,023	0,027	0,027	0,023	0,030

Tabell 35: Beregning av finansielt gjeldskrav etter skatt (fgk)

Av tabell 35 er det særlig verdt å merke seg at det finansielle gjeldskravet var på sitt høyeste nivå tidlig i analyseperioden. Dette kan delvis sees i sammenheng med det høye rentenivået i forkant av finanskrisen og delvis det faktum at bankenes *risikopåslag* ved utlån til både selskaper og husholdninger økte i forbindelse med kriseutbruddet. Høy syntetisk rating hos Lerøy og et lavt rentenivå har imidlertid bidratt til at selskapets finansielle gjeldskrav har vært på et lavere nivå i siste del av analyseperioden. Dette indikerer at Lerøys finansiering i form av fremmedkapital trolig har skjedd til en lavere kostnad relativt til tidligere i perioden.

### **7.3.2 Finansielt eiendelskrav**

De nødvendige «inputs» for å anslå avkastningskravet tilknyttet Lerøys finansielle eiendeler utgjør *risikofri rente*, *markedspremien* og *finansiell eiendelsbeta*. Betaverdien til finansielle eiendeler anslås her som et balansevektet snitt av betaverdier tilknyttet de tre undergruppene *kontanter*, *finansielle fordringer* og *finansielle investeringer*.

Siden de tre nevnte undergruppene av finansielle eiendeler står overfor ulik risiko har de også forskjellige avkastningskrav. Kontanter utgjør risikofrie likvider og forutsettes følgelig å ha en betaverdi tilnærmet lik 0. Videre forutsettes selskapets finansielle investeringer å være veldiversifiserte hvilket gir opphav til en betaverdi nært 1. Når det gjelder selskapets finansielle fordringer er disse trolig tapsutsatte og har følgelig en kredittrisiko knyttet til seg. Fordringsbetaen anslås her basert på en antakelse om at fordringene i hovedsak er kortsiktige (kort KRP). Samtidig antas selskapene Lerøy har finansielle fordringer overfor i snitt å ha en rating på BBB hvilket utgjør den mest vanlige syntetiske ratingen på Oslo Børs (Knivsflå, 2012h). De diskuterte forutsetningene gjør at fordringsbetaen nå kan beregnes som følger:

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Snitt
Syntetisk rating fordringer	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Kort kredittrisikoopremie	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
/ Markedspremie etter skatt (MRP)	0,047	0,057	0,060	0,056	0,057	0,060	0,056
= Fordringsbeta ( $\beta_{FOR}$ )	0,213	0,175	0,167	0,179	0,175	0,167	0,179

Tabell 36: Beregning av fordringsbeta (Lerøy Seafood)

Med balanseverdier som vektingsgrunnlag anslås så selskapets finansielle eiendelsbeta ( $\beta_{FE}$ ):

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Snitt
Kontantbeta ( $\beta_{KON}$ )	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
* Kontantvekt (KON/FE)	0,874	0,935	0,964	0,971	0,946	0,888	0,930
+ Fordringsbeta ( $\beta_{FOR}$ )	0,213	0,175	0,167	0,179	0,175	0,167	0,179
* Fordringsvekt (FOR/FE)	0,073	0,034	0,020	0,015	0,038	0,072	0,042
+ Investeringsbeta ( $\beta_{INV}$ )	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
* Investeringsvekt (INV/FE)	0,045	0,052	0,031	0,016	0,014	0,016	0,029
= Finansiell eiendelsbeta ( $\beta_{FE}$ )	0,060	0,058	0,034	0,019	0,021	0,028	0,037

Tabell 37: Beregning av finansiell eiendelsbeta (Lerøy Seafood)

Avslutningsvis gjøres det så anslag på Lerøys finansielle eiendelskrav etter skatt (fek):

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Snitt
Risikofri rente etter skatt	0,040	0,014	0,014	0,017	0,013	0,011	0,018
+ Finansiell eiendelsbeta ( $\beta_{FE}$ )	0,060	0,058	0,034	0,019	0,021	0,028	0,037
* Markedspremie etter skatt (MRP)	0,047	0,057	0,060	0,056	0,057	0,060	0,056
= Finansielt eiendelskrav etter skatt (fek)	0,042	0,017	0,017	0,018	0,014	0,012	0,020

Tabell 38: Beregning av finansielt eiendelskrav (Lerøy Seafood)

### 7.3.3 Netto finansiell gjeldskrav

Etter å ha beregnet avkastningskrav for Lerøys finansielle gjeld (fgk) og finansielle eiendeler (fek) har jeg nå de nødvendige dataene tilgjengelig for å estimere selskapets netto finansielle gjeldskrav. Relevant teori bak kravsettingen er presentert i avsnitt 7.3. Det påpekes samtidig at vektingen her tar utgangspunkt i *gjennomsnittlig kapital justert for opptjent kapital* i året.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Snitt
Finansielt gjeldskrav (fgk)	0,056	0,026	0,023	0,027	0,027	0,023	0,030
* Finansiell gjeldsvekt (FG/NFG)	1,275	1,349	1,828	2,102	1,756	1,504	1,636
- Finansielt eiendelskrav (fek)	0,042	0,017	0,017	0,018	0,014	0,012	0,020
* Finansiell eiendelsvekt (FE/NFG)	0,275	0,349	0,828	1,102	0,756	0,504	0,636
= Netto finansiell gjeldskrav etter skatt	0,059	0,029	0,029	0,037	0,036	0,028	0,037

Tabell 39: Beregning av netto finansiell gjeldskrav (Lerøy Seafood)

Tabell 39 viser at Lerøys krav til netto finansiell gjeld har variert gjennom analyseperioden. Trenden er imidlertid fallende hvilket i hovedsak skyldes at kravet til finansiell gjeld (fgk) gjennom de senere årene har vært vesentlig lavere enn på tiden rundt finanskrisens utbrudd.

Videre gis det her et anslag på Lerøys netto finansielle gjeldsbeta. Denne var nødvendig for å anslå Lerøys netto driftsbeta og dermed Lerøys årlig justerte egenkapitalbeta i avsnitt 7.2.5.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Snitt
Finansiell gjeldsbeta ( $\beta_{FG}$ )	0,340	0,211	0,150	0,179	0,246	0,200	0,221
* Finansiell gjeldsvekt (FG/NFG)	1,275	1,349	1,828	2,102	1,756	1,504	1,636
- Finansiell eiendelsbeta ( $\beta_{FE}$ )	0,060	0,058	0,034	0,019	0,021	0,028	0,037
* Finansiell eiendelsvekt (FE/NFG)	0,275	0,349	0,828	1,102	0,756	0,504	0,636
= Netto finansiell gjeldsbeta ( $\beta_{NFG}$ )	0,417	0,264	0,246	0,354	0,416	0,287	0,331

Tabell 40: Beregning av netto finansiell gjeldsbeta (Lerøy Seafood)

## 7.4 Netto driftskrav

Som diskutert i avsnitt 7.1 vil Lerøys selskapskrav her studeres basert på *netto driftskapital*. Alternativt kunne jeg valgt å estimere selskapskravene med utgangspunkt i sysselsatt kapital. Netto driftskravet utgjør som nevnt et vektet kapitalavkastningskrav («WACC») der vektene består av kravene til henholdsvis egenkapital, minoritet og netto finansiell gjeld (Papelu m.fl, 2006). Vektingen foretas på basis av gjennomsnittlig kapital justert for opptjent kapital i året.

Før netto driftskravet kan beregnes må jeg imidlertid først anslå Lerøys årlige egenkapitalbeta og egenkapitalkrav. I avsnitt 7.2.3 ble Lerøys gjennomsnittlige egenkapitalbeta estimert. Uten kjennskap til Lerøys netto driftsbeta var det imidlertid på dette tidspunktet ikke mulig å beregne selskapets *årlige* egenkapitalbeta. Etter å ha estimert gjennomsnittlig netto finansiell gjeldsbeta for perioden kan jeg imidlertid nå anslå netto driftsbetaen. Beregningen av netto driftsbetaen skjer her på basis av gjennomsnittstall for analyseperioden. Diskusjoner i avsnitt 7.2.5 (Miller og Modigliani, 1958) stadfestet samtidig at netto driftsbetaen kan antas å være konstant over tid. Videre forutsettes det at minoritetsbetaen tilsvarer selskapets egenkapitalbeta. Denne antakelsen underbygges i hovedsak ved at minoriteten finansierer forretningsområder som i stor grad sammenfaller med Lerøys hovedaktiviteter. Faren for at minoriteten «skvises ut» av majoriteten er samtidig tatt hensyn til i form av en ekstra illikviditetspremie.

### Anslag på netto driftsbeta:

		Snitt (2008-2013)
	Egenkapitalbeta	1,040
*	Egenkapital/Netto driftskapital	0,688
+	Minoritetsbeta	1,040
*	Minoritet/Netto driftskapital	0,054
+	Netto finansiell gjeldsbeta	0,331
*	Netto finansiell gjeld/Netto driftskapital	0,259
=	Netto driftsbeta	0,857

Tabell 41: Beregning av netto driftsbeta for analyseperioden (Lerøy Seafood)

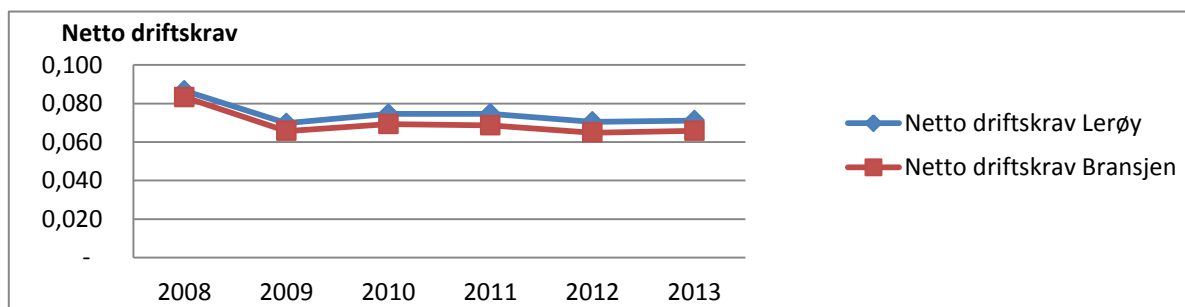
Avslutningsvis gjøres så det endelige anslaget på Lerøys årlige nettodriftskrav i perioden. Vektene er igjen basert på gjennomsnittlig kapital justert for opptjent kapital gjennom året for å oppnå konsistens med måten rentabilitet beregnes på i kapittel 8 (etterskuddsvis):

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Snitt
Egenkapitalkrav (ekk)	0,100	0,088	0,087	0,082	0,079	0,084	0,087
* EK/NDK	0,666	0,681	0,724	0,721	0,685	0,657	0,688
+ Minoritetsinteressekrav (mik)	0,120	0,108	0,107	0,102	0,099	0,104	0,107
* MI/NDK	0,004	0,004	0,049	0,079	0,077	0,081	0,054
+ Netto finansiell gjeldskrav (nfgk)	0,059	0,029	0,029	0,037	0,036	0,028	0,037
* NFG/NDK	0,331	0,316	0,227	0,200	0,238	0,262	0,259
= Netto driftskrav (ndk)	0,087	0,070	0,075	0,075	0,071	0,071	0,075

Tabell 42: Beregning av årlig netto driftskrav for analyseperioden (Lerøy Seafood)

Av tabell 42 kan det bemerkes at Lerøys netto driftskrav foruten kriseåret 2008 har hatt en forholdsvis stabil utvikling. Dette er samtidig å forvente ut fra Miller og Modiglianis første proposisjon som stadfester at netto driftskravet er uavhengig av selskapets finansiering. Det er samtidig nærliggende å tro at Lerøys *driftsrisiko* har vært relativt stabil gjennom perioden.

Netto driftskravet vil imidlertid ikke være uavhengig av endringer i risikofri rente og anslått risikopremie. Slike faktorer utgjør følgelig hovedforklaringen på hvorfor netto driftskravet varierer mellom de enkelte årene i analyseperioden. Eksempelvis var rentenivået i årene før finanskrisen, her eksemplifisert ved gjennomsnittlig rente i 2008, langt høyere enn renten de etterfølgende årene. Dette utgjør dermed den viktigste forklaringen bak fallet i netto driftskravet for 2009. I senere år har både rentenivået og netto driftskravet utviklet seg mer stabilt:



Figur 39: Historisk utvikling i netto driftskravet (Lerøy Seafood og "Bransjen")

Lerøys netto driftskrav har i perioden ligget jevnt noe høyere enn tilsvarende krav i bransjen. Differansen er dog liten hvilket også er å vente ut fra Miller og Modigliani, samt det faktum at de forskjellige selskaperes drift og dermed driftsrisiko antas å være relativt lik. En bedre forståelse av den påviste forskjellen i netto driftskrav hos Lerøy og bransjen kan oppnås ved å dekomponere kravet i krav til henholdsvis *egenkapital*, *minoritet* og *netto finansiell gjeld*:

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Gjennomsnitt 2008-2013
Egenkapitalkrav Lerøy (ekk)	0,100	0,088	0,087	0,082	0,079	0,084	0,087
Egenkapitalkrav Bransjen (ekk)	0,099	0,089	0,089	0,088	0,081	0,085	0,089
Minoritetskrav Lerøy (mik)	0,120	0,108	0,107	0,102	0,099	0,104	0,107
Minoritetskrav Bransjen (mik)	0,109	0,099	0,099	0,098	0,091	0,095	0,099
Netto finansiell gjeldskrav Lerøy (nfgk)	0,059	0,029	0,029	0,037	0,036	0,028	0,036
Netto finansiell gjeldskrav Bransjen (nfgk)	0,057	0,027	0,026	0,029	0,033	0,022	0,032
Netto driftskrav Lerøy (ndk)	0,087	0,070	0,075	0,075	0,071	0,071	0,075
Netto driftskrav Bransjen (ndk)	0,083	0,066	0,069	0,069	0,065	0,066	0,070

Tabell 43: Sammenligning av avkastningskrav (Lerøy Seafood og «Bransjen»)

Av tabell 43 er det verdt å merke seg at det gjennomsnittlige egenkapitalkravet til Lerøy for analyseperioden er marginalt lavere enn tilsvarende krav for «bransjen». Dette momentet vil isolert sett virke i retning av et høyere netto driftskrav for «bransjen» enn for Lerøy. Når dette likevel ikke er tilfellet må forklaringen finnes andre steder. For det første har jeg for «bransjen» innberegnet en årlig likviditetspremie tilknyttet minoritetskravet på 1 % mot 2 % i Lerøy. Dette forklares av at «bransjen» i snitt har et mer spredt eierskap enn Lerøy. For det andre har «bransjen» et lavere netto finansielt gjeldskrav enn Lerøy. Dette skyldes primært at «bransjen» har en høyere andel finansielle eiendeler som presser netto finansiell gjeldsbetaen ned og i forlengelsen av det også senker netto driftsbetaen. Lerøy kan samtidig tenkes å ha en noe høyere driftsmessig risiko enn øvrige selskaper. Dette kan tenkes å ha sammenheng med at Lerøys satsning i nye produkt- og markedsområder er beheftet med noe større risiko enn salg i modne markeder. «Bransjen» har også noe høyere netto finansiell gearing, hvilket «presser netto driftskravet ned» siden netto finansiell gjeldskravet er lavere enn EK-kravet.

Det er imidlertid i denne sammenheng viktig å påpeke at endringer i gjeldsandelen over tid forventes å påvirke både gjeldskravet (*økt gjeldsandel* → *høyere gjeldskrav*) og egenkapitalkravet (*økt gjeldsandel* → *høyere egenkapitalkrav*). Basert på Miller & Modigliani forventes derfor ikke valget mellom gjelds- og egenkapitalfinansiering i særlig stor grad å påvirke det *veide netto driftskravet* i et effektivt fungerende kapitalmarked (Sættem & Gjerde, 2014c). De diskuterte justeringsmekanismene kan imidlertid forventes å foregå over noe tid, hvilket kan gi opphav til visse midlertidige avvik og periodiske variasjoner i netto driftskravet.

## Kapittel 8 - Analyse av lønnsomhet og strategisk fordel

Rentabiliteten til en kapital utgjør et forholdstall som uttrykker hvor mye den enkelte kapital kaster av seg i «prosentvis rente». Selskaper anses typisk som lønnsomme dersom selskapets egenkapitalrentabilitet ( $ekr$ ) overgår egenkapitalkravet ( $ekk$ ). Hvis dette er tilfellet sier man typisk at selskapet oppnår *superrentabilitet* (Knivsflå, 2012k). Dette innebærer videre at det enkelte selskap eller eventuelt bransjen som helhet evner å generere *strategisk fordeler*.

Lerøys strategiske fordel ble gjennom mine strategiske analyser i kapittel 4 anslått til å være 6-10 %. Fordelen ble delvis antatt å ha sitt opphav i bransjefordeler (4-7 %) og delvis interne ressursbaserte fordeler (2-3 %). I dette kapitelet vil jeg verifisere Lerøys antatte strategiske fordel gjennom forholdstallsanalyser. Jeg vil herunder vise til at fordelen enten kan relatere seg til forskjeller i selskapers oppnådde rentabilitet eller forskjeller i deres avkastningskrav. Videre kartlegges potensielle bakenforliggende forhold som kan forklare Lerøys strategiske fordel. Dette gjøres i form av en *strategisk rentabilitetsanalyse* der Lerøys superrentabilitet dekomponeres i en bransje- og en ressursfordel. Deretter klarlegges skillet mellom fordeler relatert til drift og finansiering gjennom en *strategisk drifts- og finansieringsanalyse*. Dette innebærer blant annet analyser av selskapenes kostnadsstruktur for å kartlegge og tallfeste på hvilke områder Lerøy virker å ha fordeler eller ulemper relativt til sine konkurrenter.

### 8.1 Historisk egenkapitalrentabilitet

Kapittelet vil her innledes med et anslag på Lerøys årlige *egenkapitalrentabilitet*. Denne vil sammen med det årlige *egenkapitalkravet* beregnet i kapittel 7 danne grunnlag for tallfesting av selskapets *superrentabilitet*. Egenkapitalrentabilitet utgjør enkelt fortalt «(..) *et forholdstall som viser selskapets avkastning på den investerte egenkapitalen, altså hvor stort resultat som oppnås per investert egenkapitalkrone*» (Sættem, 2006, s. 157). Relevant målestokk for egenkapitalrentabilitet vil her både utgjøre egenkapitalkravet og gjennomsnittlig rentabilitet i bransjen. Analysen tar videre utgangspunkt i *normalisert* EK-rentabilitet, da normaliserte tall anses som mest relevant for framskriving og dermed verdivurderingsformål. Videre beregnes rentabilitet på grunnlag av gjennomsnittlig kapital i året justert for opptjent kapital. Dette gir opphav til en *etterskuddsrente* og er konsistent med måten jeg tidligere beregnet egenkapitalkravet. Dermed antas *netto betalt utbytte* implisitt å bli utbetalt midt i året (Knivsflå, 2012k).

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

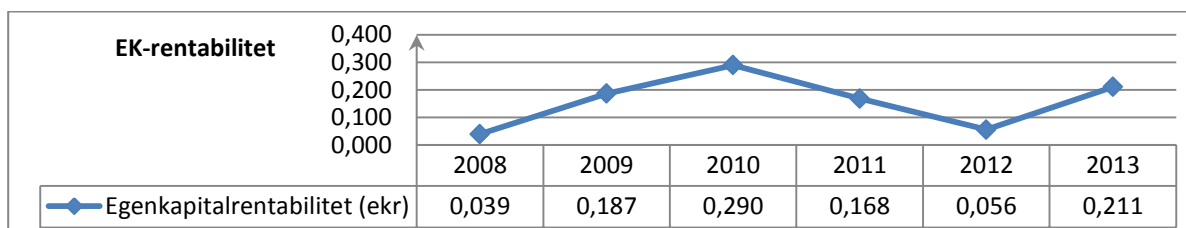
$ekr$  = Egenkapitalrentabilitet

$EK_{t-1}$  = Egenkapital i inngående balanse

$NRE$  = Normalisert nettoresultat til EK

$\Delta EK_t$  = Årets endring i egenkapitalen

### Utvikling i egenkapitalrentabilitet gjennom analyseperioden:



Figur 40: Utvikling i egenkapitalrentabilitet gjennom analyseperioden (Lerøy Seafood)

Utviklingen i Lerøys egenkapitalrentabilitet gjennom analyseperioden understreker et viktig karakteristikum ved oppdrettsnæringen, nemlig det faktum at lønnsomheten i bransjen følger et klart syklisk mønster. Under perioder med høye laksepriser oppnår Lerøy samtidig en høy egenkapitalrentabilitet som overgår ethvert «fornuftig» egenkapitalkrav. I perioder med lave laksepriser presses imidlertid marginene hardt og selskapets egenkapitalrentabilitet ligger på relativt lave nivåer. I avsnitt 2.5.5 avdekket jeg i denne forbindelse en svært robust relasjon mellom lakseprisen og Lerøys aksjekurs. Både 2010 og 2013 kjennetegnes som år med høy laksepris, mens lakseprisen i 2012 var lav og kun marginalt over Lerøys enhetskostnader per kilo. Det er videre verdt å påpeke at jeg ved beregningen av Lerøys egenkapitalrentabilitet har tatt utgangspunkt i *normalisert* og *justert* regnskapsinformasjon. Dette tilsier at «toppene og bunnene» i realiteten var større enn hva figur 40 indikerer. Normaliseringen har imidlertid ikke bidratt til «å viske ut» de tydelige sykliske svingningene i bransjen, hvilket heller ikke anses ønskelig for verdsettelsesformål og senere framskrivninger av regnskapsinformasjonen.

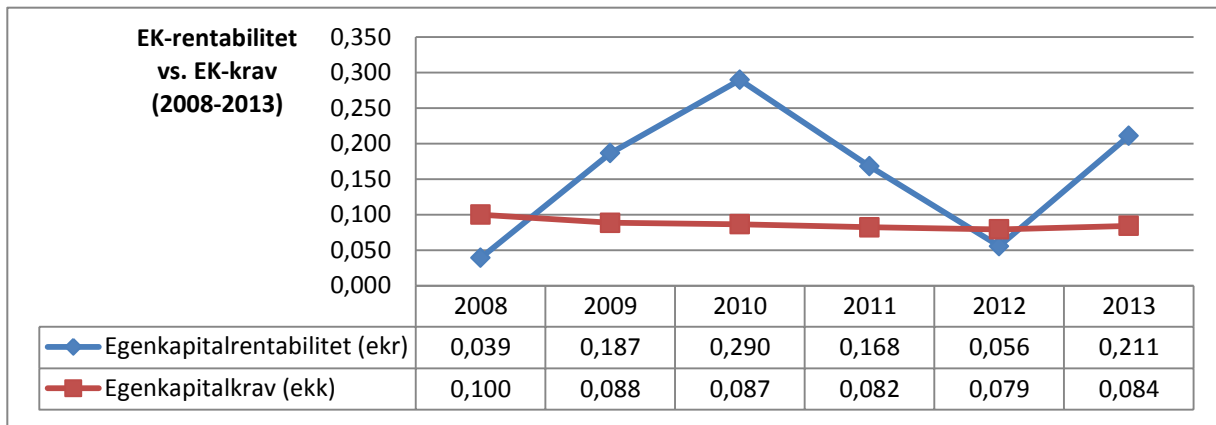
#### 8.1.1 Superrentabilitet

Et selskaps egenkapitalrentabilitet gir imidlertid i seg selv begrenset informasjon da den med fordel bør studeres relativt til en relevant målestokk som tar hensyn til risikoen tilknyttet den enkelte virksomhet og bransje. Jeg velger her først å studere utviklingen i årlig egenkapitalrentabilitet relativt til egenkapitalkravene som ble beregnet i avsnitt 7.2.6. Årlig og tidsvektet gjennomsnittlig superrentabilitet for analyseperioden er oppsummert ved følgende tabell:

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekting	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	
Egenkapitalrentabilitet (ekr)	0,039	0,187	0,290	0,168	0,056	0,211	0,164
- Egenkapitalkrav (ekk)	0,100	0,088	0,087	0,082	0,079	0,084	0,084
= Superrentabilitet	-0,061	0,098	0,203	0,086	-0,024	0,127	0,080

Tabell 44: Årlig og tidsvektet superrentabilitet for analyseperioden (Lerøy Seafood)

Det er herfra verdt å merke seg at Lerøy i fire av seks år i analyseperioden evnet å generere *superrentabilitet*. Sett bort fra årene 2008 og 2012 da både finanskrisen, statsgjeldskrisen og lave laksepriser markert svekket lønnsomheten i næringen overgikk egenkapitalrentabiliteten i alle år egenkapitalkravet med god margin. Figur 41, vist på neste side, er her illustrerende:



Figur 41: Egenkapitalrentabilitet vs. egenkapitalkrav (Lerøy Seafood)

Ved vektingen av årlig superrentabilitet har jeg her forsøkt å ivareta to viktige hensyn. For det første er det ønskelig at både gode og svake år vektlegges da dette vil gi et mest mulig rettviseende bilde av lønnsomhetsutviklingen til selskapet. Eksempelvis tillegges årene 2012 (svakt år) og 2013 (godt år) like stor vekt. For det andre er det ønskelig å legge mest vekt på nyere år. Dette skyldes at både Lerøy og oppdrettsnæringen generelt har opplevd sterk vekst i perioden blant annet gjennom flere betydelige oppkjøp og sammenslåinger. Dette tilsier at periodens senere år er mer representative for dagens lønnsomhet enn årene tidlig i perioden. Gitt denne vektingen har Lerøy en gjennomsnittlig superrentabilitet i perioden på 8 %. Dette må anses tilfredsstillende og i tråd med mine anslag på Lerøys strategisk fordel i kapittel 4.

Som diskutert er det imidlertid av interesse å dekomponere selskapets superrentabilitet for å finne ut om den kan relateres til forhold internt i selskapet eller forhold som er generelle for bransjen. Følgelig vil jeg nå gjøre en dekomponering av Lerøys beregnede superrentabilitet:

$$ekr - ekk = (ekr_B - ekk_B) + (ekr - ekr_B) + (ekk_B - ekk)$$

$ekr_B - ekk_B$  = "Superrentabilitet" til felles for bransjen (Bransjefordel)  
 $ekr - ekr_B$  = "Superrentabilitet" hos Lerøy relativt til bransjen (Intern ressursfordel 1)  
 $ekk_B - ekk$  = "Kravfordel" i Lerøy relativt til bransjen (Intern ressursfordel 2)

### 8.1.2 Ekstern bransjefordel

Andelen av Lerøys superrentabilitet som kan henføres generelle bransjefordeler beregnes her som differansen mellom bransjens egenkapitalrentabilitet og egenkapitalkravet i bransjen.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekting	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	
Egenkapitalrentabilitet i bransjen ( $ekr_B$ )	0,024	0,127	0,261	0,163	0,025	0,189	0,139
- Egenkapitalkrav i bransjen ( $ekk_B$ )	0,099	0,089	0,089	0,088	0,081	0,085	0,086
= "Superrentabilitet" i bransjen	-0,076	0,038	0,171	0,075	-0,055	0,104	0,053

Tabell 45: "Superrentabilitet" i bransjen (ekstern bransjefordel)



Det er her verdt å merke seg at hele 5,3 % av den beregnede strategiske fordel til Lerøy på 8 % kan henføres til forhold felles for bransjen. Dette er samtidig på nivå med mine anslag fra den strategiske analysen. Som drøftet antas konsesjonssystemets konkurransedempende virkning i denne forbindelse å utgjøre en nærliggende forklaring. Årlig superrentabilitet for «bransjen» synes videre å følge samme trendmessig mønster som for Lerøy der utviklingen i lakseprisen spiller den mest avgjørende rollen for den årlige egenkapitalrentabiliteten.

### 8.1.3 Intern ressursfordel

Superrentabilitet relatert til interne ressursbaserte forhold kommer her til uttrykk gjennom to ulike måltall. For det første kan det tenkes at Lerøy har en høyere egenkapitalrentabilitet enn gjennomsnittet i bransjen. Dette tilsier at Lerøy evner å oppnå et høyere resultat per investert egenkapitalkrone. For det andre kan tenkes at Lerøy har et lavere egenkapitalkrav enn hva tilfellet er for komparative selskaper. Dette kan på sin side skyldes at egenkapitalinvestorer anser risikoen ved å plassere midler i Lerøy som lavere enn i komparative selskaper. Det er i denne forbindelse viktig å presisere at jeg med bransjeinvesteringer tenker på investeringer i enkelt-selskaper slik at eventuelle risikoreducerende diversifiseringseffekter her sees bort fra.

#### *Egenkapitalrentabilitet med «bransjen» som målestokk (intern ressursfordel 1):*

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekting	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	
Egenkapitalrentabilitet Lerøy (ekr)	0,039	0,187	0,290	0,168	0,056	0,211	0,164
- Egenkapitalrentabilitet Bransjen (ekr <sub>B</sub> )	0,024	0,127	0,261	0,163	0,025	0,189	0,139
= "Superrentabilitet" (ekr-ekr <sub>B</sub> )	0,016	0,059	0,029	0,005	0,030	0,022	0,025

Tabell 46: Egenkapitalrentabilitet mot bransjegjennomsnittet (Lerøy Seafood)

Sammenlignet med «bransjen» viser det seg at Lerøy både for det enkelte år og basert på et tidsvektet gjennomsnitt for analyseperioden evner å oppnå en høyere egenkapitalrentabilitet. Fordelen synes å gjøre seg gjeldende både i år med god og svak lønnsomhet i bransjen som helhet. Den høyere egenkapitalrentabiliteten til Lerøy må sees i lys av *interne ressursforhold* i selskapet som gjør at Lerøys egenkapital kaster av seg en høyere avkastning enn bransjegjennomsnittet. Ved senere dekomponeringer av den påviste rentabilitetsfordelen vil jeg for øvrig nærmere drøfte *hvilke* interne ressurser som synes å skille Lerøy fra sine konkurrenter.

#### *Egenkapitalkrav med «bransjen» som målestokk (intern ressursfordel 2):*

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekting	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	
Egenkapitalkrav «Bransjen» (ekr <sub>B</sub> )	0,099	0,089	0,089	0,088	0,081	0,085	0,086
- Egenkapitalkrav Lerøy (ekr)	0,100	0,088	0,087	0,082	0,079	0,084	0,084
= Kravfordel Lerøy	-0,001	0,000	0,002	0,006	0,001	0,001	0,002

Tabell 47: Egenkapitalkrav mot bransjegjennomsnittet (Lerøy Seafood)

Tabell 47 illustrerer at Lerøy tilsynelatende har en marginal kravfordel på 0,2 % relativt til bransjen. Med en såpass liten margin mener jeg imidlertid at forskjellen ikke kan anses som signifikant blant annet på grunn av usikkerhet knyttet til estimeringen. Dette virker samtidig plausibelt ut fra et mer «kvalitativt ståsted». For det første kan det anføres at Lerøy og komparative selskapers driftsaktiviteter i hovedsak faller innenfor det samme forretningsområdet, hvilket tilsier at selskapene står overfor *felles risikofaktorer*. Dette kan eksempelvis sees ved at netto driftsbetaen og årlig justert egenkapitalbeta er relativt lik mellom Lerøy og komparative selskaper. For det andre avviker ikke Lerøys finansieringsstruktur i særlig stor grad fra bransjegjennomsnittet. For det tredje er både Lerøys og bransjens egenkapitalkrav beregnet basert på en felles risikofri rente og markedspremie. Følgelig taler en rekke faktorer for at Lerøys egenkapitalkrav over tid kan ventes å ligge omtrent på nivå med bransjesnittet.

#### 8.1.4 Oppsummering – Strategisk fordel

Som en avrunding på drøftelsen vedrørende Lerøys superrentabilitet gis det her et oversiktsbilde over kildene til selskapets antatte strategiske fordel. Som diskutert kan tallmaterialet til fordel sees i sammenheng med mine strategiske analyser presentert i utredningens kapittel 4:

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekting	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	
Bransjefordel ( $ekr_B - ekk_B$ )	-0,076	0,038	0,171	0,075	-0,055	0,104	0,053
+ Ressursfordel 1 ( $ekr - ekr_B$ )	0,016	0,059	0,029	0,005	0,030	0,022	0,025
+ Ressursfordel 2 ( $ekr - ekk_B$ )	-0,001	0,000	0,002	0,006	0,001	0,001	0,002
= Superrentabilitet ( $ekr - ekk$ )	-0,061	0,098	0,203	0,086	-0,024	0,127	0,080

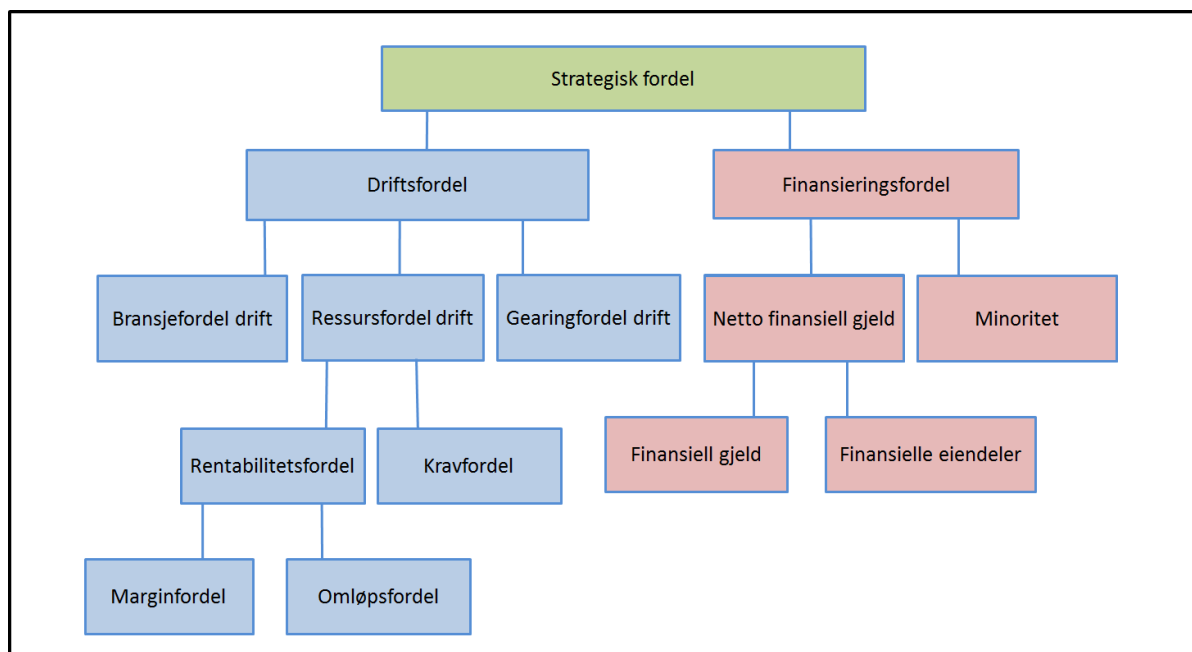
Tabell 48: Oppsummering - Dekomponering av Lerøys superrentabilitet

I senere kapiteler vil det drøftes nærmere hvorvidt Lerøys strategiske fordel vil kunne ventes å vedvare i fremtiden. Det er da viktig med nærmere kjennskap til fordelens opphav, samt de viktigste «driverne» til egenkapitalrentabiliteten. Dette vil derfor utgjøre temaet for de neste avsnittene der jeg samtidig vil vektlegge skillet mellom selskapets drift og finansiering.

## 8.2 Rammeverk for strategisk drifts- og finansieringsanalyse

For å oppnå bedre innsikt i de underliggende kildene til Lerøys historiske lønnsomhet vil det her foretas en dekomponering av Lerøys strategiske fordel. Drøftelsen tar utgangspunkt i en såkalt *strategisk drifts- og finansieringsanalyse* (Knivsflå, 2012k). At analyseformen anses *strategisk* innebærer at Lerøys historiske prestasjoner studeres relativt til en målestokk som i det følgende vil utgjøre bransjegjennomsnittet. Underveis i analysen vil jeg samtidig vurdere den *historiske utviklingen* til de relevante forholdstall. Den valgte analysemetoden innebærer samtidig at det gjøres et skarpere skille mellom selskapets *drifts- og finansieringsaktiviteter*.

### Rammeverk for strategisk drifts- og finansieringsanalyse:



Figur 42: Rammeverk for strategisk drifts- og finansieringsanalyse (Knivsflå, 2012, Forelesning 18 ss. 74-83)

I det følgende vil hver enkelt av de presenterte «fordelene» analyseres nærmere. Jeg innleder analysen med å dekomponere selskapets driftsfordel før jeg så analyserer eventuelle fordeler knyttet til Lerøys finansiering. Det påpekes i denne sammenheng at jeg velger å dekomponere Lerøys strategiske fordel med utgangspunkt i virksomhetens *netto driftskapital* som et anslag på selskapskapitalen. Dette anses fordelaktig da bruk av netto driftskapital åpner for en bedre rendyrking av fordeler knyttet til henholdsvis drift og finansiering. Analysen avsluttes så ved at jeg tallfester fordelene knyttet til den enkelte rubrikk i det presenterte rammeverket.

### 8.3 Driftsanalyse – bransje, ressurs og gearing

Virksomheters *driftsaktiviteter* utgjør vanligvis den viktigste kilden til eventuelle strategiske fordeler. Dette skyldes at *finansiering* sjeldent gir opphav til større strategisk fordeler siden det typisk er vanskelig å oppnå unormal avkastning i finansmarkedet (Knivsflå, 2012 1). Med selskapets «*rene driftsfordel*» mener jeg her fordeler knyttet til selskapets driftsaktiviteter *før* effekter av «gearing» er hensyntatt. Den rene driftsfordelen utgjør mer spesifikt differansen mellom selskapets netto driftsrentabilitet (ndr) og dets netto driftskrav (ndk). Netto driftsrentabiliteten viser hvor mye netto driftskapitalen eller netto driftseiendelene kaster av seg i prosent (Knivsflå, 2012 1). Selskapets rene driftsfordel dekomponeres så videre avhengig av om fordelen relaterer seg til eksterne bransjefordeler eller interne ressursfordeler. Figuren øverst på neste side oppsummerer de drøftede sammenhengene for videre dekomponeringer:

$$\text{Ren driftsfordel} = \text{ndr} - \text{ndk}$$

$$\text{Ren driftsfordel} = (\text{ndr}_B - \text{ndk}_B) + (\text{ndr} - \text{ndr}_B) + (\text{ndk}_B - \text{ndk})$$

$\text{ndr}_B - \text{ndk}_B$  = Bransjefordel drift (pga. høyere netto driftsrentabilitet enn netto driftskrav i bransjen)

$\text{ndr} - \text{ndr}_B$  = Ressursfordel drift (pga. høyere netto driftsrentabilitet hos Lerøy enn i bransjen)

$\text{ndk}_B - \text{ndk}$  = Ressursfordel drift (pga. lavere netto driftskrav hos Lerøy enn i bransjen)

## 8.4 Ren driftsfordel

Lerøys rene driftsfordel anslås her som differansen mellom selskapets netto driftsrentabilitet (ndr) og selskapets netto driftskrav (ndk). Som tidligere beregnes rentabilitet her på basis av gjennomsnittlig kapital justert for opptjent kapital gjennom året. Dette er samtidig konsistent med måten jeg tidligere beregnet Lerøys netto driftskrav (Knivsflå, 2012b):

$$\text{ndr} = \frac{\text{NDR}}{\text{NDK}_{IB} + \frac{\Delta\text{NDK} - \text{NDR}}{2}}$$

$\text{ndr}$  = netto driftsrentabilitet

$\text{NDK}_{IB}$  = Netto driftskapital i inngående balanse

$\text{NDR}$  = Netto driftsresultat

$\Delta\text{NDK}$  = Endring i netto driftskapital gjennom året

### Ren driftsfordel (Lerøy):

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekting	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	
Netto driftsrentabilitet (ndr)	0,046	0,138	0,220	0,128	0,048	0,166	0,128
- Netto driftskrav (ndk)	0,087	0,070	0,075	0,075	0,071	0,071	0,073
= Ren driftsfordel	-0,041	0,068	0,145	0,053	-0,023	0,095	0,055

Tabell 49: Ren driftsfordel (Lerøy Seafood)

Det tidsvektede gjennomsnittet viser at Lerøy genererte en *ren driftsfordel* på 5,5 % gjennom analyseperioden, hvilket må anses som sterkt. Lakseprisen utgjør igjen den mest avgjørende enkeltfaktoren for årlige driftsfordeler og gir opphav til betydelige årlige variasjoner i Lerøys driftsrentabilitet. For årene 2008 og 2012 utgjorde svært lave laksepriser hovedårsaken til at Lerøy oppnådde en negativ driftsfordel («driftsulempe»). I år med høye laksepriser (2010 og 2013) oppnår imidlertid Lerøy en svært høy netto driftsrentabilitet som bidrar til at selskapet perioden sett under ett genererte en stor positiv *ren driftsfordel*. Selskapets rene driftsfordel vil i det følgende bli nærmere analysert ved at fordelene dekomponeres i henholdsvis *bransjefordeler*, *interne ressursfordeler (margin og omløp)* og eventuelle *kravrelaterte fordeler*.

#### 8.4.1 Bransjefordel drift

En bransjefordel tilknyttet drift tilsier at bransjen som helhet har en netto driftsrentabilitet som overgår netto driftskravet i bransjen. Etterfølgende tabell viser utviklingen i den drifts-tilknyttede bransjefordelen gjennom analyseperioden:

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	Tidsvektet gjennomsnitt
	Vekting	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	
	Netto driftsrentabilitet bransjen ( $ndr_B$ )	0,034	0,094	0,190	0,119	0,032	0,153	0,110
-	Netto driftskrav bransjen ( $ndk_B$ )	0,083	0,066	0,069	0,069	0,065	0,066	0,067
=	Bransjefordel drift	-0,049	0,029	0,120	0,050	-0,033	0,087	0,042

Tabell 50: Bransjefordel drift

I perioden 2008-2013 oppnådde bransjeutvalget en tidsvektet gjennomsnittlig bransjefordel på 4,2 %. Ulike forhold kan bidra til å forklare denne fordelten. Eksternanalysen fra avsnitt 4.3 og 4.4 avslørte blant annet at konsesjonssystemet antas å ha en positiv effekt på priser og marginer i næringen ved at systemet utgjør en betydelig inngangsbarriere. En annen mulig forklaring kan være at sykdomssituasjonen i Chile i de første årene av analyseperioden hevet lakseprisene som en konsekvens av det fallende internasjonale laksetilbudet. I senere avsnitt vil det forøvrig drøftes nærmere hvorvidt den anslåtte bransjefordelen kan ventes å vedvare.

#### 8.4.2 Ressursfordel drift

Det er *særskilte interne ressurser* i Lerøy som potensielt kan gi opphav til eventuelle driftsrelaterte ressursfordeler. Dette tilsier at ressursfordelen øker dersom virksomheten har sterke sider relativt til sine konkurrenter, mens den reduseres dersom selskapet har svake sider. Det gjøres videre typisk et skille mellom to typer interne ressursfordeler. Fordelen kan for det første komme av at Lerøy oppnår høyere netto driftsrentabilitet enn bransjegjennomsnittet, mens den for det andre kan skyldes at Lerøy har en kravfordel relativt til sine konkurrenter.

#### Rentabilitetsfordel drift:

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	Tidsvektet gjennomsnitt
	Vekting	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	
	Netto driftsrentabilitet (ndr)	0,046	0,138	0,220	0,128	0,048	0,166	0,128
-	Bransjegjennomsnittet ( $ndr_B$ )	0,034	0,094	0,190	0,119	0,032	0,153	0,110
=	Rentabilitetsfordel drift	0,011	0,043	0,030	0,010	0,016	0,014	0,019

Tabell 51: Rentabilitetsfordel drift (Lerøy Seafood)

Tabell 51 illustrerer at Lerøy gjennom perioden har hatt en rentabilitetsfordel relativt til sine konkurrenter. For å avsløre kildene til at Lerøy oppnår en høyere netto driftsrentabilitet vil fordelten senere bli dekomponert i henholdsvis en *margin- og omløpsfordel*. Det er imidlertid verdt å merke seg at rentabilitetsfordelen til Lerøy synes å gjøre seg gjeldende uavhengig av om lakseprisen er høy eller lav. Dette indikerer at rentabilitetsfordelen relativt til «bransjen» virker å vedvare uavhengig av om næringen som helhet opplever gode eller svakere tider.

## Kravfordel drift:

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekting	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	
Netto driftskrav Bransjen (ndk <sub>B</sub> )	0,083	0,066	0,069	0,069	0,065	0,066	0,067
- Netto driftskrav Lerøy (ndk)	0,087	0,070	0,075	0,075	0,071	0,071	0,073
= Kravfordel drift	-0,003	-0,004	-0,005	-0,006	-0,006	-0,005	-0,005

Tabell 52: Kravfordel drift (Lerøy Seafood)

Tabell 52 viser at Lerøy gjennom analyseperioden virker å ha hatt en marginal *kravulempe* relativt til «bransjen» hva gjelder netto driftskravet. Ulempen på 0,5 % er likevel såpass lav at den neppe kan omtales som signifikant siden anslaget på netto driftskravet er basert på en rekke usikre parametere. Det er samtidig nærliggende å anta at selskaper som primært driver i samme forretningsområde har omtrent det samme netto driftskravet. Individuelle forskjeller mellom selskapene i driftsrisiko og kapitalstruktur *kan* imidlertid tenkes å gi opphav til visse forskjeller i netto driftskravet. Tallmaterialet mitt gir likevel ikke grunnlag for å hevde dette.

### 8.4.3 Marginfordel og omløpsfordel

Bakgrunnen for Lerøys rentabilitetsfordel må være at selskapet enten har særegne strategiske ressurser som ikke bransjen har eller at Lerøy har tilsvarende ressurser som bransjen, men en bedre evne til å utnytte disse (kapabiliteter). Følgelig er det av interesse å vurdere ressursene relativt til gjennomsnittsselskapet i bransjen. Dette gjennomføres her ved bruk av en såkalt *strategisk du-pont-analyse* der rentabilitetsfordelen til Lerøy dekomponeres i henholdsvis en marginfordel og en omløpsfordel relativt til bransjegjennomsnittet (Knivsflå, 2012 1):

$ndr = ndm * onde$	
$ndr - ndr_B = (ndm - ndm_B) * onde + (onde - onde_B) * ndm_B$	
<b>Omløpsfordel = <math>(ndm - ndm_B) * onde</math></b>	<b>Marginfordel = <math>(onde - onde_B) * ndm_B</math></b>
ndr = netto driftsrentabilitet (Lerøy)	ndr <sub>B</sub> = netto driftsrentabilitet (bransjen)
ndm = netto driftsmargin (Lerøy)	ndm <sub>B</sub> = netto driftsmargin (bransjen)
onde = omløpet til netto driftseiendelene (Lerøy)	onde <sub>B</sub> = omløpet til netto driftseiendelene (bransjen)

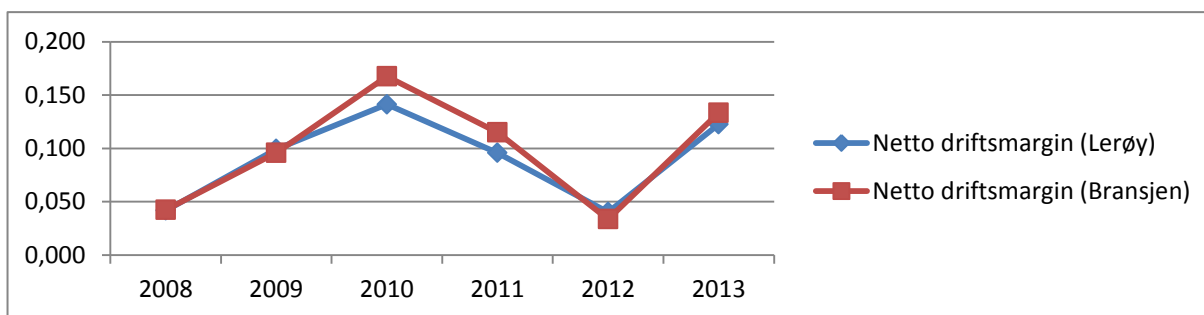
#### 8.4.3.1 Marginfordel

Netto driftsmarginen til en virksomhet måler selskapets evne til å skape netto driftsresultat per krone i driftsinntekt og utgjør følgelig et mål på selskapets lønnsomhet. En *marginfordel* innebærer at virksomheten som analyseres har lavere driftskostnader per krone driftsinntekt enn bransjegjennomsnittet. Selskapet oppnår dermed høyere netto driftsmargin enn bransjen.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekting	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	
Netto driftsmargin (ndm)	0,042	0,099	0,141	0,096	0,040	0,123	0,093
- Netto driftsmargin i bransjen (ndm <sub>b</sub> )	0,042	0,096	0,168	0,115	0,034	0,133	0,102
= Uvektet marginfordel	-0,001	0,003	-0,026	-0,019	0,007	-0,011	-0,009
* Omløpet til netto driftseiendeler (onde)	1,093	1,386	1,554	1,338	1,187	1,356	1,330
= Vektet marginfordel	-0,001	0,005	-0,041	-0,026	0,008	-0,014	-0,011

Tabell 53: Vektet marginfordel (Lerøy Seafood)

Tabell 53 viser at Lerøy for analyseperioden har hatt en *marginulempe* relativt til bransjen på 1,1 %. Dette tilsier at Lerøy har hatt høyere driftskostnader per krone driftsinntekter enn sine konkurrenter for perioden. Figur 43 viser videre at størrelsen på marginulempen har variert noe gjennom perioden og at Lerøy også har hatt marginfordeler i enkelte år som 2012. Netto driftsmarginen til både Lerøy og bransjen viser seg videre å være høyest i år med høy laksepris, hvilket samsvarer med en antakelse om forholdsvis stabile årlige produksjonskostnader.



Figur 43: Årlig netto driftsmargin (Lerøy og Bransjen)

For å gi et klarere bilde av *kildene* til Lerøys marginulempe dekomponeres ulempen her ved bruk av en såkalt «common size-analyse» av selskapets resultatregnskap (Knivsflå, 2012 1).

#### 8.4.3.1.1 Common size-analyse

Lerøys marginulempe må være skapt av ressurser som påfører selskapet en kostnadsulempe, hvilket innebærer at ulempen bør sees i sammenheng med funn fra mine strategiske analyser i kapittel 4. Common size-analyser innebærer at postene i selskapets netto driftsresultat blir uttrykt i prosent av driftsinntektene. Den enkelte regnskapspost sin andel av driftsinntektene sammenlignes så mot bransjegjennomsnittet. Denne tilnærmingen vil følgelig kunne åpne for mer spesifikke forklaringer på *opphavet* til Lerøys anslåtte *marginulempe*.

Common-size-analysen vist i tabell 54 (neste side) avslører at Lerøys marginulempe primært kan henføres til at selskapets varekostnader utgjør en større andel av driftsinntektene enn hva tilfellet er for de komparative virksomhetene. Dette kan ved første øyekast betraktes som noe overraskende tatt i betraktning at Lerøy utgjør landets nest største oppdrettsselskap og det følgelig kunne være å forvente at selskapet oppnår visse stordriftsfordeler ved innkjøp.

Det må imidlertid bemerkes at Lerøy har klart lavere omsetning enn Marine Harvest som her «dominerer» bransjeutvalget. Selv om Marine Harvest først nylig har startet opp egen forvirksomhet er det nærliggende å anta at selskapets størrelse i seg selv kan ha gitt opphav til noe lavere førkostnader enn hva tilfellet har vært for Lerøy. Drøftelser fra kapittel 2 avslørte samtidig at fiskefôr utgjør den desidert mest kostbare innsatsfaktoren i næringen (ca. 50 %).

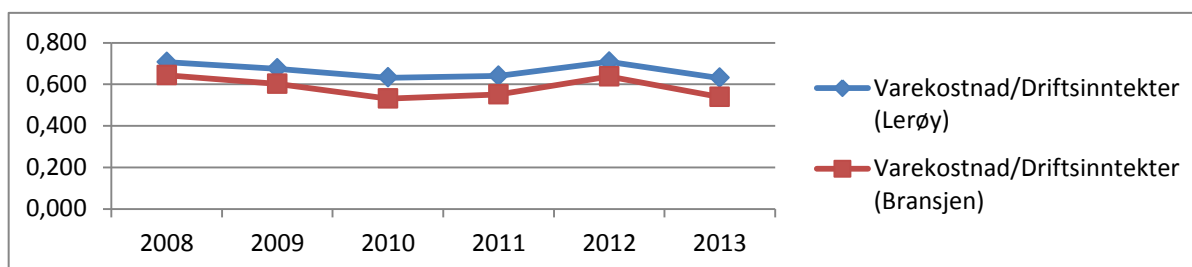
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Tidsvektet gjennomsnitt	Bransje- gjennomsnitt
Vekting	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %		
Driftsinntekter	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
- Varekostnader	0,707	0,675	0,632	0,640	0,708	0,630	0,660	0,576
- Lønn og personalkostnader	0,110	0,092	0,088	0,106	0,113	0,102	0,103	0,127
- Andre driftskostnader	0,096	0,079	0,078	0,094	0,094	0,093	0,090	0,130
- Avskrivinger	0,033	0,027	0,025	0,030	0,032	0,029	0,029	0,039
= Driftsresultat egen virksomhet	0,055	0,127	0,178	0,131	0,052	0,147	0,118	0,128
- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	0,016	0,036	0,051	0,037	0,015	0,042	0,034	0,036
= Netto driftsresultat i egen virksomhet	0,040	0,091	0,128	0,094	0,038	0,105	0,085	0,092
+ Nettoresultat fra tilknyttet virksomhet	0,002	0,008	0,014	0,002	0,003	0,018	0,009	0,010
= Netto driftsresultat	0,042	0,099	0,141	0,096	0,040	0,123	0,093	0,102

Tabell 54: "Common size" resultatregnskap – Dekomponering av Lerøys marginulempe

Marginulempen tilknyttet Lerøys vareforbruk oppveies imidlertid av at selskapet har ressursfordeler sammenlignet med bransjen for øvrige kostnadsposter. Herunder inkluderes særlig fordeler tilknyttet postene «*lønn og personalkostnader*» og «*andre driftskostnader*». Det er imidlertid av interesse å studere kostnadspostenes utvikling over tid for å kunne kartlegge potensielt viktige historiske utviklingstrender. Dette blir her gjort i form av *tidsserieanalyser* av Lerøy og bransjeutvalgets største og viktigste kostnadsposter.

### Varekostnader

Figur 44 viser utviklingen i varekostnadens andel av driftsinntektene for Lerøy og «bransje-gjennomsnittet» gjennom analyseperioden:



Figur 44: Varekostnadens andel av driftsinntektene (Lerøy og bransjen)

Det er herfra verdt å merke seg at varekostnadens andel av driftsinntektene virker å ligge forholdsvis stabilt omkring 65 % for Lerøy. Gjennom mine strategiske analyser fra kapittel 4 ble leverandørens forhandlingsmakt ansett som en mulig trussel for næringens lønnsomhet.



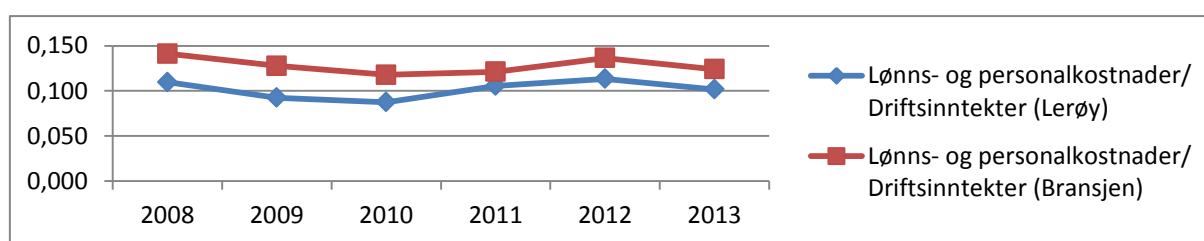
Dette støttes opp av figur 44 som indikerer at varekostnadene i *absolutte tall* blir høyere i år med god lønnsomhet i oppdrettsnæringen, slik at varekostnadens *andel* av driftsinntektene ligger stabilt. I år med høye laksepriser og god lønnsomhet i næringen synes det altså å være tilfellet at leverandørene samtidig legger beslag på en større andel av oppdrettssekskapenes resultater. Dette kan for eksempel skyldes at leverandørene i visshet om at lønnsomheten til selskapene er god ser sitt snitt til å heve forprisene for selv å ta del i oppgangskonjunkturen.

Varekostnadenes andel av driftsinntektene har videre vært høyere for Lerøy enn komparative selskaper gjennom hele analyseperioden. Dette mener jeg kan ha sammenheng med funn fra min strategiske analyse som avslørte at Lerøy trolig har en *strategisk ulempe* ved ikke selv å ha egen forvirksomhet. Dette kan tenkes å bety høyere forkostnader for Lerøy, hvilket vil kunne legge press på selskapets marginer. Det er heller ikke tegn på bedring av situasjonen over tid. Dette må følgelig anses som et faresignal for Lerøy som det vil være avgjørende for selskapet å håndtere i kommende år. Selskapets nylige investering i moderne smoltanlegg og de drøftede forskningsprosjektene tilknyttet egen forproduksjon kan i den forbindelse ventes å bli avgjørende og forhåpentligvis bidra til at marginulempen gradvis vil kunne bli redusert.

En annen mulighet er at marginulempen kan relatere seg til Lerøys satsning på nye produktområder som hvitfisk. Satsningen på slike produkter har de siste årene gitt svak lønnsomhet og lave marginer. Fremtidige videreutviklinger av produksjonsteknologien kan imidlertid på lengre sikt kunne gi opphav til høyere marginer på denne typen «nyere oppdrettsprodukter».

### Lønn- og personalkostnader

Utviklingen i lønns- og personalkostnadenes andel av driftsinntektene er illustrert i figur 45:



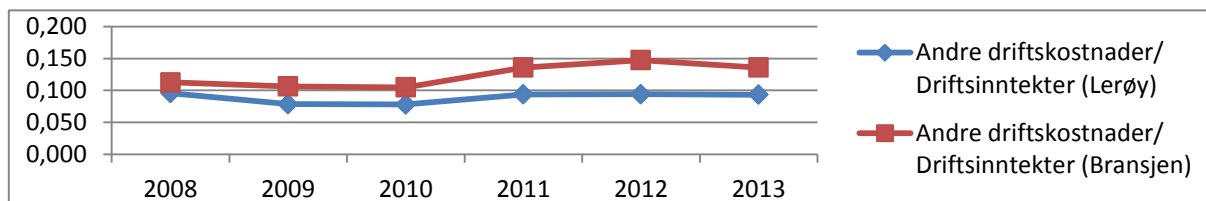
Figur 45: Lønns- og personalkostnadenes andel av driftsinntektene (Lerøy og bransjen)

Figur 45 viser at lønns- og personalkostnadene utgjør en lavere andel av driftsinntektene til Lerøy enn hva tilfellet er for konkurrentene. Mulige forklaringsfaktorer kan herunder utgjøre effektive organisatoriske prosesser og dyktige ansatte. Et faresignal er imidlertid at kostnadsfordelen gradvis har blitt redusert gjennom perioden. Samtidig har kostnadspostens andel av driftsinntektene økt for perioden 2010-2012. Dette kan trolig sees i lys av at en stor andel av selskapenes lønnskostnader er å anse som *faste kostnader*. Dette vil tilsi økte lønnskostnader relativt til driftsinntektene i 2011 og 2012 som konsekvens av lave laksepriser disse årene.

Høyere laksepriser og økte driftsinntekter i 2013 antas tilsvarende å være hovedforklaringen på at lønnskostnadenes andel av driftsinntektene viste en fallende trend gjennom fjoråret.

### **Andre driftskostnader**

Utviklingen i posten *andre driftskostnader* relativt til driftsinntektene er vist i følgende figur:

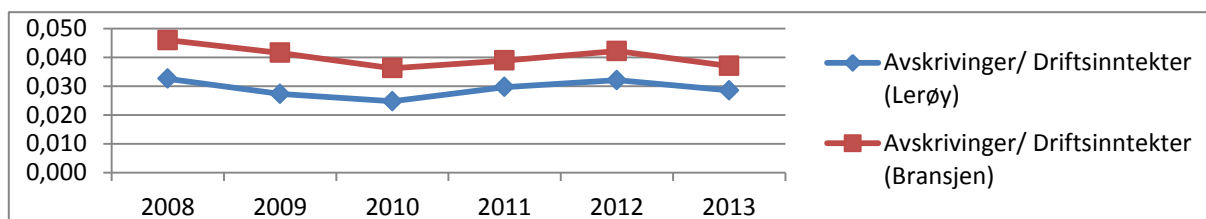


Figur 46: Andre driftskostnaders andel av driftsinntektene (Lerøy og bransjen)

*Andre driftskostnader* utgjør en sekkepost bestående av kostnader knyttet til blant annet leie, vedlikehold, strøm og forsikring. Figur 46 illustrerer at Lerøy virker å ha en kostnadsfordel på dette området. Fordelen er samtidig økende frem til 2013 da komparative virksomheter synes å ha utlignet noe av Lerøys fordel. Manglende spesifisering i selskapenes årsrapporter gjør det imidlertid vanskelig å spesifisere nærmere hva denne kostnadsfordelen skyldes.

### **Avskrivninger:**

Utviklingen i avskrivningenes historiske andel av driftsinntektene er vist gjennom figur 47:



Figur 47: Avskrivningenes andel av driftsinntektene (Lerøy og bransjen)

Ordinære avskrivninger utgjør en forholdsvis liten andel av totale kostnader både for Lerøy og bransjen generelt. Av figur 47 er det verdt å merke seg at Lerøy gjennom hele perioden har hatt en kostnadsfordel relativt til «bransjen» hva gjelder avskrivningene. Fordelen har dog gradvis blitt redusert. Forskjeller i avskrivningsprinsipper mellom selskaper og driftsmidlenes levealder kan tenkes å utgjøre plausible forklaringsfaktorer på fordelene. Det kan imidlertid også være tilfellet at Lerøy har gjort gunstige investeringer forut for eller gjennom perioden. Det er imidlertid viktig å påpeke at bransjens *raske oppkjøpstakt* og *betydelige investeringer* i perioden kan ha gitt opphav til periodiske avskrivningsforskjeller mellom selskaper uten at dette nødvendigvis direkte kan tilskrives effektivitetsrelaterte forhold i Lerøy direkte. Derfor avgrenses drøftelsen her til en erkjennelse av at Lerøy historisk synes å ha hatt en kostnadsfordel på området. Det er imidlertid vanskelig å finne gode argumenter for at den beregnede kostnadsfordelen til Lerøy tilknyttet avskrivningene vil kunne vedvare over tid.

### Oppsummering marginulempe:

Tabell 55 oppsummerer Lerøys marginulempe ved at jeg for hver post har beregnet avviket mellom postens andel av driftsinntektene for Lerøy og Bransjen. Til sist er omløpet til netto driftseiendelene brukt som vektingsgrunnlag for anslaget på Lerøys *vektede marginulempe*:

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Tidsvekta snitt	Vekt: onde	Vektet fordel
Vekting	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %			
Driftsinntekter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	1,330	0,000
- Varekostnader	0,064	0,073	0,101	0,089	0,071	0,091	0,084	1,330	0,112
- Lønn og personalkostnader	-0,032	-0,035	-0,030	0,016	-0,023	0,022	-0,024	1,330	-0,032
- Andre driftskostnader	-0,017	-0,028	-0,027	0,042	-0,054	0,043	-0,040	1,330	-0,053
- Avskrivning	-0,013	-0,014	-0,012	0,009	-0,010	0,008	-0,010	1,330	-0,014
= Driftsresultat egen virksomhet	-0,002	0,004	-0,032	0,022	0,015	0,018	-0,010	1,330	-0,013
- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	0,000	0,002	-0,008	0,006	0,004	0,005	-0,002	1,330	-0,003
= Netto driftsresultat i egen virksomhet	-0,002	0,002	-0,024	0,017	0,011	0,014	-0,007	1,330	-0,010
+ Nettoresultat fra tilknyttet virksomhet	0,001	0,001	-0,002	0,003	-0,004	0,003	-0,001	1,330	-0,001
= Netto driftsresultat	-0,001	0,003	-0,026	0,019	0,007	0,011	-0,009	1,330	-0,011

Tabell 55: Oppsummering marginfordel (Lerøy Seafood)

Hovedårsaken til Lerøys *marginulempe* i analyseperioden på 1,1 % tilskrives altså selskapets *høye varekostnader* relativt til konkurrentene. For øvrige poster har Lerøy *marginfordeler*.

### 8.4.3.2 Omløpsfordel

Omløpet til netto driftseiendelene måler selskapets evne til å generere driftsinntekt per krone investert i driften og utgjør følgelig et mål på *effektivitet* (Knivsflå, 2012 l). En *omløpsfordel* innebærer at selskapet har høyere driftsinntekter per solgte enhet eller lavere kapitalbinding per solgte enhet enn de komparative virksomhetene. Omløpsfordeler må følgelig være skapt av ressurser som gjør selskapet i stand til å oppnå høyere driftsinntekter per krone investert. Den vektede omløpsfordelen til Lerøy gjennom perioden er illustrert gjennom tabell 56:

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekting	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	
Omløpet til netto driftseiendeler (onde)	1,093	1,386	1,554	1,338	1,187	1,356	1,330
- Onde for bransjen (onde <sub>B</sub> )	0,811	0,984	1,132	1,032	0,950	1,143	1,039
= Uvektet omløpsfordel	0,282	0,401	0,421	0,306	0,237	0,212	0,291
* Netto driftsmargin i bransjen (ndm <sub>B</sub> )	0,042	0,096	0,168	0,115	0,034	0,133	0,102
= Vektet omløpsfordel	0,012	0,039	0,071	0,035	0,008	0,028	0,030

Tabell 56: Vektet omløpsfordel (Lerøy Seafood)

### Potensielle kilder til omløpsfordelen

Lerøy har gjennom analyseperioden hatt en tidsvektet omløpsfordel på 3 %. Dette innebærer at Lerøy har evnet å generere større driftsinntekter per krone investert i netto driftseiendelene enn «bransjen». For å kartlegge opphavet til omløpsfordelen analyseres her omløpet til netto driftseiendelene på enhetsnivå ved å anslå driftsinntekter og netto driftskapital *per solgt kilo*:

$$\text{Omløpet til netto driftseiendelene} = \frac{\text{Driftsinntekter}}{\text{Netto driftseiendeler}} = \frac{\text{Driftsinntekter per enhet (kg)}}{\text{Netto driftskapital per enhet (kg)}}$$

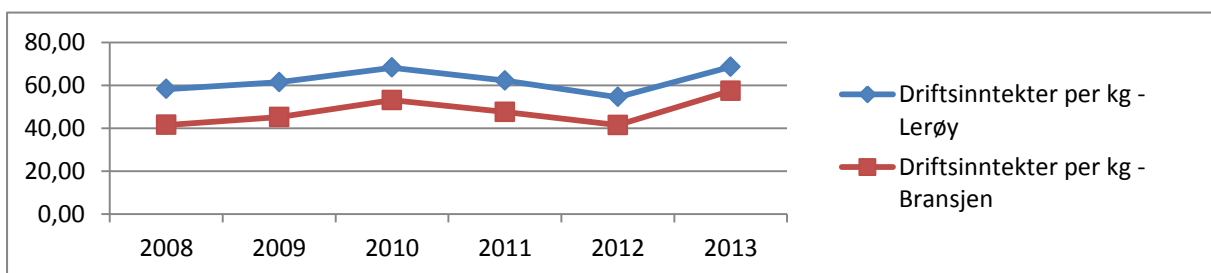
Uttrykket tilsier at omløpet til netto driftseiendelene vil øke med økte driftsinntekter per kilo og bli redusert med høyere netto driftskapital per kilo. Et generelt lavt spesifikasjonsnivå på fordelingen av driftsinntekter og volum på ulike produkter i selskapenes årsrapporter gjør det imidlertid vanskelig å gjøre presise beregninger på enhetsnivå. Selskapene oppgir i hovedsak kun årlige slaktevolum for sine salmonide arter (laks og ørret). Ved at disse produktene står for majoriteten av oppdrettsselskapenes totale produksjon kan det likevel gi en viss innsikt å analysere forholdet mellom de ulike selskapenes totale driftsinntekter og slaktet volum av salmonide arter (i tonn). Måltallet som da fremkommer kan tolkes som «realisert inntekt per kg slaktet laks og ørret». Siden de fleste norske havbruksaktørene i tillegg til salmonide arter også produserer andre fiskesorter er imidlertid ikke dette forholdstallet sammenlignbart med tidligere brukte måltall for «kiloprisen på laks». Fokuset må følgelig ligge på forholdstallets relative størrelse mellom Lerøy og «bransjen» snarere enn dets absolute størrelse.

#### **Driftsinntekter per kilo slaktet volum av laks og ørret:**

Tabell 57 illustrerer utviklingen i Lerøys og «bransjens» totale driftsinntekter per kilo slaktet laks og ørret gjennom analyseperioden. Volumenslagene (tonn salmonide arter) er her hentet fra oppdrettsselskapenes respektive årsrapporter for det enkelte år gjennom analyseperioden.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Tidsvektet snitt
Driftsinntekter (Lerøy)	6 054 293	7 473 587	8 884 914	9 162 813	9 097 146	10 764 763	9 180 850
Tonn salmonide arter (Lerøy)	104 100	121 700	130 300	147 500	167 000	156 980	147 415
Driftsinntekter per kilo – Lerøy	58,16	61,41	68,19	62,12	54,47	68,57	62,46
Driftsinntekter per kilo – Bransjen	41,50	45,15	53,07	47,54	41,36	57,34	48,73

Tabell 57: Driftsinntekter per kilo slaktet salmonide arter (Lerøy og Bransjen)



Figur 48: Driftsinntekter per kilo slaktet salmonide arter gjennom analyseperioden (Lerøy og Bransjen)

Det er herfra særlig verdt å merke seg at Lerøy gjennomgående oppnår høyere driftsinntekter per kg salmonide arter enn «bransjen». Dette kan virke overraskende tatt i betraktning mine tidligere funn om at laks og ørret kan anses som typiske *standardvarer* der man vil forvente at ulike selskaper oppnår omtrent samme pris. Av denne årsak finner jeg det hensiktsmessig å vurdere nærmere potensielle forklaringsfaktorer bak dette noe overraskende funnet:

- Lerøy har et bredere produktspekter enn øvrige konkurrenter og selskapets salmonide arter utgjør følgelig en lavere andel av Lerøys totalomsetning. Dette tilsier at volumanslaget i nevneren er «mer undervurdert» for Lerøy enn for øvrige virksomheter.
- Lerøy kan tenkes å oppnå høyere priser på andre produkter enn de salmonide, hvilket underbygges av at Lerøy har en større satsning på slike produkter enn konkurrentene.
- De forskjellige aktørene kan benytte noe ulike beregningsmetoder for «slaktevolum», hvilket kan gi forskjeller i måltallet som ikke nødvendigvis er effektivitetsbetingede eller har sammenheng med virksomhetenes evne til å oppnå høye produktpriser.
- Selskapene har sin omsetning fordelt på ulike geografiske markedsområder, hvilket kan tilsi at de ikke står over for de samme «gjennomsnittlige markedsprisene».
- Selskapene avviker noe innenfor grad av videreforedling og produktdifferensiering. Dette kan gi opphav til visse forskjeller i oppnådd *kvalitet* og *pris* på deres produkter.

Lerøys tilsynelatende fordel knyttet til oppnåelse av høyere driftsinntekter per kilo enn sine konkurrenter kan videre tolkes i sammenheng med funn fra mine strategiske analyser der jeg blant annet antydte at Lerøy var bedre enn «bransjen» innen *salg og markedsbygging*. Det kan eksempelvis tenkes at Lerøys styrke på dette området tilsier at selskapet har en større andel av sin omsetning i markeder med høyere betalingsvilje enn sine konkurrenter. Over tid er det imidlertid å forvente at konkurrentene vil øke sin eksponering mot denne typen markeder slik at prisen gradvis vil forventes å bli presset nedover. Momentet underbygges samtidig av at oppdrettsnæringens produkter i hovedsak kan betraktes som *standardvarer*. Lerøys antatte fordel innen markedsbygging og salg kan imidlertid tilsi at selskapet enten *tidligere* eller på en «*bedre måte*» evner å vurdere markedspotensial eller kundebehov i ulike markedsområder. Dette kan det tenkes å gi utslag i at Lerøy i alle fall for kortere perioder, evner å oppnå noe høyere gjennomsnittlige produktpriser enn konkurrentene. Hvis fordelene samtidig knytter seg til spesielt gode *organisatoriske prosesser* eller kompetansen kan anses som *erfaringsbasert* kan den samtidig tenkes å være vanskelig å imitere for konkurrentene. Dette kan tilsi at Lerøy likevel kan ha potensial til å ha en viss varig fordel hva gjelder *driftsinntekter per kilo*, men at fordelene på sikt må antas å bli lavere enn for analyseperioden.

Videre kan det tenkes at prisene som oppnås i andre produktkategorier enn de salmonide kan være høyere enn for laks og ørret. Dette er produktområder der Lerøy er sterkere eksponert enn komparative selskaper. Som tidligere diskutert har Lerøy tradisjonelt slitt lønnsomhetsmessig i disse produktmarkedene. Problemene har imidlertid primært vært relatert til forhold på kostnadssiden, der Lerøy har slitt med å utvikle konkurransedyktig produksjonsteknologi.

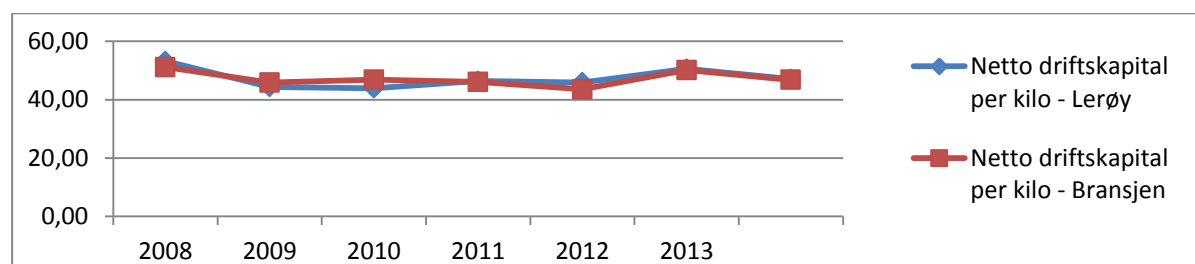
Samlet sett påpekes det igjen at Lerøys tilsynelatende fordel relatert til høyere driftsinntekter per kilo er bygget på usikre estimater og at måltallenes absolutte størrelse ikke kan tillegges særlig vekt. Videre mener jeg det ikke virker sannsynlig at den delen av Lerøys omløpsfordel som knytter seg til selskapets høyere driftsinntekter per kilo i sin helhet kan ventes å vedvare over tid. Momentet underbygges særlig av at næringens produkter primært er å betrakte som «standardvarer», hvilket tilsier et økt prispress i markedsområder der det periodisk oppnås høyere priser. Jeg mener likevel at deler av Lerøys fordel innen salg og markedsbygging vil kunne vedvare ut fra antakelsen om at Lerøy også fremover vil ha visse førstetrekkfordeler.

#### Netto driftskapital per kilo slaktet volum av laks og ørret:

Videre vurderes omløpsfordelen ved å sammenligne netto driftskapital per kilo slaktevolum av salmonide arter for Lerøy og komparative virksomheter:

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Tidsvektet snitt
Netto driftseiendeler (i tusen)	5 536 889	5 392 718	5 717 657	6 847 606	7 663 512	7 941 006	6 944 416
Tonn salmonide arter	104 100	121 700	130 300	147 500	167 000	156 980	147 415
Netto driftseiendeler per kilo – Lerøy	53,19	44,31	43,88	46,42	45,89	50,59	47,08
Netto driftseiendeler per kilo – Bransjen	51,15	45,87	46,86	46,08	43,55	50,15	46,81

Tabell 58: Netto driftskapital per kilo (Lerøy og Bransjen)



Figur 49: Netto driftskapital per kilo gjennom analyseperioden (Lerøy og Bransjen)

Som nevnt gir forholdstallet et mål på *effektivitet* ved at det uttrykker det enkelte selskapets kapitalbruk per slaktet kilo. Følgelig vil et lavt forholdstall her være positivt, da det tilsier at selskapet evner å produsere større volum for et gitt investeringsnivå. Dette tilsier at selskapet har gjort bedre investeringer per enhet produsert. Verdt å merke seg av figur 49 er at Lerøys kapitalbruk per kilo virker å ligge på nivå med bransjegjennomsnittet gjennom hele analyseperioden. Lerøy synes følgelig verken å ha effektivitetsfordeler eller effektivitetsulemper relativt til bransjen her. Dette kan tenkes å ha sammenheng med at norske oppdrettselskaper står overfor omtrent de samme markedsprisene på matfiskkonsesjonene i Norge. Potensielle stordriftsfordeler i produksjon eller Lerøys nylige investering i moderne produksjonsanlegg for smolt kunne imidlertid tenkes å ha gitt Lerøy visse effektivitetsfordeler på området. Det presenterte tallmaterialet gir imidlertid ikke støtte oppunder dette gjennom analyseperioden.

Samlet sett anser jeg det rimelig å anta at Lerøys kapitalbinding per enhet også fremover vil holde seg omtrent på nivå med bransjegenomsnittet gitt at dette har vært trenden over tid. Analysen av kildene til Lerøys omløpsfordel avslørte at fordelene relaterer seg til at selskapet oppnår høyere driftsinntekter per enhet, mens kapitalbruken per enhet er på bransjens nivå.

#### 8.4.4 Oppsummering – Ren driftsfordel

Basert på diskusjonene i de foregående avsnittene vil jeg her kort oppsummere opphavet til Lerøys rene driftsfordel som tidligere ble anslått til å være på 5,5 %.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekting	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	
Bransjefordel drift	-0,049	0,029	0,120	0,050	-0,033	0,087	0,042
+ Marginulempe drift	-0,001	0,005	-0,041	-0,026	0,008	-0,014	-0,011
+ Omløpsfordel drift	0,012	0,039	0,071	0,035	0,008	0,028	0,030
= Rentabilitetsfordel drift	0,011	0,043	0,030	0,010	0,016	0,014	0,019
+ Kravfordel drift	-0,003	-0,004	-0,005	-0,006	-0,006	-0,005	-0,005
= Ressursfordel drift	0,008	0,039	0,024	0,003	0,010	0,008	0,013
= Ren driftsfordel	-0,041	0,068	0,145	0,053	-0,023	0,095	0,055

Tabell 59: Dekomponering av «ren driftsfordel» (Lerøy Seafood)

Det er herfra særlig verdt å merke seg at hovedårsaken til Lerøys rene driftsfordel (ndr-ndk) er relatert til forhold felles for bransjen (4,2 %). Min strategiske analyse viste at konsesjons-systemets konkurransedempende effekt trolig utgjør den mest plausible forklaringsfaktoren. Lerøy har samtidig en intern ressursfordel i perioden på 1,3 % som i hovedsak knytter seg til selskapets omløpsfordel på 3 %. Lerøys antatte særegne kompetanse innen *salg og markedsbygging* ble i denne forbindelse ansett som en mulig forklaring på omløpsfordelen.

#### 8.5 Gearingfordel drift

Den rene driftsfordelen til Lerøy utgjør et forholdstall som hittil har blitt analysert uavhengig av ulike selskapers finansiering. Valget mellom egenkapital- og fremmedkapitalfinansiering vil imidlertid i praksis ha betydning for størrelsen på den *samlede* driftsfordelen. Årsaken til at en eventuell gearingfordel her anses som driftsmessig og ikke finansiell må sees i lys av at kilden til fordelene utgjør lønnsom drift. Følgelig vil fordelene eskalere med graden av gearing gitt at Lerøy i utgangspunktet har en positiv driftsfordel før gearing. Som tidligere benyttes også her gjennomsnittlig kapital justert for opptjent kapital gjennom året for beregningen av Lerøys netto finansielle gjeldsgrad og selskapets minoritetsgrad (Knivsflå, 2012g):

$$\text{Gearingfordel drift} = (\text{netto driftsrentabilitet} - \text{netto driftskrav}) * (\text{nfgg} + \text{mig})$$

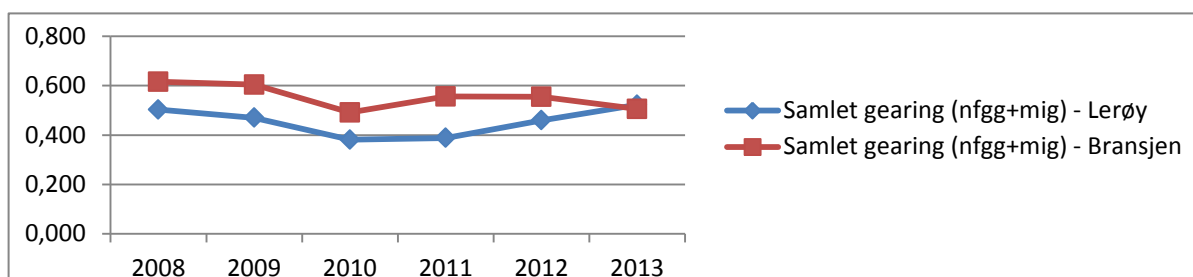
$$\text{nfgg (netto finansiell gjeldsgrad)} = \frac{\text{Netto finansiell gjeld}}{\text{Egenkapital}}$$

$$\text{mig (minoritetsgrad)} = \frac{\text{Minoritetsinteresser}}{\text{Egenkapital}}$$

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekting	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	
Ren driftsfordel (ndr-ndk)	-0,041	0,068	0,145	0,053	-0,023	0,095	0,055
* Netto finansiell gjeldsgrad (nfgg)	0,497	0,464	0,314	0,278	0,348	0,399	0,360
+ Ren driftsfordel (ndr-ndk)	-0,041	0,068	0,145	0,053	-0,023	0,095	0,055
* Minoritetsgrad (mig)	0,005	0,005	0,067	0,110	0,112	0,124	0,092
= Gearingfordel drift	-0,021	0,032	0,055	0,021	-0,010	0,050	0,024

Tabell 60: Gearingfordel drift (Lerøy Seafood)

Ettersom Lerøy perioden sett under ett har hatt en strategisk driftsfordel *før* gearing kan det anføres at det rent «driftsmessig» er fornuftig med høy gearing for å øke gearingfordelen og den *samlede* driftsfordelen. I år med *strategiske driftsulemper* (ndr < ndk) er imidlertid høy gearing ugunstig siden det vil kunne forsterke den svake lønnsomheten. Tatt i betraktning at Lerøy perioden sett under ett har hatt en *driftsfordel* er imidlertid høy gearing ønskelig. Figur 50 viser utviklingen i Lerøys og bransjens samlede gearing (nfgg + mig) i analyseperioden:



Figur 50: Samlet gearing (nfgg+mig) - Lerøy og bransjen

Det er herfra særlig verdt å merke seg at Lerøy frem til 2013 gjennomgående har hatt lavere gearing enn «bransjen». Tatt i betraktning at Lerøy har hatt en «*ren driftsfordel*» i store deler av perioden kan selskapets lave gearing isolert sett anses uheldig. Dette kan samtidig utgjøre en viktig årsak til at Lerøy gjennom 2013 økte sin samlede gearing markert her vist gjennom både en høyere netto finansiell gjeldsgrad og en høyere minoritetsgrad. Per 31/12-13 hadde Lerøy for første gang i perioden høyere gearing enn bransjegjennomsnittet. Tatt i betraktning den store *rene driftsfordelen* dette året kan utviklingstrekket anses gunstig. Hvis kommende år innebærer svakere lønnsomhet og *driftsulemper* vil imidlertid økt gearing være ugunstig.

#### **Miller og Modiglianis første proposisjon:**

Det er imidlertid viktig å påpeke at drøftelsen hittil har vært konsentrert om sammenhengen mellom selskapets *rene driftsfordeler* og valget av finansiering (gearing). I denne forbindelse er det viktig å merke seg at *verdien av selskapet* (egenkapitalen) forventes å forbli upåvirket av valgt gearing. Utsagnet bygger på Miller og Modiglianis første proposisjon som stadfester at «(..) *verdien av et selskap er uavhengig av hvordan det er finansiert*» (M&M, 1958).



Den rene «skaleringseffekten» økt gearing har på eventuelle rene driftsfordeler som følgelig hever den samlede driftsfordelen forteller med andre ord ikke hele historien. Dette skyldes at også kapitalkostnaden (avkastningskrav) over tid vil forventes å bli påvirket av et eventuelt valg om økt gearing. Etterfølgende uttrykk kan virke klargjørende for dette viktige funnet:

$$1) \text{ Driftsfordel } \uparrow = (\text{Netto driftsrentabilitet} - \text{Netto driftskrav}) * (1 + \frac{NFG}{EK} \uparrow + \frac{MI}{EK} \uparrow)$$

→ Høyere NFG/EK eller MI/EK, dvs. økt gearing, vil gi opphav til en høyere samlet driftsfordel gitt at den rene driftsfordelen i utgangspunktet er positiv. Selskapet kan dermed forsterke driftsfordelens virkning på strategisk fordel ved å øke gearingen.

$$2) \text{ Verdi egenkapital (konstant vekst)} = EK + \frac{(1 + \text{Driftsfordel } \uparrow)}{\text{Egenkapitalkrav } \uparrow - \text{Egenkapitalvekst}} * EK$$

→ Uttrykket over forutsetter at finansieringsfordelen er lik 0. Den økte gearingen gir opphav til en større strategisk driftsfordel for selskapet, men Miller og Modiglianis andre proposisjon (1958) stadfester at kapitalkostnaden kan forventes å øke i takt med selskapets gearing. Dette skyldes at driftsfordelen blir mer risikabel og gir seg utslag i en økt egenkapitalbeta og et økt egenkapitalkrav. Effekten av økt gearing på egenkapitalverdien vil følgelig forventes samlet sett å være tilnærmet lik 0.

## 8.6 Oppsummering – Samlet driftsfordel

Etter å ha dekomponert Lerøys samlede driftsfordel for analyseperioden gjennom foregående avsnitt vil jeg her gi en rask oppsummering av mine viktigste funn.

			2008	2009	2010	2011	2012	2013	Tidsvektet gjennomsnitt
	Vekting	Symbol	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	
	Bransjefordel drift	<i>ndrB-ndkB</i>	-0,049	0,029	0,120	0,050	-0,033	0,087	0,042
+	Ressursfordel drift	<i>ndr-ndrB+ndkB-ndk</i>	0,008	0,039	0,024	0,003	0,010	0,008	0,013
=	Ren driftsfordel	<i>ndr-ndk</i>	-0,041	0,068	0,145	0,053	-0,023	0,095	0,055
+	Gearingfordel drift	<i>(ndr-ndk)*(nfgg+mig)</i>	-0,021	0,032	0,055	0,021	-0,010	0,050	0,024
=	Samlet driftsfordel	<i>(ndr-ndk)*(1+nfgg+mig)</i>	-0,061	0,100	0,200	0,074	-0,033	0,145	0,080

Tabell 61: Dekomponering av samlet driftsfordel (Lerøy Seafood)

Som diskutert skyldes Lerøys rene driftsfordel i hovedsak fordeler som er felles for bransjen (4,2 %). Samtidig har Lerøy en ressursfordel på 1,3 % som primært relaterer seg til at Lerøys omløpsfordel overgår selskapets marginulempe. Omløpsfordelen knytter seg til at Lerøy har høyere driftsinntekter per kilo enn bransjen. Videre fant jeg at selskapet har en gearingfordel (2,4 %) som primært skyldes at Lerøys rene driftsfordel har overgått bransjeggjennomsnittet i analyseperioden. De tre forklaringsfaktorene gir opphav til en samlet driftsfordel for Lerøy i perioden på 8 %, hvilket vitner om et selskap med en svært god driftsrelatert lønnsomhet.

## 8.7 Finansieringsanalyse

Penman (2013,s.366) argumenterer for at virksomheters finansiering til fordel bør analyseres isolert fra selskapets drift. Mens driftsfordeler typisk utgjør *hovedforklaringen* på et selskaps strategiske fordel kan også dets *finansiering* være en kilde til potensielle fordeler. Knivsflå (2012m) anfører videre at det sjeldent er formålstjenlig å dekomponere mulige finansieringsfordeler videre ned i bransje- og ressursfordeler. Dette skyldes at målestokken for eventuelle finansieringsfordeler typisk utgjør *gjeldskravet* heller enn *bransjesnittet*. Bruk av *gjeldskrav* som relevant målestokk relaterer seg videre til at virksomheter sjeldent kan forvente å oppnå unormal avkastning gjennom deres finansielle disposisjoner i et effisient kapitalmarked.

Min finansieringsanalyse tar derfor her utgangspunkt i gjeldskravet som relevant målestokk. Eventuelle fordeler dekomponeres så ut fra deres opphav. Dette innebærer at jeg vil «spalte opp» fordelene avhengig av om de kan knyttes til selskapets netto finansielle gjeld eller eventuelt minoritetsinteressene. Drøftelsen kan oppsummeres ved følgende uttrykk (Knivsflå, 2012m):

$$\mathbf{Finansieringsfordel = (nfgk - nfgr) * nfgg + (mik - mir) * mig}$$

$nfgk = \text{netto finansiell gjeldskrav}$	$mik = \text{minoritetskrav}$
$nfgr = \text{netto finansiell gjeldsrentabilitet}$	$mir = \text{minoritetsrentabilitet}$
$nfgg = \text{netto finansiell gjeldsgrad} = \frac{\text{Netto finansiell gjeld}}{\text{Egenkapital}}$	$mig = \text{minoritetsgrad} = \frac{\text{Minoritetsinteresser}}{\text{Egenkapital}}$

Som drøftet utgjør netto finansiell gjeld selskapets finansielle gjeld fratrukket dets finansielle eiendeler. I det følgende vil jeg først analysere fordeler knyttet til Lerøys finansielle gjeld og finansielle eiendeler før jeg så tallfester finansieringsfordelen tilknyttet netto finansiell gjeld. En slik innfallsvinkel vil åpne for et bedre innsyn i de *bakenforliggende kildene* til fordeler som eventuelt skulle fremkomme relatert til Lerøys netto finansielle gjeld.

### 8.7.1 Finansieringsfordel - Finansiell gjeld

I avsnitt 7.3.1 ble Lerøys årlige finansielle gjeldskrav (fgk) estimert. Disse anslagene vil i det følgende utgjøre målestokken når jeg nå analyserer hvorvidt Lerøy har en finansieringsfordel tilknyttet finansiell gjeld. En finansieringsfordel vil her tilsi at finansiell gjeldskravet (fgk) er høyere enn lånerenten (fgr). Dette indikerer at det er fordelaktig for eiere å benytte finansiell gjeld ettersom denne typen finansiering da er å anse som «rimelig» (Penman, 2013, s. 367).

$$\mathbf{Finansieringsfordel\ finansiell\ gjeld = (fgk - fgr) * fgg}$$

$Finansiell\ gjeldskrav\ (fgk) = \text{risikofri rente} + \text{kredittrisikopremie (jf. avsnitt 7.3.1)}$
$Finansiell\ gjeldsrente\ (fgr) = \frac{\text{Netto finanskostnad}}{\text{Finansiell gjeld}_{IB} + (\Delta\text{Finansiell gjeld} - \text{Netto finanskostnad})/2}$
$Finansiell\ gjeldsgrad\ (fgg) = \frac{\text{Finansiell gjeld}_{IB} + (\Delta\text{Finansiell gjeld} - \text{Netto finanskostnad})/2}{\text{Egenkapital}_{IB} + (\Delta\text{Egenkapital} - \text{Nettoresultat til egenkapital})/2}$

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekting	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	
Finansiell gjeldskrav (fgk)	0,056	0,026	0,023	0,027	0,027	0,023	0,027
- Finansiell gjeldsrente (fgr)	0,057	0,030	0,025	0,030	0,029	0,032	0,031
= Finansiell gjeldsrentefordel	-0,002	-0,004	-0,001	-0,003	-0,002	-0,009	-0,004
* Finansiell gjeldsgrad (fgg)	0,634	0,626	0,573	0,584	0,611	0,600	0,600
= Finansieringsfordel finansiell gjeld	-0,001	-0,002	-0,001	-0,002	-0,001	-0,005	-0,003

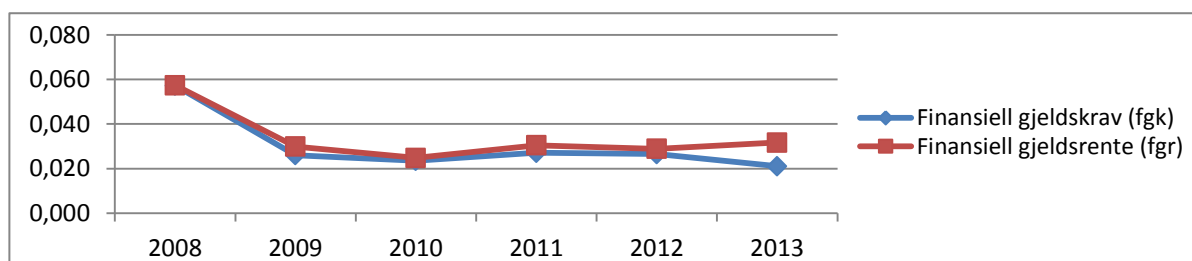
Tabell 62: Finansieringsulempe finansiell gjeld (Lerøy Seafood)

Fra tabell 62 er det verdt å merke seg at Lerøy gjennom perioden gjennomgående har hatt en *finansieringsulempe* tilknyttet finansiell gjeld. Ulempen er imidlertid helt marginal, hvilket kan sees av den tidsvektede finansieringsulempen på 0,3 % for perioden sett under ett. Dette innebærer at ulempen neppe kan anses signifikant hvilket samtidig er på linje med antakelser om at det typisk vil være vanskelig å oppnå unormal avkastning i et effisient kapitalmarked.

Et potensielt faresignal er likevel at gjeldsrenteulempen til Lerøy har vokst gjennom fjoråret. Utviklingstrekket må sees i sammenheng med fallet i risikofri rente dette året som har bidratt til å senke finansiell gjeldskravet. Lerøy har imidlertid ikke opplevd et tilsvarende fall i sine lånerenter, hvilket trolig henger sammen med at bankene tidvis er motvillige til å senke lånerenten som konsekvens av fallende NIBOR-renter. For året 2013 kan dette blant annet sees i sammenheng med bankenes nye krav til *motsyklisk egenkapitalbuffer* (Klovland, 2013).

En annen potensiell forklaring kan være at den balanseførte verdien på finansiell gjeld kan være undervurdert, hvilket tilsier at gjeldsrentabiliteten er overvurdert. Nærmere vurderinger av noteinformasjon i selskapets årsrapporter og det faktum at Lerøy regnskapsfører etter det *verdibaserte* IFRS-idealet medførte imidlertid at jeg ikke valgte å foreta justeringer av målefeil tilknyttet selskapets finansiell gjeld i avsnitt 5.5.2. På lengre sikt er det samtidig rimelig å forvente at konkurranse bankene mellom gjør at Lerøys gjennomsnittlige lånerente gradvis igjen vil kunne falle ned mot selskapets anslåtte finansielle gjeldskrav.

#### **Finansiell gjeldsrente og finansiell gjeldskrav gjennom analyseperioden (Lerøy Seafood):**



Figur 51: Historisk utvikling i finansiell gjeldsrente og finansiell gjeldskrav (Lerøy Seafood)

## 8.7.2 Finansieringsfordel - Finansielle eiendeler

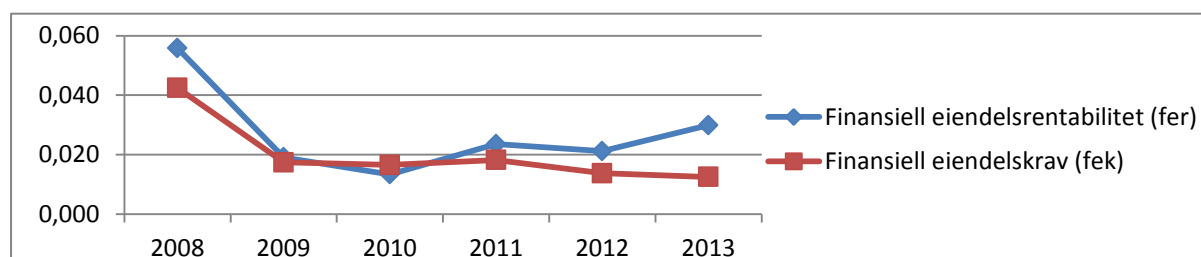
En finansieringsfordel tilknyttet selskapets finansielle eiendeler innebærer at rentabiliteten til Lerøys finansielle eiendeler overgår finansiell eiendelskravet, som ble anslått i avsnitt 7.3.2. Dette tilsier følgelig at selskapet har fordeler ved å inneha slike eiendeler (Knivsfå, 2012m):

$$\begin{aligned}
 & \textbf{Finansieringsfordel finansielle eiendeler (FFFE)} = (fer - fek) * feg \\
 & \text{Finansiell eiendelskrav} = \text{risikofri rente} + \text{finansiell eiendelsbeta} * \text{markedspremie (jf. avsnitt 7.3.2)} \\
 & \text{Finansiell eiendelsrentabilitet} = \frac{\text{Netto finansinntekt}}{\text{Finansiell eiendeler}_{IB} + (\Delta \text{Finansiell eiendeler} - \text{Netto finansinntekt})/2} \\
 & \text{Finansiell eiendelsgrad} = \frac{\text{Finansiell eiendeler}_{IB} + (\Delta \text{Finansiell eiendeler} - \text{Netto finansinntekt})/2}{\text{Egenkapital}_{IB} + (\Delta \text{Egenkapital} - \text{Nettoresultat til egenkapital})/2}
 \end{aligned}$$

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekting	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	
Finansiell eiendelsrentabilitet (fer)	0,056	0,019	0,013	0,023	0,021	0,030	0,024
- Finansiell eiendelskrav (fek)	0,042	0,017	0,017	0,018	0,014	0,012	0,023
= Finansiell eiendelsrentabilitetsfordel	0,013	0,002	-0,003	0,005	0,007	0,017	0,001
* Finansiell eiendelsgrad (feg)	0,137	0,162	0,260	0,306	0,263	0,201	0,239
= Finansieringsfordel finansielle eiendeler	0,002	0,000	-0,001	0,002	0,002	0,003	0,002

Tabell 63: Finansieringsfordel finansielle eiendeler (Lerøy Seafood)

Det tidsvektede gjennomsnittet for analyseperioden viser at Lerøy har hatt en marginal fordel på 0,2 % tilknyttet sine finansielle eiendeler. Tatt estimeringsusikkerheten i betraktning kan imidlertid heller ikke denne fordelten anses signifikant. Igjen bekreftes således antakelsen om at det vanskelig kan oppnås unormalt høy avkastning i finansmarkedet. Det er samtidig verdt å merke seg at rentabiliteten varierer noe omkring kravet for det enkelte år. Dette kan ha sammenheng med at Lerøys portefølje av finansielle eiendeler neppe er perfekt diversifisert hvilket vil kunne gi opphav til mer eller mindre tilfeldige variasjoner i årlig avkastning. Over lengre tid er det imidlertid nærliggende å forvente at Lerøy oppnår en avkastning omtrent på høyde med kravet. Det er samtidig verdt å merke seg at den finansielle eiendelsrentabilitetsfordelen har økt de siste årene. Dette kan enten skyldes særlig gode finansielle investeringer fra Lerøy eller eventuelt være et resultat av «tilfeldigheter». Fordelen kan uansett opphavet neppe ventes å vedvare over tid gitt antakelser om et forholdsvis effisient finansmarked.



Tabell 64: Finansieringsfordel finansielle eiendeler i budsjettperioden (Lerøy Seafood)

### 8.7.3 Finansieringsfordel – Netto finansiell gjeld

Etter å ha anslått finansieringsfordelen relatert til finansiell gjeld og finansielle eiendeler kan Lerøys finansieringsfordel tilknyttet *netto finansiell gjeld* videre tallfestes som den balansevektede differansen mellom fordeler relatert til finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Rent matematisk tar beregningen utgangspunkt i følgende formeluttrykk (Knivsflå, 2012m):

$$\text{Finansieringsfordel netto finansiell gjeld (FFNFG)} = (nfgk - nfggr) * nfgg$$

$$\text{Netto finansiell gjeldskrav (nfgk)} = f_{gk} * \frac{FG}{NFG} - f_{ek} * \frac{FE}{NFG} \quad (\text{jf. avsnitt 7.3.3})$$

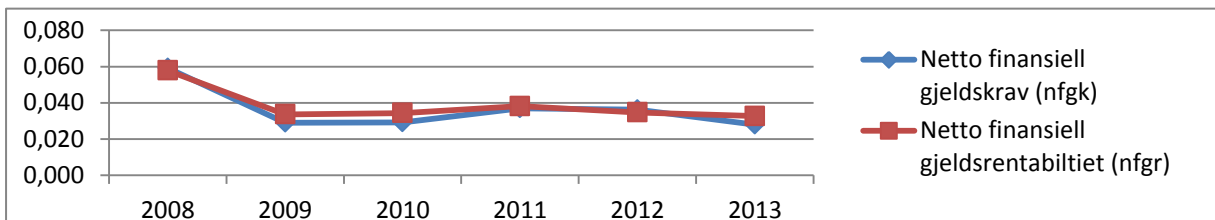
$$\text{Netto finansiell gjeldsrentabilitet (nfggr)} = \frac{NFK - NFI}{NFG_{IB} + (\Delta NFG - NFK + NFI)/2}$$

$$\text{Netto finansiell gjeldsgrad (nfgg)} = \frac{NFG_{IB} + (\Delta NFG - NFK + NFI)/2}{EK_{IB} + (\Delta EK - NRE)/2}$$

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekting	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	
Netto finansiell gjeldskrav (nfgk)	0,059	0,029	0,029	0,037	0,036	0,028	0,034
- Netto finansiell gjeldsrentabilitet (nfggr)	0,058	0,034	0,034	0,038	0,035	0,033	0,036
= Netto finansiell gjeldsrentefordel	0,001	-0,005	-0,005	0,001	0,001	-0,005	-0,002
* Netto finansiell gjeldsgrad (nfgg)	0,497	0,464	0,314	0,278	0,348	0,399	0,360
= Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	0,001	-0,002	-0,002	0,000	0,001	-0,002	-0,001

Tabell 65: Finansieringsfordel netto finansiell gjeld (Lerøy Seafood)

Beregningene viser at Lerøy hadde en tidsvektet gjennomsnittlig *finansieringsulempe* relatert til netto finansielle gjeld i analyseperioden på 0,1 %. Som tidligere kan imidlertid en fordel i denne størrelsen neppe anses som signifikant, hvilket samtidig sammenfaller med hypotesen om at en eventuell finansieringsfordel tilknyttet netto finansiell gjeld i beste fall er marginal. Dette synes samtidig plausibelt tatt i betraktning at konkurransen i finansmarkedet typisk er stor. Verken låntakere eller aksjonærer kan typisk vente å oppnå lånerenter eller avkastningsnivåer som avviker mye fra kravet (Knivsflå, 2012m). Samtidig regnskapsfører Lerøy etter IFRS hvilket innebærer at netto finansiell gjeld i prinsippet skal rapporteres til virkelig verdi. Dette tilsier at normalisert nettorente i teorien vil utgjøre et mål på kravet (Knivsflå, 2012m).



Figur 52: Netto finansiell gjeldsrentefordel (Lerøy Seafood)

At netto finansiell gjeldsrenten ligger omtrent på nivå med det tilhørende gjeldskravet tilsier at Lerøy i utgangspunktet er indifferent vedrørende bruk av finansiell gjeld da denne virker å være priset i samsvar med Lerøys estimerte likviditets- og soliditetsrisiko (*syntetisk rating*).

#### 8.7.4 Finansieringsfordel – Minoritetsinteresser

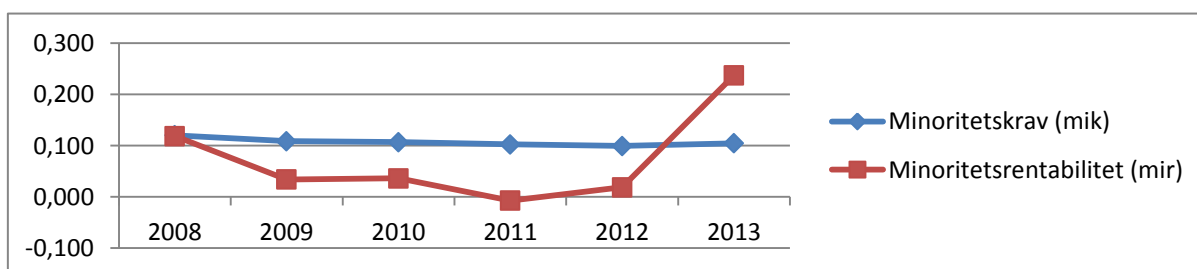
Det vil typisk være en fordel for majoritetseierne i et selskap «å ha» minoritetsinteresser hvis minoritetskravet er lavere enn minoritetsrentabiliteten. Dette tilsier at minoritetseierne bidrar til å dekke eventuelle tap i datterselskap. Hvis minoritetsrentabiliteten derimot skulle overgå minoritetskravet er minoritetsseierskap å anse som en «kostbar» kilde til finansiering. Lerøys finansieringsfordel tilknyttet minoritetsinteressene er som tidligere her beregnet på grunnlag av gjennomsnittlig minoritetskapital justert for opptjente minoritetsresultater gjennom året:

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekting	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	
Minoritetskrav (mik)	0,117	0,104	0,103	0,098	0,094	0,092	0,098
- Minoritetsrentabilitet (mir)	0,119	0,034	0,036	-0,007	0,019	0,237	0,077
= Minoritetsrentabilitetsfordel	-0,001	0,070	0,067	0,106	0,076	-0,146	0,021
* Minoritetsgrad (mig)	0,005	0,005	0,067	0,110	0,112	0,124	0,092
= Finansieringsfordel minoritetsinteresser	0,000	0,000	0,004	0,012	0,008	-0,018	0,001

Tabell 66: Finansieringsfordel minoritetsinteresser (Lerøy Seafood)

Det tidsvektede gjennomsnittet for analyseperioden viser at selskapet oppnådde en marginal finansieringsfordel tilknyttet minoritetsinteressene på 0,1 %. Minoritetsfordelen er imidlertid neppe tilstrekkelig stor til å kunne anses signifikant. Følgelig er det grunnlag til å forkaste en nullhypotese om at Lerøy har en finansieringsfordel tilknyttet sine minoritetsinteresser.

Bak det tidsvektede gjennomsnittstallet skjuler det seg imidlertid en urovekkende utviklingstrend. Mens minoritetsinteressene gav en positiv rentabilitetsfordel i årene frem til 2013, ble denne fordelten omgjort til en klar ulempe i 2013. Dette utviklingstrekket må likevel primært sees i sammenheng med oppkjøpet av Villa Organic våren 2013 som gav Lerøy en eierandel på 49,4 % i selskapet. Siden beregninger av minoritetsrentabiliteten her har tatt utgangspunkt i gjennomsnittlig kapital for året og denne investeringen ikke var balanseført 31/12-12, kan det anføres at investert kapital er undervurdert og følgelig at minoritetsrentabiliteten er overvurdert. Dette kunne vært justert som en målefeil i avsnitt 5.5, men ble ikke gjort da fokuset da lå på de antatt viktigste justeringene og minoritetsinteressene historisk har vist seg å være relativt små. I forbindelse med utarbeidelsen av *verdibaserte fremtidsregnskap* i kapittel 11 vil det imidlertid nærmere vurderes hvorvidt minoritetsinteressene til fordel bør oppjusteres.



Figur 53: Finansieringsfordel minoritetsinteresser (Lerøy Seafood)

Etter hittil å ha studert kildene til Lerøys finansieringsfordel isolert sett vil jeg her summere de ulike fordelene og ulempene for på den måten å anslå Lerøys *samlede finansieringsfordel*. Disse beregningene er vist i tabell 67 og avslører en tidsvektet gjennomsnittlig finansieringsfordel på 0 % for Lerøy. Dette tilsier at Lerøy verken kan sies å inneha fordeler eller ulemper ved sin finansiering. Resultatet samsvarer således godt med forventningen om at det primært er selskapets *driftsaktiviteter* og ikke *finansieringen* som gir opphav til strategiske fordeler.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekting	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	
Finansieringsfordel finansiell gjeld	0,000	-0,002	-0,001	-0,002	-0,001	-0,006	-0,003
+ Finansieringsfordel finansielle eiendeler	0,002	0,000	-0,001	0,002	0,002	0,004	0,002
= Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	0,002	-0,002	-0,002	0,000	0,001	-0,003	-0,001
+ Finansieringsfordel minoritetsinteresser	0,000	0,000	0,004	0,012	0,008	-0,018	0,001
= Samlet finansieringsfordel (Lerøy Seafood)	0,002	-0,002	0,003	0,011	0,009	-0,021	0,000

Tabell 67: Dekomponering av samlet finansieringsfordel (Lerøy Seafood)

## 8.8 Oppsummering – Strategisk fordel

Gjennom mine strategiske drifts- og finansieringsanalyser har jeg detaljert kartlagt opphavet til Lerøys *strategiske fordel*. Selskapets *superrentabilitet* ble i avsnitt 8.1 beregnet til å være 8 %. Basert på innsikt opparbeidet i dette kapitlet kan denne nå dekomponeres som følger:

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	Tidsvektet snitt
Vekting	SYMBOL	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	
Bransjefordel drift	ndrB-ndkB	-0,049	0,029	0,120	0,050	-0,033	0,087	0,042
+ Ressursfordel drift	ndr-ndrB+ndkB-ndk	0,008	0,039	0,024	0,003	0,010	0,008	0,013
+ Gearingfordel drift	(ndr-ndk)*(nfgg+mig)	-0,021	0,032	0,055	0,021	-0,010	0,050	0,024
= Driftsfordel		-0,061	0,100	0,200	0,074	-0,033	0,145	0,080
+ Finansieringsfordel NFG	(nfgk-nfgr)*nfgg	0,001	-0,002	-0,002	0,000	0,001	-0,002	-0,001
+ Finansieringsfordel MI	(mik-mir)*mig	0,000	0,000	0,005	0,012	0,009	-0,016	0,001
= Strategisk fordel	ekr-ekk	-0,061	0,098	0,203	0,086	-0,024	0,127	0,080

Tabell 68: Oppsummering - Strategisk fordel og superrentabilitet (Lerøy Seafood)

### *Vil den strategiske fordelen kunne vedvare over tid?*

Som diskutert utgjør *bransjefordeler* tilknyttet drift den mest avgjørende kilden til selskapets strategiske fordel (4,2 %). Konesjonssystemets konkurransedepende effekt på næringen ble antatt å utgjøre hovedforklaringen på denne fordelen ved at systemet antas å utgjøre en betydelig inngangsbarriere. Konesjonssystemet vil følgelig virke i retning av redusert intern rivalisering i bransjen. Med et økende fokus på miljøhensyn både nasjonalt og internasjonalt er det samtidig nærliggende å anta at konesjonssystemet vil bli videreført i fremtiden. Dette tilsier at konesjonssystemet kan ventes å gi opphav til visse *varige fordeler*. Forventninger om økt konkurranse fra landbaserte anlegg og fremtidige satsninger innen havbasert oppdrett i internasjonale farvann antas imidlertid å legge et betydelig press på marginene i næringen.

Dette tilsier at konsesjonssystemets antatte gunstige effekt på prisene i næringen over tid må forventes å bli kraftig redusert. Videre vil det fremtidige produksjonsvolumet i utenlandske oppdrettsnasjoner som Chile og Skottland være av stor betydning for prisene og marginene som oppnås. Andre fremtidige usikkerhetsmomenter kan utgjøre eventuelle sykdomsutbrudd i norske eller utenlandske anlegg eller fremtidige handelssanksjoner fra land som Russland og Kina. Videre tilsier lakseprisens historisk høye volatilitet at oppdrettsnæringen trolig også i fremtiden vil måtte belage seg på store årlige lønnsomhetsmessige variasjoner. På lang sikt mener jeg likevel at en *varig driftsrelatert bransjefordel* på omtrent 1,2 % kan opprettholdes.

Hovedforklaringen på Lerøys *interne ressursfordel* (1,3 %) relaterte seg til at Lerøy gjennom analyseperioden oppnådde høyere driftsinntekter per kilo salmonide arter enn konkurrentene. Fordelen var derfor å betrakte som en *omløpsfordel* (3 %). Jeg argumenterte med at fordelene trolig primært knyttet seg til Lerøys særegne kompetanse innen *salg og markedsbygging*. Det faktum at ressursen ble ansett *erfaringsbasert* tilsier at Lerøys kunnskap på området trolig vil være vanskelig å imitere for selskapets konkurrenter spesielt på kort sikt. Eventuelle omløpsfordeler relatert til Lerøys salgsaktiviteter antas følgelig å kunne vedvare på *mellomlang sikt*. Det faktum at produktene i næringen primært er å anse som «standardvarer» tilsier imidlertid at økende konkurranse på lengre sikt må forventes å begrense slike prisrelaterte fordeler.

Når det gjelder Lerøys *marginulempe på 1,1 %* var denne relatert til at Lerøys varekostnader utgjorde en høyere andel av driftsinntektene enn for konkurrentene. Ulempen ble antatt å ha sammenheng med at Lerøy i motsetning til et selskap som Marine Harvest er avhengig av eksterne forleveranser, hvilket ble antatt å gi opphav til høyere forkostnader for Lerøy. Over tid mener jeg likevel at Lerøy kan forventes å utlikne store deler av ulempen. Dette skyldes delvis selskapets nylige investering i moderne smoltanlegg og delvis det faktum at Lerøy har pågående forskningsprosjekter innen forproduksjon som i løpet av budsjettperioden gradvis ventes å redusere den tidligere marginulempen. Det kan videre tenkes at Lerøy i større grad enn i dag kan bruke egen størrelse som et argument for å oppnå visse stordriftsfordeler ved innkjøp. Samtidig kan det tenkes at effektivitetsforbedrende tiltak over tid vil kunne heve marginene innen nye produktområder som hvitfisk. Samlet sett tilsier altså mine diskusjoner en forventning om at Lerøys marginulempe over tid vil kunne bli redusert og senere utlignet.

*Oppsummert mener jeg følgelig at Lerøy potensielt kan ha en viss varig ressursfordel, men at den interne ressursfordelen er på et lavere nivå enn dagens fordel på 1,3 %. På sikt antas selskapets interne ressursfordel å utgjøre omtrent 0,3 %. Den varige ressursfordelen antas å være en omløpsfordel relatert til Lerøys særegne kompetanse innen salg og markedsbygging.*

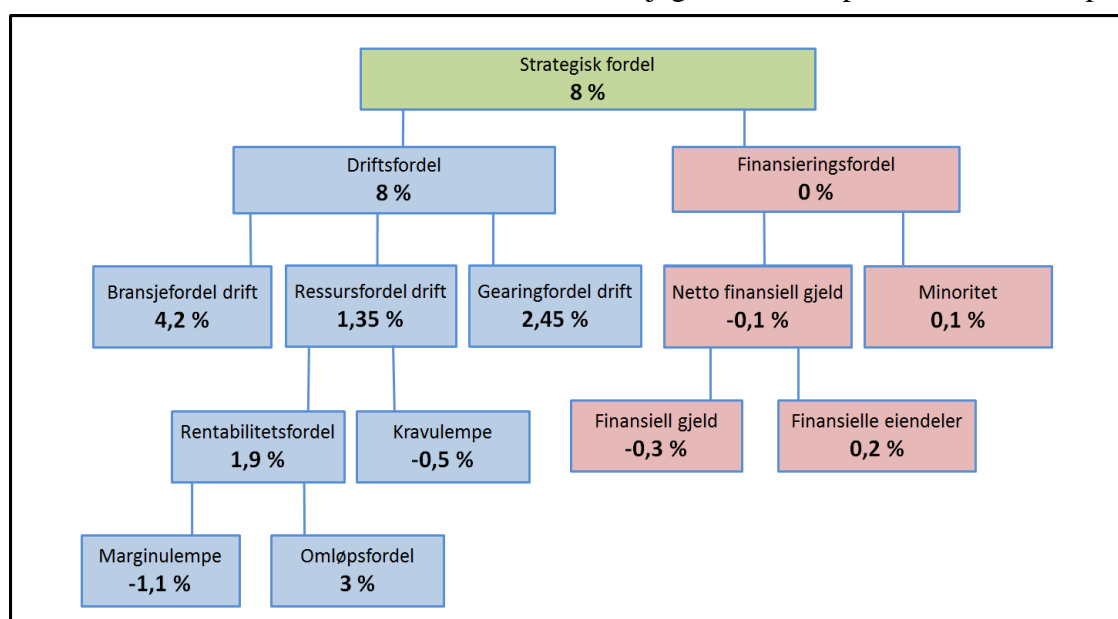


Når det gjelder selskapets *gearingfordel* var denne i hovedsak relatert til Lerøys rene driftsfordel for perioden. Gitt antakelser om en relativt stabil utvikling i selskapets kapitalstruktur forventes dermed gearingfordelen å følge utviklingen i Lerøys fremtidige *rene driftsfordel*. Lerøys *varige gearingfordel* anslås nærmere bestemt til å ligge i størrelsesordenen 0,8 %.

Lerøys *finansieringsfordel* antas også i fremtiden å være tilnærmet lik 0. Dette underbygges dels av funn fra finansieringsanalysen som viste en historisk finansieringsfordel lik 0 og dels antakelsen om at det vanskelig kan oppnås unormal avkastning i et effisient kapitalmarked.

*Samlet sett mener jeg følgelig at Lerøys totale strategiske fordel på 8 % kan forventes å falle gjennom budsjettperioden for så legge seg på et nivå omkring 2,3 % i «steady state». Majoriteten av fordelene antas å kunne tilskrives forhold felles for bransjen (1,2 %). Videre forventes selskapets varige interne ressursfordel (omløpsfordeler) relatert til oppnåelse av noe høyere gjennomsnittlige produktpriser enn bransjegjennomsnittet å utgjøre 0,3 %. De resterende 0,8 % av selskapets varige strategiske fordel tilskrives så driftsrelaterte gearingfordeler. Det er særlig to forhold jeg mener er avgjørende i forklaringen på Lerøys antatt fallende strategiske fordel frem mot «steady state». For det første er det nærliggende å tro at sykdomsproblemene i Chile gav opphav til en «kunstig høy» strategisk fordel for Lerøy i analyseperioden som vanskelig kan forventes å vedvare i et marked for «standardvarer». For det andre antas alternativ produksjonsteknologi (eks. landbasert oppdrett) å medføre at konsesjonssystemet i fremtiden ikke kan ventes å ha samme gunstige effekt på prisene.*

Avslutningsvis tallfestes så rubrikkene i rammeverket som ble presentert innledningsvis. For nærmere drøftelser av den enkelte fordel henviser jeg til deres respektive avsnitt i kapittelet:



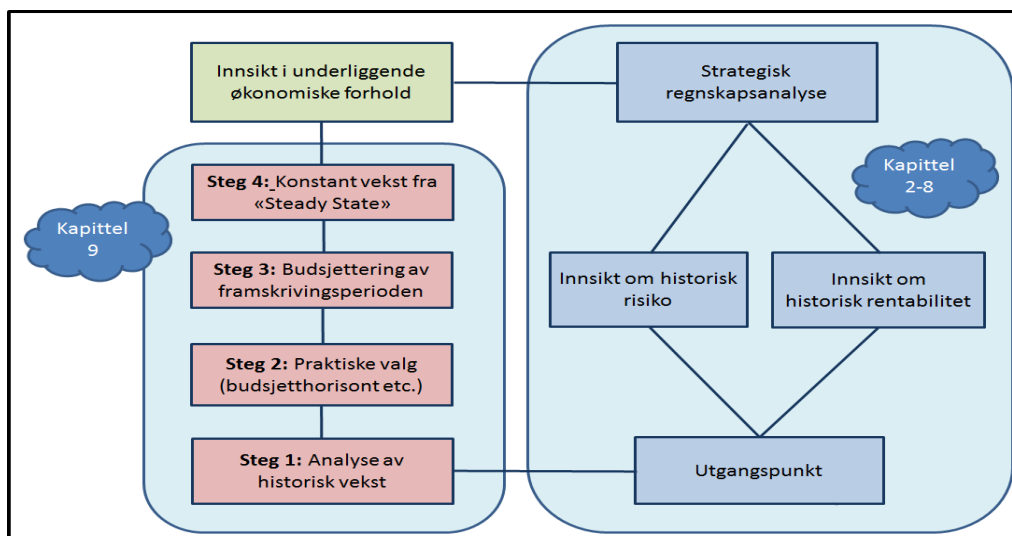
Figur 54: Oppsummering - Strategisk drifts- og finansieringsanalyse (Lerøy Seafood)

## Kapittel 9 – Fremtidsregnskap

En helt sentral del av en fundamental verdsettelse utgjør utarbeidelser av fremtidsregnskaper. Herunder inkluderes prognostisering av fremtidige resultatregnskap og balanser for budsjettperioden. Fremtidsregnskapet vil bygge på innsikt opparbeidet gjennom både den strategiske analysen i kapittel 4 og regnskapsanalysen i de foregående kapitlene. Herunder er det særlig innsikt fra mine *strategiske rentabilitetsanalyser* som vil videreføres. Det samlede framtidregnskapet danner så basis for anslag på Lerøys kontantstrømmer for framskrivingsperioden. Fremtidige resultater og kontantstrømmer vil sammen med relevante fremtidige avkastningskrav danne grunnlaget for den fundamentale verdsettelsen presentert i kapittel 11. Fremtidige avkastningskrav for budsjettperioden vil for øvrig bli estimert i utredningens kapittel 10.

### 9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap

Lerøys fremtidsregnskap vil i det følgende utarbeides gjennom fire steg. For at leseren enkelt skal kunne følge fremdriften i kapittelet presenteres det her innledningsvis et rammeverk for den videre utarbeidelsen av framtidregnskapet (*Fritt etter: Penman, 2013, s. 521-526*):



Figur 55: Rammeverk for utarbeidelse av fremtidsregnskap: Fritt etter Penman (2013, s.521-526)

Av figuren er det verdt å merke seg at utarbeidelsen av fremtidsregnskapet tar utgangspunkt i innsikt opparbeidet gjennom samtlige foregående kapitler. Herunder kommer særlig innsikt fra lønnsomhetsanalysene i kapittel 8, da jeg aktivt vil bruke rentabilitetsmål og forholdstall herfra. Det første steget i utarbeidelsen av fremtidsregnskapet er analyser av *historisk vekst* i Lerøy. Særlig selskapets *driftsinntektsvekst* vil utgjøre en grunnleggende *budsjettdriver*. Steg 2 innebærer valg av lengden på den eksplisitte budsjettperioden, altså tidsperioden før det antas at driverne er konstante. I steg 3 gjøres selve budsjetteringen for framskrivingsperioden på basis av de ulike budsjettdriverne. Steg 4 innebærer så anslag på hva årlig vekst kan antas å være når Lerøy når «steady state» og driverne i det etterfølgende ventes å være konstante.

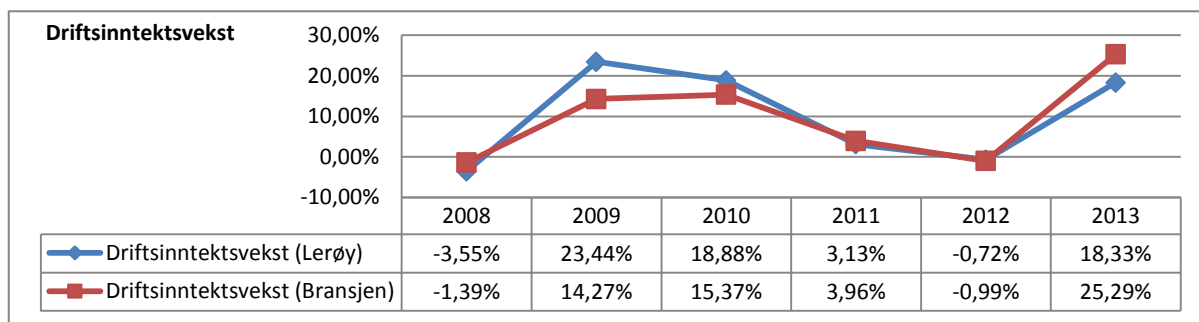
## 9.2 Vekstanalyse

For å kunne vurdere et selskaps fremtidige vekst må vi først ha kjennskap til dets historiske vekst. Analysen av historisk vekst vil i det følgende først fokusere på *driftsinntektsveksten* i avsnitt 9.2.1, før fokuset så retter seg mot Lerøys *historiske egenkapitalvekst* i avsnitt 9.2.2.

### 9.2.1 Analyse av historisk driftsinntektsvekst

Penman (2013, s. 507) anfører at analyser av selskapers historiske driftsinntektsvekst utgjør selve kjernen for utarbeidelsen av fremtidsregnskapet. Dette skyldes at driftsinntektsveksten er den mest avgjørende enkeltfaktoren for selskapets fremtidige størrelse og følgelig også en helt grunnleggende budsjettdriver (Penman, 2013, s. 396). Av denne årsak innledes analysen av Lerøys historiske vekst her med et anslag på selskapets historiske driftsinntektsvekst:

$$\text{Driftsinntektsvekst (div)} = \frac{\text{Driftsinntektsvekst}_t - \text{Driftsinntektsvekst}_{t-1}}{\text{Driftsinntektsvekst}_{t-1}}$$



Figur 56: Historisk driftsinntektsvekst (Lerøy og Bransjen)

Det er herfra særlig verdt å merke seg de store årlige svingningene i driftsinntektsvekst. Som drøftet utgjør den høyst volatile lakseprisen hovedforklaringen på denne sykliske utviklingen i driftsinntektene. Tidsvektet gjennomsnittlig driftsinntektsvekst gjennom analyseperioden er for Lerøy på 10,03 %, mens den for «bransjen» er på 10,53 %. Vekstrater i denne størrelsesordenen kan imidlertid ikke forventes å vedvare over tid. I avsnitt 9.4.1 vil jeg argumentere for en langsiktig vekst i driftsinntektene i «steady state» på 5 % og nærmere diskutere mine forventninger relatert til utviklingen i Lerøys driftsinntekter gjennom framskrivingsperioden.

### 9.2.2 Analyse av historisk egenkapitalvekst

Analyse av historisk egenkapitalvekst utgjør viktig bakgrunnsmateriale for verddivurderingen ved at fremtidig egenkapitalvekst er en *verdidriver*. Dette tilsier at verdsetterens forventning om årlig fremtidig vekst i egenkapitalen er av stor betydning for det endelige verdiesestimater. For å kunne si noe om den fremtidige egenkapitalveksten er det imidlertid først nødvendig å ha kjennskap til den historiske utviklingen i måltallet.

### Kilder til egenkapitalvekst

Historisk egenkapitalvekst vil typisk ha opphav i to ulike kilder (Papelu m.fl, 2004). For det første kan veksten være drevet av *internt generert egenkapitalrentabilitet*. Dette innebærer at selskapet over tid evner å generere positive nettoresultater til egenkapitalen. For det andre kan vekst *tilføres* ved at *kapitalinnskuddene fra eierne* er store relativt til *utbyttebetalingene*. Dette tilsier at selskapet har et *lavt utdelingsforhold* (*eku*) og følgelig *høy tilbakeholdsgrad*. Kildene til selskapets egenkapitalvekst kan dermed oppsummeres ved følgende uttrykk:

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

*ekv* = egenkapitalvekst      (1-eku) = tilbakeholdsgrad      *ekr* = egenkapitalrentabilitet

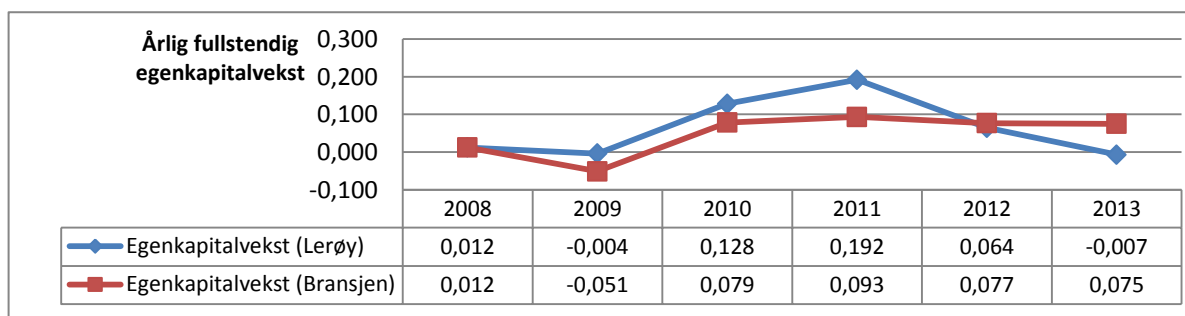
Analysen av historisk egenkapitalvekst tar her først utgangspunkt i *fullstendig egenkapitalvekst* før jeg så studerer selskapets *normaliserte* egenkapitalvekst. Mens førstnevnte forklarer *faktisk* historisk egenkapitalvekst, anses *normalisert* vekst mest relevant for *framskrivinger*.

### Fullstendig egenkapitalvekst

Med *fullstendig* vekst i egenkapitalen mener jeg egenkapitalens prosentvise endring gjennom året (Knivslå, 2012k). Dette forholdstallet tar altså ikke hensyn til bakenforliggende kilder til egenkapitalveksten. Fullstendig egenkapitalvekst innebærer videre at unormale resultatposter inkluderes i tallmaterialet, hvilket tilsier at måltallet er mindre relevant for prognoseformål.

$$\text{Fullstendig egenkapitalvekst (} ekv_F \text{)} = \frac{(EK_{UB} - EK_{IB})}{EK_{IB}} = \frac{\Delta EK}{EK_{IB}}$$

Tidsvektet gjennomsnittlig fullstendig egenkapitalvekst for Lerøy og «bransjen» er anslått til å være på henholdsvis 7,2 % og 4,3 %. På lengre sikt er det imidlertid nærliggende å anta at Lerøys høye vekst gjennom analyseperioden gradvis vil falle ned mot bransjeggjennomsnittet. Dette skyldes delvis at en egenkapitalvekst på 7,2 % i absolutte termer synes for høyt til å kunne vedvare i all fremtid og delvis det faktum at empiri tilsier at selskaper vanskelig kan forventes å ha en vedvarende egenkapitalvekst som overgår gjennomsnittlig vekst i bransjen.



Figur 57: Fullstendig egenkapitalvekst (Lerøy vs. bransjeggjennomsnittet)

Av figur 57 er det videre verdt å merke seg de store årlige variasjonene i egenkapitalveksten til både Lerøy og bransjen som helhet. Denne trenden kan først og fremst forklare av store årlige svingninger i det fullstendige nettoresultatet til egenkapitalen. Samtidig har selskapene i oppdrettsnæringen de siste årene aktivt justert sin utbyttepolitikk i samsvar med planlagte investeringer. Den gode lønnsomheten bransjen har opplevd gjennom analyseperioden tilsier samtidig at det kan ha vært optimalt å holde midler tilbake i selskapet. Oppdrettsselskapene har samtidig vist en trend mot tildeling av nye aksjer fremfor kontantutbytter (Lerøy, 2013, årsrapport 2012, s. 24). Begge forhold kan trolig sees i lys av forventninger om et betydelig langsiktig vekstpotensial i bransjen. Dette *kan* samtidig tilsi at investeringer innen oppdretts-selskaper gjennom analyseperioden har vært favorisert fremfor andre investeringsmuligheter.

### **Normalisert egenkapitalvekst**

Som diskutert innledningsvis er det ved utarbeidelse av framtidspregninger ønskelig å benytte *normalisert historisk egenkapitalvekst* som verdidriver. Dette skyldes at bruk av normaliserte tall gjør at unormale og tilfeldige variasjoner i egenkapitalveksten utelates fra tallmaterialet. Årlig *normalisert egenkapitalvekst* anslås her på basis av følgende formel (Knivsflå, 2014i):

$$ekv_N = \left(1 - \frac{NNBU}{NRE}\right) * \frac{NRE}{(EK_{IB} + (\Delta EK - NRE))/2}$$

*NNBU = Normalisert netto betalt utbytte*  
*NRE = Normalisert netto resultat til egenkapitalen*

Normalisert netto betalt utbytte kan som en tilnærming enten måles med *ordinært foreslått utbytte* eller eventuelt på basis av informasjon om utbyttepolitikken i selskapets årsrapporter. Lerøy utdyper i årsrapporten for 2012 at «*selskapets utbyttepolitikk tilsier at ordinært utbytte over tid skal ligge mellom 30 og 40 % av resultatet etter skatt*». Videre gjør selskapet anslag på foreslåtte utbytter i prosent av sine resultater. Disse anslagene viser imidlertid store årlige variasjoner hvilket gjør at jeg her tar utgangspunkt i medianen for analyseperioden på 79 %. Som en avveining mellom de to informasjonskildene benyttes det her et *normalisert utbytteforhold* på 55 % (dvs. *tilbakeholdsgrad* på 45 %) i estimatet på *normalisert egenkapitalvekst*.

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	Tidsvektet gjennomsnitt
	Vekting	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %	
	Egenkapitalrentabilitet	0,039	0,187	0,290	0,168	0,056	0,211	0,164
*	Tilbakeholdsgrad	0,450	0,450	0,450	0,450	0,450	0,450	0,450
=	Egenkapitalvekst (ekv)	0,018	0,084	0,130	0,076	0,025	0,095	0,074

Tabell 69: Normalisert egenkapitalvekst for analyseperioden (Lerøy Seafood)

Det er herfra verdt å merke seg at tidsvektet gjennomsnittlig *normalisert* egenkapitalvekst for analyseperioden er beregnet til 7,4 %. En kapitalvekst i denne størrelsesordenen må anses som høyt, men bør samtidig sees i lys av selskapets sterke resultater gjennom perioden. Som diskutert i tidligere avsnitt kan det imidlertid ikke ventes at en såpass høy egenkapitalvekst vil kunne vedvare over tid. På lang sikt kan ingen selskaper vokse raskere enn den samlede økonomien. Dette innebærer at konvergeringsgrensen for langsiktig vekst utgjør summen av forventet realvekst i verdensøkonomien og forventet inflasjon (Damodaran, 2006, s. 176).

I denne sammenheng publiserer IMF (*International Monetary Fund*) historiske data for *realvekst* i verdensøkonomien som i perioden 1980-2014 i snitt har ligget på 3,3 % (IMF, 2014). Dersom inflasjonsmålet til Norges Bank på 2,5 % legges til grunn som estimat på forventet inflasjon tilsier dette at veksten på lang sikt ikke kan ventes å overgå 5,5 % - 6 % årlig. Hvis man imidlertid tror at fortiden ikke er representativ for fremtidig vekst kan langsiktig vekst ventes å være noe høyere. Selskaper som i dag vokser svært raskt (eks. 7,4 % for Lerøy) må basert på disse diskusjonene før eller senere måtte oppleve redusert vekst (Knivsflå, 2012b). Dersom Lerøys gode resultater ikke reduseres i kommende år er det samtidig nærliggende å anta at selskapet må øke sitt utdelingsforhold i fremtiden. Hensynet til grenser for langsiktig vekst vil i det videre blant annet ivaretas ved anslaget på *driftsinntektsveksten* i *steady state*.

### **9.3 Forberedelser til utarbeidelse av fremtidsregnskap**

Før utarbeidelsen av selve fremtidsregnskapet må det gjøres enkelte praktiske valg. Herunder kommer valg av henholdsvis *eksplisitt budsjettperiode*, *detaljnivå* og *framskrivningsmetode*.

#### **9.3.1 Valg av eksplisitt budsjettperiode**

Budsjetthorisonten utgjør året budsjetteringen går fra å være basert på «fullstendig» til enkel framskriving (Knivsflå, 2014i). Den eksplisitte budsjettperioden skal dermed dekke perioden frem til selskapet forventes å befinne seg i en «steady state»-tilstand. Dette innebærer ikke nødvendigvis at selskapet ikke vokser, men at veksten fra dette tidspunktet forutsettes å være stabil (Kaldestad & Møller, 2011). Spesielt to forhold anses avgjørende for valg av budsjett-horisont. For det første må antakelsen om *konstant vekst* i budsjettdriverne utgjøre en rimelig forutsetning. Kaldestad & Møller (2011, s.79) understreker i denne sammenheng at *sykliske bransjer* utgjør et eksempel på næringer der en forholdsvis lang eksplisitt budsjettperiode er ønskelig. Dette skyldes at sykliske næringer vanligvis opplever store lønnsomhets- og vekstmessige svingninger. Tid til *steady state* avhenger videre av om næringen vokser raskere enn den langsiktige veksten i økonomien i dag eller om veksten allerede ligger nært dette nivået.

For det andre vil valget av eksplisitt budsjettthorisont avhenge av «kvaliteten» på selskapets regnskapsføring (Knivsflå, 2014i). Jo mer *verdibasert* det enkelte selskapets regnskapsføring er, desto kortere trenger budsjetteringsperioden å være for å fange opp de relevante verdiene.

Basert på presentert teori vil jeg i det følgende argumentere for en eksplisitt budsjettperiode på 12 år. Mitt valg av en forholdsvis lange budsjettperiode bygger på følgende momenter:

- Oppdrettsnæringen er syklisk av natur hvilket danner grunnlag for tydelige årlige svingninger i både driftsinntekter og lønnsomhet. Dette tilsier at man ved å velge en kort eksplisitt budsjettperiode vil løpe en fare for ikke å fange opp de særegne konjunkturelle svingningene som kjennetegner bransjen i tilstrekkelig grad.
- Lerøy har opplevd sterk driftsinntektsvekst gjennom analyseperioden. Dette må blant annet sees i sammenheng med sterk etterspørselsvekst, sykdomsproblemene i Chile og konsolideringstrenden. Som tidligere drøftet kan ikke den høye veksten ventes å vedvare i all fremtid. Det er likevel nærliggende å tro at det vil ta relativt lang tid før veksten kan antas konstant og nært veksten i den samlede økonomien.
- Deler av Lerøys strategiske fordel ble antatt å ha opphav i midlertidige fordeler som gradvis forventes å bortfalle. Det er imidlertid nærliggende å anta at det vil ta lang tid før den strategiske fordelten kan antas *kun* å knytte seg til *varige fordeler*.

De diskuterte momentene taler alle i retning for bruk av en forholdsvis lang budsjettperiode. Mot dette må det likevel påpekes at Lerøy regnskapsfører basert på IFRS, hvilket tilsier stor grad av *verdibasert måling*. Detaljnivået i Lerøys regnskapsrapporter må samtidig anses som høyt. Disse forholdene taler således for at en kortere budsjettperiode kan aksepteres. Jeg mener imidlertid at øvrige momenter veier tyngst, hvilket innebærer at jeg i det følgende vil ta utgangspunkt i en 12-årig eksplisitt budsjettperiode for Lerøy (2014-2025).

### 9.3.2 Valg av detaljnivå

Det er generelt stor usikkerhet knyttet til utarbeidelser av fremtidsregnskap. Dette kan tilsi at fokuset bør ligge på det som tilsynelatende utgjør de *viktigste* verdidriverne. Poenget underbygges samtidig ved at jeg har valgt en forholdsvis lang eksplisitt budsjettperiode. Jamfør at det vanligvis vil være mer utfordrende å ha en sterk formening om utviklingen langt frem i tid enn i nær fremtid. Dette tilsier at jeg i den videre fremtidsbudsjetteringen vil konsentrere meg om et *begrenset antall budsjett drivere* (ni) for Lerøy. Mens et høyt detaljnivå gjerne vil «se bra ut» er min oppfatning at det sjeldent vil gjøre verdiestimatet «bedre». Til dette vil typisk usikkerheten vedrørende *detaljerte utviklingstrekk* langt frem i tid være for stor.

### 9.3.3 Valg av framskrivningsteknikk

Utgangspunktet for tallfestingen av fremtidsbudsjettet utgjør den historiske utviklingen til de aktuelle budsjettdriverne, samt innsikt tilegnet gjennom *strategiske regnskapsanalyser*. Mens det ofte er mulig å predikere hva som vil skje i nær fremtid, er det typisk langt vanskeligere å ha en konkret formening om hva som vil skje med en budsjettdriver på mellomlang til lang sikt. Momentet understøttes samtidig av de tydelige konjunktorene i norsk oppdrettsnæring. I denne forbindelse er det imidlertid viktig å påpeke at laksens lange produksjonstid (ca. 2 år) gjør det mulig å predikere fremtidig markedstilbud de neste to årene basert på globale smoltutslipp. Som diskutert utgjør det globale laksetilbudet samtidig den viktigste determinanten for fremtidens prisutvikling. Videre viser empiri at mange forholdstall tenderer til å være tilbakevendende mot et gjennomsnitt over lengre tid («*mean reversion*»). Eksempler på slike forholdstall kan være historiske snitt for selskapet, bransjegjennomsnitt eller den langsiktige historiske veksten i den samlede økonomien. Hvis kvalitativ innsikt fra strategiske analyser tilsier det, kan imidlertid slike gjennomsnittstall bli «strategisk overstyrt» (Knivsflå, 2014i).

Videre kan det benyttes ulike metoder for budsjettering fra verdsettelsestidspunktet og frem til budsjettthorisonen. På grunn av uvisshet om fremtiden kan det for eksempel argumenteres for bruk av et vektet snitt av flere potensielle fremtidsbudsjetter («scenariobudsjettering»). Valget mitt faller imidlertid på utarbeidelse av *ett* enkelt fremtidsbudsjett som skal reflektere den *mest forventede* utviklingen. Usikkerhet tilknyttet det valgte budsjettet vil så analyseres nærmere gjennom *simuleringer* og *sensitivitetsanalyser* av de mest kritiske budsjettdriverne. Siden man ofte legger for liten vekt på selskapets konkursfare ved budsjettering av *forventet utvikling*, vil jeg avslutningsvis nedjustere verdiestimatet basert på denne underestimeringen.

## 9.4 Budsjett drivere fra 2014 til 2026

Som drøftet innledningsvis vil fremtidsbudsjettet her utarbeides basert på forventet utvikling i samlet sett ni ulike budsjett drivere som i de etterfølgende avsnittene vil studeres nærmere.

### 9.4.1 Driftsinntektsvekst

Analysen av historisk driftsinntektsvekst i avsnitt 9.2.1 avdekket at Lerøy for perioden 2008-2013 hadde en gjennomsnittlig nominell årlig vekst på ca. 10 %. Driftsinntektsveksten kan delvis tilskrives selskapets underliggende reelle vekst og dels inflasjon. Samtidig må Lerøys høye oppkjøpstakt gjennom analyseperioden vektlegges. I «*steady state*» kan imidlertid ikke driftsinntektsveksten forventes å overgå den nominelle veksten i den samlede økonomien. Flere forhold som i det følgende drøftes nærmere taler imidlertid for at Lerøys driftsinntektsvekst i «*steady state*» kan forventes å ligge relativt nært veksten i den samlede økonomien.



For det første innebærer de strenge klimatiske forutsetningene for å kunne drive oppdrett at produksjonsmulighetene er begrenset til et fåtall land. Dette forholdet vil dempe den globale tilbudsveksten av laks og dermed ha en positiv effekt på lakseprisene. Et viktig motargument er imidlertid at den antatte fremtidige produksjonsveksten innen landbasert oppdrett og/eller havbasert oppdrett i internasjonale farvann på lengre sikt vil kunne heve det globale tilbuds-  
potensialet og dermed legge press på produktpriser og driftsinntektsveksten. Samtidig må det forventes at antallet gode oppkjøpskandidater for Lerøy over tid vil falle, slik at konsesjonssystemet på lang sikt antas å sette et tak for selskapets produksjonsvekst for laks i Norge.

For det andre fremgikk det i mine strategiske analyser at konsesjonssystemet også fremover kan forventes å utgjøre en betydelig inngangsbarriere. Ved at Norge samtidig utgjør verdens desidert største oppdrettsnasjon antas konsesjonssystemet også på lang sikt å ha en gunstig effekt på produktprisene i næringen. Videre ventes en betydelig fremtidig etterspørselsvekst fra store asiatiske kundemarkeder som må antas å ville påvirke prisene positivt. Samtidig er det muligheter for at produksjonseffektiviserende innovasjoner innen nyere produktområder som hvitfisk kan bety økt satsning og omsetning her. Slike produkter trenger heller ikke å stå overfor det samme «*volumtaket*» som konsesjonssystemet ventes å utgjøre for laks og ørret.

Mine drøftelser tilsier dermed samlet sett at det er en rekke fremtidige usikkerhetsmomenter som vil kunne ha betydning for Lerøys langsiktige driftsinntektsvekst. Mens enkelte forhold taler til fordel for en høy driftsinntektsvekst, taler andre forhold i motsatt retning. Jeg mener likevel at det er rimelig å forvente en nominell driftsinntektsvekst for Lerøy i «*steady state*» på 5 %. Anslaget bygger på forventninger om en reell vekst på 2,5 %, mens de øvrige 2,5 % tilsvarende Norges Banks langsiktige inflasjonsmål. Den betydelige usikkerheten knyttet til det langsiktige vekstanslaget vil nærmere studeres gjennom *sensitivitetsanalyser* i avsnitt 11.5.3.

#### ***Driftsinntektsvekst gjennom budsjettperioden:***

Etter å ha gjort anslag på Lerøys driftsinntektsvekst i «*steady state*» drøftes her utviklingen i selskapets årlig driftsinntektsvekst gjennom framskrivingsperioden. I denne sammenheng er det viktig å påpeke at Lerøy også i fremtiden forventes å oppleve betydelige konjunkturrelle svingninger i driftsinntektene. Det er imidlertid stor usikkerhet knyttet til både *tidspunktet* og *omfanget* av konjunkturer langt frem i tid. Bransjens inneværende oppgangskonjunktur og dagens høye produktprisinivå er det imidlertid enklere å ha en formening om *når* vil kunne «*snu*». Av denne grunn vil jeg her predikere toppen av dagens oppgangskonjunktur, vurdere om dagens «rekordhøye laksepriser» kan ventes å vedvare og så la Lerøys driftsinntektsvekst konvergere mot et gjennomsnitt av fremtidige «opp- og nedturer» i tiden mot «*steady state*».

Tilnærmingen bygger dermed på en implisitt antakelse om at *fremtidige konjunkturer* i snitt antas «å viske hverandre ut» slik at man blir sittende igjen med Lerøys *underliggende vekst*.

### ***2014 – Fortsatt høy driftsinntektsvekst***

På mellomlang sikt vil driftsinntektsveksten til et selskap typisk dels avhenge av næringens generelle vekst og dels omfanget av interne ressurser som kan gi opphav til enkeltsekskapers særegne vekst. Jeg har tidligere sett at en sterk global etterspørselsvekst kombinert med en moderat tilbudsvekst har gitt opphav til rekordhøye laksepriser gjennom det siste halvåret.

Disse forholdene utgjør samtidig hovedforklaringen på at Lerøys driftsinntekter i årets første kvartal har vært vesentlig høyere enn driftsinntektene for første kvartal av fjoråret. Basert på tallmateriale vedrørende utsett av smolt og settefisk forventes imidlertid en betydelig global tilbudsvekst av laks fra sommeren 2014. Analysebyrået *Kontali* opererer i denne forbindelse med et estimat på en global tilbudsvekst for atlantisk laks på 4,7 % for 2014 (Lerøy, 2014c). Dette indikerer følgelig en forventning om fallende laksepriser i årets siste halvdel til tross for at etterspørselssiden fremdeles forventes å være sterk. Momentet underbygges samtidig ved at Fish Pool i dag (april 2014) opererer med forwardpriser på laks for *høsten 2014* som ligger omtrent 5 kroner lavere enn dagens spotpris. Dette tilsier en forventning om at lakseprisen til høsten vil ligge på et noe lavere nivå enn den gjorde høsten 2013. Lerøy opplyser i Q4-rapporten (2013) om en forventet volumvekst for laks på ca. 12 % i 2014 (Lerøy, 2014c).

*De drøftede forholdene mener jeg samlet sett gir grunnlag for å vente en driftsinntektsvekst for Lerøy i 2014 som ligger i størrelsesorden 13-15 %. Anslaget bygger på forventninger om en sterk volumvekst for Lerøy, men samtidig fallende laksepriser gjennom årets siste halvdel. Gjennomsnittlig laksepris for året sett under ett forventes likevel å bli noe høyere enn i 2013.*

### ***2015-2018 – Markert reduksjon i driftsinntektsveksten***

De høye lakseprisene i 2013 og 2014 antas å ha hevet investeringsvolumet internasjonalt og mye fisk forventes derfor å komme ut i markedet i 2015 og 2016. Momentet underbygges av at produksjonstiden for laks typisk ligger på i overkant av to år. Samtidig antas landbaserte oppdrettsanlegg gradvis å heve det globale laksetilbudet. Begge forhold tilsier at lakseprisen kan forventes å falle markert i perioden til tross for at etterspørselssiden fremdeles forventes å være sterk. Momentet underbygges samtidig av at Lerøys anslåtte omløpsfordel relatert til oppnåelse av høyere driftsinntekter *per kilo laks og ørret* enn sine konkurrenter forventes å måtte bli noe redusert. Dette kan for eksempel skyldes at Lerøys konkurrenter i større grad enn før «angriper» produkt- og kundemarkeder der Lerøy tidligere var i en særegen posisjon.

Konsesjonssystemet forventes imidlertid fortsatt å dempe tilbudsveksten fra norske anlegg, hvilket gjør at lakseprisen fremdeles forventes å ligge over bransjens enhetskostnader. Dette underbygges samtidig av at verdenssetterspørselen fortsatt forventes å være sterk, blant annet grunnet høy vekst i store asiatiske markeder. Dette momentet støttes videre opp av Lerøy ble antatt å inneha særegen kunnskap innen *salg og markedsbygging*. Lakseprisen ventes likevel å ligge på et betydelig lavere nivå enn dagens. Volummessig antas imidlertid Lerøy gradvis å heve produksjonen som en konsekvens av videre oppkjøp av konsesjoner og mindre aktører.

*Samlet sett antas Lerøys driftsinntektsvekst i perioden 2015-2018 gradvis å falle først ned til 7 % i 2015 og videre ned mot 4 % i 2018. Disse anslagene skyldes i hovedsak forventninger om en kraftig global tilbudsvekst av laks som over tid må antas å legge presse på lakseprisen. Antakelsen er dermed at tilbudssideveksten forventes å overgå etterspørselsveksten, hvilket særlig understøttes av at landbasert oppdrettsvirksomhet ikke står overfor de samme volumrelaterte restriksjonene som tradisjonell oppdrett (v/ konsesjonssystemet). Samtidig forventes normaliseringen av sykdomssituasjonen i Chile å bety økt tilbud herfra. Erfaringer fra andre typiske «standardvarer» tilsier samtidig at produktprisen over tid må ventes å falle ned mot enhetskostnadene i bransjen. Lerøys forventede produksjonsvekst i perioden antas imidlertid å være tilstrekkelig stor til at selskapet likevel oppnår en positiv årlig driftsinntektsvekst.*

#### **2019-2025: Moderat årlig økning i driftsinntektsveksten**

Gjennom den neste seksårsperioden frem mot «steady state» forventes Lerøy å oppleve en moderat årlig økning i driftsinntektsveksten. Dette utviklingstrekket må særlig sees i relasjon med Lerøys antatte *potensielle* strategiske fortrinn innen produktutvikling og en økt satsning innen nye produktområder. Antakelsen er at produksjonseffektiviserende innovasjoner tilsier at for eksempel hvitfisk i fremtiden kan selges til konkurransedyktige priser. Volumveksten for slike produkter antas samtidig å være mindre begrenset av konsesjonssystemet enn hva tilfellet er for laks. Videre antas den sterke etterspørselsveksten fra asiatiske kundemarkeder å bli opprettholdt. Sammen med et konsesjonssystem som fremdeles begrenser produksjonspotensialet innen tradisjonell lakseoppdrett antas dermed lakseprisen gradvis å stabilisere seg til tross for den negative effekten tilbudsvekst innen landbasert oppdrett har for lakseprisen.

Samlet sett antas markedsprisen på laks å legge seg på et nivå noe høyere enn Lerøys enhetskostnader. Antakelsen er følgelig at den negative priseffekten tilbudsveksten fra landbasert oppdrett medfører, akkurat blir oppveid av de øvrige diskuterte faktorene. Prisutviklingen for laks gjennom perioden antas mer presist å stabilisere seg på et nivå omkring det langsiktige inflasjonsmålet til Norges Bank på 2,5 %.

Jeg antar imidlertid at Lerøys driftsinntektsvekst gjennom perioden vil stige fra 2018-nivået på 4 % og mot det forventede «steady state-nivået» på 5 %. Tatt i betraktning forventninger om at antallet gode oppkjøpsmuligheter av laksekonsesjoner over tid forventes å falle knytter økning i driftsinntektsveksten seg i hovedsak til en større satsning og omsetning innen «nye» produktområder som hvitfisk. Herunder forventes Lerøy å ta fordel av sitt antatte *potensielle konkurransefortrinn* knyttet til et *bredt produktspekter*. Det kan eksempelvis være tilfellet at Lerøy oppnår visse «*førstetrekksfordeler*» når lønnsomheten i denne typen produktsegmenter gradvis bedres. Videre antas Lerøys *varige fortrinn* innen *salg og markedsbygging* fremdeles å medføre at selskapet evner å oppnå noe høyere gjennomsnittspriser enn sine konkurrenter.

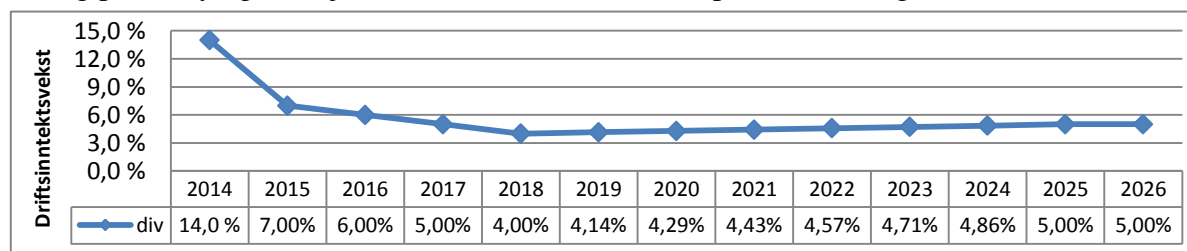
*Oppsummert antas perioden å gi opphav til en mindre årlig økning i Lerøys driftsinntektsvekst fra 2018-nivået på 4 % og opp mot «steady state»-nivået på 5 % i 2025. Utviklings-trekktet underbygges særlig av forventninger om økte marginer og økt omsetning innen «nye» produktområder som hvitfisk. Pris- og volumutviklingen for mer tradisjonelle lakseprodukter antas over tid å stabilisere seg ved at produktområdet gradvis går over i en mer moden fase.*

#### **2026: Driftsinntektsvekst på 5 % i «steady state»**

Som tidligere drøftet forventes en driftsinntektsvekst på 5 % i «steady state». Herunder antas 2,5 % å utgjøre reell vekst, mens 2,5 % relaterer seg til inflasjon. Estimater ble underbygget av forventninger om videre vekst i asiatiske markeder og et konsesjonssystem som fremdeles antas å ha en viss positiv innvirkning på lakseprisene. Videre forventes økte marginer innen «nye» produktområder å gi opphav til høy vekst her. Antakelser om fortsatt stor konkurranse fra landbaserte anlegg og de drøftede betingelsene tilknyttet langsiktig nominell vekst i den samlede økonomien anser jeg som de viktigste faktorene som begrenser Lerøys vekst oppad.

#### **Oppsummering driftsinntektsvekst:**

Mine diskusjoner fra de foregående avsnittene blir her oppsummert ved figur 58 og tabell 70. Mens førstnevnte figur illustrerer mine forventninger til Lerøys driftsinntektsvekst gjennom budsjettperioden, uttrykker tabell 70 mine forventninger til fremtidig volum av laks og ørret, samt driftsinntekter *per kilo laks og ørret*. Tallene i tabellen bør til fordel sees i lys av mine anslag på Lerøy og bransjens *historiske* driftsinntekter per kilo laks og ørret fra avsnitt 8.4.3.



Figur 58: Driftsinntektsvekst i budsjettperioden (Lerøy)

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
	Tonn salmonide arter (i tusen)	175 818	193 101	217 480	239 584	262 056	268 607	273 979
*	Driftsinntekter per kg salmonide arter	69,80	68,00	64,00	61,00	58,00	58,93	60,25
=	<b>Driftsinntekter</b>	<b>12 271 830</b>	<b>13 130 858</b>	<b>13 918 709</b>	<b>14 614 645</b>	<b>15 199 231</b>	<b>15 828 913</b>	<b>16 507 295</b>

		2021	2022	2023	2024	2025	2026
	Tonn salmonide arter (i tusen)	279459	285048	290749	296564	302495	308545
*	Driftsinntekter per kg salmonide arter	61,68	63,24	64,92	66,74	68,70	70,72
=	<b>Driftsinntekter</b>	<b>17 238 332</b>	<b>18 026 370</b>	<b>18 876 185</b>	<b>19 793 028</b>	<b>20 782 680</b>	<b>21 821 814</b>

Tabell 70: Driftsinntekter fordelt på volum salmonide arter og pris per kilo salmonide arter

Verdt å merke seg av tabell 70 er at den økte konkurransen i laksemarkedet ventes å gi utslag i lavere driftsinntekter *per kilo laks og ørret* i perioden frem mot 2018. Volumveksten ventes imidlertid fortsatt å være sterk, hvilket gir opphav til en positiv årlig driftsinntektsvekst. Fra 2018 antas så volumveksten for salmonide arter å falle, hvilket relaterer seg til forventningen om at Lerøy vil oppleve færre gode oppkjøpskandidater slik at konsesjonssystemet vil legge en demper på volumveksten innen laksesegmentet. Driftsinntektsveksten for perioden 2018-2025 relaterer seg følgelig til mine forventninger om økt omsetning i nyere produktområder slik som hvitfisk. Dette ventes således å gi opphav til en økning i Lerøys driftsinntekter *per kilo laks og ørret*; dels fordi de nye produktområdene antas å heve selskapets samlede driftsinntekter (telleren) og dels fordi volumveksten for laks og ørret ventes å måtte falle (nevner).

#### 9.4.2 Netto driftseiendeler

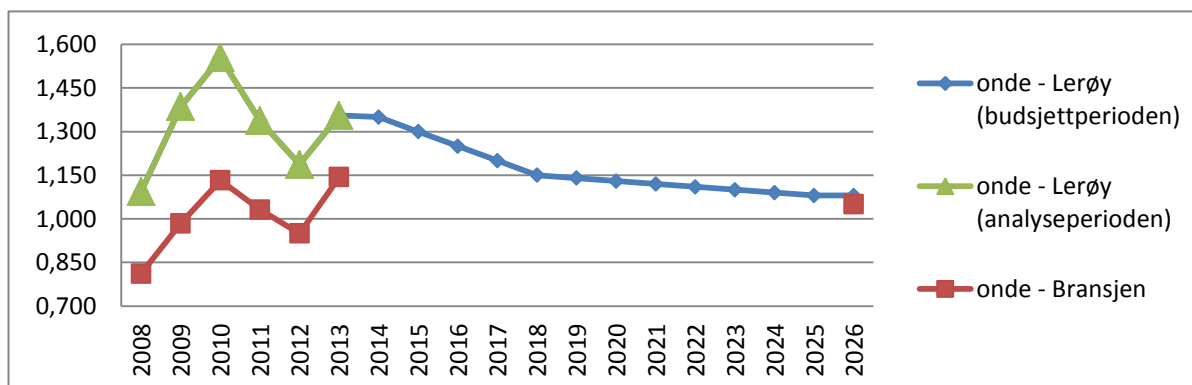
Utviklingen i netto driftseiendelene over budsjettperioden avhenger av utviklingen i Lerøys driftsinntekter og det framskrevne omløpet til netto driftseiendelene. Verdt å merke seg er at «*onde*» for budsjettperioden anslås på basis av *inngående kapital* siden jeg ved verdsettelsen forutsetter at kontantstrømmene blir realisert i slutten av det enkelte år (Knivsflå, 2014h).

$$\text{Netto driftseiendeler}_t = \frac{\text{Driftsinntekter}_{t+1}}{\text{onde}_{t+1}}$$

#### *Omløpet til netto driftseiendelene i budsjettperioden*

I avsnitt 8.4.3 fant jeg at Lerøy hadde en vektet omløpsfordel gjennom analyseperioden på 3 % relativt til bransjegjennomsnittet. Bransjens tidsvektede gjennomsnittlige omløpshastighet var på 1,039 i analyseperioden, mens bransjens *onde* var på 1,143 i 2013. Til sammenligning var Lerøys gjennomsnittlige *onde* i analyseperioden på 1,330, mens *onde* for 2013 var 1,356.

Gjennom budsjettperioden forventer jeg at Lerøys *onde* gradvis vil falle ned mot et bransjesnitt som i «steady state» antas å være 1,05. Dette utviklingstrekket understøttes av at Lerøys interne omløpsfordel i analyseperioden var relatert til oppnåelse av *høyere driftsinntekter per kilo laks og ørret* enn bransjen. Prisrelaterte fortrinn som dette antar jeg vil måtte bli redusert over tid i et marked for «standardvarer». Samtidig kan det anføres at Lerøys «*onde*» trolig var positivt påvirket av sykdomssituasjonen i Chile de første årene av analyseperioden siden Lerøy i motsetning til en konkurrent som Marine Harvest ikke hadde produksjon der. Lerøy antas likevel å beholde en viss omløpsfordel i «*steady state*» som knytter seg til selskapets antatte *varige* fortrinn innen *salg og markedsbygging*. Dette innebærer at selskapet antas å ha en omløpshastighet på netto driftseiendelene lik 1,08 i «*steady state*» mot et bransjesnitt som altså ventes å være på 1,05. Figur 59 og tabell 71 oppsummerer her mine diskusjoner ved å tallfeste forventet utvikling i Lerøys *onde* gjennom budsjettperioden og i «*steady state*»:



Figur 59: Omløpet til netto driftseiendelene gjennom budsjettperioden (Lerøy)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Onde (Lerøy)	1,350	1,300	1,250	1,200	1,150	1,140	1,130	1,120	1,110	1,100	1,090	1,080	1,080	1,080

Tabell 71: Omløpet til netto driftseiendelene gjennom budsjettperioden (Lerøy)

### 2014-2018: Markert fall i omløpet til netto driftseiendelene

I femårsperioden frem mot 2018 forventes Lerøys omløpshastighet på netto driftseiendelene gradvis å falle ned mot 1,15. Utviklingstrekket relaterer seg i hovedsak til min antakelse om at lakseprisen forventes å falle i perioden. Historisk har det samtidig vist seg at utviklingen i *onde* er positivt korrelert med utviklingen i selskapets driftsinntekter. Følgelig antas Lerøys driftsinntekter per kilo slaktet oppdrettsfisk å falle. Alternativt kan det tenkes at selskapets forventede ekspansjon innen «nyere produktområder» som hvitfisk senker Lerøys *onde* siden kapitalbindingen per solgte enhet antas å være høyere for denne typen «oppstartsprodukter» enn i laksesegmentet. Videre kan det anføres at Lerøys ventede ekspansjon i asiatiske kundemarkeder trolig gir opphav til noe lavere driftsinntekter per krone investert i netto driftseiendeler ut fra en antakelse om at betalingsviljen er noe lavere i denne typen *vekstmarkeder*.

Det er videre nærliggende å anta at det vil være vanskelig for Lerøy å beholde en omløpsfordel av den beregnede størrelsesordenen på 3 %, hvilket tilsier at en fall i *onde* må anses som et naturlig utviklingstrekk over tid. Dette kan for eksempel underbygges av antakelser om at Lerøys konkurrenter raskere vil evne å tilpasse sitt produktutvalg til rådende markedsforhold eller eventuelt raskere evner å øke sin eksponering mot kundemarkeder der Lerøy tidligere har stått i en særegent god posisjon. Økt konkurranse i produkt- og kundemarkeder der Lerøy tidligere oppnådde spesielt gode priser vil dermed kunne redusere Lerøys tidligere fordel knyttet til oppnåelse av *høyere driftsinntekter per solgte kilo laks og ørret*. Mer presist forventes omløpet til netto driftseiendelene for Lerøy å holde seg på 2013-nivå gjennom 2014 før *onde* så gradvis ventes å falle (lineært) frem mot 2018 til det nevnte nivået på 1,15.

#### **2018-2025: Gradvis stabilisering av «onde»**

I tiden frem mot «steady state» forventes det en gradvis stabilisering i *onde* for Lerøy mot et nivå på 1,08. Dette tilsier en forventning om et *marginalt* årlig fall i *onde* på 0,01. Momentet underbygges av at Lerøys tidligere omløpsfordel fortsatt antas å måtte bli noe redusert. Det kan samtidig tenkes at Lerøy ytterligere forsterker sin satsning innen nyere produktområder som fremdeles antas å ha noe høyere kapitalbinding per kilo sammenlignet med mer modne produkter som laks. Min antakelse er følgelig at de forventede høye investeringskostnadene tilknyttet de nye «oppstartsproduktene» fremdeles ikke fullt ut blir reflektert i produktprisen. Gjennomsnittlig kapitalbinding per krone i driftsinntekter antas derfor å være høyere enn for mer modne produkter. Dette innebærer dermed også at selskapets gjennomsnittlige kapitalbinding per krone i driftsinntekter for den totale produktporteføljen vil øke siden oppstartsproduktene gradvis forventes å utgjøre en stadig større andel av Lerøys samlede omsetning.

Et moment som imidlertid motvirker den negative effekten oppstartsproduktene har på *onde* er at lakseprisen gradvis forventes å stabilisere seg på nivå med inflasjonen. Med utsikter til mer stabile markedsforhold kan det tenkes at Lerøy evner å *effektivisere sin kapitalbruk*. Det kan for eksempel tenkes at gode investeringer (eks. innen videreføring) i vekstmarkeder som det kinesiske bidrar til at Lerøy evner å heve antallet enheter levert per krone investert i netto driftseiendeler. Kapitalbindingen per enhet vil dermed kunne falle i disse markedene.

Samlet sett antas likevel Lerøys *onde* å falle marginalt (antatt lineært) gjennom perioden, før omløpet til netto driftseiendelene forventes å stabilisere seg på «steady state-nivået» lik 1,08.

#### **2026: «Steady state»**

Som nevnt forventes Lerøy i «steady state» å inneha en marginal omløpsfordel som relaterer seg til selskapets antatte *varige konkurransefortrinn innen salg og markedsbygging*.

Disse fortrinnene antas å medføre at Lerøy oppnår noe høyere gjennomsnittspriser på sine produkter enn konkurrentene. Fordelen fremkommer ved at Lerøy forventes å ha en onde på 1,08 i «steady state», mens bransjen antas å ha et omløp på sine netto driftseiendeler lik 1,05.

### **Budsjetterte netto driftseiendeler:**

Tabell 72 viser den forventede utviklingen i Lerøys netto driftseiendeler i budsjettperioden. Som tidligere nevnt anslås netto driftseiendelene som forholdet mellom forventet utvikling i selskapets driftsinntekter og forventet utvikling i selskapets omløp til netto driftseiendelene gjennom budsjettperioden. Det presenterte tallmaterialet viser at Lerøys netto driftseiendeler forventes å bli noe mer enn doblet gjennom budsjettperioden. Dette innebærer mer presist en årlig vekst i netto driftseiendelene på litt over 6 %. Til sammenligning var gjennomsnittlig årlig vekst i Lerøys netto driftseiendeler gjennom analyseperioden på omtrent 8,7 %.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekter <sub>t+1</sub>	13 130 858	13 918 709	14 614 645	15 199 231	15 828 913	16 507 295	17 238 332
/ onde <sub>t+1</sub>	1,300	1,250	1,200	1,150	1,140	1,130	1,120
= Netto driftseiendeler <sub>t</sub>	10 100 660	11 134 968	12 178 871	13 216 722	13 885 011	14 608 226	15 391 368

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Driftsinntekter <sub>t+1</sub>	18 026 370	18 876 185	19 793 028	20 782 680	21 821 814	22 912 904	24 058 550
/ onde <sub>t+1</sub>	1,110	1,100	1,090	1,080	1,080	1,080	1,080
= Netto driftseiendeler <sub>t</sub>	16 239 973	17 160 168	18 158 742	19 243 222	20 205 383	21 215 652	22 276 435

Tabell 72: Netto driftseiendeler gjennom budsjettperioden (Lerøy)

### **9.4.3 Netto driftsresultat**

Det neste steget i utarbeidelsen av Lerøys framtidsregnskap er prognostisering av selskapets netto driftsresultat i budsjettperioden. For å kunne anslå utviklingen i netto driftsresultatet er det imidlertid først nødvendig å ha en formening om hvordan Lerøys *netto driftsmargin* vil utvikle seg fremover. Sammenhengen er oppsummert i følgende uttrykk (Knivsflå, 2014h):

$$\text{Netto driftsresultat}_t = \text{Netto driftsmargin}_t * \text{Driftsinntekter}_t$$

I avsnitt 8.4.3 fant jeg at Lerøy gjennom analyseperioden har hatt en marginulempe på 1,1 % som i hovedsak knytter seg til at varekostnadenes andel av Lerøys driftsinntekter var høyere enn for selskapets konkurrenter. Videre ble det i avsnitt 8.8 argumentert for at ulempen trolig var av *midlertidig karakter*. Dette tilsier at Lerøy gradvis i løpet av budsjettperioden ventes å utligne marginulempen slik at selskapet i «steady state» verken forventes å ha *ulemper* eller *fordeler* knyttet til sine driftsmarginer. Selskapets nylige investering i moderne smoltanlegg, samt omfattede forskningsprosjekter rettet mot oppstart av egen forproduksjon ble herunder ansett som mulige forklaringer på at marginulempen gradvis kan forventes å bli eliminert.



Selskapets netto driftsmargin forventes mer presist å konvergere mot et bransjesnitt som i «steady state» antas å ligge på 0,095. Dette tilsier en forventning om at netto driftsmarginen i bransjen vil være noe lavere enn bransjesnittet i analyseperioden på 0,102. Utviklingstrekket må særlig sees i lys av mine antakelser om økt konkurranse fra landbaserte oppdrettsanlegg som ventes å legge press på prisene og dermed også marginene i næringen. Historisk sett har netto driftsmarginen i bransjen vist seg å være nært korrelert med de årlige svingningene i selskapenes driftsinntekter. Dette utviklingstrekket forventes også å fortsette fremover og må sees i sammenheng med at oppdrettsselskapene har vist seg å ha problemer med å redusere sine marginale produksjonskostnader i takt med fallende laksepriser. I det følgende gis en nærmere beskrivelse av forventet utvikling i Lerøys netto driftsmargin for budsjettperioden:

#### ***2014: Dagens netto driftsmargin opprettholdes***

Gjennom inneværende år forventes Lerøys netto driftsmargin å holde seg på et nivå omtrent tilsvarende det i 2013 på 0,123. Dette skyldes primært en forventning om at lakseprisen blir værende på et høyt nivå frem mot høsten 2014 samtidig som det på kort sikt antas vanskelig for Lerøy å få gjennomført tiltak som vil redusere varekostnadenes andel av driftsinntektene.

#### ***2015-2018: Markert reduksjon i netto driftsmarginen***

Antakelsen om fallende markedspriser på laks i årene 2015 og 2016 forventes å gi utslag i en fallende netto driftsmargin for Lerøy. Selskapet antas med andre ord å ha problemer med å få redusert sine variable enhetskostnader i takt med det ventede prisfallet. Videre ventes Lerøy fortsatt å oppleve utfordringer knyttet til oppnåelse av høye nok marginer i nyere satsningsområder som hvitfisk. Det er samtidig nærliggende å anta at den forventede ekspansjonen i asiatiske vekstmarkeder gir opphav til noe lavere marginer enn i tradisjonelle markeder der kundenes betalingsvilje antas å være endel høyere. Til tross for den forventede reduksjonen i Lerøys netto driftsmargin gjennom perioden antas likevel selskapets tidligere marginulempetilknyttet varekostnadene å bli redusert. Dette skyldes dels forventede effektivitetsgevinster som følge av Lerøys investering i moderne smoltanlegg og dels forventninger om at Lerøy over tid evner å legge et større press på sine leverandører. I denne sammenheng antas trusler om oppstart av egen fórproduksjon å utgjøre et sentralt virkemiddel rettet mot leverandørene.

*Basert på de drøftede antakelsene forventes Lerøys netto driftsmargin i perioden 2015-2018 gradvis å bli redusert (lineært) fra 2014-nivået på 0,125 og ned til et nivå lik 0,090 i 2018. Dette utviklingstrekket relaterer seg i særlig grad til mine forventninger om økt konkurranse i laksemarkedet, hvilket antas å påvirke både lakseprisen og marginene i negativ retning.*

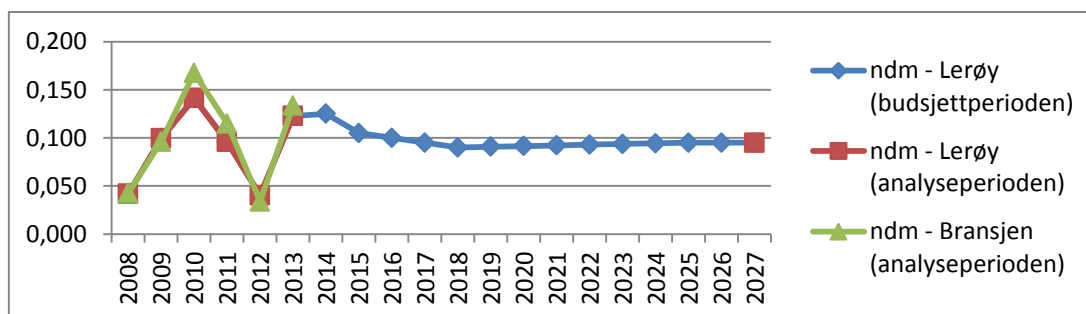
### 2018-2025: Gradvis økning i netto driftsmarginen

I perioden 2018-2025 er det særlig fire forhold jeg forventer vil ha betydning for utviklingen i Lerøys netto driftsmargin. For det første forventes lakseprisen å stabilisere seg på et nivå noe over selskapets variable enhetskostnader. For det andre antas Lerøy gradvis å oppnå noe høyere marginer i nyere produktområder som følge av produksjonseffektiviserende tiltak og nye innovasjoner. For det tredje ventes den antatte ekspansjonen i asiatiske kundemarkeder å innebære noe lavere produktmarginer enn i de mer modne europeiske kundemarkedene. For det fjerde antas Lerøy enten å fremforhandle enda bedre avtaler med sine forleverandører eller eventuelt å starte opp egen forproduksjon. Sistnevnte moment antas å bidra til at Lerøys tidligere anslåtte marginulempe mot slutten av perioden forventes å være helt fraværende.

Samlet sett forventes Lerøys netto driftsmargin gjennom perioden gradvis å justere seg opp mot det antatte bransjegjennomsnittet i «steady state» på 0,095. Den forventede økningen i selskapets netto driftsmargin for perioden skyldes primært antakelsen om at Lerøy enten vil starte opp egen forvirksomhet eller på andre måter evne å senke sine varekostnaders andel av driftsinntektene. Den positive margineffekten dette ventes å gi opphav til antas følgelig å overgå den negative margineffekten veksten i asiatiske kundemarkeder forventes å medføre.

### 2026: «Steady state»

Som nevnt antas Lerøys netto driftsmargin i «steady state» å stabilisere seg omtrent på nivå med bransjegjennomsnittet på 0,095. Dette utviklingstrekket understøttes av at både Lerøy og bransjen generelt over tid må forventes å gå over i noe mer moden fase i flere produkt- og kundemarkeder. Følgelig ventes forhold både på tilbudssiden og etterspørselssiden gradvis å ville stabilisere seg i stadig flere markeder. Det må samtidig igjen påpekes at den forventede utviklingen i netto driftsmarginen på lengre sikt bygger på en antakelse om at fremtidige oppgangs- og nedgangskonjunkturer over tid vil «viske hverandre ut». Dette innebærer at de årlige svingningene i Lerøys netto driftsmargin i realiteten må ventes å bli langt mer volatile enn de årlige anslagene som har fremkommet gjennom mine diskusjoner. Figur 60 uttrykker følgelig et forventet *underliggende utviklingsforløp* for Lerøys netto driftsmargin i perioden.



Figur 60: Netto driftsmargin i budsjettperioden (Lerøy)

### **Budsjettert netto driftsresultat:**

På grunnlag av forventet utvikling i netto driftsmargin og driftsinntektene gjennom budsjettperioden anslås her Lerøys årlige netto driftsresultat. Verdt å merke seg er at disse anslagene er konsistente med mine antakelser om at Lerøy i «steady state» antas å bevare en strategisk fordel i størrelsesordenen 2-3 %. Fremtidig superrentabilitet vil for øvrig anslås i kapittel 10.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
* Driftsinntekter	12 271 830	13 130 858	13 918 709	14 614 645	15 199 231	15 828 913	16 507 295
* Netto driftsmargin	0,125	0,105	0,100	0,095	0,09	0,0907	0,0914
= Netto driftsresultat	1 533 979	1 378 740	1 391 871	1 388 391	1 367 931	1 435 909	1 509 238

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
* Driftsinntekter	17 238 332	18 026 370	18 876 185	19 793 028	20 782 680	21 821 814	22 912 904
* Netto driftsmargin	0,0921	0,0929	0,0936	0,0943	0,095	0,095	0,095
= Netto driftsresultat	1 588 389	1 673 877	1 766 272	1 866 200	1 974 355	2 073 072	2 176 726

Tabell 73: Årlig netto driftsresultat gjennombudsjettperioden (Lerøy)

Fra tabell 73 er det verdt å merke seg at Lerøy forventes å oppleve et fall i sine netto driftsresultater i første del av budsjettperioden som følge av at inneværende oppgangskonjunktur forventes å snu. Dette innebærer forventninger om både fallende markedspriser på laks, samt fall i Lerøys netto driftsmargin og omløp til netto driftseiendelene fra 2015. De tre budsjett- og verdidriverne har nemlig historisk vist seg å være nært positivt korrelert og samtidig fulgt den konjunkturelle utviklingen i næringen tett. På kort sikt forventes det å være vanskelig for Lerøy å nedjustere sine kostnader i takt med det ventede prisleilet. I de senere år av budsjettperioden antas imidlertid Lerøys driftsresultater å stige jevnt frem mot «steady state» som et gjennomsnitt av fremtidige oppgangs- og nedgangskonjunkturer. Jeg forventer likevel at det vil ta relativt lang tid før Lerøy evner å kopiere det rekordhøye forventede driftsresultatet for 2014. Dette knytter seg til mine forventninger om en betydelig tilbudsvekst av laks de neste årene og det faktum at laks er å anse som en «standardvare». Det må likevel bemerkes at Lerøy forventes å oppnå høyere driftsresultater enn hva tilfellet er for 2014 tidligere enn hva tabell 73 skisserer. Dette skyldes at jeg her studerer et antatt *underliggende utviklingsforløp* i Lerøys driftsresultater, hvilket tilsier at nye oppgangskonjunkturer om 2-3 år i virkelighet må forventes å bli større enn hva tabellen gir inntrykk av.

#### **9.4.4 Netto finansiell gjeld**

Det neste steget i utarbeidelsen av Lerøys fremtidsregnskap er å budsjettere selskapets netto finansielle gjeld. Dette vil her skje gjennom en separat budsjettering av forventet utvikling i selskapets finansielle gjeld og dets finansielle eiendeler. Anslaget på netto finansiell gjeld vil så utgjøre den balansevektede differansen mellom verdien av finansiell gjeld og -eiendeler.

### ***Budsjettering av finansiell gjeld:***

Finansiell gjeld i budsjettperioden estimeres ved å anslå den framskrevne *finansielle gjeldsdelen*. Med finansiell gjeldsdelen menes i denne sammenheng den finansielle gjeldens andel av selskapets netto driftseiendeler. Som tidligere drøftet kjennetegnes norske oppdrettselskaper som relativt lavt gearede, hvilket innebærer en forholdsvis høy egenkapitalprosent. Gjennom analyseperioden var Lerøys finansielle gjeldsdelen i gjennomsnitt på 41,5 %, mens gjeldsdelen i 2013 var på 33,5 %. Gjennomsnittlig finansiell gjeldsdelen for bransjen i analyseperioden var til sammenligning 41,9 %. Med dette tallmaterialet som bakgrunnsinformasjon forventer jeg at Lerøys finansielle gjeldsdelen også i fremtiden vil ligge på et forholdsvis lavt nivå, men at ekspansjon i vekstmarkeder og satsning innen nyere produktmarkeder kan tilsi at gjeldsdelen vil kunne øke noe fra 2013-nivået på 33,5 %. En (mindre) økning i finansiell gjeldsdelen antas i denne sammenheng ikke å forverre selskapets soliditet og syntetiske rating i særlig grad.

*Følgelig forventes en gradvis økning i Lerøys finansielle gjeldsdelen gjennom budsjettperioden fra 2013-nivået på 33,5 % og mot en finansiell gjeldsdelen på 41,5 % i «steady state». Dette nivået tilsvarer Lerøys gjennomsnittlige finansielle gjeldsdelen for analyseperioden. Økningen i gjeldsdelen antas å inntreffe i perioden mot 2020 som følge av et økt kapitalbehov grunnet investeringer relatert til inntreden i nye kundemarkeder og ekspansjon innen nyere produktområder. Deretter antas gjeldsdelen å ligge stabilt på 41,5 % for resten av budsjettperioden.*

### ***Budsjettering av finansielle eiendeler:***

Finansielle eiendeler for budsjettperioden prognostiseres på grunnlag av forventet utvikling i selskapets *finansielle eiendelsdel*. For perioden 2008-2013 hadde Lerøy en gjennomsnittlig finansiell eiendelsdel på 15,6 % mot et bransjegjennomsnitt på 8 %. Knivsflå (2014h) har til sammenligning estimert gjennomsnittlig finansiell eiendelsdel på Oslo Børs til å være 23 % i perioden mellom 1999 og 2012. Jeg mener imidlertid at en såpass høy finansiell eiendelsdel ikke vil være forenlig med det høye forventede investeringsnivået gjennom budsjettperioden. Selskapene ventes med andre ord ikke å ville sitte på unødvendig mye overskuddslikviditet.

*Samlet sett mener jeg det er rimelig å forvente at Lerøys finansielle eiendelsdel gradvis vil bli redusert (antatt lineært) ned mot bransjegjennomsnittet i analyseperioden på 8 %. Dette underbygges delvis av at selskapet historisk har vist god evne til å generere likvider gjennom drift og dels det faktum at det typisk ikke vil være optimal eierstyring å la selskapet/ledelsen disponere for store likvide midler. Lavere likviditetsbeholdning antas å disiplinere ledelsen til å fokusere på de investeringsmulighetene med størst potensial til å heve selskapsverdien.*

### Budsjettering av netto finansiell gjeld:

Basert på innsikt opparbeidet gjennom de foregående avsnitt har jeg nå nødvendige inputs til å anslå den forventede utviklingen i Lerøys netto finansielle gjeld gjennom budsjettperioden:

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
	Netto driftseiendeler	10 100 660	11 134 968	12 178 871	13 216 722	13 885 011	14 608 226	15 391 368
*	Finansiell gjeldsdel	0,347	0,358	0,369	0,381	0,392	0,404	0,415
=	Finansiell gjeld	3 501 713	3 987 076	4 499 537	5 033 467	5 446 079	5 896 079	6 387 418
	Netto driftseiendeler	10 100 660	11 134 968	12 178 871	13 216 722	13 885 011	14 608 226	15 391 368
*	Finansiell eiendelsdel	0,128	0,123	0,119	0,115	0,110	0,106	0,102
=	Finansielle eiendeler	1 288 955	1 372 749	1 448 730	1 514 982	1 531 487	1 548 028	1 564 399
→	Netto finansiell gjeld	2 212 758	2 614 327	3 050 807	3 518 485	3 914 592	4 348 051	4 823 019

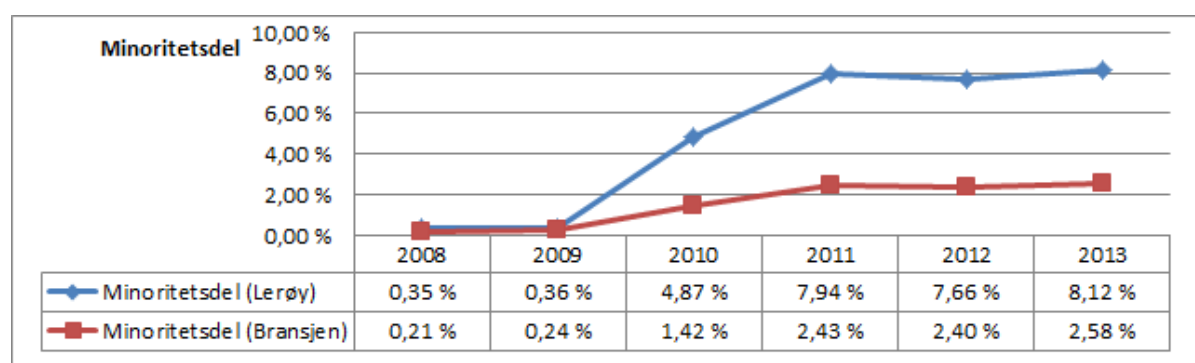
Tabell 74: Utvikling i netto finansiell gjeld: 2014-2020 (Lerøy)

		2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
	Netto driftseiendeler	16 239 973	17 160 168	18 158 742	19 243 222	20 205 383	21 215 652	22 276 435
*	Finansiell gjeldsdel	0,415	0,415	0,415	0,415	0,415	0,415	0,415
=	Finansiell gjeld	6 739 589	7 121 470	7 535 878	7 985 937	8 385 234	8 804 496	9 244 720
	Netto driftseiendeler	16 239 973	17 160 168	18 158 742	19 243 222	20 205 383	21 215 652	22 276 435
*	Finansiell eiendelsdel	0,097	0,093	0,089	0,084	0,080	0,080	0,080
=	Finansielle eiendeler	1 580 362	1 595 635	1 609 891	1 622 748	1 616 431	1 697 252	1 782 115
→	Netto finansiell gjeld	5 159 227	5 525 835	5 925 987	6 363 190	6 768 803	7 107 244	7 462 606

Tabell 75: Utvikling i netto finansiell gjeld: 2021-2027 (Lerøy)

### 9.4.6 Minoritetsinteresser

Utviklingen i minoritetsinteressene gjennom framskrivingsperioden prognostiseres på basis av forventet utvikling i selskapets *minoritetsdel*. Minoritetsdelen utgjør her forholdet mellom størrelsen på selskapets minoritetsinteresser og dets netto driftseiendeler. Historisk utvikling for Lerøys og «bransjens» minoritetsdel gjennom analyseperioden er illustrert ved figur 61:



Figur 61: Minoritetsdelen gjennom analyseperioden (Lerøy og Bransjen)

Gjennomsnittlig minoritetsdel i analyseperioden var for Lerøy 4,88 %, mens den for bransjegenomsnittet var på 1,55 %. Av figuren er det verdt å merke seg at Lerøys minoritetsdel økte markert i årene 2009-2011 som en konsekvens av større investeringer i både norske og utenlandske datterselskap. De siste tre årene har minoritetsdelen så stabilisert seg på ca. 8 %.

Gitt en antakelse om at Lerøys datterselskaper i kommende år forventes å forbli lønnsomme kan det hevdes å være optimalt for Lerøy «å presse ut minoriteten». På den måten kan Lerøy selv beholde en større andel av fortjenesten i sine datterselskaper. Av denne årsak venter jeg at minoritetsdelen til Lerøy de neste årene gradvis vil konvergere mot bransjegjennomsnittet for analyseperioden på 1,55 %. Som en forenkling antas det her at reduksjonen i selskapets minoritetsdel følger en lineær utvikling gjennom budsjettperioden. I praksis er det imidlertid nærliggende å anta at dette vil skje trinnvis, men betydelig usikkerhet knyttet til *når* fallene i minoritetsdelen vil inntreffe tilsier at bruk av en lineær utviklingstrend likevel kan forsvares. Tabell 76 viser den forventede utviklingen i Lerøys minoritetsdel gjennom budsjettperioden:

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
	Netto driftseiendeler	10 100 660	11 134 968	12 178 871	13 216 722	13 885 011	14 608 226	15 391 368
*	Minoritetsdel	7,57 %	7,03 %	6,48 %	5,93 %	5,38 %	4,84 %	4,29 %
=	Minoritetsinteresser	764 872	782 231	788 886	783 752	747 361	706 308	659 905

		2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
	Netto driftseiendeler	16 239 973	17 160 168	18 158 742	19 243 222	20 205 383	21 215 652	22 276 435
*	Minoritetsdel	3,74 %	3,19 %	2,65 %	2,10 %	1,55 %	1,55 %	1,55 %
=	Minoritetsinteresser	607 375	547 838	480 299	403 627	313 183	328 843	345 285

Tabell 76: Minoritetsinteresser gjennom budsjettperioden (Lerøy)

Verdt å merke seg er at minoritetsinteressene, gitt mine drøftede antakelser, forventes å falle markert gjennom budsjettperioden til tross for at netto driftseiendelene ble prognostisert til å ha en gjennomsnittlig årlig vekst på omtrent 6 %. Nærmere diskusjoner knyttet til fremtidig forventet minoritetsrentabilitet og minoritetskrav vil for øvrig gjøres i avsnitt 9.4.9 og 10.1.5.

#### 9.4.8 Netto finanskostnad

Budsjetteringen av fremtidige finansielle resultatposter tar utgangspunkt i en forutsetning om at årlig rentabilitet tilsvarer avkastningskravet. I kapittel 8 fant jeg at Lerøy ikke hadde noen finansieringsfordel tilknyttet sine finansielle poster. Dette ble underbygget av antakelsen om at kapitalmarkedet er velfungerende og at Lerøy regnskapsfører etter IFRS der *virkelig verdi* utgjør hovedidealet. Følgelig forventes selskapets oppnådde rentabilitet på finanspostene å reflektere kravet også i budsjettperioden. Verdt å merke seg er at rentabilitet her baserer seg på *inngående kapital*. Relevante fremtidskrav er beregnet i oppgavens kapittel 10.2.1-10.2.3.

#### *Netto finanskostnad etter skatt:*

Lerøys *netto* finanskostnad blir her først funnet ved å trekke anslag på årlige finansinntekter etter skatt fra anslått årlig finanskostnad etter skatt. Deretter er en alternativ tilnærming brukt som er direkte basert på anslag på netto finansiell gjeldsrentabilitet og netto finansiell gjeld.

Som vist gjennom tabell 77,78 og 79 vil netto finanskostnaden bli den samme ved bruk av de to tilnærmingene gitt *konsistent bruk* av inngående kapital ved vektingen (Knivsflå, 2014h).

### Metode 1:

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
	Finansiell gjeldsrente	0,019	0,020	0,022	0,024	0,026	0,029	0,031
*	Finansiell gjeld <sub>IB</sub>	3 039 378	3 501 713	3 987 076	4 499 537	5 033 467	5 446 079	5 896 079
=	Finanskostnader etter skatt	57 019	71 734	88 557	107 703	129 168	160 045	183 443
	Finansiell eiendelsrente	0,010	0,013	0,015	0,017	0,019	0,022	0,024
*	Finansielle eiendeler <sub>IB</sub>	982 400	1 288 955	1 372 749	1 448 730	1 514 982	1 531 487	1 548 028
=	Finansinntekter etter skatt	10 255	16 361	20 520	24 922	29 477	33 251	37 101
=	Netto finanskostnad etter skatt	46 764	55 373	68 037	82 781	99 691	126 794	146 342

Tabell 77: Netto finanskostnad etter skatt: 2014-2020 (Metode 1)

		2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
	Finansiell gjeldsrente	0,033	0,035	0,036	0,038	0,040	0,040	0,040
*	Finansiell gjeld <sub>IB</sub>	6 387 418	6 739 589	7 121 470	7 535 878	7 985 937	8 385 234	8 804 496
=	Finanskostnader etter skatt	209 751	232 945	258 432	286 473	317 361	333 229	349 891
	Finansiell eiendelsrente	0,026	0,028	0,031	0,033	0,035	0,035	0,035
*	Finansielle eiendeler <sub>IB</sub>	1 564 399	1 580 362	1 595 635	1 609 891	1 622 748	1 616 431	1 697 252
=	Finansinntekter etter skatt	41 021	45 002	49 035	53 103	57 186	56 963	59 811
=	Netto finanskostnad etter skatt	168 731	187 942	209 397	233 370	260 176	276 266	290 079

Tabell 78: Netto finanskostnad etter skatt: 2021-2027 (Lerøy)

### Metode 2:

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
	Netto finansiell gjeldsrente	0,023	0,025	0,026	0,027	0,028	0,032	0,034
*	Netto finansiell gjeld <sub>IB</sub>	2 056 978	2 212 758	2 614 327	3 050 807	3 518 485	3 914 592	4 348 051
=	Finanskostnad etter skatt	46 764	55 373	68 037	82 781	99 691	126 794	146 342

		2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
	Netto finansiell gjeldsrente	0,035	0,036	0,038	0,039	0,041	0,041	0,041
*	Netto finansiell gjeld <sub>IB</sub>	4 823 019	5 159 227	5 525 835	5 925 987	6 363 190	6 768 803	7 107 244
=	Finanskostnad etter skatt	168 731	187 942	209 397	233 370	260 176	276 266	290 079

Tabell 79: Netto finanskostnad etter skatt: 2014-2020 (Metode 2)

## 9.4.9 Netto minoritetsresultat

I avsnitt 9.4.6 ble utviklingen i minoritetsinteressene gjennom budsjettperioden anslått, mens fremtidige minoritetskrav blir beregnet i avsnitt 10.1.5. Basert på denne innsikten kan det nå gjøres anslag på fremtidige minoritetsresultater. Knivsflå (2014h) anfører at hvis majoriteten enten klarer «å skvise minoriteten» eller eventuelt hvis minoritetsinteressene er balanseført til tilnærmet *virkelig verdi*, kan minoritetsrentabiliteten forventes å være tilnærmet lik kravet. Tatt i betraktning at Lerøy har en svært dominerende majoritetsseier og regnskapsfører basert på IFRS-standarden mener jeg dette kan utgjøre en rimelig antakelse i mitt tilfelle. Følgelig forutsettes det i det videre at minoritetsrentabiliteten tilsvarer det tilhørende minoritetskravet.

Ved verdivurderinger kan det imidlertid anføres at eventuelle strategiske fordeler relatert til minoriteten kan medføre at minoritetsrentabiliteten overgår kravet. Av denne årsak kan det være ønskelig å gjennomføre en «parallell» verdivurdering av minoritetsinteressene for å få frem at minoritetens virkelige verdi potensielt kan overgå minoritetens balanseførte verdier. For nærmere drøftelser av håndteringen av minoritetsinteressene henvises det til kapittel 11.

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
	Minoritetsinteresser <sub>IB</sub>	793747	764872	782231	788886	783752	747361	706308
*	Minoritetsrentabilitet	0,103	0,104	0,107	0,110	0,113	0,115	0,119
=	Netto minoritetsresultat	81 918	79 781	83 920	87 018	88 857	86 230	83 901

		2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
	Minoritetsinteresser <sub>IB</sub>	659905	607375	547838	480299	403627	313183	328843
*	Minoritetsrentabilitet	0,122	0,124	0,126	0,128	0,131	0,131	0,131
=	Netto minoritetsresultat	80 288	75 261	69 113	61 671	52 731	41 046	43 099

Tabell 80: Netto minoritetsresultat: 2014-2020 (Lerøy)

## 9.5 Fremtidsregnskap

Gjennom de foregående avsnittene har jeg tallfestet de nødvendige resultat- og balanseposter slik at jeg nå kan presentere Lerøys forventede fremtidsregnskap. Herunder kommer resultatregnskap, balanseoppstilling og fri kontantstrøm gjennom framskrivingsperioden. Sammen med fremtidskravene anslått i oppgavens kapittel 10 vil tallmaterialet herfra legge grunnlaget for utarbeidelser av estimater på Lerøys virkelige egenkapitalverdi i utredningens kapittel 11.

### 9.5.1 Resultatregnskap gjennom budsjettperioden

Ved utarbeidelsen av det fremtidige resultatregnskapet er det verdt å merke seg at selskapets netto betalte utbytte (NBU) vil utgjøre bindeleddet mellom resultatregnskapet og balansen. Dette innebærer at NBU fastsettes residuelt som differansen mellom selskapets fullstendige nettoresultat og den estimerte årlige endringen i egenkapitalen hentet fra fremtidsbalansen. *Unormale poster* settes her lik 0 siden postene per definisjon vanskelig kan predikeres. Det kan for eksempel antas at fremtidige *unormale resultater* i snitt vil kunne utligne hverandre.

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
	Driftsinntekter	12 271 830	13 130 858	13 918 709	14 614 645	15 199 231	15 828 913	16 507 295
	Netto driftsresultat	1 533 979	1 378 740	1 391 871	1 388 391	1 367 931	1 435 909	1 509 238
+	Netto finansinntekt	10 255	16 361	20 520	24 922	29 477	33 251	37 101
=	Nettoresultat til SSK	1 544 233	1 395 101	1 412 391	1 413 313	1 397 408	1 469 160	1 546 339
-	Netto finanskostnad	57 019	71 734	88 557	107 703	129 168	160 045	183 443
-	Netto minoritetsresultat	81 918	79 781	83 920	87 018	88 857	86 230	83 901
=	Nettoresultat til EK	1 405 297	1 243 586	1 239 914	1 218 593	1 179 383	1 222 885	1 278 995
+	Unormalt netto DR	0	0	0	0	0	0	0
+	Unormalt netto FR	0	0	0	0	0	0	0
-	Unormalt netto MR	0	0	0	0	0	0	0
=	Fullstendig nettoresultat	1 405 297	1 243 586	1 239 914	1 218 593	1 179 383	1 222 885	1 278 995
-	Netto betalt utbytte	496 325	628 206	639 146	643 285	870 810	892 076	924 418
=	Endring i egenkapitalen	908 972	615 380	600 768	575 308	308 573	330 809	354 577



	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Driftsinntekter	17 238 332	18 026 370	18 876 185	19 793 028	20 782 680	21 821 814	22 912 904
Netto driftsresultat	1 588 389	1 673 877	1 766 272	1 866 200	1 974 355	2 073 072	2 176 726
+ Netto finansinntekt	41 021	45 002	49 035	53 103	57 186	56 963	59 811
= Nettoresultat til SSK	1 629 410	1 718 880	1 815 306	1 919 303	2 031 540	2 130 035	2 236 537
- Netto finanskostnad	209 751	232 945	258 432	286 473	317 361	333 229	349 891
- Netto minoritetsresultat	80 288	75 261	69 113	61 671	52 731	41 046	43 099
= Nettoresultat til EK	1 339 370	1 410 674	1 487 761	1 571 159	1 661 448	1 755 760	1 843 548
+ Unormalt netto DR	0	0	0	0	0	0	0
+ Unormalt netto FR	0	0	0	0	0	0	0
- Unormalt netto MR	0	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig nettoresultat	1 339 370	1 410 674	1 487 761	1 571 159	1 661 448	1 755 760	1 843 548
- Netto betalt utbytte	774 444	797 550	821 800	847 209	1 014 457	1 099 590	1 154 570
= Endring i egenkapitalen	564 926	613 124	665 961	723 950	646 990	656 170	688 978

Tabell 81: Fremtidig resultatregnskap: 2014-2027 (Lerøy)

### 9.5.2 Fremtidsbalanse gjennom budsjettperioden

Ved utarbeidelsen av fremtidsbalansen er det verdt å merke seg er at egenkapitalen er fastsatt residualt ved å trekke (netto) finansiell gjeld og minoritetsinteresser fra Lerøys sysselsatte kapital (netto driftskapital). Ved selve verdsettelsesprosessen i kapittel 11 vil egenkapitalen så bli oppjustert mot *virkelige verdi* gjennom den tidligere omtalte *konvergeringsprosessen*. Lerøys forventede fremtidsbalanser er illustrert gjennom tabell 82 og 83. Fremtidsbalansene er her først uttrykt i form av *sysselsatt kapital* som mål på Lerøys selskapskapital (tabell 82) og så med utgangspunkt i netto driftskapitalen som mål på selskapskapitalen (tabell 83).

#### Fremtidsbalanse – Sysselsatt kapital:

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Netto driftseiendeler	10 100 660	11 134 968	12 178 871	13 216 722	13 885 011	14 608 226	15 391 368
+ Finansielle eiendeler	1 288 955	1 372 749	1 448 730	1 514 982	1 531 487	1 548 028	1 564 399
= Sysselsatte eiendeler	11 389 615	12 507 716	13 627 601	14 731 704	15 416 499	16 156 254	16 955 767
+ Egenkapital	7 123 029	7 738 409	8 339 177	8 914 485	9 223 059	9 553 867	9 908 445
+ Minoritetsinteresser	764 872	782 231	788 886	783 752	747 361	706 308	659 905
+ Finansiell gjeld	3 501 713	3 987 076	4 499 537	5 033 467	5 446 079	5 896 079	6 387 418
= Sysselsatt kapital	11 389 615	12 507 716	13 627 601	14 731 704	15 416 499	16 156 254	16 955 767

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Netto driftseiendeler	16 239 973	17 160 168	18 158 742	19 243 222	20 205 383	21 215 652	22 276 435
+ Finansielle eiendeler	1 580 362	1 595 635	1 609 891	1 622 748	1 616 431	1 697 252	1 782 115
= Sysselsatte eiendeler	17 820 335	18 755 803	19 768 633	20 865 970	21 821 814	22 912 904	24 058 550
+ Egenkapital	10 473 371	11 086 495	11 752 456	12 476 406	13 123 396	13 779 566	14 468 544
+ Minoritetsinteresser	607 375	547 838	480 299	403 627	313 183	328 843	345 285
+ Finansiell gjeld	6 739 589	7 121 470	7 535 878	7 985 937	8 385 234	8 804 496	9 244 720
= Sysselsatt kapital	17 820 335	18 755 803	19 768 633	20 865 970	21 821 814	22 912 904	24 058 550

Tabell 82: Framtidsbalanse – Sysselsatt kapital (Lerøy)

### **Fremtidsbalanse – Netto driftskapital:**

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Netto driftseiendeler	10 100 660	11 134 968	12 178 871	13 216 722	13 885 011	14 608 226	15 391 368
Egenkapital	7 123 029	7 738 409	8 339 177	8 914 485	9 223 059	9 553 867	9 908 445
+ Minoritetsinteresser	764 872	782 231	788 886	783 752	747 361	706 308	659 905
+ Netto finansiell gjeld	2 212 758	2 614 327	3 050 807	3 518 485	3 914 592	4 348 051	4 823 019
= Netto driftskapital	10 100 660	11 134 968	12 178 871	13 216 722	13 885 011	14 608 226	15 391 368

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Netto driftseiendeler	16 239 973	17 160 168	18 158 742	19 243 222	20 205 383	21 215 652	22 276 435
Egenkapital	10 473 371	11 086 495	11 752 456	12 476 406	13 123 396	13 779 566	14 468 544
+ Minoritetsinteresser	607 375	547 838	480 299	403 627	313 183	328 843	345 285
+ Netto finansiell gjeld	5 159 227	5 525 835	5 925 987	6 363 190	6 768 803	7 107 244	7 462 606
= Netto driftskapital	16 239 973	17 160 168	18 158 742	19 243 222	20 205 383	21 215 652	22 276 435

Tabell 83: Fremtidsbalanse - Netto driftskapital (Lerøy)

Av fremtidsbalansene vil jeg her påpeke et sentralt poeng knyttet til egenkapitalvekst. Mine diskusjoner knyttet til varig egenkapitalvekst i avsnitt 9.2.2 viste at egenkapitalveksten ikke kan forventes å overgå den nominelle veksten i den samlede økonomien som på lang sikt ble anslått til å ligge på 5,5 % - 6 %. Dette hensynet er her ivaretatt ved at årlig egenkapitalvekst i *steady state* tilsvarer den tidligere anslåtte driftsinntektsveksten på 5 %. Egenkapitalveksten antas likevel å overgå dette nivået for enkelte år i budsjettperioden. Verdt å merke seg er at Lerøys utdelingsforhold gradvis forventes å øke, hvilket demper EK-veksten. Dette skyldes at selskapet gjennomgående i perioden forventes å generere forholdsvis høye nettoresultater til egenkapitalen, hvilket tilsier at Lerøy over tid forventes å måtte *heve utdelingsforholdet*.

### **9.5.3 Fri kontantstrøm gjennom budsjettperioden**

Basert på presentert fremtidsresultat og fremtidsbalanse utarbeides videre Lerøys fremtidige frie kontantstrømmer til egenkapitalen. Herunder vises også estimer på fri kontantstrøm fra drift og fri kontantstrøm til sysselsatt kapital. Fri kontantstrøm til en kapital vil generelt bestå av det fullstendige nettoresultatet til kapitalen justert for den årlige endringen i den relevante kapitalstørrelsen. Samtidig er det verdt å merke seg at fri kontantstrøm til egenkapitalen her tilsvarer netto betalt utbytte. Selskapets fremtidige frie kontantstrømmer er illustrert i tabell 84 og 85 vist på neste side. Det er herfra verdt å bemerke at Lerøy gjennom alle år i budsjettperioden forventes å generere positive frie kontantstrømmer fra drift. Det samme er samtidig også tilfellet for Lerøys frie kontantstrømmer til sysselsatt kapital og egenkapital. Sistnevnte forhold underbygges særlig av mine antakelser om en økning i Lerøys finansielle gjeldsandel i perioden og det faktum at netto driftseiendelene øker jevnt gjennom hele budsjettperioden.

**Fremtidig fri kontantstrøm:**

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
	Netto driftsresultat	1 533 979	1 378 740	1 391 871	1 388 391	1 367 931	1 435 909	1 509 238
+	Unormalt netto driftsresultat	0	0	0	0	0	0	0
-	Økning i netto driftseiendeler	1 035 878	1 034 308	1 043 903	1 037 852	668 289	723 214	783 143
=	Fri kontantstrøm fra drift	498 101	344 433	347 968	350 540	699 642	712 694	726 096
+	Netto finansinntekter	10 255	16 361	20 520	24 922	29 477	33 251	37 101
+	Unormale netto finansinntekter	0	0	0	0	0	0	0
-	Økning i finansielle eiendeler	306 555	83 794	75 982	66 252	16 505	16 541	16 371
=	Fri KS til sysselsatt kapital	201 801	277 000	292 506	309 210	712 614	729 405	746 825
-	Netto finanskostnad	57 019	71 734	88 557	107 703	129 168	160 045	183 443
-	Unormale netto finanskostnader	0	0	0	0	0	0	0
+	Økning i finansiell gjeld	462 335	485 363	512 462	533 930	412 612	449 999	491 339
-	Netto minoritetsresultat	81 918	79 781	83 920	87 018	88 857	86 230	83 901
+	Økning i minoritetsinteresser	-28 875	17 359	6 655	-5 135	-36 391	-41 053	-46 403
=	Fri KS til egenkapitalen = NBU	496 325	628 206	639 146	643 285	870 810	892 076	924 418

Tabell 84: Fremtidig fri kontantstrøm: 2014-2020 (Lerøy)

		2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
	Netto driftsresultat	1 588 389	1 673 877	1 766 272	1 866 200	1 974 355	2 073 072	2 176 726
+	Unormalt netto driftsresultat	0	0	0	0	0	0	0
-	Økning i netto driftseiendeler	848 605	920 195	998 573	1 084 480	962 161	1 010 269	1 060 783
=	Fri kontantstrøm fra drift	739 784	753 682	767 698	781 719	1 012 193	1 062 803	1 115 943
+	Netto finansinntekter	41 021	45 002	49 035	53 103	57 186	56 963	59 811
+	Unormale netto finansinntekter	0	0	0	0	0	0	0
-	Økning i finansielle eiendeler	15 962	15 273	14 256	12 856	-6 317	80 822	84 863
=	Fri KS til sysselsatt kapital	764 842	783 411	802 477	821 966	1 075 696	1 038 945	1 090 892
-	Netto finanskostnad	209 751	232 945	258 432	286 473	317 361	333 229	349 891
-	Unormale netto finanskostnader	0	0	0	0	0	0	0
+	Økning i finansiell gjeld	352 171	381 881	414 408	450 059	399 297	419 262	440 225
-	Netto minoritetsresultat	80 288	75 261	69 113	61 671	52 731	41 046	43 099
+	Økning i minoritetsinteresser	-52 530	-59 537	-67 540	-76 672	-90 443	15 659	16 442
=	Fri KS til egenkapitalen = NBU	774 444	797 550	821 800	847 209	1 014 457	1 099 590	1 154 570

Tabell 85: Fremtidig fri kontantstrøm: 2021-2027 (Lerøy)

## **Kapittel 10 – Fremtidskrav og strategisk fordel**

Fremtidskrav blir først og fremst brukt som *diskonteringsrenter* ved verdivurderinger. Dette innebærer at de estimerte fremtidskravene benyttes til å anslå nåverdien av Lerøys fremtidige inntjening. Hvilke avkastningskrav verdsettelsen bygger på vil avhenge av den valgte modell for fundamental verdsettelse. I kapittel 11 vil jeg argumentere for bruk av flere forskjellige modeller, hvilket samtidig innebærer bruk av flere ulike avkastningskrav. Av denne årsak vil jeg her beregne fremtidskrav for Lerøy relatert til både *egenkapitalen*, *minoriteten*, *finansiell gjeld*, *finansielle eiendeler*, *netto finansiell gjeld*, *sysselsatt kapital* og *netto driftskapitalen*.

Historiske krav tilknyttet de ulike kapitalene ble estimert i utredningens kapittel 7. Herunder ble også relevant kravteori presentert. Dette innebærer at teorigrunnlaget ikke vil gjentas her. Vektingen av historiske selskapskrav tok utgangspunkt i historiske *balanseførte verdier*. For fremtidskravene har vi imidlertid ikke kjennskap til verdibaserte balansevekter før selskapets egenkapitalverdi er estimert. Følgelig vil vektingen her først ta utgangspunkt i de presenterte balanseverdiene fra fremtidsbudsjettet i kapittel 9. Deretter vil vektingsgrunnlaget gradvis bli oppdatert gjennom en stegvis konvergeringsprosess som gjør framfidsregnskapet verdibasert.

Kapittelet er inndelt slik at jeg først anslår Lerøys fremtidige egenkapital- og minoritetskrav. Herunder inkluderes prognoser av fremtidig utvikling for risikofri rente og markedspremien. Deretter estimeres Lerøys netto finansielle gjeldskrav over budsjettperioden. Gjeldskravet vil blant annet avhenge av selskapets syntetiske rating fremover i tid. Følgelig gjøres det anslag på Lerøys *syntetiske fremtidsrating* basert på tallmateriale fra fremtidsbudsjettet i kapittel 9. Nødvendige betaverdier beregnes på tilsvarende måte som ved utarbeidelsen av de historiske kravene i kapittel 7. Avslutningsvis beregnes så relevante selskapskrav over budsjettperioden ved vekting. Fokuset vil her ligge på både Lerøys *sysselsatte kapital* og *netto driftskapitalen*.

### **10.1 Egenkapitalkrav og minoritetskrav**

Egenkapitalkravet blir som tidligere drøftet anslått på grunnlag av variablene *risikofri rente*, *årlig egenkapitalbeta*, *markedspremien* og en eventuell *illikviditetspremie*. De fire variablene vil i det følgende bli prognostisert for det enkelte år gjennom budsjettperioden.

#### **10.1.1 Fremtidig risikofri rente**

Min analyse av generelle økonomiske forhold som påvirker oppdrettsbransjen i avsnitt 4.3.2 avslørte at det fremtidige rentenivået forventes å utgjøre en viktig determinant for oppdrettsbransjens totale lønnsomhet. Dette skyldtes dels at næringen kan anses som relativt kapitalintensiv og dels det faktum at majoriteten av selskapenes rentebærende gjeld er flytende.

Årlig risikofri rente gjennom budsjettperioden estimeres her på grunnlag av en antakelse om at dagens lave rentenivå gradvis vil tilbakevendes mot et historisk høyere gjennomsnittsnivå. Norges Bank opplyste i forbindelse med rentemøtet i mars 2014 at dagens nivå på styringsrenten (1,5 %) kan forventes opprettholdt fram mot sommeren 2015. NIBOR-renten (3 mnd.) har til sammenligning ligget stabilt på et nivå rundt 1,7 % gjennom årets første måneder. Gitt antakelsen om at det vil være en forholdsvis stabil sammenheng mellom nivået på fremtidige styringsrenter og NIBOR velger jeg her å følge hovedstyrets argumentasjon og antar følgelig at også NIBOR vil holde seg på dagens nivå gjennom 2014. Fra 2015 antas imidlertid renten gradvis å bli reversert mot en «normalrente» som forventes å bli nådd i «steady state» i 2026 (Knivsflå, 2014j). Renteutviklingen ventes å følge en lineær trend gjennom budsjettperioden. «Normalrenten» anslås videre til å utgjøre 4,3 % årlig, hvilket er basert på gjennomsnittlig 3-måneders NIBOR-rente for perioden 1995-2013 (Norges Bank, 2013). Til sist påpekes det at bedriftsskattesatsen fra 2014 er på 27 %, samt at den tidligere benyttede kredittrisikopremien for banker med AA-rating på 0,5 % årlig også antas å gjøre seg gjeldende i tiden fremover.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
NIBOR-rente (3 mnd.)	0,017	0,019	0,022	0,024	0,026	0,029	0,031	0,034	0,036	0,038	0,041	0,043	0,043
- Kort KRP bank (AA-rate)	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
= Risikofri rente før skatt	0,012	0,014	0,017	0,019	0,021	0,024	0,026	0,029	0,031	0,033	0,036	0,038	0,038
- 27 % skatt	0,003	0,004	0,005	0,005	0,006	0,006	0,007	0,008	0,008	0,009	0,010	0,010	0,010
= Risikofri rente e. skatt	0,009	0,010	0,012	0,014	0,016	0,017	0,019	0,021	0,023	0,024	0,026	0,028	0,028

Tabell 86: Utvikling i risikofri rente etter skatt gjennom budsjettperioden (2014-2026)

### 10.1.2 Fremtidig markedsrisikopremie

Det er generelt betydelig usikkerhet knyttet til hva markedspremier vil bli i fremtiden. Dette skyldes at det finnes få pålitelige indikatorer som kan predikere fremtidige markedspremier (Kaldestad & Møller, 2011, s. 117). Følgelig kan det hevdes at bruk av historiske premier også utgjør det beste estimatet for fremtiden. Det er imidlertid flere ulemper knyttet til denne metoden. Blant annet er historiske premier sterkt påvirket av den svært høye produktivitetsveksten de siste 100 årene som vanskelig kan opprettholdes. Dette kan tilsi at risikopremien fremover kan bli lavere enn hva den har vært historisk. Jeg velger derfor her å basere meg på en langsiktig historisk premie på 5 % *før skatt* som *etter skatt* utgjør 6,16 %. Jeg har da som tidligere brukt en gjennomsnittlig NIBOR-rente på 4,3 % i overgangen fra *før-* til *etter skatt* størrelser ( $0,05 + 0,043 \cdot 27\%$ ). Estimatet på 6,16 % nedjusteres så skjønnsmessig til 6 % ut fra antakelsen om at markedspremier fremover vil bli noe lavere enn den har vært historisk.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Markedspremie etter skatt	6 %	6 %	6 %	6 %	6 %	6 %	6 %	6 %	6 %	6 %	6 %	6 %	6 %

Tabell 87: Markedspremie etter skatt (MRP) gjennom budsjettperioden

### 10.1.3 Fremtidig årlig egenkapitalbeta

Årlig egenkapitalbeta anslås her basert på antakelsen om at netto driftsbetaen kan forventes å være konstant gjennom budsjettperioden. Dette er i tråd med tidligere diskusjoner relatert til Miller og Modiglianis første proposisjon og tilsier forventninger om en konstant netto driftsbeta i budsjettperioden lik den i analyseperioden på 0,857. Med kjennskap til fremtidig årlig netto finansiell gjeldsbeta fra avsnitt 10.2.1 og vektingsgrunnlag hentet fra fremtidsbalansen i avsnitt 9.5.2 er egenkapital- og minoritetsbetaen (antatt like) de eneste ukjente parameterne:

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Egenkapitalbeta	1,040	1,029	1,049	1,069	1,091	1,095	1,122	1,140	1,148	1,156	1,164	1,172	1,178
* (EK <sub>IB</sub> /NDK <sub>IB</sub> )	0,686	0,705	0,695	0,685	0,674	0,664	0,654	0,644	0,645	0,646	0,647	0,648	0,650
+ Minoritetsbeta	1,040	1,029	1,049	1,069	1,091	1,095	1,122	1,140	1,148	1,156	1,164	1,172	1,178
* (MIN <sub>IB</sub> /NDK <sub>IB</sub> )	0,088	0,076	0,070	0,065	0,059	0,054	0,048	0,043	0,037	0,032	0,026	0,021	0,016
+ NFG-beta ( $\beta_{NFG}$ )	0,233	0,242	0,230	0,220	0,211	0,250	0,231	0,236	0,231	0,227	0,223	0,219	0,218
* (NFG <sub>IB</sub> /NDK <sub>IB</sub> )	0,227	0,219	0,235	0,250	0,266	0,282	0,298	0,313	0,318	0,322	0,326	0,331	0,335
= Netto driftsbeta	0,857	0,857	0,857	0,857	0,857	0,857	0,857	0,857	0,857	0,857	0,857	0,857	0,857

Tabell 88: Fremtidig årlig egenkapitalbeta (Lerøy)

Verdt å merke seg er at Lerøys egenkapitalbeta ventes å øke noe gjennom budsjettperioden. Dette må primært sees i lys av mine antakelser om en gradvis økning i selskapets finansielle gjeldsdel i tiden frem mot 2020 (reduert EK-del). Dette virker samtidig i retning av å heve netto finansiell gjeldsbetaen. I «steady state» antas så årlig egenkapitalbeta å være lik 1,178.

### 10.1.4 Illikviditetspremie

Illikviditetspremiene i budsjettperioden antas å tilsvare premiene som ble benyttet i analyseperioden, hvilket innebærer at illikviditetspremien settes til 1 % for egenkapitalen og 2 % for minoriteten. Dette begrunnes med at Lerøys hovedaksjonær, Austevoll Seafood, forventes å opprettholde sin dominerende posisjon på eiersiden i selskapet gjennom budsjettperioden.

### 10.1.5 Egenkapital- og minoritetskrav

Basert på de diskuterte forutsetningene i foregående avsnitt presenteres her anslag på Lerøys fremtidige egenkapital- og minoritetskrav. Viktig å påpeke er at det fremtidige egenkapitalkravet her er oppjustert for å ta hensyn til fremtidig utbytteskatt. Dette ble ikke ansett som formålstjenlig i utarbeidelsen av det historiske egenkapitalkravet siden kravet da primært ble benyttet som en *målestokk*. Til verdivurderingsformål er det imidlertid ønskelig å foreta en justering av egenkapitalkravet for *fremtidig effektiv utbytteskatt*. Antakelsen er da at skatten ikke nødvendigvis er systematisk og følgelig skaper visse vridningseffekter. Den effektive «vridningssatsen» ( $\tau$ ) anslås her til 2 %. At denne ligger langt under selskapsskattesatsen på 27 % må sees i lys av skatteforhold slik som *skjermingsfradrag*, *fritaksmetoden* og *strategisk skattetilpasning* blant selskaper som et forsøk på å minimere utbytteskatt (Knivsflå, 2014j).

Det er i denne sammenheng avgjørende å oppnå konsistens mellom teller og nevner i verdigrundersingsprosessen i kapittel 11. Når jeg her velger å ta hensyn til utbytteskatten i nevneren er det viktig at netto betalt utbytte (telleren) ikke skattejusteres for å unngå «dobbelregning».

### ***Fremtidig egenkapitalkrav:***

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	Risikofri rente etter skatt	0,009	0,010	0,012	0,014	0,016	0,017	0,019	0,021	0,023	0,024	0,026	0,028	0,028
+	Årlig egenkapitalbeta	1,040	1,029	1,049	1,069	1,091	1,095	1,122	1,140	1,148	1,156	1,164	1,172	1,178
*	MRP etter skatt	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060
+	Illikviditetspremie	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
=	Egenkapitalkrav før $\tau$	0,081	0,082	0,085	0,088	0,091	0,093	0,096	0,099	0,101	0,104	0,106	0,108	0,108
/	(1-effektiv utbytteskatt, $\tau$ )	0,980	0,980	0,980	0,980	0,980	0,980	0,980	0,980	0,980	0,980	0,980	0,980	0,980
=	Egenkapitalkrav	0,083	0,084	0,087	0,090	0,093	0,095	0,098	0,101	0,104	0,106	0,108	0,110	0,111

Tabell 89: Fremtidig egenkapitalkrav (Lerøy)

Av tabell 89 er det verdt å merke seg at Lerøys egenkapitalkrav forventes å øke jevnt utover budsjettperioden. Dette utviklingstrekket blir særlig underbygget av to forhold. For det første forventes risikofri rente å øke jevnt gjennom perioden fra dagens svært lave nivå, mens for det andre ventes Lerøys EK-beta å øke gjennom perioden av årsaker drøftet i avsnitt 10.1.3.

### ***Fremtidig minoritetskrav:***

Lerøys minoritetskrav er som før her anslått med utgangspunkt i egenkapitalkravet, men med en ekstra årlig illikviditetspremie på 2 % som skyldes det konsentrerte eierskapet i selskapet. Også for minoritetskravet gjøres det en justering for forventet fremtidig effektiv utbytteskatt:

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	Egenkapitalkrav før $\tau$	0,081	0,082	0,085	0,088	0,091	0,093	0,096	0,099	0,101	0,104	0,106	0,108	0,108
+	Ekstra illikviditetspremie	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020
=	Minoritetskrav før $\tau$	0,101	0,102	0,105	0,108	0,111	0,113	0,116	0,119	0,121	0,124	0,126	0,128	0,128
/	(1-effektiv utbytteskatt, $\tau$ )	0,980	0,980	0,980	0,980	0,980	0,980	0,980	0,980	0,980	0,980	0,980	0,980	0,980
=	Minoritetskrav	0,103	0,104	0,107	0,110	0,113	0,115	0,119	0,122	0,124	0,126	0,128	0,131	0,131

Tabell 90: Fremtidig minoritetskrav (Lerøy)

## **10.2 Finansielle krav**

Beregningene av Lerøys fremtidige finansielle krav vil her skje på tilsvarende måte som ved utarbeidelsen av historiske finansielle krav i utredningens kapittel 7. Av denne årsak vil ikke det relevante teorigrunnlaget gjengis her. Utarbeidelsen av fremtidskravene skjer for øvrig på grunnlag av fremtidsregnskapet presentert i avsnitt 9.5, anslag på fremtidig risikofri rente og fremtidige markedspremier i avsnitt 10.1.1 og 10.1.2, samt beregninger av Lerøys *fremtidige syntetiske rating* i avsnitt 10.2.1. Som før beregnes først kravene tilknyttet Lerøys finansielle gjeld og finansielle eiendeler før netto finansiell gjeldskravet til sist fastsettes som en «vektet differanse» mellom de to øvrige finansielle kravene.

### 10.2.1 Fremtidig finansielt gjeldskrav

Siden årlig kredittrisikopremie vil avhenge av Lerøys fremtidige syntetiske rating er det først nødvendig å gjøre anslag på selskapets syntetiske fremtidsrating. I kapittel 7 ble Lerøys tidsvektede gjennomsnittlige syntetiske rating for analyseperioden vurdert til A-. Spørsmålet blir nå hvorvidt en syntetisk rating av denne størrelsesordenen også kan forventes å gjøre seg gjeldende gjennom budsjettperioden. Beregningen av årlig fremtidig syntetisk rating foretas her ved at de nødvendige forholdstallene anslås basert på det presenterte fremtidsregnskapet.

#### *Syntetisk fremtidsrating*

Som ved tidligere beregninger av *historisk* syntetisk rating er anslaget på Lerøys *fremtidsrating* her basert på utviklingen i de fire forholdstallene *netto driftsrentabilitet, egenkapitalprosent, likviditetsgrad 1 og rentedekningsgrad*. Ved utarbeidelsen av fremtidsrating er det imidlertid noen ekstra utfordringer som oppstår. For det første kan ikke *rentedekningsgraden* enkelt fastslås på grunn av *endogenitet* ved at selskapets netto finanskostnad vil avhenge av estimert fremtidsrating. Samtidig har ikke fremtidsregnskapet det nødvendige spesifikasjonsnivået til å anslå likviditetsgrad 1. Av nevnte årsaker forutsettes det at de to forholdstallenes gjennomsnittlige størrelse for analyseperioden utgjør et fornuftig estimat på hva de vil kunne bli fremover. Beregningene av selskapets årlige netto driftsrentabilitet og egenkapitalprosent tar imidlertid utgangspunkt i «inputs» hentet fra det tidligere presenterte fremtidsregnskapet.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Netto driftsrentabilitet	0,169	0,137	0,125	0,114	0,104	0,103	0,103	0,103	0,103	0,103	0,103	0,103	0,103
Netto driftsrentabilitetsrating	A	A	BBB+	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Egenkapitalprosent	0,540	0,531	0,522	0,513	0,504	0,495	0,486	0,484	0,483	0,482	0,481	0,480	0,480
Egenkapitalprosentrating	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Likviditetsgrad 1	2,56	2,56	2,56	2,56	2,56	2,56	2,56	2,56	2,56	2,56	2,56	2,56	2,56
Likviditetsgradsrating	A-	A-	A-	A-	A-	A-	A-	A-	A-	A-	A-	A-	A-
Rentedekningsgrad	11,50	11,50	11,50	11,50	11,50	11,50	11,50	11,50	11,50	11,50	11,50	11,50	11,50
Rentedekningsgradsrating	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA
Gjennomsnittsrating	A	A	A	A	A	A-	A-	A-	A-	A-	A-	A-	A-
Lang kredittrisikopremie	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,012	0,012	0,012	0,012	0,012	0,012	0,012	0,012

Tabell 91: Syntetisk framtidsrating gjennom budsjettperioden

Fra tabell 91 er det verdt å merke seg at Lerøys gjennomsnittlige syntetiske rating gjennom budsjettperioden ventes å være på nivå med anslått tidsvektet gjennomsnittsrating for analyseperioden (A-). Forventninger om noe høyere netto driftsrentabilitet og egenkapitalprosent de første årene av perioden medfører imidlertid at Lerøy gis en A-rating frem til 2018. Deretter antas Lerøy å ha en syntetisk rating på A- for resten av budsjettperioden. Mine antakelser om at Lerøy i perioden vil øke gjeldsandelen noe antas dermed ikke å svekke selskapets soliditet i særlig grad. Dette kan også sees ved at variasjonen i tildelt kredittrisikopremie er marginal.



Avslutningsvis påpekes det at Lerøys syntetiske rating trolig kan forventes å variere noe mer enn hva jeg har skissert tatt i betraktning årlige variasjoner i lakseprisen og andre uforutsette hendelser. De anslåtte fremtidskravene, særlig for senere år i budsjettperioden, bør derfor til fordel tolkes som et gjennomsnitt av fremtidige opp- og nedgangskonjunkturer i næringen.

**Finansielt gjeldskrav i budsjettperioden:**

Lerøys fremtidige finansielle gjeldskrav beregnes ved bruk av tilsvarende teknikker som ved fastsettelsen av de historiske kravene i avsnitt 7.3. Knivsfå (2012j) sine estimater på årlige lange kredittrisikopremier (KRP) tilknyttet de ulike risikoklassene benyttes også her, mens forventende fremtidige markedspremier etter skatt er estimert i utredningens avsnitt 10.1.2.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Syntetisk rating	A	A	A	A	A	A-	A-	A-	A-	A-	A-	A-	A-
Lang KRP	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,012	0,012	0,012	0,012	0,012	0,012	0,012	0,012
/ MRP etter skatt	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060
= Implisitt $\beta_{FG}$	0,167	0,167	0,167	0,167	0,167	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200

Tabell 92: Fremtidig implisitt finansiell gjeldsbeta (Lerøy)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Syntetisk rating	A	A	A	A	A	A-	A-	A-	A-	A-	A-	A-	A-
Risikofri rente (e.sk)	0,009	0,010	0,012	0,014	0,016	0,017	0,019	0,021	0,023	0,024	0,026	0,028	0,028
+ Implisitt $\beta_{FG}$	0,167	0,167	0,167	0,167	0,167	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200
* MRP etter skatt	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060
= Finansielt gjeldskrav	0,019	0,020	0,022	0,024	0,026	0,029	0,031	0,033	0,035	0,036	0,038	0,040	0,040

Tabell 93: Finansielt gjeldskrav etter skatt gjennom budsjettperioden (Lerøy)

**10.2.2 Fremtidig finansielt eiendelskrav**

For å estimere finansiell eiendelskravet gjennom budsjettperioden gjøres det her først anslag på en årlig finansiell eiendelsbeta. Som tidligere estimeres denne på basis av vekting av beta til henholdsvis kontanter (0), fordringer og investeringer (1). Vektingen av de tre betaene vil her dels ta utgangspunkt i tallmaterialet hentet fra fremtidsbalansen og dels historiske vekter for de ulike finansielle eiendelene for Lerøy og «bransjen» gjennom analyseperioden. Betaen til fordringer er som tidligere basert på en kort kredittrisikopremie for BBB-ratede selskaper. Med en markedspremie etter skatt på 6 % anslås dermed Lerøys årlig fordringsbeta til 0,167. Kontanter, fordringer og investeringer antas som en forenkling å følge en lineær trend mot å utgjøre henholdsvis 75 %, 15 % og 10 % av selskapets samlede finansielle eiendeler. Disse anslagene er på høyde med gjennomsnittstallene i bransjen for analyseperioden og i tråd med mine forventninger om at konsolideringstrenden i næringen vil vedvare gjennom kommende år. Basert på de diskuterte forutsetningene kan følgende forventede utvikling for henholdsvis finansiell eiendelsbetaen og finansiell eiendelskravet til Lerøy i budsjettperioden presenteres:

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	Kontantbeta	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
*	(INV/FE)	0,888	0,876	0,863	0,851	0,838	0,825	0,813	0,800	0,788	0,775	0,763	0,750	0,750
+	Fordringsbeta	0,167	0,167	0,167	0,167	0,167	0,167	0,167	0,167	0,167	0,167	0,167	0,167	0,167
*	(FOR/FE)	0,072	0,079	0,086	0,093	0,100	0,107	0,115	0,122	0,129	0,136	0,143	0,150	0,150
+	Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
*	(INV/FE)	0,016	0,024	0,031	0,039	0,047	0,054	0,062	0,069	0,077	0,085	0,092	0,100	0,100
=	Finansiell eiendelsbeta	0,028	0,037	0,046	0,054	0,063	0,072	0,081	0,090	0,099	0,107	0,116	0,125	0,125

Tabell 94: Fremtidig finansiell eiendelsbeta (Lerøy)

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	Risikofri rente (e.sk)	0,009	0,010	0,012	0,014	0,016	0,017	0,019	0,021	0,023	0,024	0,026	0,028	0,028
+	Finansiell eiendelsbeta	0,028	0,037	0,046	0,054	0,063	0,072	0,081	0,090	0,099	0,107	0,116	0,125	0,125
*	MRP etter skatt	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060	0,060
=	Finansielt eiendelskrav	0,010	0,013	0,015	0,017	0,019	0,022	0,024	0,026	0,028	0,031	0,033	0,035	0,035

Tabell 95: Fremtidig finansielt eiendelskrav etter skatt (Lerøy)

### 10.2.3 Netto finansielt gjeldskrav

Netto finansiell gjeldskravet beregnes som den balansevektede differansen mellom finansiell gjeldskravet og finansiell eiendelskravet. Tilsvarende beregnes netto finansielle gjeldsbetaen til Lerøy som en vektet differanse mellom betaverdier tilknyttet selskapets finansiell gjeld og dets finansielle eiendeler. Anslagene på årlig netto finansiell gjeldsbeta er for øvrig benyttet i forbindelse med beregningen av selskapets årlige forventede egenkapitalbeta i avsnitt 10.1.3.

#### Netto finansielt gjeldskrav gjennom budsjettperioden:

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	Finansielt gjeldskrav	0,019	0,020	0,022	0,024	0,026	0,029	0,031	0,033	0,035	0,036	0,038	0,040	0,040
*	FG <sub>IB</sub> /NFG <sub>IB</sub>	1,478	1,583	1,525	1,475	1,431	1,391	1,356	1,324	1,306	1,289	1,272	1,255	1,239
-	Finansielt eiendelskrav	0,010	0,013	0,015	0,017	0,019	0,022	0,024	0,026	0,028	0,031	0,033	0,035	0,035
*	FE <sub>IB</sub> /NFG <sub>IB</sub>	0,478	0,583	0,525	0,475	0,431	0,391	0,356	0,324	0,306	0,289	0,272	0,255	0,239
=	Netto finansielt gjeldskrav	0,023	0,025	0,026	0,027	0,028	0,032	0,034	0,035	0,036	0,038	0,039	0,041	0,041

Tabell 96: Netto finansielt gjeldskrav gjennom budsjettperioden (Lerøy)

#### Netto finansiell gjeldsbeta gjennom budsjettperioden:

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	Finansiell gjeldsbeta	0,167	0,167	0,167	0,167	0,167	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200	0,200
*	FG <sub>IB</sub> /NFG <sub>IB</sub>	1,478	1,583	1,525	1,475	1,431	1,391	1,356	1,324	1,306	1,289	1,272	1,255	1,239
-	Finansiell eiendelsbeta	0,028	0,037	0,046	0,054	0,063	0,072	0,081	0,090	0,099	0,107	0,116	0,125	0,125
*	FE <sub>IB</sub> /NFG <sub>IB</sub>	0,478	0,583	0,525	0,475	0,431	0,391	0,356	0,324	0,306	0,289	0,272	0,255	0,239
=	Netto finansiell gjeldsbeta	0,233	0,242	0,230	0,220	0,211	0,250	0,231	0,236	0,231	0,227	0,223	0,219	0,218

Tabell 97: Netto finansiell gjeldsbeta gjennom budsjettperioden (Lerøy)

### 10.3 Fremtidige selskapskrav

Fokuset ligger her på krav knyttet til *sysselsatt kapital* og *netto driftskapital*. Som diskutert i avsnitt 7.4 utgjør de to selskapskravene *vektede krav* til selskapets ulike finansieringskilder. Verdt å påpeke er at vektingen av selskapskravene her er gjort på basis av *inngående kapital*.

#### *Sysselsatt kapitalkravet:*

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Egenkapitalkrav	0,083	0,084	0,087	0,090	0,093	0,095	0,098	0,101	0,104	0,106	0,108	0,110	0,111
* EK <sub>IB</sub> /SSK <sub>IB</sub>	0,618	0,625	0,619	0,612	0,605	0,598	0,591	0,584	0,588	0,591	0,595	0,598	0,601
+ Minoritetskrav	0,103	0,104	0,107	0,110	0,113	0,115	0,119	0,122	0,124	0,126	0,128	0,131	0,131
* M <sub>IB</sub> /SSK <sub>IB</sub>	0,079	0,067	0,063	0,058	0,053	0,048	0,044	0,039	0,034	0,029	0,024	0,019	0,014
+ Finansielt gjeldskrav	0,019	0,020	0,022	0,024	0,026	0,029	0,031	0,033	0,035	0,036	0,038	0,040	0,040
* FG <sub>IB</sub> /SSK <sub>KIB</sub>	0,303	0,307	0,319	0,330	0,342	0,353	0,365	0,377	0,378	0,380	0,381	0,383	0,384
= Sysselsatt kapitalkrav	0,065	0,066	0,068	0,069	0,071	0,073	0,075	0,076	0,078	0,080	0,082	0,084	0,084

Tabell 98: Fremtidig sysselsatt kapitalkrav (Lerøy)

#### *Netto driftskravet:*

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Egenkapitalkrav	0,083	0,084	0,087	0,090	0,093	0,095	0,098	0,101	0,104	0,106	0,108	0,110	0,111
* EK <sub>IB</sub> /NDK <sub>IB</sub>	0,686	0,705	0,695	0,685	0,674	0,664	0,654	0,644	0,645	0,646	0,647	0,648	0,650
+ Minoritetskrav	0,103	0,104	0,107	0,110	0,113	0,115	0,119	0,122	0,124	0,126	0,128	0,131	0,131
* M <sub>IB</sub> /NDK <sub>IB</sub>	0,088	0,076	0,070	0,065	0,059	0,054	0,048	0,043	0,037	0,032	0,026	0,021	0,016
+ Netto finansielt gjeldskrav	0,023	0,025	0,026	0,027	0,028	0,032	0,034	0,035	0,036	0,038	0,039	0,041	0,041
* NFG <sub>IB</sub> /NDK <sub>KIB</sub>	0,227	0,219	0,235	0,250	0,266	0,282	0,298	0,313	0,318	0,322	0,326	0,331	0,335
= Netto driftskrav	0,071	0,073	0,074	0,075	0,077	0,078	0,080	0,081	0,083	0,085	0,086	0,088	0,088

Tabell 99: Fremtidig netto driftskrav (Lerøy)

### 10.4 Fremtidig strategisk fordel

Etter å ha presentert Lerøys fremtidsregnskaper i avsnitt 9.5 og de relevante avkastningskrav i foregående avsnitt gjøres det her anslag på selskapets *fremtidige strategiske fordel*. Dette innebærer, som tidligere, analyser av sammenhengen mellom Lerøys forventede egenkapitalrentabilitet og egenkapitalkrav gjennom budsjettperioden og i «steady state». Det er i denne sammenheng viktig at tallmaterialet støtter opp under tidligere drøftelser fra mine *strategiske regnskapsanalyser*. I avsnitt 8.8 antydet jeg at en *varig* strategisk fordel for Lerøy i området 2-3 % kunne være rimelig å forvente. Videre antok jeg at Lerøy vanskelig kunne oppnå noen strategisk fordel knyttet til sin *finansiering*. Dette hensynet ble ivaretatt i fremtidsregnskapet gjennom at rentabiliteten ble antatt å tilsvare kravet for de relevante «finansielle kapitalene».

Følgelig vil Lerøys fremtidige strategiske fordel gjennom budsjettperioden være relatert til selskapets *driftsaktiviteter*. Av denne årsak gjøres det her først anslag på Lerøys fremtidige *driftsfordel*. Driftsfordeler vil oppnås dersom selskapets netto driftsrentabilitet overgår netto driftskravet og vil så bli «giret opp» ved hjelp av *netto finansiell gjeld* og *minoritet*.

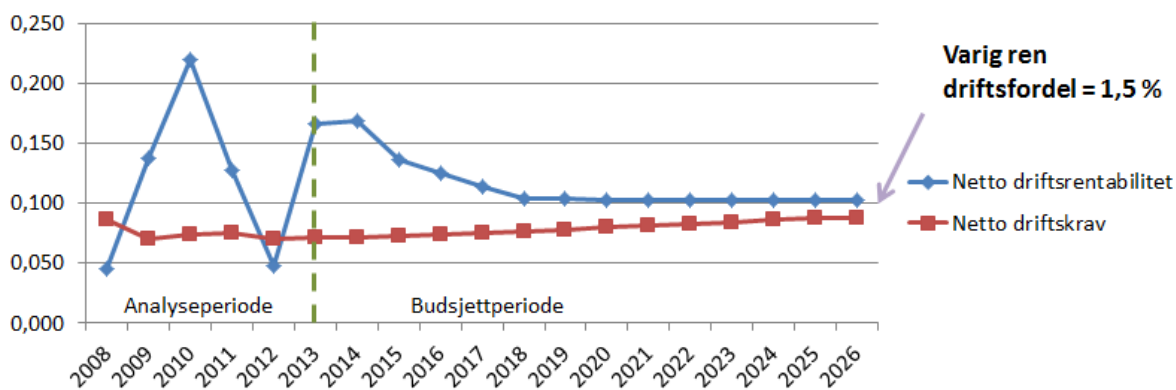
Lerøys samlede driftsfordel ble for analyseperioden funnet til å utgjøre 8 %, mens den i 2013 var på hele 14,5 %. For å være konsistent med måten jeg tidligere har beregnet avkastningskrav er Lerøys netto driftsrentabilitet her beregnet på basis av *inngående* netto driftskapital:

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Netto driftsrentabilitet	0,169	0,137	0,125	0,114	0,104	0,103	0,103	0,103	0,103	0,103	0,103	0,103	0,103
- Netto driftskrav	0,071	0,073	0,074	0,075	0,077	0,078	0,080	0,081	0,083	0,085	0,086	0,088	0,088
= Ren driftsfordel	0,098	0,064	0,051	0,039	0,027	0,025	0,023	0,022	0,020	0,018	0,017	0,015	0,015
+ Gearingfordel drift	0,045	0,027	0,022	0,018	0,013	0,013	0,012	0,012	0,011	0,010	0,009	0,008	0,008
= Strategisk driftsfordel	0,143	0,091	0,073	0,056	0,039	0,038	0,035	0,034	0,031	0,028	0,026	0,023	0,023

Tabell 100: Strategisk driftsfordel gjennom budsjettperioden (Lerøy)

Konsistent med mine strategiske analyser ser man av tabell 100 at Lerøys strategiske driftsfordel over tid forventes å måtte bli redusert. I «*steady state*» antas Lerøys varige strategiske driftsfordel å utgjøre 2,3 %. Den varige fordelten består dels av selskapets rene driftsfordel på 1,5 % og dels av gearingfordeler som her er anslått til å utgjøre 0,8 %. Det meste av fordelten antas å relatere seg til forhold felles for bransjen, mens Lerøy samtidig antas å opprettholde en viss *intern ressursfordel*. I tråd med tidligere diskusjoner antas sistnevnte fordel å utgjøre en *omløpsfordel* som knyttes til Lerøys særegne kompetanse innen *salg og markedsbygging*.

Figur 62 oppsummerer den forventede utviklingen i Lerøys fremtidige rene driftsfordel:



Figur 62: Historisk og fremtidig ren driftsfordel (Lerøy)

Verdt å merke seg herfra er at jeg har predikert toppen av inneværende oppgangskonjunktur til 2014 og deretter latt selskapets netto driftsrentabilitet konvergere mot et gjennomsnitt av fremtidige oppgangskonjunkturer og nedgangskonjunkturer frem mot «*steady state*» i 2026. Dette innebærer at jeg har en oppfatning om syklusen Lerøy og oppdrettsnæringen er inne i for øyeblikket, før den rene driftsfordelen gradvis faller mot en antatt *varig fordel* på 1,5 %. Lerøys *varige* strategiske fordel (*ekr-ekk*) knytter seg som tidligere nevnt delvis til selskapets *rene driftsfordel* (1,5 %) og delvis til driftsrelaterte gearingfordeler (0,8 %). Dette skyldes at jeg ved utarbeidelsen av fremtidskrav antok at Lerøy ikke ville oppnå *finansieringsfordeler*.

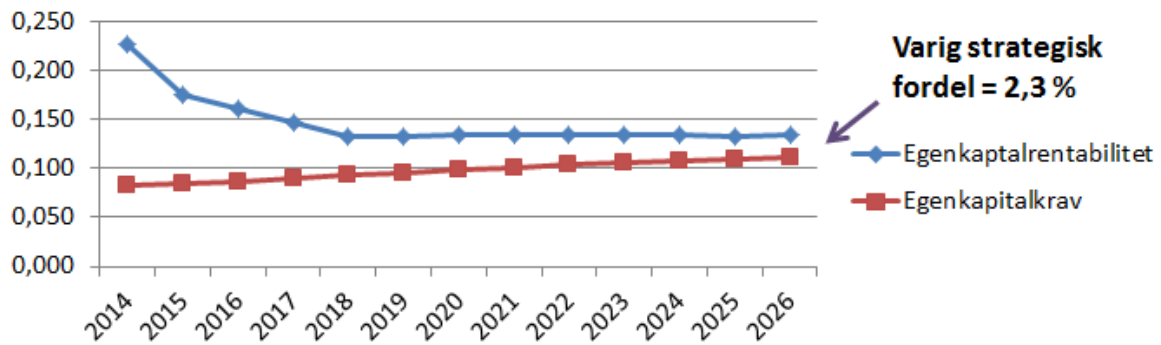
### **Fremtidig superrentabilitet**

Som en avsluttende kontroll på beregningene gjort over tallfestes til sist Lerøys årlige *superrentabilitet* (ekr-ekkk) gjennom budsjettperioden. Beregningen av årlig egenkapitalrentabilitet gjøres også her basert på selskapets årlige *inngående egenkapital*. Dermed oppnås konsistens med måten jeg tidligere beregnet Lerøys årlige egenkapitalkrav på i avsnitt 10.1.5.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Egenkapitalrentabilitet	0,226	0,175	0,160	0,146	0,132	0,133	0,134	0,135	0,135	0,134	0,134	0,133	0,134
- Egenkapitalkrav	0,083	0,084	0,087	0,090	0,093	0,095	0,098	0,101	0,104	0,106	0,108	0,110	0,111
= Superrentabilitet	0,143	0,091	0,073	0,056	0,039	0,038	0,035	0,034	0,031	0,028	0,026	0,023	0,023

Tabell 101: Årlig superrentabilitet gjennom budsjettperioden

Tabellen bekrefter således antakelsen om at det kun er fremtidige *driftsfordeler* som ventes å danne grunnlag for Lerøys *strategiske fordeler* gjennom budsjettperioden og i «steady state».



Figur 63: Superrentabilitet gjennom budsjettperioden (Lerøy)

Et sentralt poeng som blir illustrert i figur 63 er at en gradvis *fallende egenkapitalrentabilitet* utgjør hovedforklaringen på reduksjonen i Lerøys strategiske fordel gjennom de første årene av budsjettperioden. Dette relaterer seg til mine forventninger om at både Lerøys netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendelene antas å falle frem mot 2018. Utviklingstrekket kan dels sees i lys av mine antakelser om framtidsutsiktene til oppdrettsnæringen som helhet og dels mine forventninger om at Lerøys interne omløpsfordel gradvis antas å bli redusert.

I siste del av budsjettperioden utgjør imidlertid hovedforklaringen på fallet i strategisk fordel at Lerøys *egenkapitalkrav gradvis fortsetter å stige*. Mens forhold på «rentabilitetssiden» var mest avgjørende i første del av budsjettperioden, er det forhold langs «kravssiden» som antas å få størst betydning for Lerøys strategiske fordel i siste del av perioden. Dette utviklingstrekket må på sin side særlig sees i sammenheng med mine forventninger om at det generelle rentenivået i økonomien fortsatt forventes å stige fra dagens svært lave nivå. Samtidig kan selskapsinterne forhold som den forventede fremtidige kapitalstrukturen til selskapet, samt antakelser om Lerøys fremtidige *syntetiske rating* bidra til å forklare økningen i EK-kravet.

## Kapittel 11 – Fundamental verdivurdering

I utredningens kapittel 3 ble fundamental verdivurdering valgt som foretrukket verdsettelsesmetode. Gjennom de etterfølgende kapitlene ble det så gjennomført *strategiske regnskapsanalyser* med formål om å oppnå bedre innsikt i Lerøys underliggende økonomiske forhold. Dette dannet så grunnlag for utarbeidelser av *fremtidsregnskap* og *fremtidskrav* i henholdsvis kapittel 9 og 10. I dette kapitelet vil så tallmaterialet fra de to foregående kapitlene benyttes til å gjøre anslag på Lerøys *virkelige egenkapitalverdi* og et tilhørende verdiestimat per aksje.

Som diskutert i kapittel 3 vil de to hovedmodellene *egenkapital-* og *selskapskapitalmetoden* være aktuelle for å anslå egenkapitalverdien. Ved selskapskapitalmetoden skiller man videre mellom *sysselessatt kapitalmetoden* og *netto driftskapitalmetoden* (Knivsflå, 2014c). Hver av disse metodene har også tilhørende «undermodeller» som alle skal gi opphav til det samme verdiestimatet ved riktig og konsistent bruk. Ved bruk av *budsjetterte vekter* vil imidlertid de ulike hovedmetodene gi ulike verdiestimater. Av denne årsak vil det gjennomføres en *verdi-konvergeringsprosess* der fremtidsregnskap og fremtidskrav sekvensielt oppdateres gjennom bruk av gjennomsnittlige egenkapitalverdier fra de ulike hovedmodellene fra foregående steg i prosessen. Til sist vil man da sitte igjen med et *konvergent verdiestimat*, hvilket innebærer at alle *hoved-* og *undermodeller* gir opphav til akkurat det samme verdiestimatet. Siden det typisk knytter seg betydelig usikkerhet til dette estimatet avsluttes kapitelet med nærmere analyser av denne usikkerheten, før jeg så fastsetter et *endelig verdiestimat* på Lerøy-aksjen.

### 11.1 Egenkapitalmetoden

Som drøftet i kapittel 3 verdsettes egenkapitalen «direkte» ved bruk av egenkapitalmetoden. Dette innebærer at egenkapitalverdien fastslås ved å neddiskontere fremtidige *verdistrømmer* som tilfaller egenkapitalinvestorene. De ulike *undermodellene* tilknyttet egenkapitalmetoden tar så utgangspunkt i «forskjellige typer» fremtidige *verdistrømmer*. I det følgende benyttes de fire undermodellene *utbyttmodellen*, *fri kontantstrøm-modellen*, *superprofittmodellen* og *superprofittvekstmodellen* for å anslå Lerøys egenkapitalverdi. Ved riktig og konsistent bruk vil alle de fire undermodellene forventes å gi opphav til nøyaktig det samme verdiestimatet.

#### 11.1.1 Utbyttmodellen

Basert på utbyttmodellen utgjør dagens egenkapitalverdi nåverdien av fremtidig utbytter til egenkapitalinvestorene (Damodaran, 2006, s. 160), hvilket tilsier nåverdien av årlige utbytter i budsjettperioden, pluss nåverdien av terminalverdien. Relevante avkastningskrav utgjør her årlige egenkapitalkrav, mens terminalverdien er basert på en varig egenkapitalvekst på 5 %:

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{NBU_t}{(1+ekk_1) \dots (1+ekk_t)} + \frac{NBU_{T+1}}{(1+ekk_1) \dots (1+ekk_T) (ekk - ekv)}$$

$NBU =$  netto betalt utbytte

$ekk =$  egenkapitalkrav

$ekv =$  egenkapitalvekst

$T =$  «Steady state» (2026)

### 11.1.2 Fri kontantstrøm-modellen

Basert på fri kontantstrøm-modellen utgjør dagens egenkapitalverdi nåverdien av fremtidige frie kontantstrømmer til egenkapitalen (Damodaran, 2006, s.194). Egenkapitalverdien anslås følgelig som summen av nåverdien av frie kontantstrømmer til EK i budsjettperioden, pluss nåverdien av terminalverdien. Siden jeg ved utarbeidelsen av *fremtidig frie kontantstrømmer* i avsnitt 9.5.3 antok at Lerøys netto betalte utbytte var lik fri kontantstrøm til egenkapitalen, vil fri kontantstrøm-modellen i mitt tilfelle tallmessig være ekvivalent med utbyttmodellen.

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

$NBU =$  Fri kontantstrøm til egenkapitalen

$ekk =$  egenkapitalkrav

$ekv =$  egenkapitalvekst

$T =$  «Steady state» (2026)

### 11.1.3 Superprofittmodellen

Etter superprofittmodellen utgjør dagens verdi av egenkapitalen summen av den balanseførte EK-verdien i dag og nåverdien av fremtidig superprofitt til EK (Palepu m.fl., 2004, s. 7-3). Som før beregnes terminalverdien basert på antakelser om en årlig konstant egenkapitalvekst i «steady state» på 5 %, mens det relevante avkastningskravet igjen utgjør egenkapitalkravet:

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{SPE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots (1 + ekk_T) * (ekk - ekv)}$$

$SPE =$  Superprofitt til egenkapitalen

$ekk =$  egenkapitalkravet

$ekv =$  egenkapitalvekst

$T =$  «Steady state» (2026)

### 11.1.4 Superprofittvekstmodellen

Etter superprofittvekstmodellen utgjør verdien av egenkapitalen summen av den kapitaliserte verdien av nettoresultatet til EK uten vekst det neste året og nåverdien av fremtidig vekst. Fremtidig vekst er etter denne modellen *justert superprofittvekst*. Dette innebærer at veksten bare gir verdi hvis den er lønnsom og dermed fører til økt superprofitt. Verdt å bemerke er at jeg ved superprofittvekstmodellen velger å gå en ekstra periode (2028) inn i budsjettperioden for å være sikker på at alle relevante verdier blir inkludert i tallmaterialet (Knivsfå, 2014b).

$$VEK_0 = \frac{NRE_1}{ekk_1} + \frac{1}{ekk_1} * \left( \sum_{t=1}^T \frac{\Delta SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_{t-1})} + \frac{\Delta SPE_{T+2}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_{T+1}) * (ekv - ekv)} \right)$$

$SPE =$  Superprofittvekst til egenkapitalen

$ekk =$  egenkapitalkravet

$ekv =$  egenkapitalvekst

$T =$  «Steady state» (2026)

## 11.2 Selskapskapitalmetoder

Selskapskapitalmetodene innebærer «indirekte» verdsettelse av egenkapitalen ved å fokusere på enten sysselsatt kapital eller netto driftskapital. Førstnevnte metode anslår først verdien på sysselsatt kapital før det så gjøres fratrukk for verdien av *finansiell gjeld* og *minoritet*. Netto driftskapitalmetoden verdsetter først netto driftskapitalen før det så gjøres fratrukk for *netto finansiell gjeld* og *minoritet*. For begge metoder sitter man da igjen med et anslag på dagens egenkapitalverdi. Foruten utbyttmodellen vil de forskjellige undermodellene tilknyttet de to hovedmodellene baseres på tilsvarende verdsettelsesprinsipper som ved egenkapitalmetoden. Forskjellen går på hvilke tallstørrelser som benyttes i telleren og nevneren for metodene:

Sysselsatt kapital-metoden/ Netto driftskapital-metoden	Fri kontantstrøm-modellen	Superprofitt-modellen	Superprofittvekst-modellen
Relevant "verdistrøm"	Fri KS til SSK/ Fri KS fra drift	Superprofitt til SSK/ Superprofitt fra drift	Superprofittvekst til SSK/ Superprofittvekst fra drift
Relevant avkastningskrav	Sysselsatt kapitalkravet/ Netto driftskravet	Sysselsatt kapitalkravet/ Netto driftskravet	Sysselsatt kapitalkravet/ Netto driftskravet
Fratrukk fra nåverdi av fremtidige verdistrømmer	Finansiell gjeld & Minoritet/ Netto finansiell gjeld & Minoritet	Finansiell gjeld & Minoritet/ Netto finansiell gjeld & Minoritet	Finansiell gjeld & Minoritet/ Netto finansiell gjeld & Minoritet

Tabell 102: Relevante verdistrømmer og avkastningskrav ved SSK- og NDK-metoden (Knivslå, 2014c)

## 11.3 Første verdiestimat ved bruk av budsjetterte vekter

Som et første verdiestimat vil de presenterte metodene benyttes til å anslå egenkapitalverdien til Lerøy ved bruk av *budsjetterte vekter*. I fjerde kvartalsrapport (2013) opplyser selskapet at antallet *utstedte* aksjer per 31.12.13 utgjør 54 577 368 (Lerøy, 2014). Videre rapporteres det om at selskapet har en beholdning av egne aksjer på 329 776. Følgelig er antallet *utestående* Lerøy-aksjer ved årsskiftet 13/14 på 54 247 592. Verdiestimatet *per aksje* utgjør så forholdet mellom den anslåtte egenkapitalverdien ved de ulike metodene og antallet *utestående aksjer*:

$$\text{Verdiestimat per aksje} = \frac{\text{Estimert egenkapitalverdi}}{\text{Antall utestående aksjer}}$$

I det videre illustreres mine beregninger av Lerøys egenkapitalverdi og det tilhørende verdi-anslaget per Lerøy-aksje ved bruk av de ulike presenterte *undermodellene* (Knivslå, 2014b):



## Egenkapitalmetoden:

- Utbyttmodellen (1), Fri kontantstrøm-modellen (2) & Superprofittmodellen (3)

<b>Egenkapitalmetoden:</b>		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
<b>Utbyttmodellen</b>																
	Netto betalt utbytte		496 325	628 206	639 146	643 285	870 810	892 076	924 418	774 444	797 550	821 800	847 209	1 014 457	1 099 590	1 154 570
/	Diskonteringsfaktor		1,083	1,174	1,276	1,390	1,520	1,664	1,828	2,013	2,221	2,456	2,721	3,021	3,355	3,726
=	Nåverdi fra 2014 til 2026	5 625 951	458 374	535 263	501 055	462 704	573 083	536 159	505 833	384 804	359 115	334 646	311 367	335 816	327 733	309 835
+	Nåverdi horisontverdi	5 673 562														
=	Verdi av egenkapitalen	11 299 513														
/	Antall utestående aksjer	54247,59														
=	Verdiestimert	208,30														

<b>Egenkapitalmetoden:</b>		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
<b>Fri kontantstrøm-modellen</b>																
	Fri kontantstrøm til egenkapitalen		496 325	628 206	639 146	643 285	870 810	892 076	924 418	774 444	797 550	821 800	847 209	1 014 457	1 099 590	1 154 570
/	Diskonteringsfaktor		1,083	1,174	1,276	1,390	1,520	1,664	1,828	2,013	2,221	2,456	2,721	3,021	3,355	3,726
=	Nåverdi fra 2014 til 2026	5 625 951	458 374	535 263	501 055	462 704	573 083	536 159	505 833	384 804	359 115	334 646	311 367	335 816	327 733	309 835
+	Kapitalisert horisontverdi	5 673 562														
=	Verdi av egenkapitalen	11 299 513														
/	Antall utestående aksjer	54247,592														
=	Verdiestimert	208,30														

<b>Egenkapitalmetoden:</b>		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
<b>Superprofittmodellen</b>																
	Balanseført egenkapital	6 214 057														
	Superprofitt til egenkapitalen		890 801	645 977	567 640	468 931	350 643	346 964	339 087	336 060	326 641	315 381	301 980	286 097	303 615	318 796
/	Diskonteringsfaktor		1,083	1,174	1,276	1,390	1,520	1,664	1,828	2,013	2,221	2,456	2,721	3,021	3,355	3,726
=	Nåverdi fra 2014 til 2026	3 518 890	822 686	550 405	444 999	337 294	230 759	208 533	185 545	166 981	147 078	128 426	110 984	94 707	90 492	85 551
+	Nåverdi horisontverdi	1 566 565														
=	Verdi av egenkapitalen	11 299 513														
/	Antall utestående aksjer	54247,592														
=	Verdiestimert	208,30														

## Egenkapitalmetoden:

- Superprofittvekstmodellen (1)

## Sysselsatt kapital-metoden

- Fri kontantstrøm-modellen (2)

<b>Egenkapitalmetoden:</b>	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
<b>Superprofittvekstmodellen</b>																
Nettoreultat til EK i 2014	1405297															
Kapitalisert nettoresultat til EK	16973095															
(1+ekk <sub>t</sub> )*SPE <sub>t</sub>		699 461	614 638	507 756	379 675	379 675	375 691	367 162	363 884	353 686	341 493	326 982	309 785	328 753	345 191	362 450
- (1+ekk <sub>t</sub> )*SPE <sub>t-1</sub>		965 537	702 096	618 669	512 525	383 944	381 098	373 422	370 843	361 183	349 440	349 440	335 269	317 755	337 211	354 072
/(1+ekk <sub>t</sub> )		1,084	1,087	1,090	1,093	1,098	1,095	1,098	1,101	1,104	1,106	1,108	1,110	1,111	1,111	1,111
= Superprofittvekst til EK		-245 481	-80 467	-101 765	-121 550	-7 537	-12 688	-8 661	-15 548	-17 807	-20 268	-22 953	-22 953	9 902	7 185	7 544
/ Diskonteringsfaktor		1,083	1,174	1,276	1,390	1,520	1,664	1,828	2,013	2,221	2,456	2,721	3,021	3,021	3,355	3,726
= Nåverdi fra 2014 til 2027		-226 710	-68 562	-79 778	-87 429	-4 960	-7 626	-4 739	-7 726	-8 018	-8 254	-8 436	-8 436	3 278	2 141	2 024
= Kapitalisert verdi		-6 121 322														
Horisontverdien		37 071														
Kapitalisert horisontverdi		447 739														
= Verdien av egenkapitalen		11 299 513														
/ Antall utestående aksjer		54 248														
= Verdiestimat		208,30														

<b>Sysselsatt kapitalmetoden:</b>	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
<b>Fri kontantstrøm-modellen</b>															
Fri kontantstrøm til SSK		201 801	277 000	292 506	309 210	712 614	729 405	746 825	764 842	783 411	802 477	821 966	1 075 696	1 038 945	1 090 892
/ Diskonteringsfaktor		1,065	1,135	1,212	1,296	1,388	1,489	1,600	1,722	1,857	2,005	2,169	2,351	2,547	2,761
= Nåverdi fra 2014-2026		189 478	244 034	241 391	238 639	513 488	489 925	466 749	444 131	421 949	400 212	378 930	457 621	407 851	395 169
+ Nåverdi av horisontverdien		4 894 400													
= Verdien av sysselsatt kapital		12 708 652													
- Finansiell gjeld		17 603 052													
- Minoritetsinteresser		3 039 378													
= Verdien av egenkapitalen		793 747													
/ Antall utestående aksjer		13 769 927													
= Verdiestimat		54247,592													
		253,83													

**Sysselsatt kapital-metoden:**

- Superprofittmodellen (1) & Superprofittvekstmodellen (2)

<b>Sysselsatt kapitalmetoden:</b>		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
<b>Superprofittmodellen</b>																	
	Balanseført sysselsatt kapital	10 047 182															
+	Superprofitt til sysselsatt kapital		890801	645977	567640	468931	350643	346964	339087	336060	326641	315381	301980	286097	303615	318796	334736
/	Diskonteringsfaktor		1,065	1,135	1,212	1,296	1,388	1,489	1,600	1,722	1,857	2,005	2,169	2,351	2,547	2,761	2,992
=	Nåverdi fra 2014 til 2026	3841966	836404	569099	468447	361907	252663	233048	211922	195145	175931	157287	139214	121711	119188	115482	111891
+	Nåverdi av horisontverdien	3 713 904															
=	Verdien av sysselsatt kapital	17 603 052															
-	Finansiell gjeld	3 039 378															
-	Minoritetsinteresser	793 747															
=	Verdien av egenkapitalen	13 769 927															
/	Antall utestående aksjer	54247,592															
=	Verdiestimat	253,83															
<b>Sysselsatt kapitalmetoden:</b>																	
<b>Superprofittvekstmodellen</b>																	
	Nettoreultat til SSK	1 544 233															
	Kapitalisert nettoreultat til SSK	23 744 132															
	$(1+sk_k) \cdot SPS_t$		687 989	604 558	499 428	373 448	369 529	361 140	357 916	347 885	335 892	321 619	304 704	323 361	339 529	356 506	
-	$(1+sk_k) \cdot SPS_{t-1}$		949 391	689 605	606 977	502 251	376 167	372 890	364 952	362 315	352 763	341 183	327 240	310 043	329 027	345 478	
/	$(1+sk_k)$		1,066	1,068	1,069	1,071	1,073	1,075	1,076	1,078	1,080	1,082	1,084	1,084	1,084	1,084	
=	Superprofittvekst til SSK		-245 270	-79 667	-100 579	-120 258	-6 187	-10 933	-6 537	-13 384	-15 622	-18 084	-20 796	12 290	9 691	10 176	
/	Diskonteringsfaktor		1,065	1,135	1,212	1,296	1,388	1,489	1,600	1,722	1,857	2,005	2,169	2,351	2,547	2,761	
=	Nåverdi fra 2014 til 2027		-230 292	-70 186	-83 003	-92 812	-4 458	-7 344	-4 086	-7 772	-8 414	-9 019	-9 587	5 228	3 804	3 686	
+	Kapitalisert verdi 2014-2027	-7 963 853															
	Horisontverdi	118 547															
+	Kapitalisert horisontverdi	1 822 773															
=	Verdien av sysselsatt kapital	17 603 052															
-	Finansiell gjeld	3 039 378															
-	Minoritetsinteresser	793 747															
=	Verdien av egenkapitalen	13 769 927															
/	Antall utestående aksjer	54247,592															
=	Verdiestimat	253,83															

## Netto driftskapital-metoden:

- Fri kontantstrøm-modellen (1) og Superprofitmodellen (2)

<b>Netto driftskapitalmetoden:</b>		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
<b>Fri kontantstrøm-modellen</b>																
	Fri kontantstrøm fra drift		498 101	344 433	347 968	350 540	699 642	712 694	726 096	739 784	753 682	767 698	781 719	1 012 193	1 062 803	1 115 943
	/ Diskonteringsfaktor		1,071	1,149	1,234	1,327	1,429	1,541	1,664	1,800	1,949	2,114	2,296	2,498	2,716	2,954
	= Nåverdi fra 2014-2026	4 997 426	465 101	299 859	282 059	264 197	489 625	462 488	436 241	411 022	386 667	363 153	340 458	405 279	391 277	377 759
	+ Nåverdi av horisontverdien	10 934 319														
	= Verdien av netto driftskapital	15 931 745														
	- Netto finansiell gjeld	2 056 978														
	- Minoritetsinteresser	793 747														
	= Verdien av egenkapitalen	13 081 020														
	/ Antall utestående aksjer	54247,592														
	= Verdiestimert	241,14														

<b>Netto driftskapitalmetoden:</b>		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
<b>Superprofitmodellen</b>																	
	Balansført netto driftskapital	9 064 782															
	+ Superprofit fra netto driftskapital		890801	645977	567640	468931	350643	346964	339087	336060	326641	315381	301980	286097	303615	318796	334736
	/ Diskonteringsfaktor		1,071	1,149	1,234	1,327	1,429	1,541	1,664	1,800	1,949	2,114	2,296	2,498	2,716	2,954	3,213
	= Nåverdi fra 2014 til 2026	3743312	831783	562381	460123	353427	245388	225155	203725	186714	167579	149188	131520	114552	111778	107916	104188
	+ Nåverdi av horisontverdien	3 123 651															
	= Verdien av netto driftskapital	15 931 745															
	- Netto finansiell gjeld	2 056 978															
	- Minoritetsinteresser	793 747															
	= Verdien av egenkapitalen	13 081 020															
	/ Antall utestående aksjer	54247,592															
	= Verdiestimert	241,14															

## Netto driftskapitalmetoden:

- Superprofittvekstmodellen (1)

<b>Netto driftskapitalmetoden:</b>		2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
<b>Superprofittvekstmodellen</b>																	
	Netto driftsresultat		1 533 979														
	Kapitalisert netto driftsresultat år 1	21 619 492															
	$(1+ndk_1)^*SPS_1$			691 811	607 916	502 203	375 522	371 582	363 147	359 905	349 818	337 758	323 406	306 397	325 158	341 416	358 486
	$-(1+ndk_1)^*SPS_1$			955 425	693 793	610 495	505 024	378 143	374 757	366 677	363 939	354 259	342 548	328 473	311 152	330 204	346 714
	$/(1+ndk_1)$			1,073	1,074	1,075	1,077	1,078	1,080	1,081	1,083	1,085	1,086	1,088	1,088	1,088	1,088
	= Superprofittvekst NDK			-245 783	-79 958	-100 691	-120 246	-6 083	-10 749	-6 263	-13 039	-15 215	-17 624	-20 295	12 878	10 309	10 824
	/ Diskonteringsfaktor			1,071	1,149	1,234	1,327	1,429	1,541	1,664	1,800	1,949	2,114	2,296	2,498	2,716	2,954
	= Nåverdi fra 2014 til 2027			-229 499	-69 611	-81 619	-90 628	-4 257	-6 975	-3 763	-7 245	-7 806	-8 337	-8 839	5 156	3 795	3 664
	+ Kapitalisert verdi 2014-2027	-7182541															
	Horisontverdi	106061															
	+ Kapitalisert horisontverdi	1494794															
	= Verdien av netto driftskapital	15 931 745															
	- Netto finansiell gjeld	2 056 978															
	- Minoritetsinteresser	793 747															
	= Verdien av egenkapitalen	13 081 020															
	/ Antall utestående aksjer	54247,592															
	= Verdiestimat	241,14															

### Oppsummering første verdiestimat

De viktigste funnene fra anslaget på selskapets egenkapitalverdi og verdiestimatene per aksje basert på *budsjetterte balansevekter* er oppsummert i tabell 103 og 104. Verdt å merke seg er at det er stor variasjon i verdiestimatene knyttet til ulike hovedmodeller, men at alle «undermodeller» tilhørende den enkelte hovedmodell gir opphav til den samme egenkapitalverdien og i forlengelsen av dette samme verdiestimatet per aksje. Gjennomsnittlig egenkapitalverdi fra hovedmodellene er 12 716 820, mens gjennomsnittlig verdiestimat per aksje er 234,42.

#### Verdi av egenkapitalen:

	NBU-modell	FK-modell	SP-modell	ΔSP-modell	Gjennomsnitt
EK-metode	11 299 513	11 299 513	11 299 513	11 299 513	11 299 513
SSK-metode	13 769 927	13 769 927	13 769 927	13 769 927	13 769 927
NDK-metode	13 081 020	13 081 020	13 081 020	13 081 020	13 081 020
Gjennomsnitt	12 716 820	12 716 820	12 716 820	12 716 820	12 716 820

Tabell 103: Første estimat på Lerøys egenkapitalverdi (√/ bruk av budsjetterte vekter)

#### Verdiestimat per aksje:

	NBU-modell	FK-modell	SP-modell	ΔSP-modell	Gjennomsnitt
EK-metode	208,30	208,30	208,30	208,30	208,30
SSK-metode	253,83	253,83	253,83	253,83	253,83
NDK-metode	241,14	241,14	241,14	241,14	241,14
Gjennomsnitt	234,42	234,42	234,42	234,42	234,42

Tabell 104: Første verdiestimat på Lerøy-aksjen (√/bruk av budsjetterte vekter)

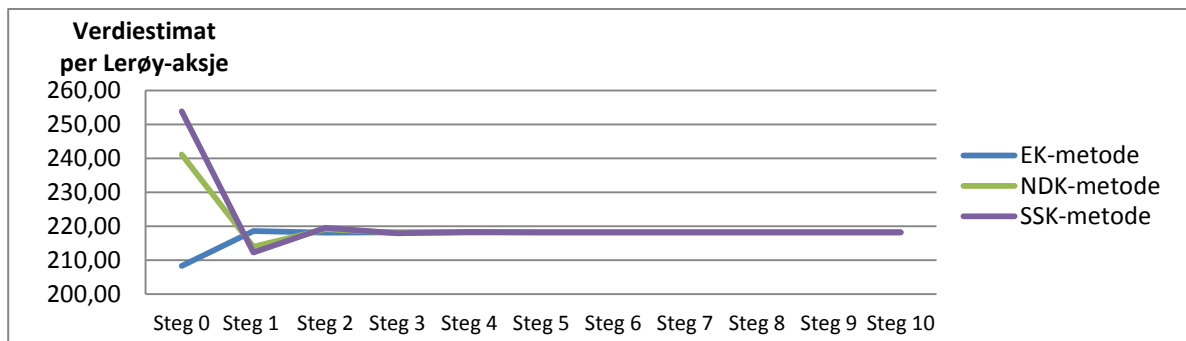
## 11.4 Konvergens mot et felles verdiestimat

Tanken bak bruk av flere ulike verdsettelsesmetoder er at hver enkelt hovedmetode gir basis for en *referanseverdi* på Lerøys egenkapitalverdi. Ved å benytte ulike modeller «sikrer» man seg dermed i større grad mot potensielle skjevheter eller unøyaktigheter. Verdiestimatene fra de ulike modellene danner samtidig grunnlaget for det neste steget i konvergeringsprosessen. Nærmere bestemt benyttes gjennomsnittlig egenkapitalverdi fra de ulike metodene basert på balansevekter som «input» når fremtidsregnskapet i det videre skal *gjøres verdibasert*. Dette medfører at egenkapitalkravet endres siden egenkapitalbetaen avhenger av vektingen som nå baseres på «*verdivekter*» fremfor de tidligere benyttede «*balansevektene*» (Knivsflå, 2014c) Samtidig vil selskapets netto driftskrav og sysselsatt kapitalkrav bli påvirket; dels fordi disse kravene avhenger av det nå endrede egenkapitalkravet og dels fordi *verdivektene* avviker fra *balansevektene*. Etter å ha gjennomført all vekting av avkastningskrav med verdier hentet fra det nå *verdibaserte fremtidsregnskapet* er det å forvente at «avstanden» mellom anslagene på Lerøys egenkapitalverdi ved de ulike fundamentale verdsettelsesteknikkene har blitt mindre.

Konvergeringsprosessen fortsetter så ved at den gjennomsnittlige egenkapitalverdien fra de ulike verdsettelsesmetodene i foregående steg på nytt brukes til å oppdatere relevante verdivekter og krav. Prosessen kan dermed oppsummeres ved følgende steg (Knivsflå, 2014c):

- 1) Oppdaterer all vekting av relevante krav basert på den gjennomsnittlige egenkapitalverdien fra de ulike hovedmodellene i foregående steg av konvergeringsprosessen.
- 2) Beregner nytt gjennomsnittlig verdiestimat ved hjelp av de tre hovedmodellene.
- 3) Oppdaterer all vekting av relevante krav basert på den gjennomsnittlige egenkapitalverdien fra de ulike hovedmodellene i foregående steg av konvergeringsprosessen.
- 4) Beregner nytt gjennomsnittlig verdiestimat ved hjelp av de tre hovedmodellene
- 5) ...

Konvergeringsprosessen fortsetter så til de tre hovedmodellene gir opphav til et enkelt felles estimat på Lerøys egenkapitalverdi. Det kan derfor bemerkes at alle de tre hovedmodellene vil gi opphav til det samme verdiestimatet så lenge avkastningskravene er vektet til estimert virkelig. Følgelig vil verdiestimatet være uavhengig av prinsippene som ble lagt til grunn for regnskapsføringen i fremtidsregnskapet (Knivsflå, 2014c). Figur 64 viser hvordan estimatene på Lerøys aksjeverdi ved bruk av de tre fundamentale hovedmetodene gradvis konvergerer:



Figur 64: Verdikonvergens (Lerøy)

	Steg 0	Steg 1	Steg 2	Steg 3	Steg 4	Steg 5	Steg 6	Steg 7	Steg 8	Steg 9	Steg 10
<b>EK-metode</b>	208,30	218,59	218,08	218,20	218,18	218,18	218,18	218,182	218,1818	218,1818	218,1818
<b>NDK-metode</b>	241,14	213,95	219,13	217,97	218,22	218,17	218,18	218,181	218,1819	218,1818	218,1818
<b>SSK-metode</b>	253,83	212,25	219,52	217,89	218,23	218,17	218,18	218,181	218,1819	218,1817	218,1818

Tabell 105: Stegvis konvergering mot ett felles verdiestimat (Lerøy)

Tabell 105 illustrerer at selskapskapitalmetodene har den største vandringsen i prosessen fra relativt høye utgangsverdier. Fallet i egenkapitalverdien tilknyttet disse to metodene relaterer seg i hovedsak til at både netto driftskravet og sysselsatt kapitalkravet øker som konsekvens av at det relativt sett høyere egenkapitalkravet (i forhold til de relevante gjeldskrav) tillegges større vekt når vektingen skjer på grunnlag av *verdivekter* fremfor *balansevekter*.

I tiende steg har de tre fundamentale verdsettelsesmetodene konverget til et felles estimat på Lerøy-aksjens verdi lik 218,18. Dette tilsvarer en egenkapitalverdi i selskapet på 11 835 836. Verdianslaget som nå er fremkommet er det imidlertid heftet betydelig usikkerhet ved siden estimatet er bygget på en rekke usikre forventninger og antakelser vedrørende den fremtidige utviklingen i de ulike budsjettdriverne. I det følgende vil denne usikkerheten tas nærmere til ettersyn ved analyser av hvordan verdieslimatet påvirkes av at sentrale nøkkeldrivere endres. Først er det imidlertid av interesse å vurdere måten minoritetsinteressene hittil er hensyntatt.

### ***Håndtering av minoritetsinteresser***

I forbindelse med den nå gjennomførte konvergeringsprosessen valgte jeg å ta utgangspunkt i minoritetsinteressene slik de fremkommer i fremtidsregnskapet («balanseverdier»). Det kan imidlertid argumenteres for at minoritetsinteressene i likhet med egenkapitalen til fordel bør justeres mot virkelig verdi. Dette skyldes at minoritetsinteressene vil inneholde egenkapitalinvesteringer i de samme datterselskapene som majoriteten. Siden egenkapitalrentabiliteten for det enkelte år i budsjettperioden er funnet å overgå egenkapitalkravet kan det derfor være rimelig å forvente at minoritetsrentabiliteten overgår minoritetskravet. Dette kan dermed tilsi at minoritetsinteressene inneholder visse *merverdier* slik at *virkelig minoritetsverdi* overgår den balanseførte verdien. En vanlig antakelse er herunder at den virkelige minoritetsverdien kan ventes å utvikle seg parallelt med den virkelige verdien av egenkapitalen, men justert for en «rabatt» grunnet manglende kontroll hos minoriteten (Knivsflå, 2014c). At jeg her likevel ikke har valgt å oppjustere minoritetsinteressene må sees i lys av følgende forhold:

- Lerøy har en svært dominerende majoritetseier i form av Austevoll Seafood ASA. Dette kan tenkes å medføre at minoriteten «blir skvist» (manglende kontroll) slik at minoritetsrentabiliteten likevel ikke kan forventes å overgå minoritetskravet.
- For perioden 2008-2012 fant jeg gjennom mine lønnsomhetsanalyser i avsnitt 8.7.4 at minoritetskravet for alle årene overgikk minoritetsrentabiliteten. Dette støtter følgelig opp under synet om at minoriteten ikke evner å oppnå den samme lønnsomheten som majoritetseierne. I 2013 fant jeg imidlertid en betydelig *minoritetsrentabilitetsulempe* (mir>mik), men denne ulempen ble samtidig primært antatt å relatere seg til *målefeil*.
- Ved utarbeidelsen av Lerøys fremtidsbudsjett i kapittel 9 antok jeg at minoritetsdelen gradvis kunne forventes å bli redusert. Dette impliserer at eventuelle oppjusteringer av minoritetsinteressene vil ha gradvis mindre betydning utover budsjettperioden.
- Årsrapportene gir svært avgrenset informasjon om minoritetsinteressene. Dette tilsier at det hersker betydelig usikkerhet knyttet til størrelsen på eventuelle oppjusteringer.



Samlet sett mener jeg dermed at det i mitt tilfelle kan forsvares ikke å oppjustere minoriteten gjennom konvergeringsprosessen. Dette skyldes altså dels at eventuelle justeringers effekt på egenkapitalverdien ventes å være relativt små og dels det faktum at det knytter seg betydelig usikkerhet knyttet til størrelsen på eventuelle oppjusteringer av minoritetsinteressene.

## 11.5 Analyse av usikkerhet

Verdiestimatet jeg fant gjennom konvergeringsprosessen utgjør et *punktestimat* for forventet aksjeverdi basert på den forventede utviklingen til de forskjellige *budsjett- og verdidriverne*. Det hersker imidlertid typisk betydelig usikkerhet knyttet til den fremtidige utviklingen til de ulike driverne. Jo større usikkerhet det er forbundet med driverne, desto større usikkerhet vil det også være heftet ved det anslåtte verdiestimatet (Knivsflå, 2014k). Av denne årsak vil jeg i dette avsnittet nærmere studere hvordan endringer i kritiske drivere slår ut i verdiestimatet. Først vil imidlertid fokuset ligge på usikkerhet knyttet til Lerøys fare for å kunne gå konkurs.

### 11.5.1 Konkursrisiko

Fremtidsregnskapet presentert i avsnitt 9.5 ble utarbeidet under en antakelse om *fortsatt drift* for Lerøy. Dette innebærer at en eventuell fremtidig konkurs ikke *direkte* ble bygget inn i det forventede fremtidsregnskapet. Risikoen for konkurs er imidlertid mer *indirekte* bygget inn i verdianslaget gjennom selskapets *syntetisk rating, kredittrisikopremien og kravsettingen*. Jeg mener likevel at den fremtidige konkursfaren til Lerøy ikke er *tilstrekkelig* ivaretatt gjennom det *foreløpige verdiestimatet*. Av denne grunn vil jeg i det følgende foreta en nedjustering av Lerøys fundamentalverdi gitt antakelsen om fortsatt drift. Konkursscenarioet vil dermed etter denne innfallsvinkelen bli håndtert *separat* fra fremtidsregnskapet. Verdivurderingen basert på *isolert konkursrisiko* tar mer presist utgangspunkt i følgende uttrykk (Knivsflå, 2014k):

$$\text{Verdiestimat per aksje} = (1 - p) * \text{Fundamentalverdi av EK gitt fortsatt drift} + p * \text{LVEK}$$

LVEK = Likvidasjonsverdi av egenkapitalen

$p$  = Konkurs sannsynlighet

Likvidasjonsverdien av egenkapitalen anslås her til å være tilnærmet lik 0. Estimatet skyldes at konkurser typisk innebærer at selskapets eiendeler må selges *raskt* («forsert avvikling») og gjerne til en forholdsvis *lav pris*. Følgelig er det ofte tilfellet at långiverne («først i køen») ikke oppnår full dekning, hvilket dermed tilsier at det ikke er verdier igjen til eierne. Når det gjelder *konkurssannsynligheten* må denne sees i sammenheng med mine estimater på Lerøys fremtidige syntetiske rating. I avsnitt 10.2.1 ble denne vurdert til å ligge i størrelsesordenen A/A- gjennom budsjettperioden. Statistikk hentet fra *Standard & Poors* (2014) tilsier at dette innebærer en konkurssannsynlighet ett år frem i tid som ligger i intervallet 0,1 % - 0,2 %.

Konkurssannsynligheten forventes så å øke avtakende med lengre tidshorisonter (Knivsflå, 2014k). Tatt selskapets forventede stabile framtidsutsikter i betraktning mener jeg det likevel er fornuftig å ta utgangspunkt i en konkurssannsynlighet på 0,2 %. Gitt disse antakelsene kan Lerøys tidligere estimerte aksjeverdi justeres for konkurrisiko gjennom følgende beregning:

$$\text{Verdiestimat per aksje} = (1 - 0,002) * 218,182 + 0,002 * 0 = 217,745$$

Mitt *endelige verdiestimat* på Lerøy-aksjen per 2. januar 2014 utgjør dermed **217,75 kroner**. Gjennom kommende avsnitt vil den formodentlig høye usikkerheten heftet ved dette anslaget nærmere bli studert ved bruk av både *simuleringer* («Monte Carlo») og *sensitivitetsanalyser*.

### 11.5.2 Simuleringsanalyse

Knivsflå (2014k) omtaler *simulering* som en metode brukt for «(..) å synliggjøre usikkerhet i verdiestimatet gjennom å gjøre kritiske budsjett- og verdidrivere til usikre eller stokastiske variabler». Dette innebærer at det utarbeides en *sannsynlighetsfordeling* over verdiestimatet fremfor at verdiestimatet skal utgjøre et *punktestimat* (Knivsflå, 2014k). Hittil har relevante budsjettdriveres fremtidsutvikling blitt anslått basert på et «beste skjønn». Ved simuleringer lettes det på denne snevre tolkningen ved at driverne tillattes å variere innenfor et på forhånd bestemt intervall for den enkelte budsjettdriver (Kaldestad & Møller, 2011). Fokuset vil i det følgende ligge på den fremtidige utviklingen i Lerøys *driftsrelaterte drivere* siden selskapets *drift* forventes å være av størst betydning for verdiestimatet. Selve simuleringsprosessen tar her utgangspunkt i simuleringsprogrammet «Crystal Ball» som er et tilleggsprogram i Excel.

#### *Kritiske risikofaktorer*

«Fornuftige pålitelighetsintervall» tilknyttet de antatt mest kritiske budsjettdriverne fastsattes her ved at de ulike driverne gjøres om til *stokastiske variabler* i de valgte budsjettpunktene. Mer presist innebærer dette at budsjettdriverens forventede verdi i budsjettpunktene tildeles et «passende» standardavvik som primært anslås basert på de relevante driverens historiske utvikling. Fokuset vil i det følgende ligge på de tre budsjettdriverne *driftsinntektsvekst*, *netto driftsmargin* og *omløpet til netto driftseiendelene*. Tatt i betraktning norsk oppdrettsnærings sykliske natur er det å forvente at det historiske standardavviket til de relevante budsjettdriverne er relativt høyt, hvilket bekreftes ved følgende tallmateriale for analyseperioden:

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	$\sigma_{\text{Lerøy}}$	$\sigma_{\text{Bransjen}}$
Driftsinntektsvekst	-3,55 %	23,44 %	18,88 %	3,13 %	-0,72 %	18,33 %	10,60 %	9,71 %
Netto driftsmargin	0,042	0,099	0,141	0,096	0,040	0,123	3,79 %	4,76 %
Omløpet til netto driftseiendelene	1,093	1,386	1,554	1,338	1,187	1,356	14,70 %	11,33 %

Tabell 106: Historiske standardavvik (driftsinntektsvekst, netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendelene)

Avhengig av den antatte usikkerheten knyttet til det enkelte budsjettpunkt gjennom budsjettperioden foretas det så skaleringer av de historiske standardavvikene knyttet til driverne. Jeg mener imidlertid at standardavviket til den enkelte budsjettdriver kan ventes å bli noe lavere i fremtiden ut fra antakelser om at landbasert oppdrett over tid kan tenkes å bidra til å jevne ut variasjoner langs tilbudssiden. Samtidig er det nærliggende å anta at sykdomssituasjonen i Chile gjennom de første årene av analyseperioden (2008-2011) gav opphav til en volatilitet i lakseprisen som antas å overgå hva som kan betraktes som et «normalnivå». Begge forhold tilsier at en viss nedskalering av det historiske standardavviket til driverne trolig er fornuftig. Samtidig må nedskaleringen av den historiske volatiliteten til de ulike driverne sees i lys av at jeg gjennom utarbeidelsen av fremtidsbudsjettet «jevnet ut» fremtidige opp- og nedgangskonjunkturer ved å studere det antatte underliggende trendmønsteret til de relevante driverne.

Gitt disse betraktningene mener jeg usikkerheten tilknyttet de tre drivernes forventede verdi i budsjettpunktet for året 2018 er spesielt stor. Dette skyldes at det er vanskelig å bedømme *hvor langt ned* det kan ventes at den enkelte driver vil falle som følge av den antatte veksten i tilbudet av laks og ørret. Dette tilsier at standardavviket for de relevante budsjettdriverne *skaleres noe opp* for dette budsjettpunktet. Usikkerheten tilknyttet drivernes forventede verdi gjennom de første årene av budsjettperioden og i «steady state» antas imidlertid å være noe lavere, hvilket impliserer at standardavviket for disse budsjettpunktene blir noe *nedskalert*.

Et annet viktig moment ved simuleringsanalysen relaterer seg til forutsetningen om konstant vekst i «steady state». For at terminalverdien skal gi opphav til fornuftige verdiestimer må *egenkapitalkravet* overgå *egenkapitalveksten*. Dette hensynet blir i det følgende ivaretatt ved at jeg setter en *øvre grense* for egenkapitalveksten (driftsinntektsveksten) som ligger under kravet. Til forskjell fra øvrige usikre budsjettpunkt som antas å være *normalfordelt*, vurderes av denne grunn driftsinntektsveksten i budsjettthorisonen å følge en *uniform sannsynlighetsfordeling*. Etterfølgende tabeller oppsummerer mine antakelser om *forventet verdi*, *standardavvik* og *sannsynlighetsfordeling* relatert til de valgte driverne i de usikre budsjettpunktene:

***Driftsinntektsveksten:***

	Forventet driftsinntektsvekst	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1 (2014)	14 %	3 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt 2 (2015)	7 %	4 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt 3 (2018)	4 %	5 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt 4 ("steady state")	5 %	U[4 %; 6 %]	Uniformt fordelt

Tabell 107: Forventningsverdier, standardavvik og sannsynlighetsfordeling (driftsinntektsvekst)

### Netto driftsmarginen:

	Forventet netto driftsmargin	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1 (2014)	0,125	2 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt 2 (2015)	0,123	2 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt 3 (2018)	0,090	3 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt 4 ("steady state")	0,095	2 %	Normalfordelt

Tabell 108: Forventningsverdier, standardavvik og sannsynlighetsfordeling (netto driftsmargin)

### Omløpet til netto driftseiendelene:

	Forventet "onde"	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1 (2014)	1,350	4 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt 2 (2015)	1,300	4,5 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt 3 (2018)	1,150	6 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt 5 ("steady state")	1,080	4 %	Normalfordelt

Tabell 109: Forventningsverdier, standardavvik og sannsynlighetsfordeling (onde)

### Andre usikre variabler:

I tillegg til de tre drøftede *driftsrelaterte budsjettdriverne* velger jeg her også å gjøre enkelte kravrelaterte verdidrivere til usikre/stokastiske variabler. Herunder inkluderes NIBOR-renten i «steady state», den fremtidige markedspremien og Lerøys finansielle gjeldsdel i horisonten. De tre variabler «tildeles» en uniform fordeling innenfor et fremtidig «sannsynlig» intervall:

- NIBOR-renten (før skatt) i «steady state»:  $E[r_f] = 4,3 \%$  - U[3,3 %; 5,3 %]
- Markedets risikopremie (etter skatt):  $E[r_m] = 6 \%$  - U[5 % - 7 %]
- Finansiell gjeldsdel i «steady state»:  $E[fgd] = 41,5 \%$  - U[21,5 %; 61,5 %]

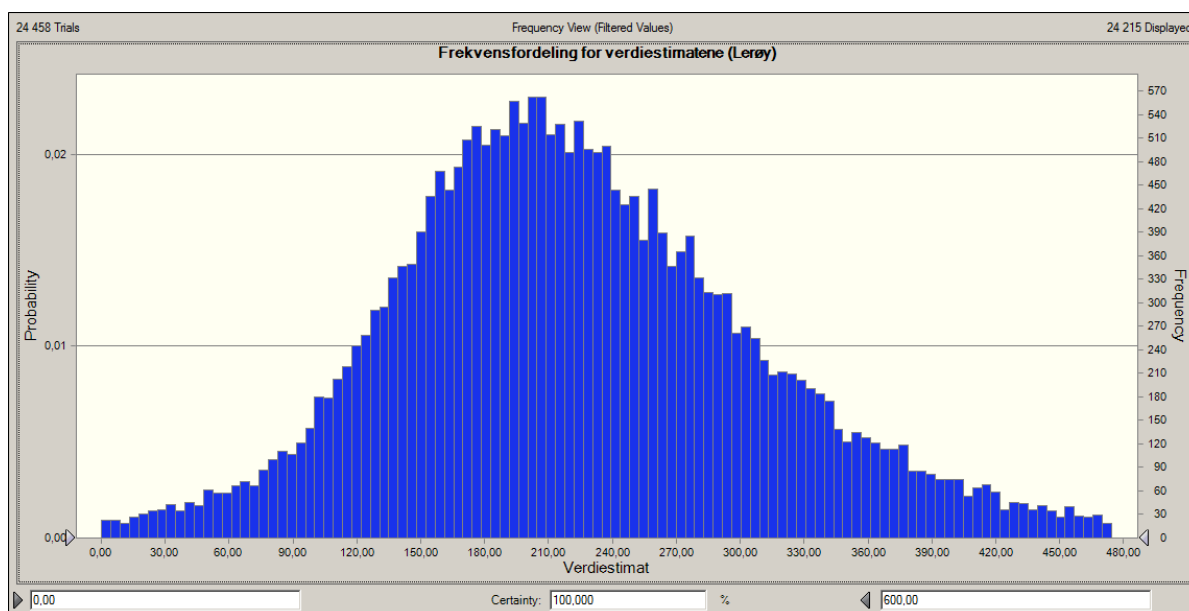
### Korrelasjon mellom budsjettdriverne

Crystal Ball åpner videre for at korrelasjon mellom de ulike budsjettdriverne kan tas hensyn til gjennom trekningene i simuleringen. Korrelert trekning innebærer i denne sammenheng at utfallet av en trekning ventes å påvirke utfallet av andre trekninger (Knivsflå, 2014k). Som tidligere diskutert har Lerøy og øvrige oppdrettsselskapers *netto driftsmargin* og *omløpet til netto driftseiendelene* historisk vist seg å være korrelert med driftsinntektsveksten. Dette har samtidig medført at korrelasjonen mellom netto driftsmarginen og «onde» historisk har vist seg å være sterkt positiv. Gjennom analyseperioden var korrelasjonen mellom Lerøys netto driftsmargin og «onde» på hele 93,9 %. Dette funnet avviker imidlertid sterkt fra den typiske forventningen om at forsøk på å øke netto driftsmarginen ofte vil kunne skje på bekostning av selskapets *omløpskostnad*. Derfor velger jeg her å nedskalere den historiske korrelasjonen mellom Lerøys netto driftsmargin og «onde» til å utgjøre 30 % i de valgte budsjettpunktene.

Videre antar jeg at det er en positiv korrelert sammenheng mellom Lerøys driftsinntektsvekst i «steady state» og størrelsen på de benyttede avkastningskravene (*egenkapitalkravet*, *netto driftskravet* og *sysselsatt kapitalkravet*). Tanken bak dette er at hvis den økonomiske veksten i den samlede økonomien er høy, er det nærliggende at også kravet er høyt siden alternativkostnaden ved kapitalbruk da er høy (Knivsflå, 2014k). Følgelig antas driftsinntektsveksten til Lerøy her å være positivt korrelert (forutsatt lik 0,25) med *markedets risikopremie*.

### Resultater fra simuleringsanalysen

For å få frem usikkerheten i verdiestimatet på 217,75 er det foretatt totalt 25 000 trekninger («Monte Carlo-simulering») i Crystal Ball. Verdt å påpeke er at jeg har satt en øvre og nedre grense for hvor verdiestimatet tillattes å vandre. Nedre grense er her satt lik 0, hvilket tilsier at selskapet går konkurs, mens den øvre grensen for verdiestimatet skjønnsmessig er satt til å utgjøre 600. Hovedresultatene fra simuleringsanalysen er vist i etterfølgende figur:



Figur 65: Frekvensfordeling for verdiestimatet (Lerøy)

Verdt å merke seg herfra er at frekvensfordelingen for Lerøys verdiestimat ligner en normalfordeling med en forholdsvis tydelig «topp» som ligger i intervallet 190-230 NOK.

Statistikk	Prognoseverdi	Statistikk	Prognoseverdi
Trials	24 458	Kurtosis	3,68
Base Case	217,75	Coeff. of Variation	0,39
Mean	225,71	Minimum	0,08
Median	216,82	Maximum	597,55
Standard Deviation	88,8	Mean Std. Error	0,57
Variance	7 884,82	Filtered Values	542
Skewness	0,545		

Tabell 110: Utdata fra simuleringsanalyse (Crystal Ball)

De statistiske dataene fra *Crystal Ball* viser et gjennomsnittlig verdiestimat lik 225,71, mens medianen ligger relativt nært verdiestimatet på 217,75. Årsaken til at estimert gjennomsnittsverdi overgår medianverdien skyldes trolig at majoriteten av «utstikkerne», altså verdianslag som befinner seg utenfor intervallet [0,600] ligger i det øvre sjiktet. Dette gjør seg gjeldende for i alt 542 verdiestimater. Videre er det verdt å merke seg at variasjonskoeffisienten, altså det årlige prosentvise standardavviket, utgjør 39 %. Dette forholdstallet reflekterer forholdet mellom standardavviket til verdiestimatene og det gjennomsnittlige verdiestimatet. Månedlig variasjonskoeffisient til aksjekursen i perioden 2009-2014 var til sammenligning lik 0,354, hvilket innebærer en årlig variasjonskoeffisient på 1,22. Det betydelige avviket mellom de to estimatene må særlig sees i lys av at aksjekursens historiske konjunkturelle variasjoner ikke fullt ut er reflektert i det benyttede datamaterialet. Dette skyldes dels at jeg ved utarbeidelsen av fremtidsregnskapet tok utgangspunkt i et gjennomsnitt av fremtidige opp- og nedgangs-konjunkturer og dels at budsjettdriverne ble «tildelt» lavere standardavvik enn det standardavvikene har vært historisk. Av denne årsak kan det hevdes at de to «standardavvikene» ikke er direkte sammenlignbare og at avviket mellom tallene derfor ikke kan tillegges særlig vekt.

#### ***Forklaring av usikkerheten i verdiestimatet:***

Det er videre av interesse å studere i hvor stor grad den enkelte budsjett- og verdidriver kan bidra til å forklare den totale variasjonen i verdiestimatet. Dette vil gi nyttig informasjon om hvilken betydning de ulike driverne har for verdiestimatet og dermed gi et bilde av hvilke verdidrivere som bør vektlegges i argumentasjonen for en bestemt handlingsstrategi.

Budsjettvariabler	Forklaring av variasjon i verdiestimatet
Netto driftsmargin (steady state)	56,16 %
Markedets risikopremie	10,27 %
Omløpet til netto driftseiendelene (steady state)	9,90 %
Netto driftsmargin (2018)	8,02 %
Finansiell gjeldsdel (steady state)	5,87 %
Risikofri rente (steady state)	4,25 %
Driftsinntektsvekst (2018)	2,36 %
Omløpet til netto driftseiendelene (2018)	1,28 %
Netto driftsmargin (2015)	0,88 %
Driftsinntektsvekst (2015)	0,41 %
Netto driftsmargin (2014)	0,29 %
Omløpet til netto driftseiendelene (2015)	0,20 %
Driftsinntektsvekst (2014)	0,08 %
Driftsinntektsvekst (steady state)	0,03 %
Omløpet til netto driftseiendelene (2014)	0,01 %

**Tabell 111: Bidrag til forklaring av variasjon i verdiestimatet**

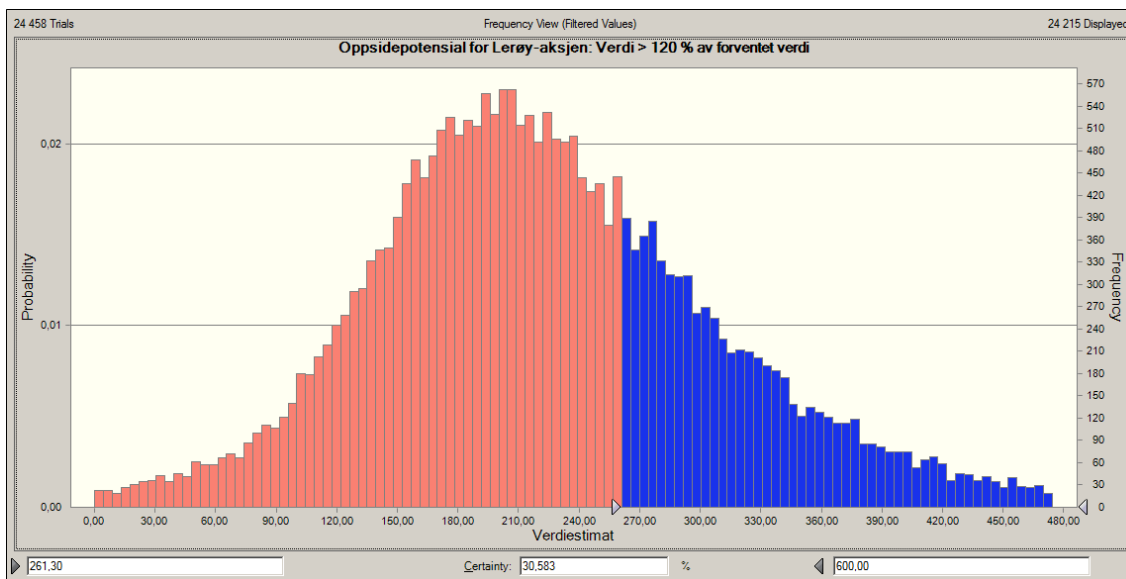
Det er herfra verdt å merke seg at hele 56,16 % av den totale variasjonen i verdiestimatet kan henføres til Lerøys netto driftsmargin i «steady state». Dette tilsier videre at mye av Lerøy-aksjens «oppsidepotensial» knytter seg til oppnåelse av høye marginer i fremtiden. Dette kan samtidig bidra til å forklare Lerøys omfattende satsning innen forskningsprosjekter knyttet til egen fórproduksjon. I kapittel 8 antok jeg i denne sammenheng at selskapets avhengighet av eksterne fórleverandører trolig utgjør en viktig forklaringsfaktor bak Lerøys *marginulempe* i analyseperioden. Videre forklarer omløpet til netto driftseiendelene i «steady state» 9,9 % av usikkerheten i verdianslaget. De to stokastiske budsjettpunktene forklarer dermed samlet sett i overkant av 60 % av den samlede variasjonen i verdiestimatet. Dette understreker følgelig den avgjørende betydningen netto driftsrentabiliteten i «steady state» har for verdiestimatet.

Videre henføres 8 % av den samlede variasjonen i verdiestimatet til netto driftsmarginen for 2018. Dette understreker følgelig mine antakelser om at den forventede økte konkurransen i laksemarkedet de neste årene er av avgjørende betydning for Lerøys verdiestimat. Samtidig forklarer den fremtidige markedspremien 10,27 % av totalusikkerheten i verdianslaget, mens fremtidig risikofrie rente forklarer 3,86 %. Disse funnene tilsier følgelig at den fremtidige rentabilitetsutviklingen («telleren») til Lerøy trolig er av større betydning for verdiestimatet enn forhold på «kravsidene» (nevneren). Til sist påpekes det at driftsinntektsveksten i «steady state» kun gis en forklaringskraft på 0,03 %. Dette må anses som overraskende lite, men må samtidig sees i sammenheng med at Lerøys driftsinntektsvekst på lang sikt her ble antatt å være *uniformt fordelt* med en øvre og nedre grense. Dette medfører at Lerøys driftsinntektsvekst i «steady state» her er «tildelt» et forholdsvis lavt standardavvik (lav usikkerhet).

Avslutningsvis påpekes det at budsjett drivernes størrelse i «steady state» jevnt over synes å være av større betydning for verdiestimatet enn budsjett punkter tidligere i perioden. Dataene viser nemlig en klar trend mot at budsjett punkt sent i budsjettperioden er av større betydning for verdiestimatet enn budsjett punkter tidligere i perioden. Dette må imidlertid dels henføres til at de senere budsjett punktene får betydning for budsjett drivernes størrelse i et større antall år ettersom «tidsavstanden» mellom budsjett punktene er større lenger ut i budsjettperioden.

### ***Oppsidepotensial***

Aksjeverdiens oppsidepotensial gir informasjon om sannsynligheten for at verdianslaget skal ligge over en på forhånd satt grenseverdi. Den relevante grenseverdien er her satt til å utgjøre 120 % prosent av det endelige verdiestimatet på 217,75. Dette tilsier en nedre grenseverdi lik 261,3 kroner. Det skraverte blå området i figur 66 illustrerer Lerøy-aksjens oppsidepotensial:

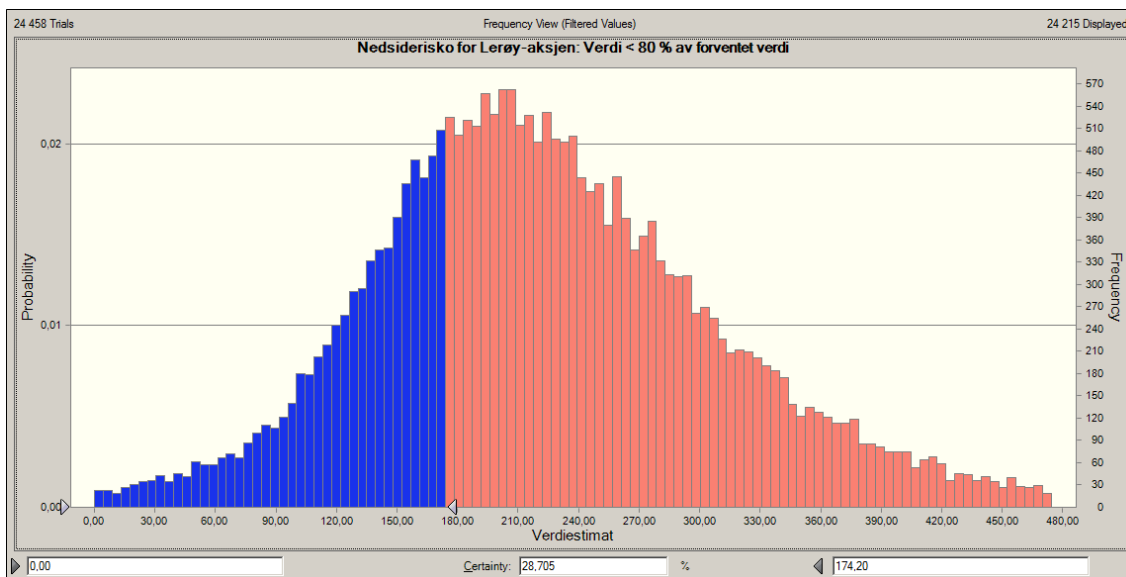


Figur 66: Oppsidepotensial for Lerøy-aksjen

Figuren viser at det er en sannsynlighet lik 30,583 % for at aksjeverdien er over 20 % høyere enn forventet aksjeverdi, hvilket vitner om et betydelig oppsidepotensial for Lerøy-aksjen.

### ***Nedsiderisiko:***

Videre vurderes aksjens nedsiderisiko ved at det fastsettes en øvre grense som det forventede verdiestimatet tillattes å variere innenfor. Nærmere bestemt estimeres sannsynligheten for at aksjeverdien befinner seg under 80 % av forventet verdi. Dette innebærer mer presist at den øvre grensen settes til 174,20 kroner.



Figur 67: Nedsiderisiko for Lerøy-aksjen

Figur 67 viser at sannsynligheten for at aksjeverdien er lavere enn 80 % av forventet verdi utgjør 28,70 %. Dette vitner følgelig om at Lerøy-aksjen også har en betydelig nedsiderisiko ved at aksjens reelle verdi med stor sannsynlighet også kan ligge godt under forventet verdi.



### ***Oppsummering – simuleringsanalyse***

Den gjennomførte simuleringsanalysen understreker at det er betydelige usikkerhet tilknyttet det fundamentale verdiestimat på Lerøy-aksjen. Verdiestimatet viste seg i særlig stor grad å være sensitivt overfor endringer i Lerøys netto driftsmargin i «steady state». Dette ble videre antatt å utgjøre en nærliggende forklaring på Lerøys omfattende forskningsprosjekter relatert til egen fórproduksjon. Simuleringsanalysen avslørte videre at den forventede aksjeverdien har et *betydelig oppsidepotensial*, men også en *klar nedsiderisiko*. Dette tilsier at det er store muligheter for at aksjens reelle verdi både ligger godt over og godt under mitt verdiestimat.

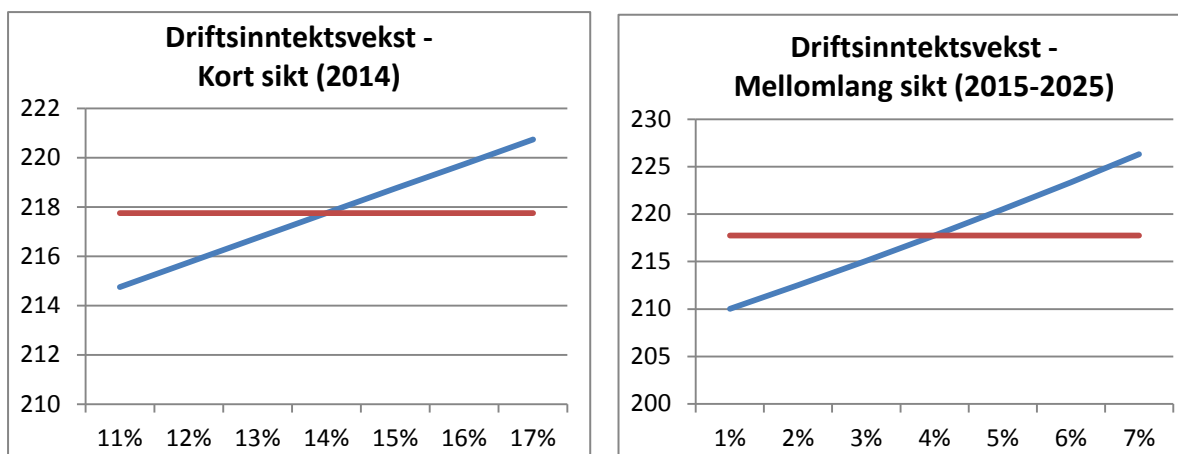
#### **11.5.3 Sensitivitetsanalyse**

Formålet med å gjennomføre *sensitivitetsanalyser* er å få frem usikkerheten i verdiestimatet ved å studere hvordan verdiestimatet påvirkes av at kritiske verdi- og budsjett drivere endres. Sensitivitetsanalyser vil dermed utgjøre et nyttig supplement til simuleringsanalysen. Hovedfokuset vil i det følgende ligge på hvordan det fundamentale verdiestimatet påvirkes dersom kritiske *driftsrelaterte budsjett drivere* endres. Avgrensningen skyldes primært forventningen om at *finansielle drivere* vil være noe mer stabile over tid. Simuleringsanalysen viste likevel at den fremtidige utvikling i henholdsvis markedspremien (10,3 %) og risikofri rente (4,3 %) til sammen kan forklare nærmere 15 % av den totale usikkerheten i det fundamentale verdiestimatet. Av denne årsak vil jeg avslutningsvis studere hvordan verdiestimatet påvirkes ved endrede forventninger relatert til fremtidige markedspremier og risikofri rente (NIBOR).

Sensitivitetsanalysen vil ta for seg virkninger på verdiestimatet av endringer i drivere på *kort (2014), mellomlang (2015-2025) og lang sikt (2025)*. Budsjett punktet for 2018 utgjør basisen for endringer i verdiestimatet på mellomlang sikt. Tatt i betraktning at jeg ved utarbeidelsen av fremtidsbudsjettet antok en lineær utvikling i driverne for årene 2015-2018 og 2018-2025 vil endringer i drivere for 2018 dermed ha direkte innvirkning på budsjett driverenes størrelse for øvrige år i nevnte delperioder. Som ved simuleringsanalysen bemerkes det videre at øvre grense for driftsinntektsveksten i «steady state» settes lik 7 % for på den måte å opprettholde betingelser om at egenkapitalkravet ikke kan overgå egenkapitalveksten i budsjett horisonten.

#### ***Sensitivitetsanalyse - driftsinntektsvekst***

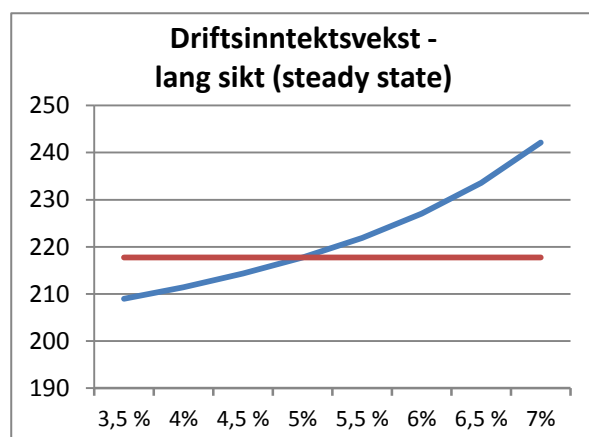
Figurene på neste side viser hvordan det fundamentale verdiestimatet påvirkes av endringer i *driftsinntektsveksten* på henholdsvis kort, mellomlang og lang sikt. Verdt å merke seg herfra er at verdien er relativt lite sensitiv overfor endringer i driftsinntektsveksten på helt kort sikt. Selv relativt store endringer i driftsinntektsveksten får marginal betydning for verdiestimatet.



Figur 68: Sensitivitetsanalyse – Driftsinntektsvekst på kort (2014) og mellomlang sikt (2015-2025)

Virkingen på verdiestimert av endringer i veksten på mellomlang sikt er noe større enn på helt kort sikt, men må likevel sies å være relativt lav. Videre er det verdt å merke seg at det er en *positiv relasjon* mellom driftsinntektsveksten og verdiestimert. Dette funnet må særlig sees i lys av at Lerøy ventes å generere *strategiske driftsrelaterte fordeler* i budsjettperioden.

Av figur 69 fremkommer det imidlertid at driftsinntektsveksten på lang sikt er av desto større betydning for det fundamentale verdiestimert. Effektene viser seg å være særlig store når driftsinntektsveksten antas å være *høyere* enn den opprinnelige forventningen på 5 %. Dette skyldes at figuren avdekker en konveks relasjon mellom driftsinntektsveksten og verdiestimert. Dersom veksten i «steady state» for eksempel antas å være 6,5



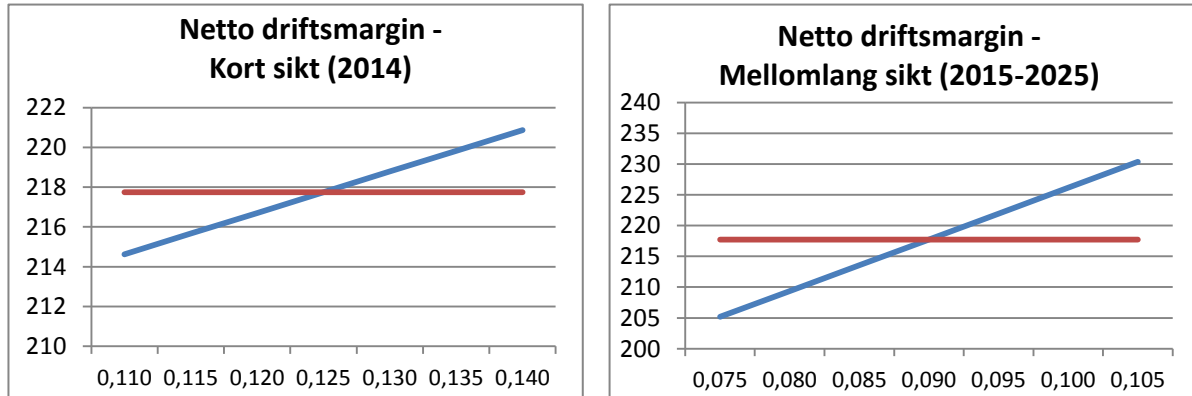
Figur 69: Sensitivitetsanalyse - Driftsinntektsvekst på lang sikt («steady state»)

%, ville det fundamentale verdiestimert, alt annet konstant, vært på 233,56. Virkingen på verdiestimert av endringer i driftsinntektsveksten på lang sikt synes altså å være noe større enn hva som fremgikk gjennom simuleringsanalysene der driftsinntektsveksten i horisonten kun forklarte 0,03 % av den totale variasjonen i verdiestimert. Årsaken til dette avviket for de to analyseverktøyene må trolig sees i sammenheng med at driftsinntektsveksten i «steady state» ved simuleringen ble antatt å følge en uniform fordeling, hvilket dempet usikkerheten.

Effekten på verdiestimert av endringer i driftsinntektsveksten på lang sikt anses likevel ikke som betydelig. Etterfølgende avsnitt avslører nemlig at både netto driftsmarginen og omløpet til netto driftseiendelene i «steady state» vil ha desto større innvirkning på verdiestimert.

### Sensitivitetsanalyse - netto driftsmargin

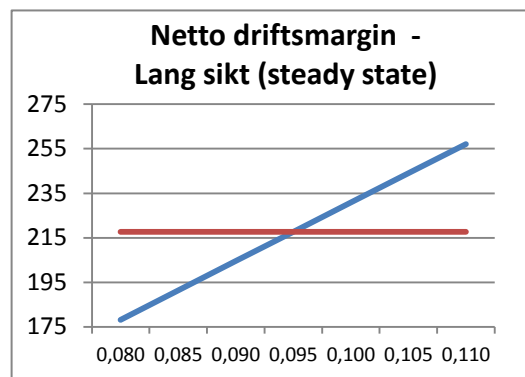
Lerøys netto driftsmargin ble gjennom simuleringsanalysen funnet til å utgjøre den viktigste enkeltvariabelen til å forklare usikkerheten i verdiestimatet. I det etterfølgende studeres det nærmere hvordan endringer i netto driftsmarginen på ulike tidspunkter slår ut i aksjeverdien:



Figur 70: Sensitivitetsanalyse - Netto driftsmargin på kort (2014) og mellomlang sikt (2015-2025)

Figurene over viser at endringer i netto driftsmarginen på kort sikt har marginal betydning for verdiestimatet, mens effektene på mellomlang sikt er mer avgjørende. En økning i Lerøys netto driftsmargin fra det antatte nivået i 2018 på 0,090 til eksempelvis 0,100 ville medført at verdiestimatet økte fra det forventede nivået på 217,75 og opp til 226,16. Dersom den antatte tilbudssideveksten i laksemarkedet får mindre betydning for prisutviklingen og marginene til Lerøy enn det jeg har forutsatte ved utarbeidelsen av fremtidsbudsjettet, fremkommer det her tydelig at dette vil virke positivt inn på verdiestimatet.

Figur 71 illustrerer imidlertid at effekten på verdiestimatet av endringer i netto driftsmarginen på lang sikt er betydelig større. For eksempel vil en økning i netto driftsmarginen fra det antatte nivået på 0,095 i «steady state» til 0,105 innebære at verdiestimatet øker til 244. En slik utviklingstrend kan for eksempel relatere seg til at produksjons-effektiviserende tiltak for «nyere» oppdrettsarter,

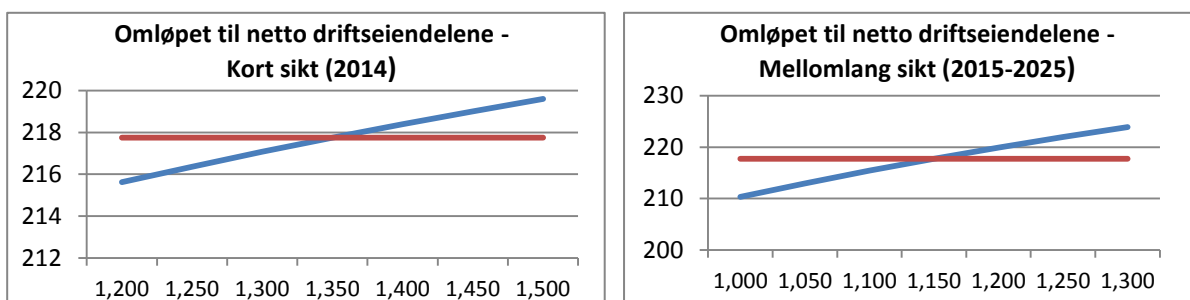


Figur 71: Sensitivitetsanalyse – ndm på lang sikt

slik som hvitfisk, gjør at Lerøy evner å generere høyere marginer enn hva jeg tidligere antok. Dette sammenfaller dermed med mine funn fra simuleringsanalysen relatert til at analytikeres forventninger om Lerøys langsiktige marginer er av avgjørende betydning for hvilket verdiestimat Lerøy-aksjen vurderes til. Som tidligere nevnt kan dette momentet samtidig være en viktig forklaringsfaktor bak selskapets satsning mot gradvis å bli selvforsynt av fiskefôr.

### Sensitivitetsanalyse – omløpet til netto driftseiendelene

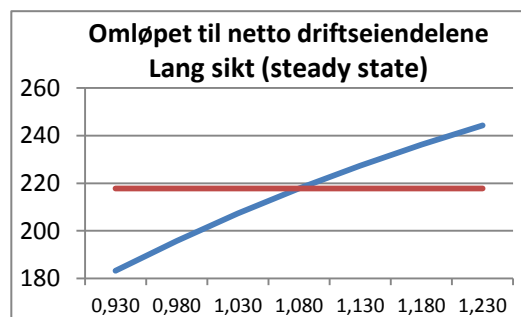
Som tidligere drøftet danner omløpshastigheten til netto driftseiendelene sammen med netto driftsmarginen grunnlaget for selskapets netto driftsrentabilitet. Denne har videre avgjørende betydning for størrelsen på eventuelle fremtidige *strategiske fordeler* hos selskapet. Dermed forventes fremtidige «*onde-estimer*» i likhet med antakelser om selskapets fremtidige netto driftsmargin å utgjøre en meget sentral og avgjørende verdidriver.



Figur 72: Sensitivitetsanalyse - Omløpet til netto driftseiendelene på kort (2014) og mellomlang sikt (2015-2025)

Figur 72 illustrer imidlertid at verdiestimatet i relativt liten grad påvirkes av endringer i *onde* på kort og mellomlang sikt. Eksempelvis vil en økning i *onde* for 2018 fra det ventede nivået på 1,15 og opp til 1,30 medføre at verdiestimatet øker fra 217,75 til 224,23. Dette må anses som en relativt liten økning tatt i betraktning at en antatt *onde*-økning i 2018 påvirker netto driftsrentabiliteten positivt for en forholdsvis lang fremtidig periode (2015-2025).

Effekten på verdiestimatet av endringer i *onde* på lengre sikt er på sin side betydelig. Figur 73 viser at en forholdsvis liten økning i *onde* fra forventet verdi på 1,08 i «steady state» til 1,20 medfører at verdiestimatet øker fra 217,75 og opp til 236,19. Følgelig er min antakelse om at Lerøy kan ventes å oppleve store reduksjoner i sin omløpsfordel av

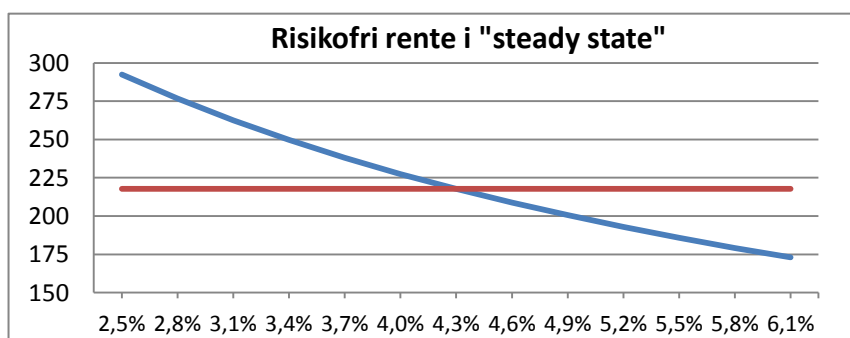


Figur 73: Sensitivitetsanalyse - *onde* på lang sikt

stor betydning for verdiestimatet. Samtidig er det av interesse å sammenligne virkningen på verdiestimatet av endringer i *onde* med en tilsvarende endring i selskapets netto driftsmargin. Følgelig har jeg estimert effekten på verdiestimatet av en økning på 20 % i både *onde* og netto driftsmarginen i «steady state». Det viser seg da at en økning i *onde* på 20 % fører til at aksjeverdien øker med 16,7 %, mens tilsvarende økning i netto driftsmarginen gir en verdiøkning på hele 22,9 %. Dette tilsier følgelig at virkningen av endrede forventninger til *netto driftsmarginen* relativt sett har størst betydning for verdiestimatet, hvilket også sammenfaller med tidligere funn fra simuleringsanalysen. Verdiøkningen gitt forventninger om fremtidige effektiviseringer i kapitalbruken til Lerøy (høyere «*onde*») må likevel anses som betydelig.

### *Sensitivitetsanalyse – finansielle drivere*

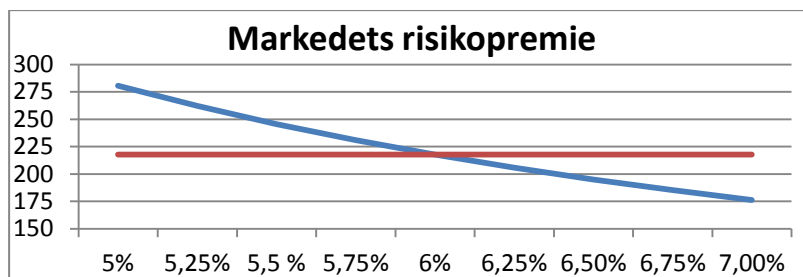
Avslutningsvis tar jeg for meg virkningen på verdiestimatet av endringer i de to finansielle driverne *risikofri rente* og *markedspremien*. Begge de to driverne har direkte innvirkning på det fremtidige egenkapitalkravet og dermed «indirekte» betydning for de relevante selskapskravene. Først studeres her virkningen av endringer i risikofri rente i «steady state». Verdt å merke seg er at endringer i risikofri rente også vil ha betydning for risikofri rente i øvrige år i budsjettperioden ut fra tidligere forutsetninger om at risikofri rente vil følge en lineær trend mellom dagens generelle rentenivå (NIBOR) og frem til rentenivået i budsjettthorisonen.



Figur 74: Sensitivitetsanalyse - Risikofri rente i "steady state"

Av figur 74 fremgår det at fremtidsutviklingen i risikofri rente er av meget stor betydning for verdiestimatet. Dette kan anses som noe overraskende ettersom funn fra simuleringsanalysen skulle tilsi at fremtidig utvikling i NIBOR var av relativt liten betydning for verdiestimatet. Som tilfellet var for driftsinntektsveksten i «steady state» må dette avviket knyttes opp mot min antakelse om en uniform sannsynlighetsfordeling for risikofri rente i budsjettthorisonen. Dette synes å ha underestimert betydningen den fremtidige utviklingen i risikofri rente har for verdiestimatet. Dersom risikofri rente før skatt eksempelvis forutsettes å bli 5 % i «steady state» fremfor mine tidligere antakelser om 4,3 % reduseres verdiestimatet til 197,93 NOK. Eksempellet illustrer samtidig den konkave negative relasjonen mellom størrelsen på risikofri rente og verdiestimatet. Forventninger om en høyere fremtidig risikofri rente gir opphav til et høyere fremtidskrav som dernest medfører en nedjustering av verdiestimatet

Videre studeres effekten endrede forventninger om den årlige markedspremien har for verdiestimatet. Årlig fremtidig markedspremie (etter skatt) ble i kapittel 10 antatt å utgjøre 6 %. Figur 75, vist øverst på neste side, illustrerer at verdiestimatet også er svært sensitivt overfor endrede forventninger om den fremtidige markedspremien. Relasjonen mellom variablene er også her negativ. En høyere markedspremie hever de relevante kravene og reduserer dermed verdiestimatet. Eksempelvis vil en økning i markedspremien til 6,5 % gi et verdiestimat lik 195,05, mens en reduksjon i markedspremien til 5,5 % medfører en aksjeverdi på 245,64.



Figur 75: Sensitivitetsanalyse - Markedets risikopremie gjennom budsjettperioden

### Oppsummering – Sensitivitetsanalyse

Den gjennomførte sensitivitetsanalysen bekreftet i likhet med simuleringsanalysen den store usikkerheten forbundet med den beregnede fundamentalverdien. Verdiestimater viste seg i særlig grad å være sensitivt overfor endringer i *netto driftsmarginen* og «*onde*» på lang sikt. Verdiestimater viste seg videre å være langt mer sensitivt overfor endringer i budsjett drivere på *lang* enn på *kort* sikt. En viktig forskjell fra simuleringsanalysen var at Lerøys *finansielle verdidrivere* virker å ha langt større betydning for verdiestimater enn hva som fremgikk av avsnitt 11.5.2. Dette ble antatt å ha sammenheng med at de finansielle driverne i simuleringsanalysen ble forutsatt å være uniformt fordelt, hvilket reduserte usikkerheten til driverne og følgelig gav dem en relativt lav forklaringskraft for den totale variasjonen i verdiestimater.

### 11.6 Oppsummering – verdiestimat og usikkerhet

Basert på det utarbeidede fremtidsregnskapet og tilhørende avkastningskrav ble det i dette kapitlet gjort estimater på Lerøys egenkapitalverdi. Prosessen frem mot det endelige verdiestimatet ble innledet med at henholdsvis *egenkapitalmetoden*, *syssele satt kapitalmetoden* og *netto driftskapitalmetoden* ble benyttet til å anslå egenkapitalverdien basert på *balansevekter*. Deretter ble de tre estimatene stegvis konvergere gjennom en prosess der fremtidsregnskapet samtidig ble *verdibasert*. Det konvergerende verdiestimatet ble anslått til 218,18 NOK, hvilket innebærer et fundamentalt pris/bok- og pris/fortjeneste-forhold på henholdsvis 1,75 og 8,42.

Ut fra en forventning om at det hersker betydelig usikkerhet til dette verdiestimatet ble denne usikkerheten så nærmere studert. Simuleringsanalyser avdekket at verdiestimatet mitt hadde et årlig standardavvik på 39 %, hvilket således bekreftet den betydelige usikkerheten heftet ved verdiestimatet. Videre ble verdiestimatet nedjustert til 217,75 NOK ut fra antakelser om at Lerøys konkurrisiko ikke var tilstrekkelig tatt hensyn til i det opprinnelige verdiestimatet. Analysene av usikkerhet viste videre at verdiestimatet særlig var sensitivt overfor endringer i Lerøys *netto driftsmargin* og *omløpet til netto driftseiendelene* på lang sikt (i «steady state»). Sensitivitetsanalysen avslørte imidlertid at analytikerens forventninger til fremtidig utvikling i de finansielle driverne også er av helt avgjørende betydning for det endelige verdiestimatet.

## Kapittel 12 – Oppsummering og handlingsstrategi

I dette avsluttende kapittelet vil jeg innledningsvis kort oppsummere de viktigste funnene fra utredningen. Deretter vil jeg utarbeide et forslag til handlingsstrategi ved å sammenligne mitt verdiestimat med relevante noteringer på Oslo Børs. Handlingsstrategien blir dermed å regne som en konklusjon basert på opparbeidet innsikt om Lerøy Seafood og oppdrettsnæringen.

### 12.1 Oppsummering

Hovedformålet med denne utredningen var å gi et velbegrunnet verdiestimat på den virkelige egenkapitalverdien til Lerøy og et tilhørende anslag på verdien av enkeltaksjene til selskapet. Til dette formålet ble *fundamental verdivurdering* så valgt som den foretrukne verdsettelsesteknikken. Metodevalget innebærer at jeg har foretatt analyser av selskapets underliggende økonomiske forhold, utarbeidet både fremtidsregnskap og fremtidskrav basert på opparbeidet innsikt og neddiskontert fremtidige «verdistrømmer» som tilfaller de relevante kapitalene.

Utredningen ble innledet med en generell presentasjon av oppdrettsnæringen med et særlig fokus på Lerøy Seafood Group. Blant de mest fremtredende kjennetegnene ved bransjen ble oppdrettsnæringens tydelige *konjunkturrelle svingninger* og *konsesjonssystemet* trukket frem som særlig avgjørende. Videre ble det kartlagt hvordan Lerøy synes å avvike fra sine største og viktigste konkurrenter med hensyn til de respektive virksomhetenes ressurser. Herunder ble Lerøys *brede produktspekter* og selskapets særegne erfaringsbaserte kompetanse innen *salg og markedsbygging* trukket frem som mulige konkurransefortrinn. Det faktum at Lerøys produksjon er konsentrert om Norge, samt at selskapet er avhengig av eksterne leverandører av fiskefôr ble på sin side ansett som mulige konkurranseulempen for Lerøy.

I oppgavens femte kapittel ble det så gjennomført grundige analyser av selskapets historiske regnskapsinformasjon. Dette innebar blant annet at Lerøys resultat, balanse og kontantstrømoppstilling ble omgruppert som et ledd i å klargjøre den historiske regnskapsinformasjon for videre analyser. For å sikre at regnskapsinformasjonen på best mulig måte reflekterte Lerøys historiske prestasjoner og risiko ble det samtidig gjennomført enkelte *justeringer av målefeil*. Kombinasjonen av mine *strategiske analyser* og de mer *kvantitative regnskapsanalysene* ble i denne sammenheng med et fellesord omtalt som *strategiske regnskapsanalyser*.

I de neste kapitlene ble det så gjort nærmere analyser av selskapets historiske lønnsomhet og risiko. Kapittel 6 innebar i denne sammenheng en tallfesting av selskapets *syntetiske rating* gjennom *analyseperioden*, som ble definert som perioden 2007-2013. Basert på beregning av en rekke forholdstall ble Lerøy her tildelt en gjennomsnittlig historisk syntetisk rating lik A-.

Anslagene på Lerøys årlige syntetiske rating i analyseperioden utgjorde så viktig «inputs» for estimerer på selskapets historiske finansielle avkastningskrav. Regresjonsanalyser relatert til Lerøys historiske egenkapitalbeta, samt innhenting av historiske data vedrørende risikofri rente og markedets risikopremie dannet videre grunnlaget for anslag på Lerøys egenkapitalkrav gjennom analyseperioden. Basert på opparbeidet innsikt om historiske finansielle krav og egenkapitalkrav ble så *sysselsatt kapitalkravet* og *netto driftskravet* anslått ved vekting.

Med kjennskap til historiske avkastningskrav ble selskapets historiske lønnsomhet nærmere analysert i kapittel 8. Herunder ble Lerøys tidsvektede *strategiske fordel* for analyseperioden anslått til å utgjøre 8 %. Majoriteten av fordelene ble henført *bransjefordeler* (4,2 %), hvilket ble begrunnet med at konkurransen i oppdrettsnæringen var begrenset; dels fordi tradisjonell oppdrettsaktivitet av klimatiske årsaker er betinget til et fåtall land og dels fordi konsesjons-systemet ble antatt å utgjøre en betydelig inngangsbarriere. Begge de to forholdene ble antatt å ha en positiv effekt på prisene og dermed marginene som oppnås i norsk oppdrettsnæring.

Mine beregninger viste videre at Lerøy oppnådde en *intern ressursfordel* på 1,3 %. Nærmere dekomponeringer av ressursfordelen avslørte at fordelene dels besto av en *omløpsfordel* på 3 %, dels en *marginulempe* på 1,1 % og dels en *kravulempe* på 0,5 %. Lerøys *omløpsfordel* ble primært antatt å ha sammenheng med at Lerøy oppnådde noe høyere driftsinntekter *per kilo salmonide arter* enn sine konkurrenter. Dette ble så sett i sammenheng med funn relatert til at Lerøy antas å ha et visst konkurransefortrinn innen *salg og markedsbygging*. Den anslåtte marginulempen ble nærmere henført til at Lerøys varekostnader utgjorde en større andel av selskapets driftsinntekter enn hva tilfellet var for komparative virksomheter. Dette ble ansett som noe overraskende tatt i betraktning at selskapet utgjør bransjeutvalgets nest største og det følgelig var å forvente at Lerøy oppnådde visse stordriftsfordeler ved innkjøp. En mulig forklaring var imidlertid at en virksomhet som Marine Harvest, som her dominerte bransjeutvalget, har desto bedre avtaler med sine forleverandører og samtidig nylig har startet opp egen forvirksomhet. De resterende 2,4 % av Lerøys strategiske fordel (8 %) ble så henført til *gearingfordeler*, da mine beregninger antydte at Lerøy gjennom analyseperioden verken kan hevdes å ha innehatt *finansieringsfordeler* eller *finansieringsulemper*.

Etter å ha opparbeidet detaljert innsikt i selskapets historiske risiko og lønnsomhetsmessige prestasjoner var det så tid for å vurdere Lerøy og norsk oppdrettsnæringens framtidssutsikter. Herunder ble det utarbeidet *framtidssregnskap* (kapittel 9) og gjort anslag på fremtidskravene selskapet kunne vente seg gjennom budsjettperioden og i «steady state» (kapittel 10).



Utarbeidelsen av fremtidsregnskapet skjedde på grunnlag av en rekke usikre forventninger og antakelser om selskapets framtid. I denne forbindelse ble det blant annet drøftet hvorvidt Lerøys historiske *strategiske fordel* kunne forventes å vedvare i fremtiden. De etterfølgende punktene oppsummerer i korte trekk mine antakelser bak det presenterte fremtidsregnskapet og dermed også mine forventninger relatert til de antatt viktigste «kurstriggerne» for Lerøy.

- De neste årene antas landbasert oppdrettsvirksomhet gradvis å bevege seg fra dagens tidlige *forskningsstadium* og i retning mot masseproduksjon. Videre ventes sykdomsproblemene i chilenske oppdrettsanlegg å bli langt mindre enn hva tilfellet var for analyseperioden. Begge forhold tilsier en forventning om *økt utenlandsk konkurranse* på tilbudssiden i laksemarkedet og følgelig forventninger om fallende markedspriser. Konesjonssystemet forventes derfor ikke lenger i like stor grad å ha samme positive virkning på lakseprisene som systemet ble antatt å gi opphav til for årene 2008-2013.
- Etterspørselsveksten antas imidlertid fremdeles å være sterk, hvilket primært skyldes forventninger om økt etterspørsel fra en rekke folkerike fremvoksende asiatiske land. Konesjonssystemet antas imidlertid gradvis å dempe Lerøys produksjonsvekst ut fra forventninger om at antallet gode oppkjøpskandidater må ventes å falle noe over tid.
- Med utsikter til økt konkurranse i laksemarkedet forventes Lerøy å heve sin satsning innen «nyere produktområder». Effektiviserende tiltak på produksjonssiden forventes over tid å bedre marginene for slike produkter, hvilket gradvis forventes å gjøre disse produktene mer konkurransedyktige. Videre ventes ikke konesjonssystemet for disse produktene, i samme grad som for laks, å begrense produksjons- og vekstpotensialet.
- I et marked for standardvarer antas ikke selskapets *omløpsfordel* relatert til oppnåelse av noe høyere driftsinntekter *per kilo salmonide arter* å være opprettholdbar over tid. Lerøys antatte ressursfordel tilknyttet *salg og markedsbygging* antas likevel å føre til at selskapet opprettholder en viss varig omløpsfordel på 0,3 % i budsjettthorisonen. Omløpshastigheten til netto driftseiendelene ventes likevel å falle markert fremover.
- Lerøys omfattende forskningsprosjekter innen fórproduksjon antas i løpet av budsjettperioden å medføre at Lerøy blir selvforsynt av fiskefór. Samtidig ventes selskapets investering i moderne smoltanlegg å virke positivt på marginene. I sum antas dermed disse forholdene å medføre at Lerøy utligner *marginulempen* relativt til komparative virksomheter gjennom analyseperioden. Den ventede tilbudsveksten i laksemarkedet må likevel antas å påvirke lakseprisen og Lerøys marginer negativt de neste årene.

Basert på disse momentene forventes Lerøys strategiske fordel på 8 % for analyseperioden å falle kraftig i budsjettperioden og utgjøre en varig fordel på 2,3 % i «steady state». Fordelen tilskrives primært bransjefordeler, men også en viss omløpsfordel (salg og markedsbygging).

I kapittel 11 ble så det endelige verdiestimatet på Lerøy-aksjen beregnet. Basert på valget av fundamental verdivurdering som hovedteknikk ble selskapets egenkapitalverdi fastsatt ved diskontering av fremtidige «verdistrømmer» eller «inntjening». Prosessen tok utgangspunkt i de tre hovedteknikkene egenkapitalmetoden, sysselsattkapitalmetoden og netto driftskapitalmetoden med hver sine tilhørende undermodeller. De tre referanseverdiene som fremkom fra hovedmetodene ble så stegvis konvertert gjennom en prosess som gjorde fremtidsregnskapet verdibasert. Det konverterte verdiestimatet *per aksje* viste seg da til slutt å bli 218,18 NOK.

I visshet om at det var betydelig usikkerhet befestet med dette verdiestimatet ble det så gjort analyser av denne usikkerheten. Ut fra en antakelse om at Lerøys konkursfare hittil ikke var blitt tilstrekkelig hensyntatt ble verdiestimatet nedjustert til 217,75 kroner, hvilket utgjør mitt *endelige verdiestimat* på Lerøy-aksjen. Gjennom videre *simulerings- og sensitivitetsanalyser* fant jeg at dette verdianslaget særlig var sensitivt overfor analytikers forventninger relatert til selskapets *netto driftsmargin* og *omløpet til netto driftseiendelene* i «steady state». Samtidig avdekket analysene av usikkerhet at forventninger relatert til den fremtidige utvikling i både risikofri rente og markedspremien (kravsidene) også var av stor betydning for verdiestimatet.

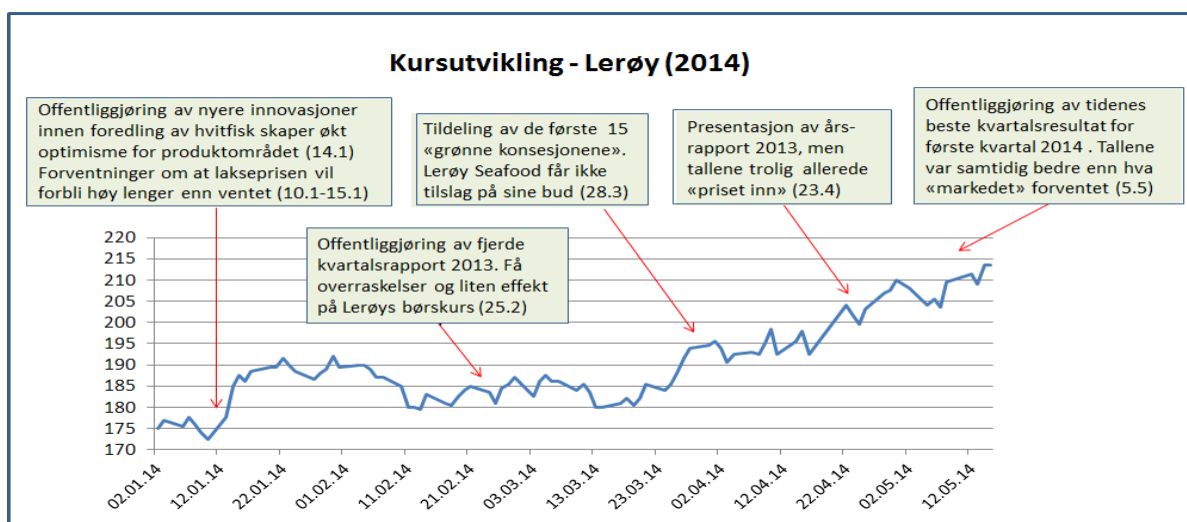
## **12.2 Konklusjon – Handlingsstrategi**

Denne utredningen har hatt som formål å verdsette Lerøy Seafood Group ASA. Det endelige verdiestimat på Lerøy-aksjen per 2. januar 2014 ble vurdert til 217,75 kroner. Dette anslaget er i hovedsak basert på offentlig tilgjengelig informasjon frem til årsskiftet 13/14. I visshet om at verdiestimatet mitt likevel *kan* være påvirket av ny informasjon gjennom våren vil min handlingsstrategi her være todelt. I første omgang utarbeides et forslag til handlingsstrategi ved å sammenligne verdiestimatet per 2. januar 2014 med børskursen til Lerøy denne datoen. Deretter vil jeg fremskrive verdiestimatet til 15. mai 2014 (dagens dato) for dermed å kunne foreslå en alternativ handlingsstrategi ved å sammenligne mitt fremskrevne verdiestimat med faktisk aksjekurs per 15. mai 2014. I denne sammenheng vil det samtidig vurderes hvordan offentliggjøring av ny informasjon etter årsskiftet kan tenkes å ha påvirket Lerøys aksjekurs.

Gitt antakelser om *semisterk markedseffisiens* reflekterer aksjeprisen all offentlig tilgjengelig informasjon (Kinserdal, 2013d). Dette synes samtidig å være den vanlige oppfatningen blant akademikere og omfattende empiri (Fama, 1997, ss. 283-306).

Nyere forskning innen *atferdsøkonomi* antyder imidlertid at også forhold som *psykologi* og *irrasjonalitet* kan påvirke atferd i aksjemarkedet. Koller m.fl. (2010, s.756) anfører i denne sammenheng at «(..) aksjemarkedet gjerne har problemer med å verdsette sykliske selskaper, da syklusene sender forvirrende signaler til markedet».

Oppdrettsnæringen og Lerøy Seafood Group kan utvilsomt klassifiseres i sistnevnte kategori. Ofte vil aksjekursen for denne typen selskaper stige ved oppgangskonjunkturer når fremtiden synes lovende, før syklusene så snur og markedet ser mer pessimistisk på fremtiden. Følgelig mener jeg at Lerøys kursutvikling i tillegg til å reflektere offentlig tilgjengelig informasjonen også dels vil være påvirket av *markedspsykologi*. Dette kan således utgjøre en delforklaring på at Lerøys aksjekurs fra 2. januar 2014 til 15. mai 2014 har kunnet stige med hele 22 %:



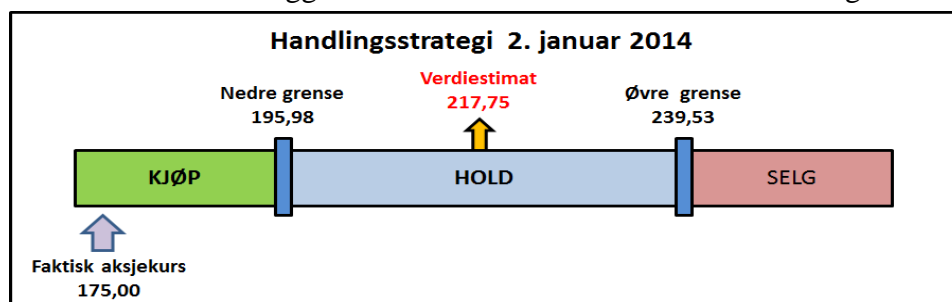
Figur 76: Kursutvikling for Lerøy gjennom 2014 m/forklaringer

Gjennom den fundamentale verddivurderingen og etterfølgende analyser av usikkerhet ble det avdekket at verdiestimatet på Lerøy-aksjen særlig var sensitivt overfor endrede forventninger vedrørende selskapets *netto driftsmargin* og *onde* på lengre sikt («steady state»). Et sentralt spørsmål er følgelig om det har fremkommet ny informasjon i markedet som «rettferdiggjør» den sterke kursutviklingen siden årsskiftet. Av denne årsak har jeg vurdert hvordan Lerøys aksjekurs synes å ha blitt påvirket av «ny informasjon» gjennom våren. Fra figur 76 er det særlig verdt å merke seg at aksjekursen gjorde et «kraftig byks» medio januar. Dette antas å kunne sees i lys av offentliggjøringer om store teknologiske fremskritt innen videreforedling av hvitfisk. At selskapet over tid ville ekspandere innenfor slike «nyere produktområder» var samtidig en viktig forutsetning bak utarbeidelsen av mitt fremtidsregnskap og verdiestimatet. Det kan eksempelvis være tilfellet at offentliggjøringer har bidratt til en «oppjustering» av markedets forventninger knyttet til selskapets *varige strategiske fordel*.

Videre antas Lerøys offentliggjøring av svært gode tall for første kvartal 2014 å utgjøre en annen forklaring på den sterke kursutviklingen den siste tiden. Nye prognoser tilsier samtidig at det ventede prisfallet på laks enten vil utsettes noe utover høsten eller eventuelt ikke bli like kraftig som tidligere ventet. Det kan som nevnt heller ikke utelukkes at elementer av «markedspsykolog» kan forklare deler av Lerøy-aksjens sterke kursutvikling den siste tiden.

### **Handlingsstrategi per 2. januar 2014:**

I visshet om at det er betydelig usikkerhet befestet med mitt verdiestimat på 217,75 NOK per 2. januar 2014 mener jeg at mitt verdiestimat bør være betydelig høyere enn aksjekursen ved årsskiftet for at jeg skal kunne anbefale et kjøp av Lerøy-aksjen. Mer presist innebærer mitt beslutningskriterium at børskursen må ligge *minst 10 % under mitt verdiestimat* for at jeg skal gi en kjøpsanbefaling og *minst 10 % over verdiestimatet* for at jeg skal anbefale et salg. Dersom børskursen ligger i intervallet +/-10 % av verdiestimatet gis en «HOLD-anbefaling».



Figur 77: Handlingsstrategi per 2. januar 2014 (Fritt etter Knivsflå, 2014 I)

Fra figur 77 er det verdt å merke seg at faktisk aksjekurs per 2. januar 2014 var på 175 NOK. Aksjekursen lå dermed hele 24,4 % lavere enn mitt verdiestimat på 217,75 kroner og dermed godt under den nedre satte grensen for en kjøpsanbefaling. Følgelig legger mitt verdiestimat grunnlag for en relativt klar *kjøpsanbefaling* på verdsettelsestidspunktet.

### **Hvilke forhold kan forklare at mitt verdiestimat overgår markedets prising?**

En kjøpsanbefaling kan hevdes å være lite overbevisende med mindre den er velbegrunnet. I det følgende ønsker jeg av denne årsak å feste noen mulige forklaringer til hvilke verdier jeg finner i Lerøy som markedet ikke synes å ha «priset inn» i samme grad:

- For det første antok jeg ved utarbeidelsen av framtidsregnskapet at effektivitetsforbedrende innovasjoner innen nyere produktområder som hvitfisk over tid ville gjøre slike produkter langt mer lønnsomme og inntektsbringende enn tilfellet er i dag. Jeg antok videre at dette ville ha en betydelig positiv effekt på Lerøys driftsinntektsvekst, marginer og «onde» på lang sikt. Det kan imidlertid være tilfellet at markedet vurderer fremtidspotensialet her som mindre enn hva jeg har forventet.

- For det andre antok jeg at Lerøy i løpet av budsjettperioden ville oppnå suksess med sine forskningsprosjekter relatert til fiskefôr og følgelig bli selvforsynt. Dette gav utslag i en forventning om at selskapets historiske *marginulempe* over tid vil bli eliminert. Markedet kan imidlertid ha vurdert sannsynligheten for suksess på dette området som lavere og følgelig ha priset inn en mer *varig marginulempe*.

Begge forhold tilsier at jeg kan ha vurdert selskapets *varige strategiske fordel* som større enn markedets forventninger reflektert gjennom aksjekursen. Som tilfellet ofte er for analytikere kan det tenkes at jeg *underbevisst* har vurdert Lerøys *framtidspotensial* snarere enn *forventet utvikling*. Ved utarbeidelsen av fremtidsregnskapet har jeg imidlertid forsøkt å basere meg på «nøkterne» og «realistiske» forventninger til Lerøys framtidssikter. Av denne årsak er min oppfatning at fremtidsregnskapet likevel gir et «troverdig» bilde av Lerøys framtidssikter.

Videre kan det hevdes at mitt enkle beslutningskriterium (+/- 10 %) i for liten grad hensyntar usikkerheten heftet ved verdiestimatet. I den forbindelse kan en T-test med en nullhypotese om at mitt verdiestimat ikke avviker fra markedsprisen gi nyttig innsikt (Ubøe s. 210, 2008):

$$t - verdi = \frac{\text{Aksjekurs} - \text{Verdiestimat}}{\text{Standardavviket til verdiestimatet}} = \frac{175 - 217,75}{88,8} = -0,481$$

T-verdien på -0,48 indikerer at man for ethvert «rimelig» signifikansnivå (eks. forkastningsgrense lik +/-2) ikke har statistisk grunnlag til å forkaste nullhypotesen og følgelig hevde at verdiestimatet avviker fra markedets prising. T-testen underbygger dermed den betydelige usikkerheten relatert til kjøpsanbefalingen. I visse «finansanalytikerkreter» antas det å være en «tradisjon» for å underestimere denne typen statistisk usikkerhet i form av standardavvik.

Basert på mine fundamentale analyser er likevel min oppfatning at markedsprisen på Lerøy-aksjen per 2. januar 2014 ikke fullt ut reflekterer selskapets forventede fremtidige inntjening og at børskursen følgelig er «undervurdert» relativt til mine forventninger. Av denne årsak velger jeg å holde på min *kjøpsanbefaling* på verdsettelsestidspunktet. Lerøy-aksjens sterke kursutvikling i tiden etter januar kan samtidig hevdes å støtte oppunder anbefalingen. Dette innebærer at jeg har en implisitt antakelse om at Lerøy-aksjen i januar var noe «underpriset» og at den kraftige økningen i Lerøys aksjekurs de siste månedene ikke alene kan forklares av offentliggjøring av ny informasjon om Lerøy og norsk oppdrettsnærings framtidssikter.

### Handlingsstrategi per 15. mai 2014

Som drøftet kan det tenkes at informasjon offentliggjort etter verdsettelsestidspunktet per 2. januar 2014 kan ha påvirket mine antakelser om Lerøys framtidssutsikter og dermed også mitt verdiestimat. Av denne årsak finner jeg det hensiktsmessig å foreta en framskriving av verdiestimatet mitt 2. januar frem til dagens dato, 15. mai. Framskrivningen vil her ta utgangspunkt i følgende formel (Knivsfå, 2014k):

$$\text{Verdiestimat}_{0+N} = (1 + \text{ek}k_1)^{\frac{N}{12}} * \text{Verdiestimat}_0 \mp \text{Betalt utbytte per aksje}$$

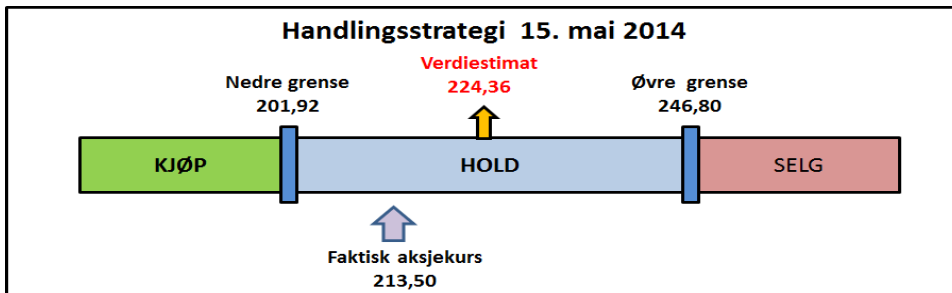
$N$  = antall måneder verdiestimatet flyttes frem i tid

$\text{ek}k_1$  = egenkapitalkrav første år av budsjettperioden

Vedrørende årets utbyttebetaling skriver Lerøy på sine hjemmesider at «(..) aksjene først vil bli notert eksklusiv utbytte fra og med 23. mai 2014 hvis generalforsamlingen vedtar styrets forslag om å utbetale utbytte på NOK 10 per aksje». Av denne årsak settes utbytteleddet her lik 0, hvilket danner grunnlag for følgende verdiestimat på Lerøy-aksjen per 15. mai 2014:

$$\text{Verdiestimat}_{15.mai\ 2014} = (1 + 0,083)^{\frac{4,5}{12}} * 217,75 \mp 0 = \mathbf{224,36}$$

Mitt verdiestimat per 15. mai 2014 utgjør følgelig **224,36 kroner**. Faktisk aksjenotering 15. mai 2014 var til sammenligning 213,50 kroner. Ved bruk av tilsvarende beslutningskriterium som tidligere ligger Lerøys børskurs da godt innenfor intervallet for en «HOLD-anbefaling»:



Figur 78: Handlingsstrategi per 15. mai 2014 (Fritt etter Knivsfå, 2014 l)

Dette innebærer at markedets prising av Lerøy-aksjen per 15. mai 2014 i større grad virker å sammenfalle med mine oppfatninger tilknyttet selskapets underliggende verdier og framtidssutsikter. Utviklingstrekket kan for eksempel tenkes å relatere seg til offentliggjøringen av ny informasjon om store teknologiske fremskritt innen videreforedling av hvitfisk medio januar. Videre er det nærliggende at de gode Q1-tallene har vært av betydning for den positive kursutviklingen gjennom 2014. Faktisk aksjekurs ligger imidlertid fremdeles 4,84 % under mitt verdiestimat. Tatt den betydelige usikkerheten i mitt verdiestimat i betraktning anses ikke en margin av denne størrelsesordenen tilstrekkelig for en kjøpsanbefaling til tross for at figur 76 avdekket at «primærtrenden» til kursutviklingen de første månedene av 2014 er klart positiv.

Dersom børskursen fremover skulle vise seg å falle og kursfallet samtidig ikke knytter seg til offentliggjøring av informasjon som i særlig grad endrer mitt syn på Lerøys framtidssutsikter, kan en fremtidig kjøpsanbefaling likevel være «innen rekkevidde». Poenget underbygges av at Lerøy driver i en typisk syklisk bransje der «markedet» historisk har vist klare tendenser til «å overreagere» i forbindelse med at konjunktorene i bransjen snur («*markedspsykologi*»). Dette kan tilsa at aksjekursen ikke nødvendigvis til enhver tid fullt ut vil reflektere selskapets *langsiktige framtidssutsikter*. Hvis så er tilfellet vil mer dyptgripende verdivurderingsmetoder som *fundamental verdsettelse* kunne hjelpe analytikere til å sortere ut den typen informasjon som er mest relevant for aksjeverdien og utforme handlingsstrategier ut fra denne innsikten.

I kapittel 11 ble det blant annet avdekket at verdsetters forventninger relatert til Lerøys netto driftsmargin og «*onde*» på lang sikt var av langt større betydning for verdiestimatet enn mer kortsiktige variasjoner i lakseprisen. Koller m.fl. (2010, s.757) uttrykker i denne forbindelse at «(..) *børskursen til sykliske virksomheter ofte vil være langt mer volatil enn hva innsikt fra fundamentale verdsettelsesteknikker skulle tilsa*». Dette kan således indikere at børskursen til Lerøy for kortere perioder muligens kan være noe «skjevt vektet» mot samtidens laksepriser og inntjening. Momentet underbygges videre av at mine korrelasjonsanalyser i kapittel 2.5.5 avdekket en klart positiv relasjon mellom Lerøys børskurs og lakseprisen ( $\rho = 0,85$ ). En mulig strategi for å utnytte slike skjevheter kan være å oppdatere egne regneark og verdiestimer ettersom ny informasjon blir kjent. I denne sammenheng må det særlig vurderes hvordan den nye informasjonen påvirker Lerøys *langsiktige framtidssutsikter* og *strategiske fordel*. Hvis avviket «verdiestimat – børskurs» i fremtiden skulle vise seg å overgå det fastsatte kravet til merverdi, kan dette så legge grunnlag for et nytt og oppdatert forslag til handlingsstrategi.

### ***Endelig konklusjon:***

*Min endelige konklusjon er følgelig at Lerøy-aksjen synes å være underpriset per 2. januar 2014, hvilket legger grunnlag for en **kjøpsanbefaling** på dette tidspunktet. Den sterke kursutviklingen til Lerøy gjennom våren har imidlertid gjort at min handlingsstrategi per 15. mai 2014 innebærer en **hold-anbefaling**. Mine analyser tilsier dermed at børskursen i mai bedre reflekterer mine forventninger til Lerøys framtidige inntjening enn hva tilfellet var 2. januar.*

## Kapittel 13 – Referanser

Avslutningsvis gis en presentasjon av kildene jeg har benyttet meg av gjennom utredningen. For oversiktens skyld inndeles kildene i gruppene *faglitteratur, forelesningsfoiler, offentlige kilder, årsrapporter og annen selskapsinformasjon, media og «andre kilder»*. Deretter følger en oversikt over benyttede *tabeller og figurer* med tilhørende referanser og sidehenvisninger.

### 13.1 Faglitteratur

- Berk, J., & DeMarzo, P. (2014). I Jonathan Berk, & Peter DeMarzo, *Corporate Finance* - Stanford University: Pearson (3. utgave)
- Brealey m.fl. (2009). *Debt and the cost of equity & The Weighted-Average Cost of Capital* - I Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, & Alan J. Marcus: *Fundamentals of Corporate Finance* - New York: McGraw-Hill Irwin (6. utgave)
- Damodaran, A. (2006). I Aswath Damodaran., *Damodaran on Valuation*. New Jersey: John Wiley & Sons (2. utgave)
- Damodaran, A. (2012). I Aswath Damodaran, *Investment Valuation* (ss. 895-919 & 590). New Jersey: John Wiley & Sons (3. utgave)
- Fama, E. F. (1997). I Eugene F. Fama: *Market efficiency, long-term returns and behavioral finance*. Journal of Financial Economics 49 (ss. 283-306). Chicago, USA: University of Chicago. Tilgjengelig: <http://ww.e-m-h.org/Fama98.pdf> (Nedlastet: 20/4-2014)
- Grant, R. M. (2010). Robert M. Grant, *Contemporary Strategy Analysis*. Chichester, West Sussex: United Kingdom: John Wiley & Sons (7. utgave)
- Kaldestad, B., & Møller, Y. (2011). I Yngve Kaldestad, & Bjarne Møller, *Verdivurdering: Teoretiske modeller og praktiske teknikker for selskaper*. Oslo: Revisorforeningen
- Koller m.fl. (2010). Valuation. I Tim Koller, Marc Goedhard, & David Wessels, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. New Jersey: John Wiley & Sons, McKinsey & Company (5. utgave)
- Palepu m.fl. (2004). I Krishna G. Palepu, Paul M. Healy, & Victor L. Bernard, *Business Analysis & Valuation – Using Financial Statements*. University of Michigan & Harvard University, Ohio – USA. Thomson (3. Utgave)
- Penman, S. H. (2013). I Stephen H. Penman (Columbia Uni.), *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. New York: McGraw Hill, International edition (5. utgave)
- Sættem, O (2006). I Oddbjørn Sættem, *Bedriftens finansregnskap – En caseorientert tilnærming* Molde: Los Forlag (2. utgave)
- Ubøe, J. (2008). Noen spesielle hypotesetester. I Jan Ubøe, *Statistikk for økonomifaget* Oslo. Gyldendal forlag (3. utgave)



## 13.2 Forelesningsfoiler

### ***BUS425 – Verdsettelse v/Finn Kinserdal (Våren 2013)***

Kinserdal, F. (2013). Finn Kinserdal (EY og NHH): *BUS425 – Verdsettelse v/NHH (Bergen)*

[2013a]: *Forelesning 12: Handlestrategi* – Foilnummer: 2,6 & 14

[2013b]: *Forelesning 3a: EK-, TK- og residualinntektsmodeller* – Foilnummer: 34

[2013c]: *Forelesning 9: Kapitalkostnad* – Foilnummer 3

[2013d]: *Forelesning 15* – Foilnummer 38

### ***BUS 424 – Strategisk Regnskapsanalyse v/Kjell Henry Knivsflå (Høsten 2012)***

Knivsflå, K. H. (2012). Kjell Henry Knivsflå (NHH): *BUS424 – Strategisk regnskapsanalyse v/NHH (Bergen)*. Kursets hjemmeside: <http://course.nhh.no/master/BUS424/>

[2012a]: *Forelesning 3* – Foilnummer: 4, 6, 22-24, 42-48 & 57-78

[2012b]: *Forelesning 18* – Foilnummer: 4, 5-8, 14, 32, 40-47, 49 & 91

[2012c]: *Forelesning 1* – Foilnummer: 24 & 76

[2012d]: *Forelesning 2* – Foilnummer: 15-17, 26, 29, 33, 35 & 39

[2012e]: *Forelesning 6* – Foilnummer: 9 & 22-25

[2012f]: *Forelesning 4* – Foilnummer: 4-7, 22-24 & 47

[2012g]: *Forelesning 7* – Foilnummer: 32 & 51

[2012h]: *Forelesning 13* – Foilnummer: 20, 54-55, 58, 61 & 67-75

[2012i]: *Forelesning 15* – Foilnummer: 28, 29, 32 & 48-50

[2012j]: *Forelesning 14* – Foilnummer: 36, 43 & 46

[2012k]: *Forelesning 16* – Foilnummer: 7, 44, 71 & 76

[2012l]: *Forelesning 18* – Foilnummer: 4, 5-8, 13, 32, 40-77 & 91

[2012m]: *Forelesning 17* – Foilnummer: 34, 39-41, 47, 53, 60, 70 & 73

**BUS440 – Regnskapsanalyse og verdivurdering v/Kjell Henry Knivsflå (Våren 2014)**

Knivsflå, K. H. (2014). Kjell Henry Knivsflå (NHH): *BUS440 – Regnskapsanalyse og verdivurdering v/NHH*. Kursets hjemmeside: <http://course.nhh.no/master/BUS424/>

[2014a]: *Forelesning 1* – Foilnummer: 16 & 63

[2014b]: *Forelesning 16* – Foilnummer: 14,28 & 50

[2014c]: *Forelesning 17* – Foilnummer: 6, 7,16 & 46-51

[2014d]: *Forelesning 21* – Foilnummer: 7, 62 & 65

[2014e]: *Forelesning 22* – Foilnummer: 6

[2014f]: *Forelesning 8* – Foilnummer: 72

[2014g]: *Forelesning 9* – Foilnummer: 36

[2014h]: *Forelesning 14* – Foilnummer: 7, 17, 27, 29,34, 39, 40, 45, 49, 55 & 60

[2014i]: *Forelesning 13* – Foilnummer: 4, 10, 12-14, 15 & 34

[2014j]: *Forelesning 15* – Foilnummer: 16 & 20

[2014k]: *Forelesning 18* – Foilnummer: 5, 13-15, 18-22 & 38

[2014l]: *Forelesning 20* – Foilnummer: 42

**Diverse andre kurs ved NHH:**

Fish Pool. (2013). Gjesteforelesning *ENE 421 – The Energy, Resource and Environmental Industrial Sector*, Fish Pool ASA v/Piotr Wingaard, (Foilnummer: 9). Bergen: NHH.

Hawkins. (2012). Utdrag fra *BUS424 – Strategisk regnskapsanalyse v/Kjell Henry Knivsflå* Forelesning 2 (Foilnummer 4). Bergen: NHH.

Klovland, J. T. (2013a). Jan Tore Klovland: *FIE420 – Pengemarkeder og bankvesen -* Forelesning 5 (Foilnummer 5 & 6). Bergen: NHH.

Klovland, J. T. (2013b). Jan Tore Klovland: *FIE420 – Pengemarkeder og bankvesen -* Forelesning 1. (Foilnummer 9). Bergen: NHH.

Stensaker, I. (2012a). Inger Stensaker: *SOL040 - Strategi og ledelse*. Unummert forelesning: *Bedriftens interne forhold: ressursbasert teori*. (Foilnummer: 10-15). Bergen: NHH.

Stensaker, I. (2012b). Inger Stensaker: *SOL040 - Strategi og ledelse*. Unummert forelesning: *Bedriftens interne forhold: ressursbasert teori*. (Foilnummer: 5). Bergen: NHH.

Sættem, F., & Gjerde, Ø. (2014a). *BED030 – Investering og finans, Forelesningsplansjer og oppgaver (kompendium)* – Forelesning 7. (Foilnummer: 5). Bergen: NHH.

Sættem, F., & Gjerde, Ø. (2014b). *BED030 – Investering og finans, Forelesningsplansjer og oppgaver (kompendium)* – Forelesing 8. (Foilnummer: 3). Bergen: NHH.

Sættem, F., & Gjerde, Ø. (2014c). *BED030 – Investering og finans, Forelesningsplansjer og oppgaver (kompendium)* – Forelesing 11. (Foilnummer: 3, 4, 8 & 11). Bergen: NHH.

### 13.3 Offentlige kilder

*Relevante nedlastningsdatoer er her oppført i «parentes» etter den enkelte lenke:*

Bank, Norges. (2014). *Rentestatistikk - NIBOR*. Norges Bank.

<http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/> (15/3-2014)

Fiskeridirektoratet. (2013b). *Matfiskproduksjon, laks og regnbueørret*. Fiskeridirektoratet - [www.fiskeridir.no/statistikk/akvakultur/loennsomhet/matfiskproduksjon-laks-og-regnbueoerret](http://www.fiskeridir.no/statistikk/akvakultur/loennsomhet/matfiskproduksjon-laks-og-regnbueoerret) (20/2-2014)

Fiskeridirektoratet. (2013a). *Oppdaterte rømmingstall*. Fiskeridirektoratet - <http://www.fiskeridir.no/statistikk/akvakultur/oppdaterte-roemmingstall> (5/2-2014)

Fiskeridirektoratet. (2013c). *Statistikk for akvakultur*. <http://www.fiskeridir.no/content/download/11016/90293/version/18/file/sta-totalt-4-sysselsetting.xlsx>: Fiskeridirektoratet (26/2-2014)

Havforskningsinstituttet. (2011). *Merdmiljø*. Havforskningsinstituttet - [http://www.imr.no/filarkiv/2011/04/merdmiljo\\_akvakultur\\_.pdf/nb-no](http://www.imr.no/filarkiv/2011/04/merdmiljo_akvakultur_.pdf/nb-no) (13/2-2014)

IMF. (2014). *Report for Selected Country Groups* - International Monetary Fund (IMF) [http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/01/weodata/weorept.aspx?pr.x=66&pr.y=12&sy=1980&ey=2014&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&c=001&s=NGDP\\_RPCH&grp=1&a=1#download](http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/01/weodata/weorept.aspx?pr.x=66&pr.y=12&sy=1980&ey=2014&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&c=001&s=NGDP_RPCH&grp=1&a=1#download) (10/4-2014)

Landbruks- og matdepartementet. (2011). *Mat, makt og avmakt*. Landbruks- og matdepartementet - <http://www.regjeringen.no/nb/dep/lmd/dok/nou-er/2011/nou-2011-4/4/8/3.html?id=640194> (2/2-2014)

Miljødirektoratet. (2008). *Økte utslipp av næringsalter fra fiskeoppdrett*. Miljødirektoratet - [http://www.miljodirektoratet.no/no/Nyheter/Nyheter/Old-klif/2008/Mars\\_2008/Okte\\_utslipp\\_av\\_naringsalter\\_fra\\_fiskeoppdrett/](http://www.miljodirektoratet.no/no/Nyheter/Nyheter/Old-klif/2008/Mars_2008/Okte_utslipp_av_naringsalter_fra_fiskeoppdrett/) (12/2-2014)

Miljødirektoratet. (2010). *Lakselus*. Miljødirektoratet - <http://www.miljodirektoratet.no/no/Tema/Arter-og-naturtyper/Villaksportalen/Hva-pavirker-laksefiskene/Lakselus/> (19/2-2014)

NILF. (2007). *Rammebetingelser og konkurransevne for akvakultur*. Norsk institutt for landbruksøkonomisk forskning (22/2-2014) <http://www.regjeringen.no/upload/FKD/Vedlegg/Diverse/2007/R200703Hele.pdf>

- Norges Bank. (2013). *NIBOR - Månedsgjennomsnitt (1986-2013)*. <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/nibor-nominell-rente-manedsgjennomsnitt-av-daglige-data/> (3/3-2014)
- Norges Bank. (2014). *Rentestatistikk - NIBOR*. Norges Bank - <http://www.norges-bank.no/en/price-stability/interest-rates/nibor-nominal-interest-rate-daily-observations/> (14/3-2014)
- Nærings- og fiskeridepartementet . (2005). *Marin Næringsutvikling* . Regjeringen, <https://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/statistikker/fiskeoppdrett/aar/2013-11-20?fane=tabell&sort=nummer&tabell=148851> (22/1-2014)
- Nærings- og fiskeridepartementet . (2012). *Grønn vekst i lakseoppdrett*. Regjeringen - [http://www.regjeringen.no/nb/dokumentarkiv/stoltenberg-ii/fkd/Nyheter\\_og\\_pressemeldinger/Pressemeldinger/2012/gronn-vekst-i-lakseoppdrett.html?id=707527](http://www.regjeringen.no/nb/dokumentarkiv/stoltenberg-ii/fkd/Nyheter_og_pressemeldinger/Pressemeldinger/2012/gronn-vekst-i-lakseoppdrett.html?id=707527) (2/2-2014)
- Nærings- og fiskeridepartementet. (2007). *Fiske, fangst og fiskeoppdrett*. Regjeringen - <http://www.regjeringen.no/nb/dep/nfd/tema/norsk-naringsliv/fiske-fangst-og-fiskeoppdrett-.html?id=481757> (30/1-2014)
- Nærings- og fiskeridepartementet . (2013a). *Verdens fremste sjønasjon*. Nærings- og fiskeridepartementet (Stortingsmelding 22) <http://www.regjeringen.no/nb/dep/nfd/dok/regpubl/stmeld/2012-2013/meld-st-22-20122013/11.html?id=718722> (25/1-2014)
- Nærings- og fiskeridepartementet. (2013b). *Oppdrettslaksen - Fôrressurser*. Regjeringen - <http://www.regjeringen.no/nb/dep/nfd/kampanjer/farmed-salmon/oppdrettslaksen/forressursar2.html?id=730709> (20/2-2014)
- Nærings- og fiskeridepartementet. (2013c). *Sjømatindustrien - Oppdrett*. Regjeringen - <http://www.regjeringen.no/nb/dep/nfd/ryddemappe/rydde/sjomatindustrien--oppdrett.html?id=742606> (29/1-2014)
- Nærings- og fiskeridepartementet. (2014). *Rekordår for norsk sjømateksport - Pressemelding 6/1-2014*. Regjeringen - Nærings- og fiskeridepartementet [www.regjeringen.no/nb/dep/nfd/pressemeldinger/2014/rekordar-for-norsk-sjomateksport.html?id=748798](http://www.regjeringen.no/nb/dep/nfd/pressemeldinger/2014/rekordar-for-norsk-sjomateksport.html?id=748798) (23/1-2014)
- Regjeringen. (2013). *Behandlingen av grønne konsesjoner*. Nærings- og fiskeridepartementet. <http://www.regjeringen.no/nb/dep/nfd/aktuelt/nyheter/nyheter-2013/behandlingen-av-gronne-konsesjoner-.html?id=744907> (23/2-2014)
- SSB. (2012). *Mindre eksport til Kina, men mer laks*. Statistisk sentralbyrå - <http://www.ssb.no/utenriksokonomi/artikler-og-publikasjoner/mindre-eksport-til-kina-men-mer-laks> (10/2-2014)

- SSB. (2013a). *Akvakultur 2012, endelige tall*. Statistisk sentralbyrå:  
<https://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/statistikker/fiskeoppdrett/aar/2013-11-20> (2/2-2014)
- SSB. (2013b). *Produksjon etter hovednæring i basisverdi*. Statistisk sentralbyrå:  
<http://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/statistikker/nr/aar/2013-05-16?fane=tabell&sort=nummer&tabell=112857> (26/2-2014)
- SSB. (2013c). *Rekordstor fiskeoppdrett i 2012*. Statistisk sentralbyrå -  
<https://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/statistikker/fiskeoppdrett/aar/2013-11-20> (22/1-2014)
- SSB. (2013d). Økonomiske analyser 5/13. *Konjunkturtendensene og artikler*:  
<http://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/oa/5-2013> (4/2-2014)
- Statsbudsjettet (2014). Fiskeri- og kystdepartementet. *Proposisjon 1S: For budsjettåret 2014*  
[www.statsbudsjettet.no/Statsbudsjettet-2014/Dokumenter1/Fagdepartementenes-proposisjoner/Fiskeri--og-kystdepartementet-FKD/Prop-1-S/Del-1-Innledning-til-programomrade-16--Fiskeri--havbruks--og-kystforvaltning/4-Status/](http://www.statsbudsjettet.no/Statsbudsjettet-2014/Dokumenter1/Fagdepartementenes-proposisjoner/Fiskeri--og-kystdepartementet-FKD/Prop-1-S/Del-1-Innledning-til-programomrade-16--Fiskeri--havbruks--og-kystforvaltning/4-Status/) (28/1-2014)
- Utenriksdepartementet. (2012). *Utenfor og innenfor*. Regjeringen - Utenriksdepartementet -  
<http://www.regjeringen.no/nb/dep/ud/dok/nou-er/2012/nou-2012-2/22/4.html?id=669755> (2/2-2014)

### 13.4 Årsrapporter og annen selskapsinformasjon

Årsrapporter (2007-2012) og Q4-rapport (2013) hentet fra oppdrettsselskanes hjemmesider:

Lerøy: <https://www.leroyseafood.com/Investor/Rapporter/Finansielle-rapporter/>

Grieg Seafood: <http://www.griegseafood.com/financial.aspx?pageId=5>

Marine Harvest: <http://www.marineharvest.no/investor/>

Salmar: <http://salmar.no/Investor/Rapporter/%C3%85rsrapporter>

#### Øvrig selskapsinformasjon:

Cermaq. (2013). Cermaq - Historikk. *Cermaq* (13/2-2014)  
<http://www.cermaq.com/portal/wps/wcm/connect/cermaqno/home/about+us/History>.

Grieg. (2014). Grieg Seafood – *Om Grieg Seafood* (10/2-2014)  
<http://www.griegseafood.no/default.aspx?pageId=1>

Lerøy. (2013). Lerøy Seafood Group – *Årsrapport for 2012* (20/1-2014)  
<http://hugin.info/131537/R/1691814/578089.pdf>

Lerøy. (2013a). Lerøy Seafood Group - *Historie*. (23/2-2014)  
<http://www.leroyseafood.com/Forbruker/Om-Leroy/Historie/>

- Lerøy. (2013b). Lerøy Seafood Group - *Worldwide distribution*. (24/2-2014)  
<http://www.leroyseafood.com/en/Business/About-us/worldwide-distribution/>
- Lerøy. (2013c) Lerøy Seafood Group – *Om Lerøy – Nyheter august 2013* (20/2-2014)  
<https://www.leroyseafood.com/Investor/Om-Leroy/Nyheter/2013/August/Apning-av-verdens-storste-smoltanlegg/>
- Lerøy. (2014). Lerøy Seafood Group – *Årsrapport for 2014* (20/5-2014)  
<http://hugin.info/131537/R/1779068/607924.pdf>
- Lerøy. (2014a). Lerøy Seafood Group - *Largest shareholders* (25/2-2014)  
<https://www.leroyseafood.com/en/Investor/Investor/Largest-shareholders/>
- Lerøy. (2014b). Lerøy Seafood Group – *Historikk* (24/2-2014)  
<http://www.leroyseafood.com/Investor/Om-Leroy/Historikk/>
- Lerøy. (2014c). Lerøy Seafood Group - *Quarterly Report - Preliminary financial figures 2013*, Bergen: <http://hugin.info/131537/R/1763769/598150.pdf> (3/3-2014)
- Lerøy. (2014d). Lerøy Seafood Group - *Forretningsidé og strategi* (3/3-2014)  
<https://www.leroyseafood.com/Investor/Om-Leroy/Forretningside-og-strategi/>
- Lerøy. (2014e). Lerøy Seafood Group – *Visjoner og miljøpolitikk* (27/2-2014)  
<http://miljorapport.leroy.no/leroy-seafood-group/visjon-miljopolitikk-miljovisjon/>
- Malm, S. (2013). Lerøy Seafood Group. Gjesteforelesning i faget ENE421 høsten 2013: *Lerøy Seafood group and the aquaculture sector*, Lerøy Seafood Group. Bergen  
 Utdrag - Q2-rapport 2013:  
<http://hugin.info/131537/R/1724274/576710.pdf> (18/2-14)
- Marine Harvest (2013) – *Årsrapport for 2012*  
<http://hugin.info/209/R/1696635/558859.pdf> (5/2-2014)
- Salmar. (2013). Salmars Historie – Hjemmeside (5/2-2014)  
<http://www.salmar.no/Om-SalMar/Historie>

### 13.5 Media

- Dagens Næringsliv. (2014). *Børs og marked 13. mars 2014*. Dagens Næringsliv (papir), s. 53
- DN.no (2013, August 21). *Fredriksen kan fortsatt være sulten på Cermaq*.  
*Dagens Næringsliv* 21. august 2013 (20/2-2014)  
<http://www.dn.no/nyheter/2013/08/21/fredriksen-kan-fortsatt-vaere-sulten-pa-cermaq>
- E24.no. (2013) *Pareto venter oppgang i lakseprisene*. 20. juni 2013 (Foto: Marine Harvest)  
<http://e24.no/boers-og-finans/marine-harvest/pareto-venter-oppgang-i-lakseprisene/20384339> (Forsidebilde – 3/3-2014)

### 13.6 Andre kilder

- Asche, F. (2011). Frank Asche: Hva påvirker lakseprisen? *Havbrukskonferansen 2011* (s. 8). Stavanger: UiS - <http://www.slideshare.net/NSEC/frank-asche-professor-vehva-pvirker-lakseprisen> (14/2-2014)

- Asche, F., & Tveterås, R. (2011). Frank Asche & R Ragnar Tveterås: *En kunnskapsbasert sjømatnæring*. Oslo: Handelshøyskolen BI - Institutt for strategi og logistikk.  
[http://web.bi.no/forskning/papers.nsf/b63c43a0385ff61dc1256e620043c6b0/7eeb9a1b68820278c125790300427fea/\\$FILE/2011-08-Asche&Tveteras.pdf](http://web.bi.no/forskning/papers.nsf/b63c43a0385ff61dc1256e620043c6b0/7eeb9a1b68820278c125790300427fea/$FILE/2011-08-Asche&Tveteras.pdf) (25/2-2014)
- FAO. (2010). *The state of world fisheries and aquaculture 2010*. Food and Agriculture Organization: <http://www.fao.org/docrep/013/i1820e/i1820e.pdf> (20/2-2014)
- Gregersen, F. (2010, November 24. ). Vil lage mer sofistikert laks. *Forskning.no* - <http://www.forskning.no/artikler/2010/november/271054> (22/2-2014)
- Halstensen, I. (2013). Inge Halstensen AS. *Fiskebåt* (s. 5). Bergen: Halstensen AS. *Gjesteforelesing ENE421 - The Energy, Resource and Environmental Industrial Sector*, v/NHH Høsten 2013
- Laksefakta.no. (2013). *Norge - Verdensledende på laks*. Laksefakta (1/2-2014)  
<http://laksefakta.no/N%C3%B8kkelinfo/Norge-verdensledende-p%C3%A5-laks>.
- Miller M. & Modigliani F. (1958). Franco Modigliani & Merton H. Miller: *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investments (Volum 18 - 3. utgave)*  
<http://www.aeaweb.org/aer/top20/48.3.261-297.pdf> (4/3-2014)
- Norsk Havbrukssenter.(2008). *Laksens liv*  
<http://havbrukssenter.no/index.php/81-forskning/79-laksens-liv> (4/2-2014)
- Norut, S. o. (2009). *Industriutvikling i Nord-Norge frem mot 2030*. Sintef og Norut .  
<http://www.sintef.no/upload/Konsern/Media/2009-08-21%20Industriutvikling%20i%20Nord-Norge%20frem%20mot%202030.pdf> (2/1-2014)
- NTVA & DKNVS. (2012). *Verdiskaping basert på produktive hav i 2050*. Det Kongelige Norske Vitenskabers Selskab (DKNVS) og Norges Tekniske Vitenskapsakademi (NTVA): <http://biotechnorth.no/sites/biotechnorth.no/files/publications/verdiskaping-rapport-010812.pdf> (4/2-2014)
- PWC. (2013). *The Norwegian market risk premium 2012 and 2013*. PWC - <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/deals/risikopremie-eng.pdf>. (27/2-2014)
- Sintef. (2010). Stiftelsen for industriell og teknisk forskning: "*Verdiskaping basert på produktive hav i 2050*" (udatert). Sintef-rapport oppnevnt av Det Kongelige Norske Vitenskabers Selskab (DKNVS) & Norges tekniske Vitenskapsakademia (NTVA).  
<http://biotechnorth.no/sites/biotechnorth.no/files/publications/verdiskaping-rapport-010812.pdf> (8/2-2014)
- Sintef. (2011). *Hvilke verdier skapes i fiskeri- og havbruksnæringen?* Stiftelsen for industriell og teknisk forskning (SINTEF)  
<http://www.sintef.no/Fiskeri-og-Havbruk-AS/Nyheter/Hvilke-verdier-skapes-i-fiskeri--og-havbruksnaringen/> (8/2-2014)

## 13.7 Tabelloversikt

Tabell 1: Utvalgets andel av samlet produksjon av laks og matfiskkonsesjoner (2012) .....	26
<i>SSB. (2013a). Akvakultur 2012, endelige tall. Statistisk sentralbyrå:</i>	
<a href="https://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/statistikker/fiskeoppdrett/aar/2013-11-20">https://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/statistikker/fiskeoppdrett/aar/2013-11-20</a> (2/2-2014)	
Tabell 2: Finansiell utvikling Marine Harvest - Årsrapport (2012) og Q4-rapport (2013)....	28
Tabell 3: Finansiell utvikling Cermaq – Årsrapport (2012) og Q4-rapport (2013) .....	29
Tabell 4: Finansiell utvikling Salmar – Årsrapport (2012) og Q4-rapport (2013).....	29
Tabell 5: Finansiell utvikling Grieg Seafood – Årsrapport (2012) og Q4-rapport (2013).....	30
Tabell 6: Finansiell utvikling Lerøy – Årsrapport (2012) og Q4-rapport (2013) .....	35
Tabell 7: Anslag på strategisk fordel (Lerøy Seafood) .....	64
Tabell 8: Resultatregnskap Lerøy Seafood 2007-2013 .....	70
Tabell 9: Balanseoppstilling Lerøy Seafood (2007-2013) - Eiendeler .....	71
Tabell 10: Balanseoppstilling Lerøy Seafood (2007-2013) - Egenkapital og gjeld.....	71
Tabell 11: Endring i egenkapital Lerøy Seafood (2007-2013) .....	72
Tabell 12: Fullstendig nettoresultat - FNR (Lerøy Seafood) .....	73
Tabell 13: Fullstendig driftsresultat før skatt (Lerøy Seafood).....	74
Tabell 14: Fullstendig finansresultat før skatt (Lerøy Seafood) .....	74
Tabell 15: Unormalt driftsresultat (Lerøy Seafood).....	75
Tabell 16: Unormalt finansresultat (Lerøy Seafood) .....	75
Tabell 17: Driftsskattesats: normalisert og unormal driftsskattesats (Lerøy Seafood) .....	76
Tabell 18: Fordeling av skattekostnaden (Lerøy Seafood) .....	77
Tabell 19: Sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital (Lerøy Seafood).....	79
Tabell 20: Omgruppert resultatregnskap (Lerøy Seafood) .....	80
Tabell 21: Omgruppert balanse - Netto driftseiendeler og kapital (Lerøy Seafood) .....	80
Tabell 22: Endring i egenkapital (Lerøy Seafood).....	80
Tabell 23: Effekt av justeringer av målefeil i resultatregnskapet.....	83
Tabell 24: Effekt av justeringer av målefeil i balansen.....	83
Tabell 25: Omgruppert og justert resultatregnskap (Lerøy Seafood) .....	84
Tabell 26: Omgruppert og justert balanse - Sysselsatte kapital (Lerøy Seafood).....	84
Tabell 27: Omgruppert og justert balanse – Netto driftskapital (Lerøy Seafood) .....	84
Tabell 28: Kontantstrømanalyse (Lerøy Seafood) .....	91
Tabell 29: Estimerte markedspremier etter skatt (MRP) - Knivsflå (2014).....	99
Tabell 30: Estimert egenkapitalbeta - Komparative virksomheter (v/regresjonsanalyse) ...	101
Tabell 31: Beregning av årlig justert egenkapitalbeta (Lerøy Seafood) .....	103



Tabell 32: Årlig egenkapitalkrav (Lerøy Seafood) .....	103
Tabell 33: Årlig minoritetskrav (Lerøy Seafood).....	104
Tabell 34: Beregning av implisitt finansiell gjeldsbeta (Lerøy Seafood) .....	105
Tabell 35: Beregning av finansielt gjeldskrav etter skatt (Lerøy Seafood).....	105
Tabell 36: Beregning av fordringsbeta (Lerøy Seafood).....	106
Tabell 37: Beregning av finansiell eiendelsbeta (Lerøy Seafood) .....	106
Tabell 38: Beregning av finansielt eiendelskrav (Lerøy Seafood).....	106
Tabell 39: Beregning av netto finansielt gjeldskrav (Lerøy Seafood) .....	107
Tabell 40: Beregning av netto finansiell gjeldsbeta (Lerøy Seafood).....	107
Tabell 41: Beregning av netto driftsbeta for analyseperioden (Lerøy Seafood) .....	108
Tabell 42: Beregning av årlig netto driftskrav for analyseperioden (Lerøy Seafood) .....	108
Tabell 43: Sammenligning av avkastningskrav (Lerøy og Bransjen) .....	109
Tabell 44: Årlig og tidsvektet superrentabilitet for analyseperioden (Lerøy Seafood).....	111
Tabell 45: "Superrentabilitet" i bransjen (Ekstern bransjefordel) .....	112
Tabell 46: Egenkapitalrentabilitet mot bransjegjennomsnittet (Lerøy Seafood) .....	113
Tabell 47: Egenkapitalkrav mot bransjegjennomsnittet (Lerøy Seafood).....	113
Tabell 48: Oppsummering - Dekomponering av Lerøys superrentabilitet.....	114
Tabell 49: Ren driftsfordel (Lerøy Seafood).....	116
Tabell 50: Bransjefordel drift .....	117
Tabell 51: Rentabilitetsfordel drift (Lerøy Seafood).....	117
Tabell 52: Kravfordel drift (Lerøy Seafood) .....	118
Tabell 53: Vektet marginfordel (Lerøy Seafood).....	119
Tabell 54: Common size resultatregnskap – Dekomponering av Lerøys marginulempe ....	120
Tabell 55: Oppsummering marginfordel (Lerøy Seafood).....	123
Tabell 56: Vektet omløpsfordel (Lerøy Seafood) .....	123
Tabell 57: Driftsinntekter per kilo slaktet salmonide arter (Lerøy og Bransjen) .....	124
Tabell 58: Netto driftskapital per kilo (Lerøy og Bransjen).....	126
Tabell 59: Dekomponering av «ren driftsfordel» (Lerøy Seafood) .....	127
Tabell 60: Gearingfordel drift (Lerøy Seafood) .....	128
Tabell 61: Dekomponering av samlet driftsfordel (Lerøy Seafood) .....	129
Tabell 62: Finansieringsulempe finansiell gjeld (Lerøy Seafood) .....	131
Tabell 63: Finansieringsfordel finansielle eiendeler (Lerøy Seafood).....	132
Tabell 64: Finansieringsfordel finansielle eiendeler i budsjettperioden (Lerøy Seafood) ...	132
Tabell 65: Finansieringsfordel netto finansiell gjeld (Lerøy Seafood) .....	133

Tabell 66: Finansieringsfordel minoritetsinteresser (Lerøy Seafood).....	134
Tabell 67: Dekomponering av samlet finansieringsfordel (Lerøy Seafood).....	135
Tabell 68: Oppsummering - Strategisk fordel og superrentabilitet (Lerøy Seafood) .....	135
Tabell 69: Normalisert egenkapitalvekst for analyseperioden (Lerøy Seafood).....	141
Tabell 70: Driftsinntekter fordelt på volum pris per kg salmonide arter (Lerøy Seafood) ..	149
Tabell 71: Omløpet til netto driftseiendelene i budsjettperioden (Lerøy Seafood).....	150
Tabell 72: Netto driftseiendeler gjennom budsjettperioden (Lerøy Seafood).....	152
Tabell 73: Årlig netto driftsresultat gjennom budsjettperioden (Lerøy Seafood).....	155
Tabell 74: Utvikling i netto finansiell gjeld: 2014-2020 (Lerøy Seafood) .....	157
Tabell 75: Utvikling i netto finansiell gjeld: 2021-2027 (Lerøy Seafood) .....	157
Tabell 76: Minoritetsinteresser gjennom budsjettperioden (Lerøy Seafood).....	158
Tabell 77: Netto finanskostnad etter skatt: 2014-2020 (Metode 1) .....	159
Tabell 78: Netto finanskostnad etter skatt: 2021-2027 (Lerøy Seafood).....	159
Tabell 79: Netto finanskostnad etter skatt: 2014-2020 (Metode 2) .....	159
Tabell 80: Netto minoritetsresultat: 2014-2020 (Lerøy Seafood).....	160
Tabell 81: Fremtidig resultatregnskap: 2014-2027 (Lerøy Seafood).....	161
Tabell 82: Framtidsbalanse – Sysselsatt kapital (Lerøy Seafood) .....	161
Tabell 83: Framtidsbalanse - Netto driftskapital (Lerøy Seafood) .....	162
Tabell 84: Fremtidig fri kontantstrøm: 2014-2020 (Lerøy Seafood).....	163
Tabell 85: Fremtidig fri kontantstrøm: 2021-2027 (Lerøy Seafood).....	163
Tabell 86: Utvikling i risikofri rente etter skatt i budsjettperioden (2014-2026).....	165
Tabell 87: Markedspremie etter skatt (MRP) i budsjettperioden.....	165
Tabell 88: Fremtidig årlig egenkapitalbeta (Lerøy Seafood).....	166
Tabell 89: Fremtidig egenkapitalkrav (Lerøy Seafood).....	167
Tabell 90: Fremtidig minoritetskrav (Lerøy Seafood) .....	167
Tabell 91: Syntetisk framtidrating i budsjettperioden .....	168
Tabell 92: Fremtidig implisitt finansiell gjeldsbeta (Lerøy Seafood) .....	169
Tabell 93: Finansielt gjeldskrav etter skatt i budsjettperioden (Lerøy Seafood) .....	169
Tabell 94: Fremtidig finansiell eiendelsbeta (Lerøy Seafood).....	170
Tabell 95: Fremtidig finansielt eiendelskrav etter skatt (Lerøy Seafood).....	170
Tabell 96: Netto finansielt gjeldskrav i budsjettperioden (Lerøy Seafood).....	170
Tabell 97: Netto finansiell gjeldsbeta i budsjettperioden (Lerøy Seafood) .....	170
Tabell 98: Fremtidig sysselsatt kapitalkrav (Lerøy Seafood) .....	171
Tabell 99: Fremtidig netto driftskrav (Lerøy Seafood).....	171

Tabell 100: Strategisk driftsfordel gjennom budsjettperioden (Lerøy Seafood).....	172
Tabell 101: Årlig superrentabilitet gjennom budsjettperioden (Lerøy Seafood) .....	173
Tabell 102: Relevante verdistrømmer og avkastningskrav v/SSK- og NDK-metoden.....	176
Tabell 103: Første estimat på Lerøys egenkapitalverdi (budsjetterte vekter) .....	182
Tabell 104: Første verdiestimat på Lerøy-aksjen (budsjetterte vekter).....	182
Tabell 105: Stegvis konvergering mot ett felles verdiestimat (Lerøy Seafood).....	183
Tabell 106: Historiske standardavvik (div, ndm og onde) .....	186
Tabell 107: Forventningsverdier, standardavvik og sannsynlighetsfordeling (div).....	187
Tabell 108: Forventningsverdier, standardavvik og sannsynlighetsfordeling (ndm).....	188
Tabell 109: Forventningsverdier, standardavvik og sannsynlighetsfordeling (onde) .....	188
Tabell 110: Utdata fra simuleringanalyse (Crystal Ball).....	189
Tabell 111: Bidrag til forklaring av variasjon i verdiestimatet (Lerøy Seafood).....	190

### 13.8 Figuroversikt

Figur 1: Eksportinntekter norsk sjømat - oppdrett og villfangst (Statsbudsjettet, 2014) .....	15
<a href="http://www.statsbudsjettet.no/Statsbudsjettet-2014/Dokumenter1/Fagdepartementenes-proposisjoner/Fiskeri--og-kystdepartementet-FKD/Prop-1-S/Del-1-Innledning-til-programomrade-16--Fiskeri--havbruks--og-kystforvaltning/4-Status/">http://www.statsbudsjettet.no/Statsbudsjettet-2014/Dokumenter1/Fagdepartementenes-proposisjoner/Fiskeri--og-kystdepartementet-FKD/Prop-1-S/Del-1-Innledning-til-programomrade-16--Fiskeri--havbruks--og-kystforvaltning/4-Status/</a> (28/1-2014)	
Figur 2: Solgt mengde og førstehåndsverdi av laks (SSB, 2013b) .....	15
<a href="http://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/statistikker/fiskeoppdrett">http://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/statistikker/fiskeoppdrett</a> (30/1-2014)	
Figur 3: Antall matfiskkonsesjoner i Norge for laks og ørret 2002-2012 (SSB, 2013a) .....	17
<a href="https://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/statistikker/fiskeoppdrett/aar/2013-11-20?fane=tabell&amp;sort=nummer&amp;tabell=148851">https://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/statistikker/fiskeoppdrett/aar/2013-11-20?fane=tabell&amp;sort=nummer&amp;tabell=148851</a> (14/2-2014)	
Figur 4: Historisk prisutvikling og pris-volum-relasjon laks (Marine Harvest, 2014) .....	23
<i>Foredrag ved NHH: «Investing in a blue revolution»</i> <i>Norsk lakseoppdrett fra ulike perspektiver v/ Henrik Heiberg - Marine Harvest (27/2-2014)</i>	
Figur 5: Eksport av norsk laks og regnbueørret i nye og modne markeder (Malm, 2013) ....	24
<i>Foredrag ved Sjur Malm 11. september 2013, Lerøy Seafood (gjesteforelesning ENE421) v/NHH</i> Utdrag fra: <a href="http://hugin.info/131537/R/1724274/576710.pdf">http://hugin.info/131537/R/1724274/576710.pdf</a> (18/2-2014)	
Figur 6: Global handel av oppdrettslaks og oppdrettsørret 2012 (Malm, 2013).....	25
<i>Foredrag ved Sjur Malm 11. september 2013, Lerøy Seafood (gjesteforelesning ENE421) v/NHH</i> Utdrag fra: <a href="http://hugin.info/131537/R/1724274/576710.pdf">http://hugin.info/131537/R/1724274/576710.pdf</a> (18/2-2014)	
Figur 7: Lerøys omsetningsfordeling marked (Q2-presentasjon 2013 v/Sjur Malm) .....	32
Utdrag fra: <a href="http://hugin.info/131537/R/1724274/576710.pdf">http://hugin.info/131537/R/1724274/576710.pdf</a> (18/2-2014)	

Figur 8: Lerøys omsetningsfordeling produkt (Q2-presentasjon 2013 v/Sjur Malm) .....	32
Utdrag fra: <a href="http://hugin.info/131537/R/1724274/576710.pdf">http://hugin.info/131537/R/1724274/576710.pdf</a> (18/2-2014)	
Figur 9: Kursutvikling Lerøy Seafood Group og OSEBX 2009-2014 (Oslo Børs, 2014).....	33
"Tickersøk" på Lerøy Seafood (LSG):	
<a href="http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockGraph?newt__ticker=LSG&amp;newt__menuCtx=1.1.20">http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockGraph?newt__ticker=LSG&amp;newt__menuCtx=1.1.20</a> (3/3-2014)	
Kursutvikling OSEBX:	
<a href="http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockIndexGraph?newt__ticker=OSEBX&amp;newt__menuCtx=1.6.3">http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockIndexGraph?newt__ticker=OSEBX&amp;newt__menuCtx=1.6.3</a> (3/3-2014)	
Figur 10: Korrelasjon laksepris/aksjekurs - (Oslo Børs & Fish Pool, 2014) .....	34
"Tickersøk" på Lerøy Seafood (LSG):	
<a href="http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockGraph?newt__ticker=LSG&amp;newt__menuCtx=1.1.20">http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockGraph?newt__ticker=LSG&amp;newt__menuCtx=1.1.20</a> (3/3-2014)	
Ukentlig spotpris laks: <a href="http://fishpool.eu/spot.aspx?pageId=55">http://fishpool.eu/spot.aspx?pageId=55</a> (25/2-2014)	
Figur 11: Sammenheng Lerøys kursutvikling og laksepris (Oslo Børs & Fish Pool, 2014)..	34
<a href="http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockGraph?newt__ticker=LSG&amp;newt__menuCtx=1.1.20">http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockGraph?newt__ticker=LSG&amp;newt__menuCtx=1.1.20</a> (26/2-14)	
Figur 12: Rammeverk for fundamental verdivurdering (Palepu m.fl. 2004, s. 1-7) .....	42
Figur 13: Rammeverk for strategisk analyse (Knivsflå, 2014 – Forelesning 2, s. 3).....	44
Figur 14: Rammeverk for analyse av makroforhold – PESTEL (Grant, 2010 s.65).....	45
Figur 15: Rentebane for styringsrenten per 4. kvartal 2013 (Norges Bank, 2013) .....	48
<i>Rentemøte (Hovedstyret i Norges Bank – 4. desember 2013):</i>	
<a href="http://www.norges-bank.no/pages/98564/figurer_hovedstyret_desember_13.pdf">http://www.norges-bank.no/pages/98564/figurer_hovedstyret_desember_13.pdf</a> (10/2-2014)	
Figur 16: Globalt konsum av sjømat per person (FAO).....	49
<i>“World review of fisheries and aquaculture” (FAO), side 84</i>	
<a href="http://www.fao.org/docrep/016/i2727e/i2727e01.pdf">http://www.fao.org/docrep/016/i2727e/i2727e01.pdf</a> (10/2-2014)	
Figur 17: Rammeverk – «Porters fem krefter» (Grant, 2010 s. 12-13).....	51
Figur 18: Oversikt over de viktigste leverandørene av fiskefôr (FAO, 2014) .....	53
<i>Fiskeri- og havbruksnæringens landsforening – Fiskefôr</i>	
<a href="http://fhl.no/kategori/avdelinger/havbruk/fiskefor/">http://fhl.no/kategori/avdelinger/havbruk/fiskefor/</a> (10/2-2014)	
Figur 19: Oppsummering av bransjeforhold – Porters fem krefter (Grant, 2010) .....	57
Figur 20: SVIMA-test av Lerøys antatt viktigste ressurser.....	63
Figur 21: Oppsummering av strategisk analyse (SWOT) .....	64
Figur 22: Rammeverk for regnskapsanalyse:	
v/ Knivsflå (2014), Forelesning 3 – Foil 3 & Palepu m.fl., 2004, s.1-7.....	
Figur 23: Overgang - total kapital til sysselsatt kapital (Knivsflå, 2012, F5: Foil 46) .....	79

Figur 24: Sysselsatt kapital til netto driftskapital (Knivsflå, 2012), Forelesning 6: Foil 49 ..	79
Figur 25: Rammeverk for forholdstallsanalyse: v/ Knivsflå (2014), Forelesning 12 – Foil 9 & Palepu m.fl., 2004, s. 5-2.....	85
Figur 26: Beregning av likviditetsgrad 1 (Lerøy og Bransjen) .....	87
Figur 27: Likviditetsgrad 2 (Lerøy og Bransjen) .....	88
Figur 28: Finansiell gjeldsdekningsgrad (Lerøy Seafood) .....	89
Figur 29: Rentedekningsgrad (Lerøy Seafood) .....	90
Figur 30: Egenkapitalprosent (Lerøy og Bransjen) .....	92
Figur 31: Analyse av kapitalstruktur (finansieringsmatrise - absolutte tallverdier).....	92
Figur 32: Analyse av kapitalstruktur (finansieringsmatrise - prosenttall).....	92
Figur 33: Finansieringsmatrise for bransjen (prosent) .....	93
Figur 34: Netto driftsrentabilitet (Lerøy og Bransjen) .....	94
Figur 35: Grenseverdier for forholdstall til beregning av syntetisk rating.....	95
Figur 36: Syntetisk rating basert på forholdstall (Lerøy og Bransjen).....	95
Figur 37: Risikofri rente etter skatt (NIBOR-renter hentet fra Norges Bank, 2014) .....	98
<i>«NIBOR-renter, årgjennomsnitt av daglige noteringer»</i>	
<a href="http://www.norgesbank.no/Upload/HMS/short_term_interest_rates/NIBOR_dag_mnd_aar.htm">http://www.norgesbank.no/Upload/HMS/short_term_interest_rates/NIBOR_dag_mnd_aar.htm</a>	
(25/2-2014)	
Figur 38: Regresjonsanalyse - Historisk avkastning Lerøy vs. OSEBX.....	100
Tickersøk på Lerøy Seafood (LSG):	
<a href="http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockIndexGraph?newt__ticker=OSEBX&amp;newt__menuCtx=1.6.3">http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockIndexGraph?newt__ticker=OSEBX&amp;newt__menuCtx=1.6.3</a> (28/2-2014)	
Kursutvikling OSEBX:	
<a href="http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockGraph?newt__ticker=LSG&amp;newt__menuCtx=1.1.20">http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockGraph?newt__ticker=LSG&amp;newt__menuCtx=1.1.20</a> (28/2-2014)	
Figur 39: Historisk utvikling i netto driftskravet (Lerøy og Bransjen) .....	108
Figur 40: Utvikling i egenkapitalrentabilitet gjennom analyseperioden (Lerøy Seafood)...	111
Figur 41: Egenkapitalrentabilitet vs. egenkapitalkrav (Lerøy Seafood) .....	112
Figur 42: Rammeverk for strategisk drifts- og finansieringsanalyse: v/ Knivsflå (2012), Forelesning 18, Foil 73-84.....	115
Figur 43: Årlig netto driftsmargin (Lerøy og Bransjen).....	119
Figur 44: Varekostnadens andel av driftsinntektene (Lerøy og Bransjen).....	120
Figur 45: Lønns- og personalkostnadenes andel av driftsinntektene (Lerøy og Bransjen)..	121
Figur 46: Andre driftskostnaders andel av driftsinntektene (Lerøy og Bransjen).....	122
Figur 47: Avskrivningenes andel av driftsinntektene (Lerøy og Bransjen) .....	122

Figur 48: Driftsinntekter per kg. gjennom analyseperioden (Lerøy og Bransjen).....	124
Figur 49: Netto driftskapital per kg. gjennom analyseperioden (Lerøy og Bransjen) .....	126
Figur 50: Samlet gearing: nfgg+mig (Lerøy og Bransjen).....	128
Figur 51: Historisk utvikling i finansiell gjeldsrente og -krav (Lerøy Seafood).....	131
Figur 52: Netto finansiell gjeldsrentefordel (Lerøy Seafood) .....	133
Figur 53: Finansieringsfordel minoritetsinteresser (Lerøy Seafood) .....	134
Figur 54: Oppsummering - Strategisk drifts- og finansieringsanalyse (Lerøy Seafood) .....	137
Figur 55: Rammeverk for utarbeidelse av fremtidsregnskap (Penman, 2013, s. 521-526)..	138
Figur 56: Historisk driftsinntektsvekst (Lerøy og Bransjen) .....	139
Figur 57: Fullstendig egenkapitalvekst (Lerøy og Bransjen).....	140
Figur 58: Driftsinntektsvekst i budsjettperioden (Lerøy Seafood).....	148
Figur 60: Omløpet til netto driftseiendelene i budsjettperioden (Lerøy Seafood) .....	150
Figur 61: Netto driftsmargin i budsjettperioden (Lerøy Seafood) .....	154
Figur 62: Minoritetsdelen gjennom analyseperioden (Lerøy og Bransjen) .....	157
Figur 63: Historisk og fremtidig ren driftsfordel (Lerøy Seafood) .....	172
Figur 64: Superrentabilitet gjennom budsjettperioden (Lerøy Seafood) .....	173
Figur 65: Verdikonvergens (Lerøy Seafood) .....	183
Figur 66: Frekvensfordeling for verdiestimatet (Lerøy Seafood) .....	189
Figur 67: Oppsidepotensial for Lerøy-aksjen.....	192
Figur 68: Nedsiderisiko for Lerøy-aksjen .....	192
Figur 69: Sensitivitetsanalyse – div på kort (2014) og mellomlang sikt (2015-2025).....	194
Figur 70: Sensitivitetsanalyse - div på lang sikt («steady state) .....	194
Figur 71: Sensitivitetsanalyse - ndm på kort (2014) og mellomlang sikt (2015-2025) .....	195
Figur 72: Sensitivitetsanalyse – ndm på lang sikt («steady state»).....	195
Figur 73: Sensitivitetsanalyse - onde på kort (2014) og mellomlang sikt (2015-2025).....	196
Figur 74: Sensitivitetsanalyse - onde på lang sikt («steady state»).....	196
Figur 75: Sensitivitetsanalyse - Risikofri rente gjennom budsjettperioden .....	197
Figur 76: Sensitivitetsanalyse - Markedets risikopremie gjennom budsjettperioden .....	198
Figur 77: Kursutvikling Lerøy gjennom 2014 m/forklaringer (Oslo Børs, 2014) .....	203
Oslo Børs sine hjemmesider: <a href="http://www.oslobors.no/">http://www.oslobors.no/</a> ("Tickersøk" på LSG per 15/5-2014)	
Figur 78: Handlingsstrategi per 2. januar 2014.....	204
Figur 79: Handlingsstrategi per 15. mai 2014.....	206