



Verdivurdering av Lerøy Seafood Group ASA

Morten Falch Sortland

Veileder: Tore Leite

Selvstendig arbeid, siviløkonomstudiet, master i finansiell økonomi

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.

Forord

Til høsten starter jeg min yrkesaktive karriere i Accenture. Til tross for at jeg med denne utredningen fullfører min master i finans, har jeg aldri forelsket meg i et finansielt tema eller emne. Etersom jeg har ambisjoner om *ikke* å jobbe innen tradisjonelle finansyrker i framtiden, ønsket jeg å unngå å skrive min masteroppgave om et tema jeg ikke vil få bruk for senere. Verdivurdering av selskaper dekker mange tema, både strategiske og finansielle, og passet derfor godt med mine ønsker. Ved å utføre en verdivurdering som mitt avsluttende arbeid ved NHH kan jeg derfor indirekte forberede meg til mange av problemstillingene jeg kommer til å jobbe med i framtiden.

Gjenstand for verdivurderingen er Lerøy Seafood Group ASA (heretter referert til som Lerøy), et valg jeg tok av flere grunner. Selskapet er stort, har vært børsnotert lenge, og leverer et spennende produkt som bare vil bli viktigere i framtiden. Lerøys produkter er mer miljøvennlige enn landbaserte kjøttprodukter, men bransjen har likevel store utfordringer med miljø og forurensning. Sist, men ikke minst, som bergenser ser jeg for meg at Lerøy er et selskap jeg kanskje kommer til å jobbe for i framtiden, ettersom de leverer et produkt jeg har stor tro på, samt at de har stor tilstedeværelse i Asia, en region jeg brenner for. Med dette i tankene gir mitt selvstendige arbeid meg en god mulighet til å bli meget godt kjent med både selskapet og med industrien.

31. januar 2014 opplyste Karen M. Olsen, under et informasjonsmøte for masterstudenter, om at det forventes at masteroppgaver skrevet av to studenter skal inneholde ca. 50-80 sider, og at oppgaver skrevet av én student helst skal være noe kortere. Med det formål å holde meg innenfor disse grensene kommer jeg til å fatte meg i korthet om visse emner. Jeg kunne skrevet lange avhandlinger om lakseproduksjon, livssyklus, verdsettelsesteori, etc., men selv om det er relevant for oppgaven å informere om slikt, er det ikke viktig nok til å gjøre oppgaven uhensiktsmessig lang. Det blir derfor gitt nok informasjon til å gi oppgaven kontekst, men utover dette vil jeg prøve å begrense omfanget av dette.

Totalt, dersom vi hadde plassert figurer og tabeller i appendikset, ville oppgaven vært på 69 sider. Vi synes ikke det er hensiktsmessig å fjerne disse, og lar slike figurer og tabeller være i teksten hvor de naturlig hører hjemme, skaper kontekst og gir nyttig informasjon.

Sammendrag

Min selvstendige oppgave er, som nevnt, en verdivurdering av Lerøy. Jeg begynner med en introduksjon av bransjen og selskapet i kapittel 1, før jeg introduserer verdsettelsesmodeller i kapittel 2. Kapittel 3 er forbeholdt den strategiske analysen, som sammen med regnskapsanalysen i kapittel 4 og utregningen av de forskjellige avkastningskravene i kapittel 5 danner grunnlaget for trendene og prognosene som utvikles i kapittel 6. I kapittel 7 tar jeg for meg den fundamentale verdsettelsen, som senere bekreftes av resultatet fra den komparative analysen i kapittel 8. I kapittel 9 foretar vi en sensitivitetsanalyse før vi konkluderer i kapittel 10 og kjapt ser på svakheter ved utredningen i kapittel 11. Siden følger bibliografi og et kort appendiks.

Utredningens hensikt er med andre ord å finne riktig verdi for Lerøys aksje. Per 31. desember 2013 ble denne omsatt på Oslo Børs for 177 kroner, men har siden økt i verdi. Jeg har brukt regnskapsdata fram til samme dato, og har funnet at riktig pris denne dagen burde vært 219,81 kroner, og at man derfor kunne forvente positiv kursutvikling i tiden som fulgte. Dette har vært tilfelle, og per 20. mai 2014 ble aksjen omsatt for 214,50 kroner. Oppgaven konkluderer med at riktig pris for samme dato er 226,39 kroner, og at aksjen derfor til dels er underpriset. Kursmål for 31. desember 2014 er 237,17 kroner.

Etttersom jeg synes lengre avhandlinger, selvstendige arbeider og andre omfattende tekster ikke bør skrives i jeg-form, blir dette siste gang ordet blir brukt. I stedet vil oppgaven være skrevet som et samarbeid mellom meg selv og leseren, og ordet ”vi” blir derfor en naturlig erstatning.

Alle verdier i tabeller betegnes i hele tusen, mens verdier i teksten betegnes uten avkortning.

Terminologi

HOG (Head On Gutted)	Fisk som er sløyd, med hode
Smolt	Laks, under tilpasning til saltvann
Lakselus	Et krepsdyr og en parasitt
NIFES	Nasjonalt institutt for ernærings- og sjømatforskning
FoU	Forskning og utvikling
Beskatning	I fiske: Å fiske av en art slik at det merkes på bestanden
Biomasse	Mengden fisk, i vekt, i oppdrettsanleggene
Uren opptjening	Norsk ekvivalent for dirty surplus
Stabil tilstand	Norsk ekvivalent for steady state
WACC	Weighted Average Cost of Capital

Innholdsfortegnelse

FORORD	2
SAMMENDRAG	3
TERMINOLOGI	4
INNHALDSFORTEGNELSE	5
1. BRANSJEN OG SELSKAPET	9
1.1 BRANSJEN	9
1.1.1 BRANSJEUTVALGET	9
1.1.2 HISTORIE	9
1.1.3 PRODUKSJONSSYKLUS	10
1.1.4 PRODUKT	10
1.1.5 MARKEDSOVERSIKT	11
1.1.6 NÆRINGENS PROBLEMER	14
1.1.7 MAKROFORHOLD	18
1.2 LERØY	20
1.2.1 HISTORIE	20
1.2.2 PRODUKTER	20
1.2.3 MARKEDER	21
1.2.4 STRATEGI OG MÅLSETTING	21
1.2.5 STRUKTUR	22
1.2.6 AKSJONÆRFORHOLD OG KURSUTVIKLING	23
1.2.7 RISIKO	24
1.2.8 ANNET	24
2. VERDSETTELSESMODELLER	25
2.1 PRESENTASJON AV VERDSETTELSESTEKNIKKER	25
2.1.1 EIENDELSBASERT VERDSETTELSE	25
2.1.2 FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	25
2.1.3 KOMPARATIV VERDSETTELSE	26
2.1.4 OPSJONSBASERT VERDSETTELSE	26
2.1.5 TEKNISK VERDSETTELSE	26

2.2	VALG AV METODE	26
2.3	FRAMGANGSMÅTE	27
3.	STRATEGISK ANALYSE	29
<hr/>		
3.1	BRANSJEANALYSE	29
3.1.1	KUNDERS FORHANDLINGSMAKT	29
3.1.2	LEVERANDØRERS FORHANDLINGSMAKT	30
3.1.3	TRUSSEL FRA NYE AKTØRER	30
3.1.4	TRUSSEL FRA SUBSTITUTTPRODUKTER	31
3.1.5	RIVALISERING	31
3.1.6	OPPSUMMERING	32
3.1.7	NOTER OM LERØY	32
3.2	MAKROANALYSE	33
3.2.1	RESSURSER	33
3.2.2	INNENLANDS ETTERSØRSEL	34
3.2.3	STØTTEBRANSJER	34
3.2.4	STRUKTUR OG RIVALISERING	35
3.2.5	POLITIKK	35
3.2.6	DEMOGRAFI OG MAKROØKONOMI	35
3.2.7	OPPSUMMERING	36
3.3	INTERN ANALYSE	37
3.3.1	MATERIELLE RESSURSER	38
3.3.2	IMMATERIELLE RESSURSER	39
3.3.3	OPPSUMMERING	40
3.4	OPPSUMMERING OG SWOT	41
4.	REGNSKAPSANALYSE	43
<hr/>		
4.1	DATA OG RAMMEVERK	43
4.1.1	ANALYSENIVÅ	43
4.1.2	ANALYSEPERIODE	43
4.1.3	REGNSKAP FOR 2014	43
4.2	OMGRUPPERING AV RESULTATREGNSKAP	46
4.2.1	SKATT	47
4.2.2	BRUDD PÅ KONGRUENSPRINSIPPET	47
4.2.3	UNORMALE POSTER	47

4.2.4	UTBYTTE	49
4.2.5	DRIFT OG FINANS	49
4.2.6	JUSTERING AV MÅLEFEIL	49
4.3	OMGRUPPERING AV BALANSE	50
4.3.1	DRIFT OG FINANS	50
4.4	OMGRUPPERT REGNSKAP	51
5.	AVKASTNINGSKRAV	55
5.1	FINANSIELT GJELDSKRAV	55
5.1.1	KRAV TIL FINANSIELLE EIENDELER	55
5.1.2	KRAV TIL FINANSIELL GJELD	56
5.2	EGENKAPITALKRAV	58
5.2.1	RISIKOFRI RENTE	58
5.2.2	BETA	59
5.2.3	MARKEDETS RISIKOPREMIE	60
5.2.4	EGENKAPITALKRAV	60
6.	TRENDER OG PROGNOSE	61
6.1	EVIG VEKST	61
6.2	INNETEKTER	62
6.2.1	SALGS-/DRIFTSINNETEKTER	62
6.2.2	INNETEKT FRA TILKNYTTETE SELSKAP	64
6.2.3	ANNEN RENTEINNETEKT	65
6.3	KOSTNADER	65
6.3.1	VAREFORBRUK/-KJØP	65
6.3.2	LØNN OG ANDRE PERSONALKOSTNADER	66
6.3.3	ANDRE DRIFTSKOSTNADER	67
6.3.4	AVSKRIVINGER	69
6.3.5	SKATT PÅ DRIFTSRESULTAT	70
6.3.6	ANNEN RENTEKOSTNAD	70
6.4	INVESTERINGER	71
6.4.1	KONSESJONER	71
6.4.2	BEARBEIDINGSANLEGG	73
6.4.3	VEDLIKEHOLD	73
6.5	ANNET	74

6.5.1	ANDRE POSTER, BALANSE	74
6.5.2	ANDRE POSTER, KONTANTSTRØM	75
6.5.3	GJELDS- OG FORFALLSSTRUKTUR	76
6.5.4	FINANSIELLE LÅNEBETINGELSER	77
6.6	FRAMTIDIG KREDITTVURDERING	77
6.7	FRAMSKREVET REGNSKAP	79
7.	FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	82
7.1	GORDONS VEKSTMODELL	82
7.2	EGENKAPITALMETODEN	82
7.2.1	KONTANTSTRØMANALYSE	82
7.2.2	TERMINALVERDI	82
7.2.3	VERDI AV EGENKAPITAL	83
8.	KOMPARATIV VERDSETTELSE	84
8.1	VALG AV KOMPARATIVE SELSKAPER	84
8.2	VALG AV MULTIPLIKATOR	84
8.3	VERDSETTELSE	86
8.3.1	PRIS/EBITDA	86
8.3.2	PRIS/EBIT	87
8.3.3	PRIS/BOK	87
8.3.4	TIL ETTERTANKE	88
8.3.5	VERDIVURDERING	89
9.	SENSITIVITETSANALYSE	90
9.1	NØKKELTALL	90
9.2	INNTEKTSVEKST	91
10.	KONKLUSJON	93
11.	SVAKHETER VED UTREDNINGEN	94
BIBLIOGRAFI		95
APPENDIKS		101

1. Bransjen og selskapet

1.1 Bransjen

1.1.1 Bransjeutvalget

For å kunne introdusere bransjen Lerøy opererer i, må den først defineres. I 2012 kom 80,6% av Lerøys omsetning fra lakseprodukter. I denne oppgaven kommer vi i hovedsak til å fokusere på Lerøys lakseproduksjon, og antar at annen oppdrett er veldig lik lakseoppdrett. Vi definerer derfor bransjen som andre lakseoppdrettsselskap. Dette gjøres fordi sammenligningsgrunnlaget i denne bransjen er veldig tilgjengelig i flere børsnoterte selskaper. Samtidig unngår vi da å sammenligne Lerøy, et selskap hvor mindre enn 15% av omsetningen kommer fra hvit fisk og litt mer enn 5% av omsetningen kommer fra skalldyr (Lerøy Seafood Group ASA 2013), med selskaper hvor en mye større andel av omsetningen kommer fra hvit fisk. Bransjen defineres derfor som Lerøy, Marine Harvest, Grieg Seafood og SalMar, som alle har laks som sine hovedprodukter, og som alle er notert på Oslo Børs.

1.1.2 Historie

Havet har i århundrer forsynt mennesker i Norge med mat og rikdommer. Vikingene var ikke bare bønder, handelsmenn og plyndrere, men også fiskere. Under Hansatiden ble fisk fra Nord-Norge fraktet til Bergen, som der ble solgt for distribusjon over hele Europa. Handelen gjorde bl.a. Bergen rik, og har mye av æren for den differensierte dialekten som snakkes i dag. Fremdeles fisker nordmenn mye, men det er oppdrett, spesielt av laks, som skaper store verdier.

Eksperimentering med oppdrett av atlanterhavslaks (heretter for enkelthets skyld referert til som laks) startet på 60-tallet, og ble en del av norsk industri på 80-tallet. I 2012 kom omtrent 60% av verdens kommersielt tilgjengelige laks fra oppdrett (Marine Harvest 2012).

Konsolideringen av bransjen startet for fullt først etter at reglene for dette ble løsere, og største kilde for vekst hos alle de største oppdretterne har historisk vært oppkjøp av mindre oppdrettsselskaper med konsesjoner, ettersom konsesjoner ikke kan selges fra et selskap til et annet.

1.1.3 Produksjonssyklus

Villaks er født i ferskvann, migrerer til sjøen og havet, og returnerer siden til sitt fødested for å formere seg. For oppdrettslaks manipuleres livssyklusen delvis for å tilpasse hvert kull en spesifikk slakteperiode. Som annen fisk legger laksen egg, som så befruktes og klekker lakseyngel. Denne yngelen lever så i ferskvann i et halvt til et helt år, avhengig av når den skal slaktes, mens den vokser seg stor nok til å defineres som smolt. Smolten gjennomgår metamorfose når overført til ferskvann, og blir så definert som laks. Prosessen fra egg til slakting tar ca. tre år for laks som slaktes på høsten, og nesten fire år for laks som slaktes like før sommeren (Marine Harvest 2012). Det slaktes som regel veldig lite laks i sommermånedene grunnet meget gode vekstforhold, men ellers i året holdes tilbudet mer eller mindre konstant.

Etter slakting fryses noe av laksen ned, mens mesteparten selges/viderebehandles umiddelbart. Flere av produsentene har vertikalintegreert både smoltproduksjon bakover og distribusjon framover, men dette varierer.

1.1.4 Produkt

Oppdrettslaks er et produkt med høyt innhold av omega 3 og sunne fettstoffer. Fisken er næringsrik og inneholder mineraler, protein av veldig høy kvalitet og flere vitaminer (Marine Harvest 2012). Av de 20 aminosyrene er det ni vi mennesker ikke klarer å produsere selv, og laksen inneholder samtlige av disse ni. I tillegg er laksen rik på jod og antioksidanter (Norges sjømatråd 2013).

Verdens befolkning teller ca. syv milliarder per dags dato, og dette forventes å øke til ni milliarder innen 2050. Ettersom det meste av denne befolkningsveksten er antatt å skje i Asia og Afrika, vil det være naturlig å anta at økningen i konsum av proteiner vil øke betraktelig, ettersom den økonomiske veksten her er mye større enn i den delen av verden hvor befolkningsveksten er mer moderat. Ved å ta en titt på hvor mange kilo fôr et dyr må spise for å legge på seg ett kilo, ser vi at laksens effektivitet er superb. Det tar hhv. 8kg, 3kg, 2kg og 1,2kg fôr for å øke kroppsvekten til kyr, svin, fjærkre og oppdrettslaks med ett kilogram. Til sammenligning trenger villaksen 10kg mat når den fanger dette i frie omgivelser. Laksen har i tillegg mye høyere utnyttelsesgrad enn de tidligere nevnte dyreartene, og når man kombinerer disse to effektene finner man at laks leverer ca. 64kg spiselig kjøtt per 100kg fôr, mens svin og fjærkre bare leverer hhv. 12kg og 20kg (Marine

Harvest 2012). Selv om man tar høyde for at landbaserte dyr stort sett spiser vegetarmat, mens laksen krever innsatsvarer fra annen, viltfanget, fisk, er forskjellene store. Med videre utvikling av laksefôr til å inneholde mindre fiskemel og fiskeoljer som kunne vært brukt til menneskelig konsum, og mer av vegetabiliske produkter og uspiselig fiskeavskjær fra fiskefangst og alternative næringskilder, er oppdrettslaksen et godt våpen mot framtidens utfordringer. I dag er omtrent halvparten av fôret vegetabilisk, mens resten er marine råvarer (Norges sjømatråd 2013), og det kreves 1,7kg fiskeråvarer for å produsere 1kg laks, hvorav avkapp og slo er en stor del av innsatsvarene. På lang sikt er imidlertid målet å forbedre fôret ytterligere slik at lakseoppdrettsnæringen i Norge blir en nettopprodusent av fiskeprotein (Norges sjømatråd 2013).

1.1.5 Markedsoversikt

Fisk står i dag, på verdensbasis, for bare 6% av menneskelig konsum av proteiner, mens andre dyrearter står for 39% (Marine Harvest 2012). Som tidligere nevnt kan vi forvente økt konsum av proteiner både som resultat av voksende verdensbefolkning, og som resultat av økt levestandard i de fattige deler av verden. Oppdrettsfisk er mer effektiv som proteinkilde enn andre dyr, og vil derfor være en viktig ressurs både i dag og i framtiden. Dette er en viktig grunn for hvorfor oppdrett av fisk vokser nesten dobbelt så raskt som verdens befolkning. Konsum av fisk per innbygger på verdensbasis har nesten doblet seg de siste 50 år (Marine Harvest 2012).

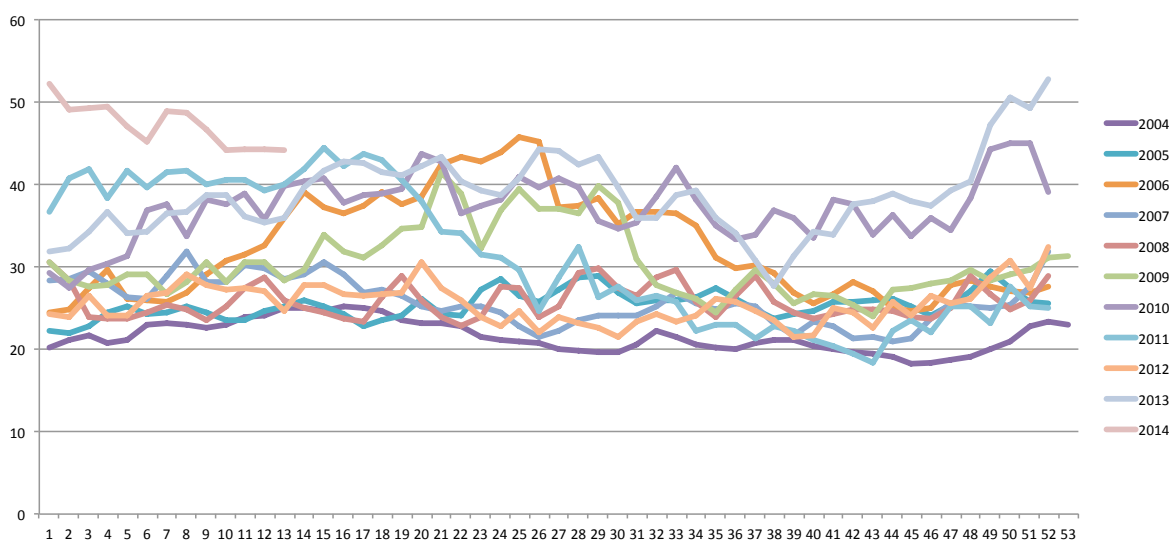
Nesten all laks produsert i Norge blir eksportert (Norges sjømatråd 2014). Internasjonalt kan produksjon og konsum av oppdrettslaks (atlantisk laks), i tonn, i 2011 deles inn som følger:

	<i>Produksjon</i>	<i>Konsum</i>
Nord-Amerika	130 000	330 000
Sør-Amerika	220 000	75 000
Norge, Island, Færøyene	1 060 000	38 000
EU	170 000	782 000
Russland	3 000	124 000
Australia, New Zealand	36 000	33 000
Japan	0	46 000
Asia for øvrig	0	130 000

Tabell 1: Produksjon og konsum av laks i 2011 (Marine Harvest 2012)

Vi ser av tabell 1 at kun to produsenter markerer seg som nettoleverandører av atlantisk laks: Skandinavia, hvor Norge er desidert største produsent, og Sør-Amerika, med Chile i spissen. Disse tallene er imidlertid sannsynligvis ikke feilfri ettersom total produksjon er 358 000 tonn større enn konsum, noe som ikke virker helt logisk.

Grunnet lang produksjonssyklus på ca. tre år og kort holdbarhet på ferdig produkt på omtrentlig tre uker, er tilbud relativt uelastisk, og det er vanskelig å tilpasse produksjonen til faktisk etterspørsel. Både tilbud og etterspørsel har normal variasjon samt sesongvariasjon, som sammen med variasjon i kvaliteten på laksen er med på å forklare volatiliteten til spotprisen på laks. Historisk har lakseprisen fulgt to sykler, en årlig og en med lenge sykklus. Den årlige syklusen reflekterer umiddelbart tilbud og etterspørsel som varierer grunnet sesongvariasjoner. Laksen har sin beste vekstperiode på sommeren, og for å hente ut denne gevinsten slaktes det derfor langt færre oppdrettslaks sent på våren og gjennom sommeren enn i resten av året. Dette reflekteres i lakseprisen, og om vi undersøker de siste ti årene, finner vi at spotprisen har sunket i ni av ti tilfeller fra uke 23 til uke 46, mens den har økt fra uke 46 til uke 52 i samtlige av de ti siste årene.

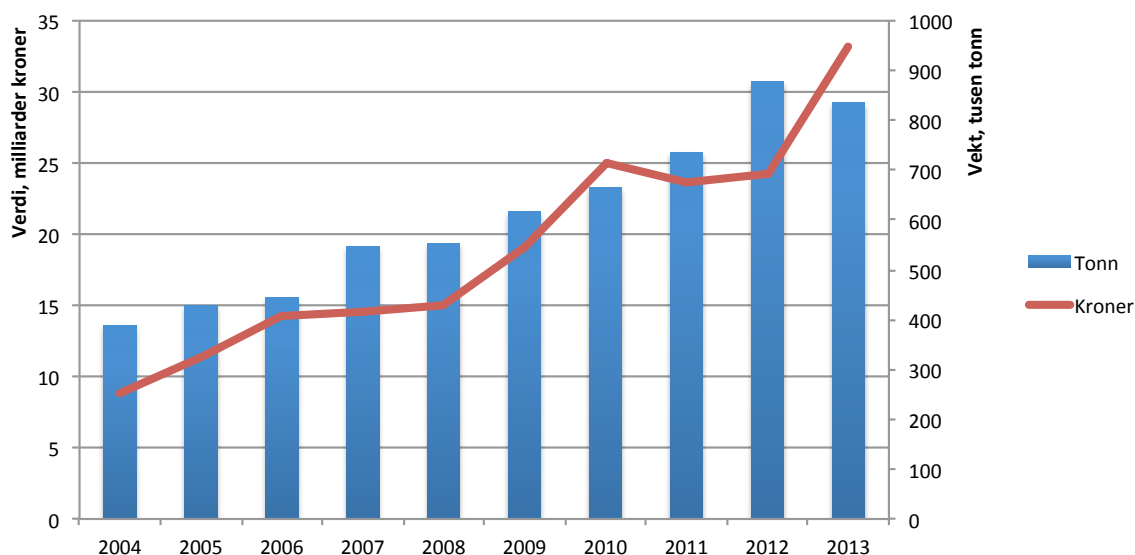


Figur 1: Historisk spotpris for oppdrettslaks, 3-4kg, HOG. Indeksen byttet bl.a. inndata i 2013 (Fish Pool 2014)



Figur 2: Historisk spotpris for oppdrettslaks, 3-4kg, HOG. Indeksen byttet bl.a. inndata i 2013 (Fish Pool 2014)

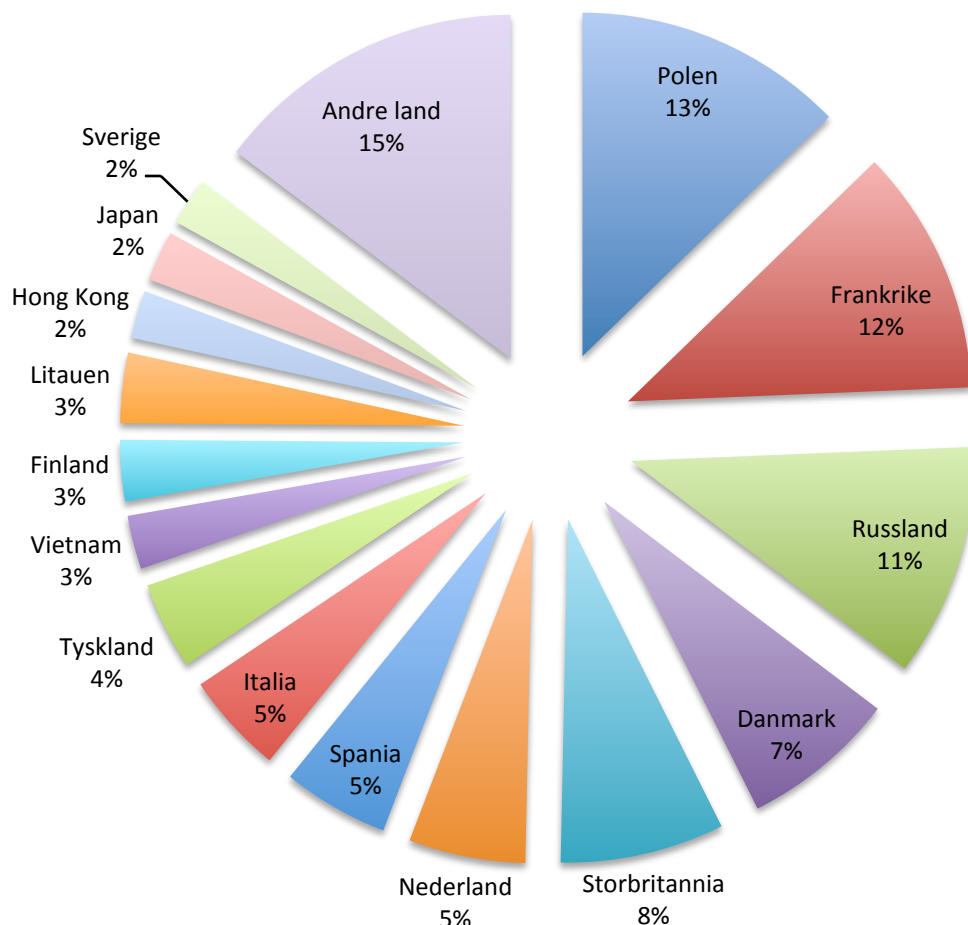
Dersom vi fortsetter å se på tall for eksport, denne gang tall for vekt og verdi de siste ti år, ser vi den tydelige økningen i både mengde og verdi. Til tross for en liten nedgang i 2013, har volum økt jevnt og trutt over perioden fra ca. 440 000 tonn i 2004 til over 840 000 tonn i 2013, altså en omtrentlig dobling fram til 2012. Eksportens verdi har økt fra 8,8 milliarder i 2004 til 33 milliarder ti år senere, altså nesten en firedobling i verdi.



Figur 3: Eksport av oppdrettslaks siste ti år (Statistisk sentralbyrå 2014)

I februar 2014 eksporterte Norge 56 220 tonn laks, inklusive fangst. 72% av denne eksporten gikk til EU27, med Polen og Frankrike som største mottakere (Norges sjømatråd 2014). Som med all statistikk svares det bare på det man spør om, og disse tallene er for eksempel farget

av at mesteparten av eksporten til Frankrike er for viderebehandling og reeksport (Marine Harvest 2012). Oversikten i Figur 4 gir likevel et godt bilde av hva som er Norges viktigste eksportmarkeder for laks. Land som vises i bolken ”andre land” importerte mindre enn 1 000 tonn norsk laks, eller mindre enn 2% av total vekt, i februar 2014.



Figur 4: Total eksport av fersk oppdrettslaks (ikke frossen eller behandlet) målt i vekt, februar 2014 (Norges sjømatråd 2014)

1.1.6 Næringens problemer

Lakselus

Lakselus er et lite krepsdyr som livnærer seg ved å suge seg fast til laksens kropp, og spiser laksens slim, skinn og blod. Lakselusen har alltid vært en naturlig del av laksens liv, og selv om laksen ikke har noe positivt utbytte av lakselusen tar den sjelden direkte skade av å ha et fåtall lakselus. For vill smolt kan 10 lakselus være dødelig, mens voksen laks tåler mer (Mattilsynet 2012).

Det var i 2012 rundt 300-400 millioner oppdrettslaks i norske merder, og det antas at denne populasjonen var omtrent 100 ganger så stor som populasjonen av villaks. En relativt moderat spredning av lakselus i nærhet av merder vil derfor likevel kunne gi stor påvirkning på villaksen, med enda verre følger dersom lakselusen sprer seg ukontrollert (Veterinærinstituttet 2012). Lakselusen har derfor vært et problem både for oppdrettsnæringen og villaksen i lang tid, og ved hjelp av flere metoder bekjempes lakselusen med jevne mellomrom. Oppdretterne er også pålagt å rapportere mengden lus på laks i egne merder.

Kjemikalier og medikamenter har lenge blitt brukt til å kontrollere bestanden av lakselus i merdene, men i de senere år har lusen utviklet resistens mot de fleste av disse kjemikaliene. Media har i skrivende stund stort fokus på denne resistensen og alternative behandlingsmåter. Bruk av kjemikalier er både forurensende og dyrt, og bransjen jobber hardt for å finne alternativer.

Leppefisk, eller rensfisk, er et relativt nytt våpen mot lakselusen. Fisken fanges og puttes så i merder sammen med laksen, hvor den spiser lus rett fra laksens kropp. Da dette er en ny metode er det mye man enda ikke vet om leppefisken, slik som hvilke sykdommer den er smittebærer for, og hvilke sykdommer som kan overføres fra rensfisk til produksjonsfisk. Reglene for bruk av leppefisk er derfor strenge, men bruken anbefales (Mattilsynet 2012).

Luseskjørt er en helt ny metode for prevensjon mot lakselus. Skjørtet legges på utsiden av merden, og strekker seg opp til ti meter loddrett ned i sjøen. Skjørtet virker ved at notene er for små til at selv små lakselus kan trenge gjennom, og for dyp til at lusen går under, og har bekreftet reduksjoner i lakselus på 70% i anlegg hvor bare annenhver merd har vært beskyttet. Effektiviteten forventes å være bedre når alle merder er beskyttet, slik at lusen formerer seg i betraktelig mindre grad (Calanus AS 2013).

Lakselusen tåler ikke ferskvann, og kan bare leve opptil 14 dager i vann uten salt. Oppdrettsmerdene brakklegges derfor med jevne mellomrom. Brakklegging hindrer også at sykdom overføres fra et slakteklart kull til et ferskt kull med laks som overtar samme merd.

Fiskehelse

Lakselusen påvirker fiskens helse og velferd, men det gjør også andre forhold. Det er usikkert om laks og annen fisk er i stand til å føle smerte (Sterud n.d.), men det jobbes uansett med å forhindre dette. Laksen får derfor medisiner og vaksiner for å hindre sykdom

og død. Denne vaksinen gis ved sprøyte i buken, er meget effektiv, men fører som negativ konsekvens til betennelse i interne organer, og at disse organene vokser sammen. Om betennelsen plager fisken vites ikke, men det forskes på både dette og løsninger (Sterud n.d.). På Laksefakta sine sider heter det imidlertid at ”Laksen er blant våre friskeste husdyr”. Fisken mottar effektive vaksiner, samt et godt immunforsvar gjennom fôr, noe som fører til lav bruk av antibiotika og andre medisiner (Norges sjømatråd 2014).

Antibiotika

I dagens oppdrett blir mindre enn 1% av laksen behandlet med antibiotika, og bruken av antibiotika er redusert med hele 99% siden 1987 (Fiskeri- og havbruksnæringens landsforening n.d.). Likevel bekymrer det noen at den antibiotika som gis, i 2011 var dette 549kg (Kvistad 2013), spres i merdene uten å diskriminere mellom oppdrettslaksen og det naturlige dyrelivet som lever rundt og under merden, uavhengig av om 549kg er mye eller lite (Jenssen 2012).

Helserisiko

Antibiotika som gis laksen brytes imidlertid ned, og når aldri menneskene som spiser den (Bladet Vesterålen 2014). Ulovlige legemidler forekommer heller ikke i norsk laks, og lovlige legemidler er under maksimalnivåene (Nasjonalt institutt for ernærings- og sjømatforskning 2013). Til tross for store oppslag og mye debatt i media siste tiden om at fiskens medisiner og fôrinnhold gjør den til et måltid vi ikke bør spise grunnet negativ helsepåvirkning, er innholdet miljøgifter i norsk oppdrettslaks langt under maksgrensene satt av staten, og på lik linje med vill sild og makrell (Fiskeri- og havbruksnæringens landsforening n.d.). Flere leger har hevdet at oppdrettslaks ikke bør spises av ammende og av barn, mens andre fraråder konsumet helt. NIFES sier likevel at det er farligere å ikke spise laks enn det er å spise det (Dagbladet 2013), mens forskere bekrefter dette og legger til at man kan spise 0,9kg laks i uken, hver uke hele livet, uten at det er fare for helsen (Dagbladet 2013). Det kan også nevnes at fisken er avlet fram til egenskaper som er gunstige for oppdrett, men den er *ikke* genmanipulert (Sterud n.d.), til tross for relativt stor tro på dette og andre spøkelseshistorier i kommentarfeltene til norske nettaviser.

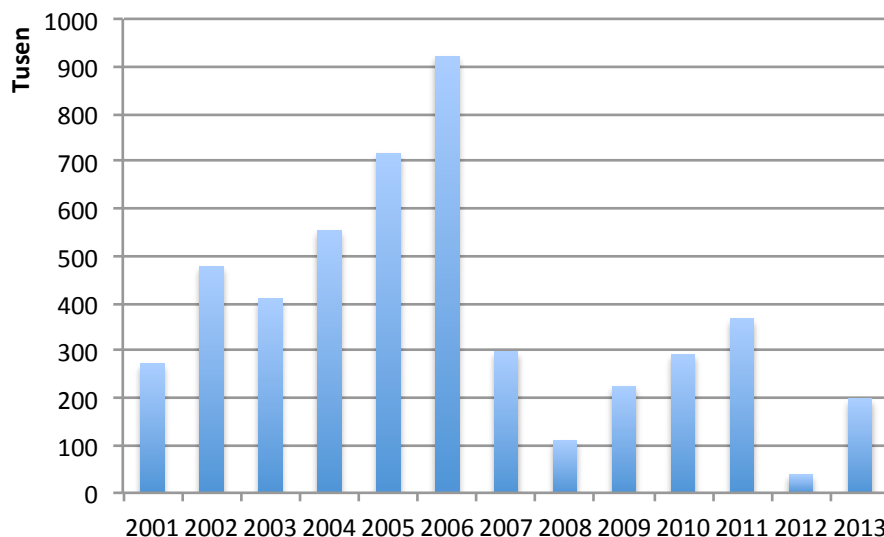
Utslipp av næringssalter

Til tross for at utslippene av næringssalter som fosfor og nitrogen er innenfor tillatte rammer, og ifølge bransjen ikke skal påvirke miljøet negativt annet enn i liten grad lokalt (Fiskeri- og havbruksnæringens landsforening n.d.), er det fremdeles usikkerhet rundt hvordan dette

påvirkninger miljøet, spesielt lokalt og i fjorder. Overgjødning vet vi nok om, og vi vet at dette er skadelig for naturen (Husa, et al. 2010), men vi vet for lite om i hvor stor grad oppdrettsnæringen fører slike til problemer.

Rømming

Rømming av oppdrettslaks er blitt et atskillig mindre problem nå enn det var før. Bedre rutiner fører til at mindre laks rømmer tross større produksjon. Laks som rømmer gjør det som regel i forbindelse med sterkt uvær eller fysiske skader på merdens noter, og ikke grunnet dårlig vedlikehold eller slø rømningsplaner. Til tross for drastisk økt produksjon, er antallet rømt laks redusert fra tidlig 2000-tall til de siste to år, og det arbeides stadig med forbedringer. Det forskes både på metoder for å forhindre rømming og gjenfangst av rømt laks, samt merking av oppdrettslaks (Norges sjømatråd 2014).



Figur 5: Rømt villaks årlig, inkl. settefisk (Fiskeridirektoratet 2014)

Selv om rømt fisk som er syk medfører smittefare for villaksen, er ikke dette det største problemet med rømt laks.

Etterkommere etter rømt laks, inklusive tilfeller hvor halve opphavet er villaks, er også mindre skikket til et fritt liv i naturen grunnet avl, og har derfor lavere overlevelsessevne (Norges sjømatråd 2014). Forutsigbarhet ønskes i bransjen, og laksen avles derfor opp for å fremme vekst og matkvalitet, og å hindre genetisk variasjon. Hver lakseelv i Norge har sin egen laksestamme med sitt unike genetiske vannmerke. Dersom oppdrettslaksen fortsetter å rømme og fortsetter å vanne ut bestanden med villaks, gjerne i flere generasjoner, vil denne genetiske variasjonen bli mindre og mindre. Dette er hovedgrunnen til at rømming ikke bør

forekomme (Sterud n.d.), og det forskes på bruk av steril oppdrettslaks som ikke kan spre eget DNA ved rømming.

Fangst av fisk til produksjon i laksefôr

Vi har tidligere diskutert hvor effektiv laksen er i forhold til andre typer kjøtt, og dermed miljøvennlig i den grad miljøvennlighet kan være et relativt begrep. Men laksefôr inneholder fangst av annen vill fisk, så er ikke dette negativt? Det beste for miljøet hadde selvsagt vært om disse innsatsvarene ble spist av mennesker i stedet for laks, men de fleste av de marine innsatsvarene som brukes er fisk som mennesker flest ikke ønsker å spise, eller avkapp fra fisk som er fisket for menneskelig konsum (Sterud n.d.). I så måte er det bedre å bruke disse innsatsvarene på en bærekraftig måte, enn å la være å beskatte dem i det hele tatt, og å bruke fiskehoder, innvoller og annet avkapp framfor å kaste det.

Overfiske av disse artene som utelukkende brukes til fôr har imidlertid ført til at visse arter ikke blir bærekraftig håndtert, men overbeskattes (Sterud n.d.). Dette er selvsagt et problem og uakseptabelt, men skylden ligger ikke ene og alene hos oppdrettsprodusentene og deres leverandører av fôr. Det er her viktig å trekke fram at den landbaserte husdyrnæringen forbruker langt mer av disse fiskeartene enn den marine oppdrettsnæringen gjør, og problemet kan derfor ikke forventes å løses på bransjenivå, selv om lakse- og fôrprodusentene selvsagt må ta sin del av byrden.

1.1.7 Makroforhold

Som alle bransjer er oppdrettsbransjen for laks påvirket av forhold i verdensøkonomien. For en lokal bedrift kan dette være endringer i forbruksmønster, lokale regler eller konkurransesituasjonen.

Eksempler fra siste tiår

Selv om sykdomssituasjonen i Chile ikke egentlig var en eksternalitet for bransjen, men selvpåført, påvirket den flere norske oppdrettere som en eksternalitet. Norske oppdrettere som ikke hadde produksjon i Chile led ikke direkte tap av katastrofen, men tjente i stedet godt på den. Chile knivet med Norge om å være den største produsenten, og når et så stort tilbudsvolum plutselig forsvinner fra markedet blir typisk etterspørsel større enn tilbud, og ettersom tilbudet av oppdrettslaks ikke kan økes på kort sikt steg prisene opp mot, og forbi, 40kr per kilo. Dette økte norske produsenters overskudd betraktelig, og førte til rekordresultater i 2009 og 2010 for de norske produsentene som ikke driver oppdrett i Chile.

Grunnet den lange ledetiden på tre til fire år kan imidlertid høye priser lede til overproduksjon på lang sikt. Når bransjen plutselig oppnår en veldig høy kilopris skrus produksjonen opp, men dette reflekteres ikke i markedet umiddelbart. Når så all denne fisken når markedet synker typisk prisene igjen. I Chiles tilfelle ble noe av produksjonen også gjenopprettet, slik at dette påvirket prisen ytterligere.

I over 20 år, siden 1991, har USA hatt 24% straffetoll på import av fersk, hel norsk laks, noe som i praksis har betydd et forbud. Frossen laks og filetert laks har vært uproblematisk, men norske oppdrettere har totalt mistet et stort marked på grunn av denne tollene. I januar 2012 opphevet imidlertid den amerikanske regjeringen disse tollsatsene, og et nytt marked åpnet seg for norske produsenter (Aftenposten 2012). EU har tidligere operert med minstepriser for å hindre det de så på som dumping av norsk laks i EU. Tiltaket ble opphevet i 2008 (Lerøy Seafood Group ASA 2013).

Russland har historisk vært den nest største importøren av norsk laks etter EU, og er derfor viktig. Opptil flere ganger har Russland stoppet importen av norsk laks, enten fullstendig eller fra bestemte produsenter. Spesielt var stoppene i 2005 og 2006 mye omtalt i media, men også i 2012 og 2013 ble importen stoppet i perioder for enkelte aktører. Forklaringen var at mattilsynet i Russland følger en lite standardisert måte å sertifisere sjømat på, noe som skaper problemer for Norge, helt til det viste seg at det russiske konkurransetilsynet har avdekket omfattende ulovlig kartellvirksomhet som samarbeider med russiske veterinærmyndigheter om å holde norske produsenter ute dersom de ikke samarbeider slik russiske konkurrenter vil (Dagens Næringsliv 2014). Dette var ikke første gang det russiske veterinærtilsynet ble kjent skyldig i å stenge ute importører av norsk laks på ulovlig vis (Dagens Næringsliv 2013).

Fangst av vill atlantisk laks påvirker lakseoppdretterne direkte, ettersom de to produktene direkte konkurrerer med hverandre. Lav fangst betyr, i følge god gammel økonomisk teori, høyere priser, og trenden har vist seg å være at fangsten synker. Lavere fangst av annen fisk gir også laksen et prishopp, ettersom disse kan ses på som substitutter, litt avhengig av hvordan man definerer produktgruppen. Lavere fangst av lodde, ansjos og sild vil imidlertid føre kostnaden opp for viktige innsatsvarer til fôr, noe som kan skade produsentene.

Diplomatiske hendelser i makrobildet kan eksemplifiseres godt ved utdelingen av Nobels fredspris til kinesiske Liu Xiaobo. I etterkant av utdelingen begynte sanksjoner mot norsk

eksport, især fiskeeksport, til Kina. Etter utdelingen i 2010 falt norsk laks andel av det kinesiske markedet fra 92% til 29% på tre år, sannsynligvis i all hovedsak grunnet diverse forkledde sanksjoner (Dagens Næringsliv 2013). Dersom man ser på Norge som én enhet med én kropp og vilje var dette en selvpåført skade. Uavhengige råd og juryer som fredspriskomiteén burde imidlertid ikke ta, og tok ikke, hensyn til norsk eksport og handel når de deler ut priser eller gjør annet humanitært arbeid. Moral og etikk kommer foran forretninger i flere sammenhenger, og kan så gjøre i framtiden også.

1.2 Lerøy

1.2.1 Historie

Lerøy Seafood Group har sine røtter tilbake til sent 1800-tall. Ole Mikkel Lerøen var fiskerbonde, og måtte ro 6-12 timer til Bergen for å få solgt egen og andres fangst. I 1939 startet offisielt Hallvard Lerøy AS, og framtiden skulle være preget av fisk og pionerånd (Lerøy Seafood Group ASA 2013). I 1997 ble det familieeide selskapet omformet til aksjeselskap ved en emisjon, for å holde takt med den kommende konsolideringen i bransjen, og senere notert på Oslo børs i 2002. I perioden 1999 til og med 2010 kjøpte Lerøy opp flere fiskeribedrifter langs kysten. I dag er Lerøy i hovedsak et oppdrettsselskap med produksjon av lakseprodukter (inklusive ørret), annen fisk (inklusive hvit fisk og andre arter) og skalldyr (som for eksempel blåskjell). I tillegg forskes det på kommersialisering av tareproduksjon både som innsatsvare i mat til oppdrettsfisk samt til humant konsum (Lerøy Seafood Group ASA 2013).

1.2.2 Produkter

Lerøy eier og drifter selv verdens største smoltanlegg med årlig kapasitet på 14 millioner smolt, og er verdens nest største produsent av laks, kun slått av Marine Harvest fra samme by. Med 25 500 tonn produksjon i 2012 er Lerøy også sannsynligvis verdens største produsent av ørret. Av omsetningen kom i 2012 8,8% fra ørret, 43,8% fra hel laks, mens bearbeidet laks sto for 28%. Sammenlagt sto omsetningen av salmonide arter for 80,6% av totalen (Lerøy Seafood Group ASA 2013).

Hvit fisk står for 8,5% mens andre arter fisk står for 5,6%, for en total på 14,1% av omsetningen. Skalldyr sto i 2012 for 5,2% av Lerøys omsetning. Mer enn 80% av all

omsetning ble levert fersk, mens resten var behandlet (Lerøy Seafood Group ASA 2013). I 2013 kom 30,2% av omsetningen fra bearbeidet laks (Lerøy Seafood Group ASA 2014).

1.2.3 Markeder

16,2% omsettes i Norge. EU står for litt over halvparten, mens Asia står for 11,8% og USA og Canada for 7% (Lerøy Seafood Group ASA 2013), for resten av fordelingen henvises det til figur 4 i kapittel 1.1.5.

Som tidligere vist øker eksporten av laks årlig, med 2013 som eneste unntak siste ti år. Denne økningen i tilbud gjelder også på verdensbasis, med unntak i kriseårene for chilensk produksjon. I 2012 økte verdens samlede tilbud av laks med 22%, fordelt på 18% vekst i Norge og 65% vekst i Chile etter kriseårene. Det interessante er at markedet i 2012 klarte å ta unna det økte tilbudet uten at prisene falt under 25kr/kg, selv om et fall på 17% siden 2011 var et faktum (Lerøy Seafood Group ASA 2013). Eterspørselen forventes bare å øke, mens tilbudet er betinget av at man klarer å videreutvikle fôr som er mindre avhengig av, eller uavhengig av, viltfanget fisk, ettersom fangsten raser og prisene øker raskt (Financial Times 2013).

1.2.4 Strategi og målsetting

To stikkord som beskriver Lerøys strategi godt er bærekraftighet og integrasjon. Bærekraftighet er naturlig nok et meget viktig område for oppdrettsnæringen da den er avhengig av naturen både på mikro og makronivå. Integrasjon referer her til Lerøys ønske om å stå for mesteparten av verdikjeden selv, og at så mye som mulig av bearbeiding skal skje i Norge, eller i Europa av datterselskap. Grunnene til dette er mange, men økende krav til kvalitet og matsikkerhet er viktige faktorer, og en ripe i lakken kan medføre store kostnader på lang sikt. Ved å ha kontroll på hele verdikjeden, enten direkte eller indirekte, kan hver enkelt fisk spores tilbake til et gitt oppdretts- eller bearbeidingsanlegg. Hvor maten kommer fra blir viktigere og viktigere for forbrukere flest, og Lerøy gir detaljopplysninger om dette på pakningen. Den vertikale integreringen gir også forutsigbarhet og kvalitetskontroll, noe som er spesielt viktig for matprodusenter med lang ledetid og kort holdbarhet. Historisk vekst har innebåret videreutvikling av oppkjøpte selskaper. Dette er også en viktig del av den planlagte fremtiden, både oppstrøms og nedstrøms (Lerøy Seafood Group ASA 2013).

1.2.5 Struktur

Lerøy er delt inn i to hovedgrupper: Produksjon, samt salg og distribusjon. Utenfor disse to gruppene kommer to tilknyttede selskaper hvor Lerøy eier 50%, Norskott Havbruk AS som driver oppdrett i Skottland og er deleid av SalMar (Lerøy Seafood Group ASA 2013), og Alfarm Alarko Lerøy som driver distribusjon og bearbeiding i Tyrkia for det tyrkiske marked (Alfarm Alarko Lerøy n.d.). Innen produksjon driver fem selskaper oppdrett, ett av dem deleid med majoritet, tre bearbeidingsanlegg for laks, ett av dem deleid med majoritet, samt et selskap for bearbeiding av hvit fisk, som også er deleid med majoritet. Det var i 2012 syv selskaper innen salg og distribusjon, hvorav to var deleid med majoritet, og ett var heleid med eneansvar for distribusjon i Norge (Lerøy Seafood Group ASA 2013).

PRODUKSJON				SALG OG DISTRIBUSJON	
HAVBRUK			ANNEN PRODUKSJON		
SMOLT	MATFISKPRODUKSJON	PAKKERI	BEARBEIDING		
LERØY AURORA				HALLVARD LERØY	
LERØY MIDT				HALLVARD LERØY - JAPAN	
LERØY VEST			LERØY FOSSEN	HALLVARD LERØY - KINA	
SJØTROLL HAVBRUK				HALLVARD LERØY - FRANKRIKE	
				LERØY USA	
				LERØY PROCESSING SPAIN	
				LERØY FISKER'N	
				RODE BEHEER BV GROUP	
				LERØY SMØGEN	LERØY SVERIGE
				SAS FISHCUT	SAS HALLVARD LERØY
				SAS EUROSALMON	SAS NORDVIK
				BULANDET FISKEINDUSTRI	LERØY PORTUGAL LDA
					LERØY FINLAND OY
					SJØMATGRUPPEN

Figur 6: Lerøys selskapsstruktur per 31. desember 2013, lånt fra Lerøys årsrapport for 2013 (2014)

Salg og distribusjon

Den noe tvetydige formuleringen fra Lerøys årsrapport for 2012 sier at for laks selger og distribuerer selskapet alt egenprodusert volum, men at de også har allianser med andre selskaper som utfører salg og distribusjon. Ikke all sjømat levert av Lerøy er fra oppdrett, noe er også fra fangst, noe som krever et mye bredere spekter av logistikksystemer.

Salgsorganisasjonen ledes fra Bergen, med mindre salgskontorer spredt ut i Europa, men også i Kina, Japan og USA, og det skal jobbes for tilstedeværelse i flere markeder i tiden som kommer (Lerøy Seafood Group ASA 2013).

Produksjon

Produksjonen innebærer oppdrett av hovedproduktene laks og ørret, samt bearbeiding av hvitfisk og produksjon av reker i lake og sjømatosalater, med mer. Selskapet produserte i 2012 153 000 tonn laks og ørret, fordelt på 130 konsesjoner i Nord-Norge, Midt-Norge og på Vestlandet. Det produseres også laks i Skottland. Selskapet er, og skal være, selvforsynt med smolt, og har som mål å ikke frakte disse over lange avstander for å redusere den biologiske risikoen knyttet til oppdrett. På tvers av regionene Nord og Midt, har Lerøy inngått en avtale med SalMar om å dele slakteanlegg for å spare penger på driftskostnader. SalMar skal slakte hele sitt produksjonsvolum i nord på Lerøys anlegg ved Aurora-farmene, som er et av Norges mest moderne slakteanlegg for fisk, mens Lerøy skal slakte et betydelig antall av sitt volum i Midt-Norge på SalMars anlegg, Innovamar. Som resultat ble et av Lerøys slakteanlegg lagt ned i Midt-Norge. Større stordriftsfordeler forventes i Midt-Norge i framtiden ettersom de to anleggene der nylig har fått felles administrasjon (Lerøy Seafood Group ASA 2013).

Bearbeiding og utvikling av nye produkter er, tror Lerøy, en viktig del av arbeidet med å skape videre vekst i etterspørselen etter laks, og man har derfor satset på prosesseringskapasitet både innenlands og utenlands.

1.2.6 Aksjonærforhold og kursutvikling

Lerøy påpeker selv, i årsrapporten for 2012, at selskapets aksjeutvikling i stor grad er knyttet til verdens lakse- og ørretpriiser. For å redusere denne risikoen prøver man å delvis sikre salgsprisene ved kontraktsalg. I sin utredning fant Syltesæter og Utgård (2012) at en endring i spotprisen på laks på 1%, tilsvarer en endring i Lerøys aksjekurs på 0,41%. Oppgaven har imidlertid en del mangler, ettersom resultatene blir markant forskjellige ved bruk av ukentlige og månedlige spot- og aksjepriser, og at forfatterne finner klare sesongvariasjoner, som også vi har påvist i kapittel 1.1.5, men ikke i stor nok grad tar hensyn til disse i analysen.

Det finnes kun én type aksje i Lerøy, og ingen aksjer har senioritet eller mangler stemmerettighet. Lerøy har som mål å betale ut mellom 30% og 40% av resultat etter skatt

som ordinært utbytte, men påpeker at dividender ikke må komme i veien for likviditet i forbindelse med framtidige investeringer. Dividende kan i så måte reduseres eller holdes tilbake om konsernet venter store negative kontantstrømmer. Videre sier konsernet selv at den økonomiske verdiskapningen for aksjonærer over tid skal skje mer som følge av kursstigning enn utbetalt utbytte (Lerøy Seafood Group ASA 2013).

1.2.7 Risiko

Risiko reflekterer ofte endringer i makroforholdene som omgir selskapet, et tema vi alt har dekket. Risikoer for Lerøy nevnes derfor bare kort.

Operasjonell risiko inkluderer risiko for sykdom, såkalt biologisk risiko, og risiko for uvær som påfører anlegg skader og rømming. Kvalitetssmolt, vaksinasjoner, kvalitetsfôr og gode forhold bidrar til å redusere den biologiske risikoen, mens teknologi og stadig forbedrede merder hjelper reduksjonen av skader og rømming. Markedsrisiko inkluderer variasjoner i laksepriser, som til dels motvirkes med kontraktsalg, samt tidligere nevnte straffetoller og importforbud. Lerøy begrenser valutarisiko ved å bruke valutaderivater og flervalutakonti for utestående kundefordringer, inngåtte salgskontrakter og pågående kontraktsforhandlinger. Videre er det meste av utestående kundefordringer dekket av kredittforsikringer. Lerøys lån er i all hovedsak i norske kroner, og således ikke særlig utsatt for valutasingninger, men renten er flytende. Likeså Lerøys inntekter bestemmes av markedets laksepris, er deler av Lerøys utgifter, gjennom kostnader forbundet med kjøp av fôr, sterkt påvirket av prisutviklingen på landbruksprodukter og råvarer fra havet (Lerøy Seafood Group ASA 2013).

1.2.8 Annet

Lerøy driver FoU blant annet på produksjon av makroalger og blåskjell. Dette er en del av et prosjekt for å redusere utslipp av næringssalter, redusere forbruket av vill fisk i fôr, og å øke innholdet av Omega 3 i laksens kjøtt. Andre produkter er menneskemat, biogass og gjødsel, noe som også er positive resultater av prosjektet (Lerøy Seafood Group ASA 2013).

2. Verdsettelsesmodeller

2.1 Presentasjon av verdsettelsesteknikker

Å sette en verdi på et selskap kan gjøres på flere måter. For et børsnotert selskap er den absolutt enkleste måten å se på aksjeprisen, for så å multiplisere denne med antall utstedte aksjer. Enkelt nok, og i tillegg er dette den eneste metoden som fullt ut støtter hypotesen om effisiente markeder. De fleste verddivurderinger gjøres imidlertid enten før et selskap børsnoteres, for å finne en pris på aksjen som er akseptabel for både kjøper og selger, eller for å undersøke om allerede børsnoterte selskapers aksjer er korrekt priset eller ikke. Den vanligste av de to er naturlig nok den siste, og det er nettopp dette vi er på jakt etter å finne ut. Vi ser derfor på forskjellige metoder for å nå dette målet, og innrømmer implisitt at vi ikke tror fullstendig på hypotesen om effisiente markeder.

2.1.1 Eiendelsbasert verdsettelse

Eiendelsbasert verdsettelse er sannsynligvis den enkleste verdsettelsesmodellen, og har ifølge Damodaran (2012) to grener. Verdsettelsen kan baseres på likvidasjonsverdien på alle eiendelene, altså hvor mye kontanter man kan skrape sammen ved å selge selskapets eiendeler stykkevis og delt, eller man kan basere verdsettelsen på hva det vil koste å gjenskaffe samtlige eiendeler i selskapet. Begge metodene ser bort fra alle potensielle framtidige inntekter og utgifter, og metoden passer derfor veldig bra for selskaper som er gått, eller som vil gå, konkurs.

2.1.2 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse tar hensyn til selskapets vekstprospekt, risikoprofil og kontantstrømmer for å sette en verdi. Den mest brukte metoden innen fundamental verdsettelse er diskontert kontantstrømanalyse, som fungerer best for investorer som har lang sikt på sin investeringshorisont (Damodaran 2012), ettersom markedet ikke vil korrigere feilprising over natten. I all sin enkelhet går fundamental verdsettelse ut på å finne nåverdien av alle framtidige kontantstrømmer for et gitt selskap. Det vanskelige er å predikere disse framtidige kontantstrømmene og deres diskonteringsrate. Kontantstrømmene kan vurderes opp mot egenkapital, total kapital eller til investor som dividender.

2.1.3 Komparativ verdsettelse

Selv om multipler kan brukes i en fundamental verdsettelse, er den ikke komparativ. Selskapet vurderes strategisk opp mot andre selskaper, markedet og økonomien vurderes, og selskapets økonomi vurderes uten å ta andre selskapers økonomi i direkte sammenligning. Ved komparativ verdsettelse er det nettopp sammenligning som er kjernen, ved å se på multipler som pris/bok, pris/fortjeneste, pris/salg, etc. Hvilke multipler man velger avhenger av hvilken industri selskapet opererer i. Komparativ verdsettelse er enkelt å bruke, tar liten tid, og er dermed lite kostbart. Metoden er likevel ansett som unøyaktig, og står som regel dårlig på egne ben. Den fungerer imidlertid bra som supplement til fundamental metode.

2.1.4 Opsjonsbasert verdsettelse

Opsjonsbasert verdsettelse vedgår at nåverdi av framtidige kontantstrømmer ikke alltid er tilstrekkelig for å verdsette et selskap. I tilfeller hvor et selskap opererer i et usikkert miljø, og har en opsjon for å utsette et prosjekt, slik som et patent, eller en opsjon på å utvide ved å satse hardere eller for eksempel bygge ut et bart landområde, vil i noen tilfeller verdien på selskapet være bedre bestemt ved bruk av en opsjonsmodell enn ved å diskontere framtidige kontantstrømmer, da utfallet av disse valgmulighetene enda ikke er bestemt.

2.1.5 Teknisk verdsettelse

Teknisk verdsettelse er bruken av statistikk og harde fakta om pris og volum for å bestemme verdien på en aksje, og derfor brukes stort sett kun på børsnoterte selskaper. Modellen ignorerer økonomiske faktorer og strategier, osv., og ser i stedet etter trender i aksjemarkedet, og bruker disse trendene til å predikere framtidig kursutvikling.

2.2 Valg av metode

Eiendelsbasert verdsettelse passer som nevnt bra for å verdsette selskaper som er på konkursens rand, og mindre bra for å verdsette sunne selskaper. Lerøy leverer gode resultater og selskapets eiendeler representerer neppe selskapets verdi på en god måte. Fundamental verdsettelse undersøker økonomiske faktorer for å predikere framtidige inntekter og risiko, og verdsetter selskapet basert på dette. Lerøy er et voksende selskap i en voksende bransje, og som vi skal se senere blir selskapets verdi sterkt påvirket av flere økonomiske faktorer. Komparativ verdsettelse sammenligner forholdstall med andre bedrifter i tilsvarende eller

samme industri, og finner hva selskapet *bør* være verdt gitt konkurrentenes resultater. Lerøy har flere konkurrenter i et relativt homogent marked, hvor en håndfull har tilsvarende størrelse. Opsjonsbasert verdsettelse ser på verdien av åpne valgmuligheter i bedriften for å bestemme selskapets verdi. Lerøy driver FoU på noen områder, men selv om innovasjon er viktig i bransjen er ikke patenter og opsjoner en del av selskapets kjernevirksomhet. Teknisk verdsettelse ser på trender i aksjemarkedet, og ignorerer økonomiske faktorer. Selv om vi skal se at det finnes tydelige trender i oppdrettsmarkedet for laks har analyse av trendene til aksjens utvikling lite faglig tyngde.

Vi kommer derfor videre til å jobbe med fundamental verdsettelse, hvorpå vi kommer til å supplere med en komparativ verdsettelse. I den fundamentale verdsettelsen kommer vi til å bruke egenkapitalmetoden, både fordi vi finner denne mer intuitiv enn totalkapitalmetoden, men også fordi den er mer relevant i tilfeller hvor målet er å verdsette selskapets egenkapital i stedet for selskapet i sin helhet. Samtidig krever totalkapitalmetoden bruk av det vektete gjennomsnittlige kapitalkravet (WACC), som typisk er lavere enn kravet til egenkapitalen, og gjør dermed verdivurderingen mye mer sensitiv til endringer i både egenkapitalkravets inndata og satsen for evig vekst. De to metodene gir samme verdivurdering av egenkapitalen når brukt konsistent, og vi ser derfor ikke noe poeng i å bruke begge metodene (Pinto, et al. 2010).

Vi kommer ikke til å konvergere resultatene fra den fundamentale og den komparative verdsettelsen, ettersom vi ser på fundamentale verdsettelser som betraktelig mer pålitelig. Den komparative verdsettelsen kan imidlertid fungere veldig godt til å vurdere nøyaktigheten av den fundamentale verdsettelsen.

2.3 Framgangsmåte

I kapittel 3 starter vi den strategiske analysen. Vi gir først en oversikt over bransjen vha. Porters fem krefter, før vi foretar en analyse av makrosituasjonen vha. en selvutvidet Porters diamantmodell. Vi bruker så SVIMA-modellen til å foreta en intern analyse for å finne ut om Lerøy innehar varige konkurransefortrinn i forskjellige kategorier. Til slutt oppsummerer vi funnene i en SWOT-analyse.

Kapittel 4 tar for seg den historiske regnskapsanalysen. Vi tar først avgjørelser om på hvilket nivå vi ønsker å analysere Lerøys regnskap, og hvor mange år vi ønsker å se tilbake. Videre

omgrupperer vi de historiske regnskapene for å finne et mål på effektiv skattesats, ordne opp i brudd på kongruensprinsippet, luke ut unormale poster og på andre måter gjøre regnskapet klart for analysen som senere skal føre til framskriving av regnskapet.

I kapittel 5 finner vi avkastningskravene for finansiell gjeld og plassering av kontanter, samt egenkapital, som krever en redegjøring av risikofri rente, beta og markedets risikopremie.

I kapittel 6 dekker vi trender og prognoser. Vi finner først en presentsats for selskapets evige vekst i stabil tilstand før vi prognostiserer framtidige inntekter og kostnader. Vi setter også opp en investeringsplan for kjøp av nye konsesjoner og bearbeidingsanlegg, samt inkluderer en kort kommentar om vedlikehold. Videre kommenterer vi hvordan framskrivingen av balansen og kontantstrømmene henger sammen med sine respektive og tidligere årsregnskap, før vi gir en oversikt over antatt framtidig gjelds- og forfallstruktur og behandling av bankenes lånebetingelser. Vi avslutter med en framtidig kredittvurdering før vi viser de framskrevne regnskapene.

I kapittel 7, et kort kapittel, gjennomfører vi den fundamentale verdsettelsen vha. egenkapitalmetoden. Lerøys framskrevne kontantstrømmer neddiskonteres til 31. desember 2013, og vi bruker Gordons vekstmodell til å finne selskapets terminalverdi i 2024. Den fundamentale verdsettelsen konkluderer med en aksjepris på 219,81 kroner.

Kapittel 8 er et supplement til kapittel 7, hvor en komparativ verdsettelse er ment å bekrefte eller avkrefte aksjeprisen på 219,81 kroner. Vi starter med en oppsummering av valget av komparative selskaper, som vi alt har dekket i kapittel 1, før vi argumenterer for bruken av tre multiplikatorer, og regner ut disse for alle fire selskaper. Verdsettelsen konkluderer med en aksjepris på 223,26 kroner, og er dermed veldig nær konklusjonen fra kapittel 7. I stedet for å konvergere de to konklusjonene argumenterer vi igjen for at den komparative analysen bekrefter resultatet fra den fundamentale analysen.

Kapittel 9 tar for seg sensitivitetsanalysen, hvor vi undersøker hvor stor påvirkning små endringer i gitte nøkkeltall har på resultatene fra den fundamentale analysen. Analysen konkluderer med at det er meget usannsynlig at riktig aksjepris for 31. desember 2013 var lavere enn 197,85 kroner eller høyere enn 247,98 kroner.

I kapittel 10 konkluderer vi med at aksjen er til dels underpriset, med børspris på 214,50 kroner mot riktig verdi på 225,39 kroner og et 12-måneders kursmål på 244 kroner.

3. Strategisk analyse

Vi skal videre gjennomføre en strategisk analyse før vi begynner på den finansielle analysen. Vi begynner med en ekstern analyse, delt inn i en analyse av bransjen og en av makrosituasjonen. For bransjeanalysen kommer vi til å bruke Porters fem krefter for å undersøke konkurransesituasjonen innad i bransjen, mens Porters diamantmodell vil bli brukt for å analysere norske oppdretteres fordeler over oppdrettere fra andre land. Videre vil vi bruke en såkalt VRIO-modell, eller SVIMA på norsk, for å analysere om Lerøy har noen interne fordeler over bransjen generelt.

3.1 Bransjeanalyse

Porters fem krefter er en metode for å analysere industrier og deres attraktivitet, eller konkurransesituasjon, og er i all hovedsak en ekstern bransjeanalyse. Den tar for seg fem faktorer som vi skal se nærmere på. MarketLine leverer utmerkede bransjeanalyser i sin portefølje, og det ville vært naivt å ikke ta hensyn til disse. Følgende delkapitler trekker derfor informasjon fra rapportene Aquaculture in Norway (2013) og Global Aquaculture (2013).

3.1.1 Kunders forhandlingsmakt

Kunder defineres som importører, supermarkeder, grossister og foredlere i utlandet. Laks, HOG, er vanskelig for kjøpere å skille på kvalitet, og eksistensen av spotpriser for samme råvare bidrar til ytterligere generalisering. Bortsett fra produktets geografiske opphav, ser kundene stort sett på laks som laks. Kostnaden ved å bytte leverandør er ikke særlig store, kunder er prissensitive, og produsenters behov for å få solgt unna fersk fisk før den blir uspiselig, sammen med den lange ledetiden, øker kunders forhandlingsmakt.

Som tidligere nevnt er bransjen preget av vertikal integrering, og slipper derfor unna de største problemene rundt mange små kunder med dyr og krevende logistikk. Dette fører også til at kundene ikke har investert i egen produksjonskapasitet, noe som reduserer deres forhandlingsmakt. Kunders makt blir videre redusert av økt etterspørsel etter fisk i verdensmarkedet grunnet økt velstand.

Totalt er kunders forhandlingsmakt antatt å være moderat.

3.1.2 Leverandørers forhandlingsmakt

Leverandører inkluderer produsenter og importører av utstyr, slik som fraktskip, merder, teknisk utstyr, slakteutstyr, etc. I tillegg kommer leverandører av fôr, medisiner, konsesjoner og arbeidskraft. Ved prisøkning på innsatsvarer kan dette skyves over på lakseprodusentene, da prisøkninger rammer alle fôrprodusenter relativt likt, og oppdretterne er avhengig av fôr. Det finnes heller ingen substitutter til dagens fôr, samt at kvalitet er viktig for oppdretterne. Konsesjonssystemet i Norge har vist tegn på endring, og i 2014 ble det for første gang avholdt auksjoner. Etterspørselen etter konsesjoner er naturlig nok mye høyere enn tilbudet, og både ved det gamle systemet og det nye genererer utvidelser av produksjonskapasitet store investeringer for oppdretterne.

Integrasjon videre bakover er i dag ikke tilstedeværende, og kan heller ikke forventes å bli det i framtiden grunnet de åpenbare driftsforskjellene. Leverandører av medisiner er meget viktig for oppdretterne, men leverer relativt generiske produkter, noe som også gjelder fôrprodusentene. Kostnadene ved å bytte leverandører er lave for oppdrettsnæringen, med unntak for teknisk utstyr som krever opplæring.

Totalt er leverandørers forhandlingsmakt antatt å være moderat.

3.1.3 Trussel fra nye aktører

Etablering vil for potensielle nye konkurrenter kreve store investeringer for å bygge et oppdrettsanlegg, og konsesjoner kan være kostbare avhengig av type, og er, blant annet i Norge, svært vanskelig å få tak i. Prosessering av fisk kan også være kostbart, enten som investering i anlegg eller som avtale med outsourcing-partner, og en ny aktør vil derfor sannsynligvis selge sin fisk uprosessert i starten.

På den annen side er det ikke unaturlig om flere land ønsker å ta del i oppdrettseventyret. Danmark har eksperimentert med oppdrett i tanker på land, noe som, dersom suksessfullt, vil gjøre oppdrett tilgjengelig for helt nye produsenter i markeder som i dag ikke har de rette biologiske forholdene. For en aktør med langsiktige planer, gjerne med et statlig organ i ryggen, vil ikke de store investeringene være avskrekkende. Nye aktører kan dra nytte av tidligere nevnte punkter som liten differensiering mellom produkter, de lave kostnadene forbundet med bytte av leverandør og at det er flere aktører på både kunde- og

leverandørsiden. Vi har tidligere vist at lakseprisene har steget mye den siste tiden, og etterspørselen er som nevnt forventet å øke ytterligere.

Totalt er trusselen fra nye aktører forventet å være relativt stor.

3.1.4 Trussel fra substituttprodukter

Substitutter er, i all hovedsak, kjøtt av andre dyr som leverer proteiner. Vi har tidligere definert bransjen som produsenter av laks, og substitutter inkluderer derfor naturligvis også annen fisk, både viltfanget og fra oppdrett. Fisk er viktig, og proteiner er viktig. Vi har også nevnt hvor store helsegevinster man kan få av å spise laks kontra kjøtt fra landdyr, og hvordan økt velferd vil trekke konsumenter nærmere sunnere produkter. Laks fra oppdrett er heller ikke særlig dyrt for sluttbrukerne. Videre er overfiske et stort problem, og verdens fangst av vill fisk synker.

Media i Norge og utland har den siste tiden fokusert mye på at laksen er usunn og helsefarlig. Uavhengig av om dette er riktig eller ikke blir mange forbrukere skremt, og søker alternative kilder til proteiner, omega 3 og vitaminer. Konsumenter har heller ingen kostnader forbundet med å bytte produkt, og alternativene finnes.

Totalt anses trusselen fra substitutter som moderat.

3.1.5 Rivalisering

Det finnes mange lakseoppdrettere, både i Norge og i utlandet, og disse varierer fra små familiebedrifter med ett anlegg på én liten konsesjon, til store, multinasjonale konsern som Marine Harvest. Det produseres desidert mest laks i Norge og Chile, men et gitt antall andre land har også sin produksjon av nevneverdig størrelse.

Begrensede muligheter til å øke produksjonen, samt økningen i etterspørsel og pris, reduserer rivaliseringen mellom produsenter, ettersom bransjen ikke er et nullsumspill. Konsolideringen i markedet vil, etter klassisk økonomisk teori, tilsi at rivaliseringen reduseres.

Den største rivaliseringen forekommer rundt leveransekontrakter med lengre tidshorisont, samt leverandøravtaler med supermarkedkjeder og andre distributører. Som nevnt er produktdifferensieringen lav og kostnadene ved å bytte leverandør/produsent små. Store

kostnader forbundet med å legge ned og å rydde opp etter driften er irrelevant, ettersom konsesjoner ikke kan selges løst, og anleggene dermed er mer verdt solgt enn nedlagt. At lagringskostnadene er høye, at brorparten av produktene er ferskvare og bare en mindre del er prosessert, fører også til økt rivalisering.

Totalt er graden av rivalisering antatt å være moderat.

3.1.6 Oppsummering

Konkurransen i bransjen reduseres av økt etterspørsel og begrensningene rundt det norske konsesjonssystemet, men forsterkes av produkter som er vanskelig å skille fra hverandre, lave kostnader forbundet med å bytte leverandør av laks, lang ledetid, kort holdbarhet og høye kostnader forbundet med lagerhold.

Trusselen fra substitutter forsterkes av potensielle farer ved oppdrettslaksen, enten disse påstandene er korrekt eller ikke, samt at overfiske kan redusere tilgangen på fôr og at substitutter som kjøtt fra landgående dyr dermed tar over.

Nye aktører kan bli en trussel dersom oppdrett på land viser seg å være uproblematisk både biologisk og økonomisk, og dersom andre land ønsker å kopiere Norges suksess med oppdrett.

Framover blir det spennende å se hva som skjer med det norske konsesjonssystemet, og om dette går tilbake til billige konsesjoner som tildeles små, lokale aktører, eller om auksjoner blir den nye normen. Uansett utfall kan de store oppdretterne forvente å måtte betale dyrt for å ekspandere. Fôrsituasjonen er mer avhengig av tilgangen på råvarer og framtidig FoU enn på leverandørenes forhandlingsmakt.

Store kunder bruker sin forhandlingsmakt til å senke prisene ved å forhandle om store kvanta på lang sikt. Kundernes sterkeste våpen er imidlertid at laksen i stor grad er en ferskvare som må omsettes før den blir uspiselig for mennesker.

3.1.7 Noter om Lerøy

For å motvirke noen av disse kreftene jobber Lerøy hardt med produktdifferensiering. Merkevaren Aurora, som kommer fra rent vann i Nord-Norge, markedsføres som et høykvalitetsprodukt som er klart til konsum i, for eksempel, Japan mindre enn 24 timer etter

slakting i Norge (Michelsen 2012). Lerøy har også mye høyere selvforedlingsgrad enn sine konkurrenter, og har investert store summer på foredlingsfasiliteter både i Norge og Europa. Selskapet har også innført sporbarhet på samtlige laks de leverer, slik at kunden kan spore sitt produkt tilbake til anlegget den kommer fra. På disse måtene unngår man mye av den generiske problematikken fersk laks medfører, og kan beholde mer av profitten selv.

Av biologiske innsatsvarer er Lerøy, bortsett fra for fôr, i stor grad selvforsynt. De produserer egen befruktet rogn, og all smolt selskapet benytter kommer fra egne anlegg. Dette reduserer leverandørers makt, samtidig som det reduserer biologisk risiko.

Trusselen fra substituttprodukter, spesielt med hensyn på negativ omtale om oppdrettslaks i media, er det vanskelig for Lerøy å gjøre noe med selv. Medlemskap i bransjeorganisasjonen Fiskeri- og havbruksnæringens landsforening (FHL), samt det obligatoriske medlemskapet i Norges sjømatråd for alle eksportører av sjømat, er her de viktigste verktøyene for å redusere denne trusselen.

3.2 Makroanalyse

Michael Porters diamantmodell kan hjelpe oss med å forstå hvordan konkurransesituasjonen er for norske lakseoppdrettere, som Lerøy i all hovedsak er, med verden som konkurransearena (Johnson, Whittington and Scholes 2011). Denne modellen er imidlertid ikke nok alene. Den ser på ressurser, kapital, kunnskap, infrastruktur og politikk, men den ignorerer vel så viktige, om ikke viktigere, faktorer som demografi og makroøkonomi. Vi kommer derfor til å bruke modellens faktorer, men vi kommer ikke til å følge modellens struktur, og vi kommer til å legge til punkter som synes viktig for oppdrettsbransjen.

3.2.1 Ressurser

Ressurser er råmaterialer, land/hav og menneskelig kapital, samt kunnskap, kapital, infrastruktur, etc. Den norske kysten med Golfstrømmen, sine store havarealer og lange, dype fjorder har optimale forhold for oppdrett av atlantisk laks, laksetypen som anses som den med høyest kvalitet. Norge startet tidlig med oppdrett av ørret og laks, og man har henholdsvis 55 og 46 års erfaring (Norges sjømatråd 2014). Arbeidskraften i norsk havbruk er derfor både erfaren og lett tilgjengelig. Råmaterialer er i all hovedsak råvarer til fôr, som

fiskes, høstes og produseres verden rundt, og er i veldig liten grad vertikalintegret inn i bransjen og dens støttespillere.

Ettersom oppdrett er en av Norges største industrier bidrar både staten, støttebransjer og aktørene selv med forskning, og kunnskap om oppdrett er på topp i verden, også grunnet erfaring og utdanningsmuligheter. De største oppdretterne er børsnotert, og kapital er i så måte lett tilgjengelig. Bransjen har historisk sett ikke hatt problemer med å finansiere investeringer eller oppkjøp. Laksenæringens viktighet, samt kystens lengde, har ført til utvikling av spesialskip til frakt av både levende og død laks, i fersk eller frosset tilstand, og infrastrukturen er godt lagt til rette for dette.

Med unntak for innsatsvarer for fôr, har den norske oppdrettsnæringen klare lokasjonsfordeler med tanke på foregående faktorer.

3.2.2 Innenlands etterspørsel

Det norske markedet har vært vant til fisk som mat i årtusener, og norske kunders tradisjoner og kvalitetsbevissthet er krevende. I tillegg er nordmenn blant verdens rikeste, målt etter BNP per innbygger (The World Bank), og man kan derfor ta seg råd til å kreve både gode og sunne produkter. Dette kan eksemplifiseres i det siste årets fokus på hvorvidt laks er sunt eller ikke (Verdens Gang 2013). Ettersom de norske forbrukerne gjerne er på topp i verden når det gjelder fokus på sunnhet og bærekraftighet, er oppdrettere som må etterleve disse kravene meget godt rustet til å møte et stadig mer krevende marked i Europa og resten av verden. Dette, sammen med rene farvann, fører til økt salg i bl.a. Kina (Hegnar.no 2014).

Kravstore norske kunder påvirker utvilsomt næringens evne til å konkurrere internasjonalt i positiv retning.

3.2.3 Støttebransjer

Klyngen av oppdrettsbedrifter i Norge, spesielt på Vestlandet, har ført til at flere støttebedrifter har etablert seg i samme områder. Utviklingen av luseskjørtet er et praktisk eksempel på hvordan støttebransjer kan nyte godt av å gjøre den norske oppdrettsindustrien godt rustet til å takle sine utfordringer nasjonalt og internasjonalt (Calanus AS 2013). Et annet utmerket eksempel er samarbeidet med fôrprodusentene, som øker egen profitt ved å øke lakseprodusentenes effektivitet og profitt.

Norsk oppdrettsnæring lever i symbiose med støttenæringen, og sammen gjør de hverandre sterkere i internasjonal konkurranse.

3.2.4 Struktur og rivalisering

Industriens struktur i Norge, tross senere års konsolidering, består av mange produsenter, hvorav minst fire er veldig store. Vi definerte tidligere rivaliseringen i markedet som moderat, ikke sterk, men heller ikke svak, og det er ikke til å legge skjul på at eksistensen av så mange lokale produsenter bidrar til å skjerpe produsentenes oppmerksomhet. Slik lokal konkurranse har vist seg å hjelpe produsenter fra flere land til å prestere bedre i internasjonal konkurranse (Johnson, Whittington and Scholes 2011).

Strukturen innad i bransjen, samt rivaliseringen innenlands, bidrar til å øke konkurransedyktigheten utenlands, men synes mindre viktig enn samtlige andre punkter.

3.2.5 Politikk

Styringsmaktene har også stor påvirkningskraft på bransjen, både i form av bidrag innen forskning og som skjerpende organ. Her spiller den norske stat sine to roller godt. Statlige forskere, både på universiteter og ved statlige forskningsorganer, hjelper næringen med å løse problemer knyttet til lakselus, sykdommer og andre utfordringer. Videre brukes lover og regler fra regjeringen som virkemiddel for å sørge for at fisken har det godt, at lusebestanden holdes nede og at laksens kjøtt ikke skal være usunt å spise. Dette fører til at norsk oppdrettslaks har godt rykte på seg internasjonalt. Det er også medvirkende årsak til at Norge ble langt mindre påvirket av infeksjøs lakseanemi-utbruddet i 2007. Viruset kom fra Norge til Chile, men grunnet strengere regler for hvor tett merdene og anleggene kan stå, ble Norge rammet i langt mindre grad, mens næringen i Chile nesten fikk nådestøtet (Dagbladet 2010).

Norsk politikks sterke fokus på sikkerhet, helse, bærekraftighet og velvære gir norsk laks, samt andre produkter, svært godt rykte utenlands. Resultater fra offentlig forskning kommer laksenæringen til gode på flere måter.

3.2.6 Demografi og makroøkonomi

Med forventet befolkningsvekst fra syv til ni milliarder fram mot 2050, trenger vi ikke bare mer mat, men velferdsveksten vil også føre til at vi spiser bedre, mer proteinrik, mat. Laks

er, som tidligere nevnt, mer bærekraftig enn de fleste alternativer, og er i tillegg til det høye proteininnholdet veldig sunt. I FN-rapporten UN Secretary-General's High-Level Panel on Global Sustainability fra januar 2012 sies det at man i 2030 vil etterspørre 50% mer mat enn i 2012 (Countercurrents.org 2012). For lakseprodusentene betyr dette etter all sannsynlighet økt etterspørsel, og dermed økte priser, i lang tid framover.

Økt etterspørsel etter mat, kombinert med en allerede presset bestand av fisk verden over, vil også føre til høyere priser på innsatsvarer til fôr, uavhengig av hvor disse innsatsvarene kommer fra, men spesielt for marine råvarer. Til tross for at laksen tåler store mengder vegetabiliske innsatsvarer i fôret, er den avhengig av gitte mengder fiskemel og fiskeoljer, og man kan forvente at prisen på fôr i fremtiden vil gå opp. Økt produksjon av laks er dermed sterkt begrenset av om fôrprodusentene klarer å oppdrive nok råvarer, og å utvikle fôrprodukter som krever enda mindre marine innsatsvarer.

Vi har tidligere, i kapittel 1.1.7, nevnt flere eksempler på historiske makroforhold som har påvirket den norske lakseindustrien. Dette kan vel så gjerne skje i framtiden som det har gjort i fortiden, og man kan vanskelig forutse slikt.

3.2.7 Oppsummering

De fem første faktorene, som kommer fra Porters diamantmodell, viser at oppdrettsbransjen i Norge har et betraktelig konkurransefortrinn. Det er imidlertid langt fra alle land som produserer laks, og flere av de landene som produserer innehar én eller flere av disse fordelene selv. Med forspranget fra sent på 50-tallet samt gode kombinasjoner av alle disse fordelene, ikke bare én eller noen, er det likevel meget sannsynlig at norske produsenter er langt hevet over konkurrerende nasjoner nettopp fordi de har en konkurransefordel. Porters diamantmodell har i så måte hjulpet oss å bekrefte at det er deilig å være norsk lakseoppdretter. I verden.

Demografi og makroøkonomiske forhold er vel så viktige indikatorer for framtiden som konkurransesituasjonen. Vi kunne derfor ikke utelate disse fra makroanalysen. Innlemmelsen av disse gir oss tilleggsinnsikt om at prisene for både fôr og laks er antatt å merkbart øke fram mot 2050, samt at det er muligheter for at flere konkurrenter vil entre markedet for å dra nytte av de økte salgsprisene for laks.

Resultatene fra Porters to modeller gjør det meget sannsynlig at vi senere vil finne at Lerøys kontantstrømmer vil være positive også i framtiden, og så langt i den strategiske analysen virker det lite sannsynlig at vi skal finne tegn på at aksjen er overpriset med mindre Lerøys investorer er i overkant optimistiske.

3.3 Intern analyse

For å analysere Lerøys lønnsomhetspotensial i framtiden, bruker vi SVIMA-modellen. SVIMA tilbyr en intern ressursbasert analyse, hvor vi kan undersøke hvorvidt Lerøy har konkurransefortrinn over sine konkurrenter, og i hvilken grad disse eventuelle fortrinnene eksisterer. Dersom fortrinn eksisterer kan vi forvente at Lerøys inntjening reflekterer en såkalt superprofitt – at inntjeningen er høyere enn gjennomsnittlig, gitt bransje og risikoprofil. Ved fravær av et slikt fortrinn kan man forvente at Lerøys inntjening vil være lik konkurrentenes inntjening gitt at risikoprofilen er lik.

For at en ressurs skal bidra til å gi superprofitt må den være sjelden, viktig, ikke-imiterbar, mobiliserbar og approprierbar (SVIMA). Dersom ingen av disse kriteriene nås, vil ressursen være en ulempe i stedet for en fordel. Dersom ressursen er sjelden, altså at konkurrentene har tilgang på den samme ressursen i enten ingen eller liten grad, bidrar den til å skape en midlertidig fordel. Er den i tillegg viktig, blir også den midlertidige fordel viktig. Ikke-imiterbare ressurser gir varige fordeler, og er den også mobilisert gir den realiserte, varige fordeler. Ressurser som oppfyller alle fem kriteriene, også approprierbar, gir store, beholdte, realiserte og varige forskjeller. At en ressurs er mobilisert betyr at den blir utnyttet av bedriften, og at den konverteres til økonomiske verdier. En ressurs som er appropriert gir også avkastning, eller den koster mindre enn den smaker, for eierne. Er ressursen ikke appropriert vil den verdien som skapes tilfalle andre enn bedriften – enten selger/utleier av ressursen, eller kjøper av bedriftens produkter – og ressursen må derfor ha høyere verdi innenfor bedriften enn utenfor (Jakobsen and Lien 2001).

Sjelden	Forskjeller
Viktig	Store forskjeller
Ikke-imiterbar	Varige, store forskjeller
Mobilisert	Realiserte, varige og store forskjeller
Approprierbar	Beholdte, realiserte, varige og store forskjeller

Tabell 2: SVIMA (Jakobsen and Lien 2001)

3.3.1 Materielle ressurser

Vi ser ikke bort fra teknologiske ressurser, men dekker de høyteknologiske anleggene som fysiske ressurser, og patenter og forskning under kunnskap, innovasjon og kreativitet.

Finansielle ressurser

Selv om kapitalmarkedene, både for lån og emisjoner, er velfungerende, er kapital en begrenset ressurs, og således sjelden. Lerøy er ikke den aktøren i bransjen med de største finansielle musklene, men har likevel et overtak på mindre aktører. Det er imidlertid ikke vanskelig for de mindre aktørene å finansiere sine aktiviteter. I en bransje hvor utvidelse av produksjonen er ensbetydende med store investeringer, enten i nye konsesjoner eller i oppkjøp av andre bedrifter, er tilgjengeligheten av finansielle ressurser viktig. Denne tilgjengeligheten er imidlertid relativt lett imiterbar, selv om noen selskaper nok får lån lettere enn andre.

Uavhengig av om de finansielle ressursene er mobilisert og appropriert, kan vi konkludere med at Lerøy i beste fall har et potensielt midlertidig konkurransefortrinn, men ligger etter all sannsynlighet i pari med resten av bransjen. Vi kunne naturligvis sammenligne Lerøys egenkapitalgrad, likviditetsgrader, lånerenter, etc., med konkurrentenes, men på nåværende tidspunkt ville det tilført analysen liten eller ingen verdi.

Fysiske ressurser

Lerøy er selvforsynt med smolt, og åpnet i januar 2013 verdens mest moderne smoltanlegg, som er ett av flere anlegg som bidrar til å holde Lerøy selvforsynt med smolt. Videre, med sitt høyteknologiske slakteanlegg i nord, har Lerøy virkelig slått et slag for moderne drift (Lerøy Seafood Group ASA 2014). Dette er en sjelden ressurs som også er en viktig og sentral del av Lerøys strategi. Ressursen er mobilisert, ettersom anleggene fungerer som de skal, og den vertikale integreringen både opp og ned gjør at Lerøy kan appropriere godene fra disse ressursene selv. Dette forsterkes videre av Lerøys høye bearbeidingsgrad innenhus, og i 2013 kom hele 30,2% av Lerøys omsetning fra bearbeidet laks (Lerøy Seafood Group ASA 2014).

Lerøy har et varig og beholdt konkurransefortrinn med sine anlegg og sin vertikale integrasjon.

Organisatoriske ressurser

Lerøy har brukt mye ressurser på å utvikle merkenavnet Aurora, spesielt for premiumsegmentet i Japan og resten av Asia. Fra øyeblikket fisken tas ut av det krystallklare vannet i Nord-Norge, ligger den i fiskedisken eller på restauranten i Japan før det er gått 24 timer. Produktet markedsføres med bilder av oppdrettsanlegget i fullt nordlys, et fenomen som slår spesielt godt an i Japan (Michelsen 2012). Kombinasjonen rundt laksens opprinnelsessted, logistikk og markedsføring gir Lerøy en sjelden ressurs som også er viktig. Ressursen er imidlertid imiterbar på lengre sikt, både når det gjelder lokasjon, logistikk og markedsføring. Lerøy har derfor et midlertidig konkurransefortrinn i premiumsegmentet i Asia.

Merkenavnet Lerøy er også en viktig ressurs. Lerøy har en sjelden ressurs i alle sine prosesseringsanlegg i Europa, som dekker eget marked og nabomarkeder i Sverige, Frankrike, Spania og i Nederland, samt sine salgsorganisasjoner i enda flere land i tre verdensdeler. Både prosesseringsanleggene og salgsorganisasjonene er imidlertid imiterbare på lengre sikt, men gir i mellomtiden både mobiliserte og approprierte konkurransefordeler.

3.3.2 Immaterielle ressurser

Menneskelige ressurser

Lerøys organisasjon holdes i gang av velfungerende ansatte med mye ekspertise og erfaring, som påpekt i kapittel 4.2.1. Dette er imidlertid ikke en sjelden ressurs, da samtlige norske oppdrettere kan antas å også ha tilgang på dette. Det ble imidlertid oppmerksomhet i media da Lerøy kapret den beste fiskeanalytikeren i Norge, Sjur S. Malm, som ny finansdirektør (E24 2012). Malm er fra naturens side en sjelden ressurs, da han kun finnes i ett eksemplar, men på lang sikt er fordelene ikke særlig gjeldende. Vi konkluderer derfor med at Lerøy har et lite, kortvarig konkurransefortrinn innen menneskelige ressurser.

Kunnskap, innovasjon og kreativitet

Innen FoU er Lerøy tilsynelatende ett steg framfor sine konkurrenter. Målet, som søkes oppnådd ved dyrking av tare, blåskjell og virvelløse organismer etter forskning i samarbeid med Bellona, er å bruke avfallsstoffene fra lakseproduksjon til å skape innsatsvarer til laksefôr, humant konsum og bioenergi, og slik nå bærekraftig produksjon. En positiv bivirkning er at CO₂ skal kunne fanges i stor skala (Lerøy Seafood Group ASA 2014).

Lerøy besitter en både sjelden og viktig ressurs i sitt fokus på forskning og utvikling. Også denne ressursen er imiterbar, men på mye lengre sikt enn tidligere nevnte imiterbare ressurser. Dersom forskningen viser seg å være mobiliserbar, noe den sannsynligvis gjør, vil hele bransjen kunne dra nytte av den, og på lang sikt vil ikke ressursen være appropriert ettersom fordelene sannsynligvis vil absorberes av konsumenter. Lerøy vil, som initiativtaker og utvikler, imidlertid dra nytte av approprierte nytteeffekter i tiden fram til dette skjer. Lerøy har derfor antakeligvis et beholdt konkurransefortrinn på mellomlang sikt innen FoU.

Relasjoner

Lerøy er flink til å skape og til å benytte seg av relasjoner. Samarbeidet med konkurrenten SalMar omfatter produksjon i Skottland og Nord-Norge, samt bearbeiding på to lokasjoner i Norge. For Lerøy og SalMar muliggjør dette stordriftsfordeler på lokasjoner som hver for seg ikke tillater dette. Selv om denne ressursen naturlig nok deles med SalMar er den både sjelden og viktig, og ettersom to av de store aktørene alt har inngått samarbeidsavtaler er den også vanskelig å imitere for resterende aktører. Fordelene med delt prosessering er i høyeste grad mobilisert, både ved at Lerøy kunne legge ned sitt slakteri i Kristiansund og åpne et nytt, høyteknologisk slakteri på Skjervøy, og ved at de to selskapene sammen lettere får tilgang på den nødvendige finansielle styrke som kreves for å kjøpe mindre oppdrettsanlegg, slik som sist med Villa Organic i Nord-Norge. Til sist er ressursen appropriert da den øker Lerøys konkurransedyktighet i markedet (Lerøy Seafood Group ASA 2014).

Videre har Lerøy kontrollerende eierskap, like over 50% eierandel, i syv selskaper, og ikke-kontrollerende eierskap, like under 50% eierandel, i ett selskap. Disse selskapene har forskjellige virkeområder, og spenner fra produksjon i Nord-Norge til bearbeiding og distribusjon i Europa, samt markedsføring og salg i Tyrkia. Selve relasjonen er imidlertid her ikke like viktig som merkevaren, som vi har dekket tidligere (Lerøy Seafood Group ASA 2014).

3.3.3 Oppsummering

Det viser seg gjennom SVIMA-analysen at Lerøy har flere konkurransefortrinn over sine konkurrenter. Noen er varige og beholdte, mens andre er midlertidige.

Finansielle ressurser	Paritet
Fysiske ressurser	Varig og beholdt konkurransefortrinn innen produksjon og bearbeiding
Organisatoriske ressurser	Midlertidig beholdt konkurransefortrinn innen premiumsegmentet i Asia, samt merkenavnet Lerøy og dens distribusjon
Menneskelige ressurser	Lite, kortvarig konkurransefortrinn
Innovasjon og kreativitet	Beholdt konkurransefortrinn på mellomlang sikt
Relasjoner	Varig og beholdt konkurransefortrinn vha. relasjonen med SalMar

Tabell 3: Oppsummering konkurransefortrinn

3.4 Oppsummering og SWOT

Ved hjelp av Porters fem krefter har vi nå analysert fiskeoppdrettsbransjen, vi har brukt en selvjustert utgave av Porters diamantmodell til å undersøke makroforholdene, og videre foretatt en SVIMA-analyse for bedre å forstå Lerøys konkurransefortrinn. Vi skal nå bruke en SWOT-analyse for å fordele noen av disse funnene inn i to selskapsinterne faktorer, styrker og svakheter, og to eksterne faktorer, muligheter og trusler, for lettere å kunne organisere og bruke funnene fra de foregående analysene.

Styrker

Lerøys vertikale integrering med egen produksjon av rogn og smolt, foredlingsfasiliteter i store deler av Europa og høy bearbeidingsgrad som hindrer at produktet blir sett på som generisk er en av Lerøys tydeligste fordeler mot mindre aktører. Merkevarene Lerøy og Aurora er også viktig, spesielt i noen markeder. Lerøy er også sterkere på FoU enn konkurrentene. Oppdrett av andre arter enn laks gir gjenbruk av avkapp som fôr og Lerøys forsprang på produksjon av blåskjell, tare og virvelløse organismer kan antas å hjelpe Lerøy til å vinne fram i kampen om nye, grønne konsesjoner. En annen styrke er Lerøys høyteknologiske anlegg for slakt og smoltproduksjon, samt det til nå gode samarbeidet med SalMar.

Svakheter

Som nevnt tidligere er lakseprisen drevet av etterspørsel. Dette er en god ting i et marked hvor etterspørselen øker, men det gjør også Lerøy følsom overfor endring i etterspørselsmønsteret og økning i tilbudet fra konkurrenter. Dette forsterkes av den lange ledetiden og korte holdbarheten, selv om dette er likt for alle i bransjen. At Lerøy har stort sett all sin produksjon samlet i et geografisk belte som strekker seg fra Nord-Norge til Skottland gjør selskapet mer sårbar for europeiske sykdomsutbrudd enn for eksempel Marine Harvest som også har produksjon i Chile. Lerøy slipper imidlertid av samme grunn unna eksponeringen de dårligere forholdene i Chile fører til.

Muligheter

Potensielle endringer, som vi det siste året har sett relativt sikre tegn på, i konsesjonssystemet åpner muligheter for Lerøy til å benytte sin gode posisjon innen FoU og miljøhensyn til å kapre slike konsesjoner til lavere kostnad enn konkurrentene. Samtidig står hele bransjen overfor økt etterspørsel etter fiskeproteiner som følge av framtidig økning i både verdens befolkning og levestandard.

Trusler

Dessverre for bransjen er ikke alt rosenrødt, og til tross for forventet tilbudsøkning kan bransjen se andre grunner til framtidige problemer. Mangel på marine innsatsvarer fører ikke bare til økte fôrpriser men gjør det også nødvendig å finne ytterligere flere ikke-marine innsatsvarer. Dette fører igjen til en videre reduksjon i omega 3-innholdet i laksekjøtt, noe som alt har vært et argument mot forbruk av oppdrettslaks. En voksende bevisstgjøring på laksens innhold av miljøgifter er også en framtidig trussel, som enten den er velbegrunnet eller ikke skaper redusert etterspørsel. Videre har lakselus lenge vært en utfordring for bransjen, både i form av direkte kostnader knyttet til eget dyrehold, men også kostnader knyttet til opprensning av lakseelver. Slik opprensning er også nødvendig og kostbart – for ikke å snakke om omdømmeskadende – med hensyn på rømming av laks. Det er ingen garanti for at nyvinninger i kampen mot lakselus vil virke over tid, selv om det nyutviklede luseskjørtet virker lovende. Det jobbes også med forskning på oppdrett av steril laks, som et våpen mot skadevirkninger på villaksbestanden, men det rapporteres foreløpig om utfordringer knyttet til metoden (Havforskningsinstituttet 2011). Nye aktører, eller for stor produksjonsvekst hos eksisterende aktører, kan påføre bransjen nye lavkonjunkturperioder. Andre trusler er makroforhold som sykdomsutbrudd og eksportrestriksjoner pålagt av andre lands regjeringer.

4. Regnskapsanalyse

4.1 Data og rammeverk

4.1.1 Analysenivå

Lerøy er et konsern med flere datterselskaper innenlands og utenlands, og vi må velge om vi skal vurdere hver av disse separat, om vi skal vurdere hver av Lerøys organisatoriske deler separat, eller om vi skal vurdere alt i ett som et konsern. Grunnet tilgjengeligheten til konsernregnskapet, mens datterselskapenes regnskap ikke er offentlig tilgjengelig, ser vi ikke hensikten med å splitte opp verddivurderingen i mindre biter. Vi kommer derfor til å vurdere Lerøy som et helhetlig selskap basert på den regnskapsinformasjonen vi har tilgjengelig.

4.1.2 Analyseperiode

For den historiske regnskapsanalysen kommer vi til å bruke tall tilbake til og med 2004. Dette har to grunner. Den første er vi ønsker å bruke ti år med regnskapstall som basis for fremtidsregnskapet vi senere skal sette sammen. Dette gir oss fleksibilitet til å bruke alle ti årene der dette er nødvendig, mens vi kan velge å bruke mindre i tilfeller hvor eldre data ikke virker representative for nåtid og framtid. Grunn nummer to er at Lerøy, sammen med stort sett hele Norges børsnoterte selskaper, gikk over til IFRS fra NGAAP i 2005, og samtidig publiserte regnskapet for 2004 i IFRS-format. Dette gjør at vi har ti år med relativt konsekvente årsregnskap tilgjengelig.

4.1.3 Regnskap for 2014

Ettersom Lerøys årsrapport for 2013 ble offentliggjort i slutten av april 2014, og ettersom et antatt årsregnskap for 2014 basert på kun første kvartal vil være særdeles unøyaktig, vil vi kun jobbe med tall til og med 2013. Denne beslutningen forsterkes av at første kvartalsrapport for 2014 ikke var klar før i midten av mai, noe som ville skapt merkbare problemer med tidsfristen for denne oppgaven, bare en måned senere. 2014 vil derfor være en del av framskrivingen av regnskapet som helhet, og ikke en del av analysegrunnlaget for framskrivingen.

DRIFTSINNEKTER OG DRIFTSKOSTNADER	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Salgs-/driftsinntekter	3 561 818	4 014 704	5 619 513	6 304 759	6 059 813	7 474 027	8 887 671	9 162 813	9 097 146	10 764 714
Andre gevinster og tap	0	0	0	0	0	0	0	0	0	53 805
Vareforbruk/-kjøp	3 033 920	3 254 686	4 105 186	4 698 675	4 279 152	5 177 492	5 479 869	6 184 793	6 499 768	7 039 813
Endring varelager	0	0	0	0	0	135 068	132 291	318 613	57 449	258 380
Lønn og andre personalkostnader	201 211	245 819	399 999	579 004	664 377	690 477	777 845	967 789	1 031 872	1 094 464
Andre driftskostnader	152 202	191 625	342 943	472 158	579 295	586 743	691 791	858 107	853 884	1 004 148
EBITDA	174 485	322 574	771 385	554 922	536 989	1 154 383	1 805 875	1 470 737	769 071	1 938 474
Avskrivninger	39 598	48 214	84 707	153 846	197 023	204 007	219 624	271 899	291 768	307 175
Nedskrivninger	0	0	0	0	0	0	0	0	33 000	5 500
Driftsresultat før verdjustering av biologiske eiendeler	134 887	274 360	686 678	401 076	339 966	950 376	1 586 251	1 198 838	444 303	1 625 799
Verdjustering av biologiske eiendeler	207	69 412	85 938	15 838	36 369	60 483	298 538	615 767	294 735	764 229
Gevinst/tap ved salg av driftsmidler	2 419	250	2 921	13 861	2 760	220	0	14 060	5 795	0
Driftsresultat	132 675	343 522	769 695	403 053	300 837	1 010 639	1 884 787	597 131	744 832	2 390 028
TILKNYTTET VIRKSOMHET OG NETTO FINANS										
Inntekt fra tilknyttede selskap	19 984	64 534	128 982	35 509	13 716	62 744	122 006	19 741	24 831	192 188
Annen renteinntekt	5 334	9 659	16 284	29 583	32 664	13 182	16 704	41 229	33 972	17 951
Andre finansinntekter	259	0	0	30 125	5 537	1 761	3 773	3 231	2 967	4 305
Annen rentekostnad	20 062	24 997	52 090	126 504	186 245	95 455	81 832	121 821	128 691	120 258
Annen finanskostnad	1 489	1 752	4 488	2 940	2 463	5 593	4 917	4 523	3 401	3 838
Resultat før skattekostnad	136 701	390 966	858 383	368 826	164 046	987 278	1 940 521	534 988	674 510	2 480 376
Sum skattekostnad	55 402	90 019	205 938	89 262	36 994	257 137	510 952	156 311	182 749	593 981
Årsresultat	81 299	300 947	652 445	279 564	127 052	730 141	1 429 569	378 677	491 761	1 886 395

Tabell 4: Resultatregnskap 2004 til 2013 (Lerøy Seafood Group ASA)

ANLEGGSMIDLER	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Utsatt skattefordel	0	0	0	0	0	4 461	3 697	6 546	21 545	11 807
Konsesjoner, rettigheter	205 000	309 400	764 587	1 183 089	1 291 625	1 289 977	1 972 239	1 981 726	1 978 924	1 978 656
Goodwill	82 237	134 508	1 157 761	1 649 216	1 668 302	1 669 634	1 875 521	1 897 147	1 993 129	2 008 485
Driftsmidler	127 572	190 947	442 570	747 661	897 811	843 716	1 116 878	1 362 173	1 289 389	1 434 980
Bygninger og tomter	65 567	93 885	252 492	401 467	397 007	381 683	469 456	474 211	805 150	942 032
Aksjer i tilknyttede selskaper	247 800	320 867	308 592	289 474	277 455	272 970	338 864	329 168	331 056	735 071
Aksjer tilgjengelig for salg	2 232	2 615	5 737	26 423	23 161	23 115	22 989	23 173	18 281	5 553
Langsiktige fordringer	0	1 621	244	681	6 274	11 928	8 129	8 453	8 607	26 171
Pensjonsmidler	1 932	245	360	535	469	0	0	0	0	0
Sum anleggsmidler	732 340	1 054 088	2 932 343	4 298 546	4 562 104	4 497 484	5 807 773	6 082 597	6 446 081	7 142 755
OMLØPSMIDLER										
Biologiske eiendeler	244 203	528 123	1 052 319	1 494 133	1 676 164	1 858 562	2 706 733	2 370 938	2 724 941	3 727 361
Andre varer	87 857	95 337	189 326	265 008	223 158	236 311	290 379	328 045	326 225	358 482
Kundefordringer	418 468	594 752	752 676	690 800	772 440	876 127	1 013 932	934 443	995 289	1 486 428
Andre fordringer	63 020	83 065	169 539	219 885	159 844	130 734	176 282	148 395	199 083	316 192
Aksjer og verdipapirer	744	810	0	0	0	0	0	0	0	0
Kontanter og kontantekvivalenter	260 236	191 157	509 872	537 738	388 486	707 989	1 357 096	1 597 429	1 082 797	872 513
Sum omløpsmidler	1 074 528	1 493 244	2 673 732	3 207 564	3 220 092	3 809 723	5 544 422	5 379 250	5 328 335	6 760 976
Sum eiendeler	1 806 868	2 547 332	5 606 075	7 506 110	7 782 196	8 307 207	11 352 195	11 461 847	11 774 416	13 903 731
EGENKAPITAL										
Aksjekapital	34 441	39 377	42 777	53 577	53 577	53 577	54 577	54 577	54 577	54 577
Egne aksjer	66	66	285	8 687	12 355	12 355	12 355	20 479	330	330
Overkurs	621 728	816 656	1 243 830	2 601 390	2 601 390	2 601 390	2 731 690	2 731 690	2 731 690	2 731 690
Sum innskutt egenkapital	656 103	855 967	1 286 322	2 646 280	2 642 612	2 642 612	2 773 912	2 765 788	2 785 937	2 785 937
Annen egenkapital	0	0	0	1 111 733	1 101 073	1 639 076	2 671 798	2 497 047	2 528 638	3 969 263
Øvrig konsernkapital	152 056	413 274	1 034 225	0	0	0	0	0	0	0
Sum opptjent egenkapital	152 056	413 274	1 034 225	1 111 733	1 101 073	1 639 076	2 671 798	2 497 047	2 528 638	3 969 263
Ikke-kontrollerende eierinteresser	4 106	6 705	20 172	20 830	20 658	18 568	548 564	534 931	649 381	793 747
Sum egenkapital	812 265	1 275 946	2 340 719	3 778 843	3 764 343	4 300 256	5 994 274	5 797 766	5 963 956	7 548 947
LANGSIKTIG GJELD										
Langsiktig rentebærende gjeld	330 057	458 545	1 577 997	1 724 699	1 672 761	1 504 707	2 221 701	2 429 365	2 402 770	2 356 803
Annen langsiktig gjeld	0	0	0	0	4 150	826	1 312	0	0	0
Utsatt skatt	73 250	154 237	451 172	643 529	669 327	834 877	1 260 028	1 083 693	1 230 458	1 486 972
Pensjonsforpliktelser	4 363	4 191	8 869	12 012	13 211	14 990	9 025	7 812	7 646	3 227
Andre forpliktelser	0	0	0	0	0	0	0	7 168	44 788	36 700
Sum langsiktig gjeld	407 670	616 973	2 038 038	2 380 240	2 359 449	2 355 400	3 492 066	3 528 038	3 685 662	3 883 702
KORTSIKTIG GJELD										
Leverandørgjeld	293 556	373 030	468 529	508 294	544 757	615 996	638 213	705 165	826 677	1 059 434
Kortsiktige kreditter	207 137	131 082	382 003	566 594	841 921	646 105	434 121	760 977	911 887	682 574
Skyldige offentlige avgifter m.v.	10 760	12 182	32 963	37 743	49 014	55 671	74 312	62 386	66 915	103 656
Betalbar skatt	4 612	19 206	153 513	76 154	16 631	93 551	395 233	322 105	88 925	320 344
Annen kortsiktig gjeld	70 868	118 913	190 310	158 242	206 081	240 228	323 976	285 410	230 400	305 074
Sum kortsiktig gjeld	586 933	654 413	1 227 318	1 347 027	1 658 404	1 651 551	1 865 855	2 136 043	2 124 804	2 471 082
Sum gjeld	994 603	1 271 386	3 265 356	3 727 267	4 017 853	4 006 951	5 357 921	5 664 081	5 810 466	6 354 784
Sum egenkapital og gjeld	1 806 868	2 547 332	5 606 075	7 506 110	7 782 196	8 307 207	11 352 195	11 461 847	11 774 422	13 903 731

Tabell 5: Balanseoversikt 2004 til 2013 (Lerøy Seafood Group ASA). Ubalansene i år 2004, 2006 og 2012 skyldes mangelen på tall som ikke er avrundet.

KONTANTSTRØMMER FRA DRIFT	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Resultat før skattekostnad	136 701	390 966	858 382	368 827	164 047	987 278	1 940 521	534 988	674 509	2 480 376
Periodens betalte skatt	7 867	7 838	26 777	153 046	75 695	17 409	94 915	407 229	267 078	99 726
Andre gevinster og tap	0	0	0	0	0	0	0	0	0	53 756
Tap/gevinst ved salg av anleggsmidler	2 419	250	2 921	13 861	2 760	220	0	0	0	0
Tap/gevinst ved salg av aksjer	234	0	0	25 134	0	0	0	0	0	0
Avskrivninger	39 598	48 214	84 707	153 846	197 023	204 007	219 624	271 899	291 768	307 175
Nedskrivninger	0	0	0	0	0	0	0	0	33 000	5 500
Resultateffekt tilknyttet selskap	19 984	64 534	128 982	35 509	13 716	62 744	122 006	19 741	24 831	192 188
Endring verdjustering biologiske eiendeler	0	0	0	15 838	36 369	60 483	298 538	616 741	294 735	763 312
Endring i varelager/biologiske eiendeler	47 340	120 530	175 182	200 882	176 551	135 067	133 265	313 670	32 316	271 364
Endring i kundefordringer	33 606	149 513	32 783	94 416	78 832	103 687	67 458	86 893	32 119	491 139
Endring i leverandørgjeld	33 665	62 543	29 958	7 993	36 463	71 239	8 312	51 911	94 239	232 757
Endring i netto pensjonsforpliktelse	325	633	3 105	75	1 265	2 073	5 965	1 213	166	4 419
Poster klassifisert som finansieringsaktiviteter	0	0	0	0	0	0	0	81 884	95 153	103 284
Effekt av valutakursendringer	0	0	0	0	0	0	0	438	0	0
Endring i andre tidsavgrensingsposter	2 286	7 252	56 423	67 120	122 062	59 452	11 670	29 211	93 811	5 520
Netto kontantstrøm fra drift	167 687	152 439	546 874	97 781	209 675	944 439	1 441 356	872 814	443 613	1 258 708
KONTANTSTRØMMER FRA INVESTERINGSAKTIVITETER										
Innbetalinger ved salg av varige driftsmidler	5 655	3 470	21 281	46 739	11 985	8 201	12 761	17 462	10 473	19 579
Utbetalinger ved kjøp av varige driftsmidler	50 294	78 256	245 309	454 784	344 829	151 960	280 510	534 122	515 995	583 393
Innbetaling ved salg av immaterielle eiendeler	0	0	0	0	40 000	0	0	0	0	74 928
Utbetaling ved kjøp av immaterielle eiendeler	14 639	2 000	0	0	120 986	1 232	1 782	9 405	565	20 081
Innbetalinger ved salg av aksjer og andeler i andre foretak	4 229	0	8 183	77 988	3 622	46	186	0	3 289	13 945
Utbetalinger ved kjøp av aksjer og andeler i andre foretak	2 430	9 050	0	21 560	2 515	1 765	18 441	1 675	2 325	208 987
Innbetalinger av utbytte fra tilknyttede selskaper	0	0	0	0	0	46 372	47 540	29 336	9 000	26 000
Innbetalinger ved salg av konsernselskap	0	0	0	0	0	2 000	0	0	9 350	0
Utbetalinger ved kjøp av konsernselskap/konsernbidrag til DS	9 850	62 841	933 933	295 112	38 367	3 625	540 000	22 754	112 282	3 509
Inn/utbetalinger på andre lånefordringer (kortsiktig/langsiktig)	0	841	1 377	431	5 593	5 479	3 919	254	156	17 564
Netto kontantstrøm fra investeringsaktiviteter	67 329	149 518	1 148 401	56 936	456 683	107 442	776 327	521 412	599 211	699 082
KONTANTSTRØMMER FRA FINANSIERINGSAKTIVITETER										
Netto endring kortsiktige kreditter	80 351	132 339	149 984	43 628	250 877	237 150	305 200	319 513	115 751	253 169
Innbetalinger ved opptak av ny langsiktig gjeld	7 042	18 812	517 733	143 518	201 171	93 954	793 257	575 896	350 827	1 054 181
Utbetalinger ved nedbetaling av langsiktig gjeld	44 590	51 352	78 650	192 483	228 590	223 998	268 906	362 278	342 752	1 081 253
Innbetalinger av egenkapital	0	126 839	430 573	284 824	0	1 600	131 300	0	0	0
Innbetalinger knyttet til renteinntekter	0	0	0	0	0	0	0	41 229	33 972	17 951
Utbetalinger knyttet til rente- og finanskostnader	0	0	0	0	0	0	0	123 113	136 061	127 663
Inn/utbetaling ved kjøp/salg av egne aksjer	1 701	0	22 399	8 000	25 974	0	0	0	0	0
Gjenkjøp av egenkapitalinteresser	0	0	0	0	0	0	0	15 198	0	0
Utbetalinger av utbytte	20 865	33 960	76 999	213 210	99 728	151 900	375 452	565 939	382 828	393 712
Netto kontantstrømmer fra finansieringsaktiviteter	137 063	72 000	920 242	12 979	97 756	517 494	25 001	129 890	361 091	783 665
Netto kontantstrømmer for perioden	36 705	69 079	318 715	27 866	149 252	319 503	640 028	221 512	516 689	224 039
Kontanter og kontantekvivalenter ved periodens begynnelse	296 941	260 236	191 157	509 872	537 738	388 486	707 989	1 357 096	1 597 429	1 082 796
Kontanter og kontantekvivalenter fra virksomhetsovertakelse	0	0	0	0	0	0	9 079	18 821	3 401	0
Valutakursendringer på kontanter	0	0	0	0	0	0	0	0	1 345	13 756
Kontanter og kontantekvivalenter ved periodens slutt	260 236	191 157	509 872	537 738	388 486	707 989	1 357 096	1 597 429	1 082 796	872 513

Tabell 6: Kontantstrømmer 2004 til 2013 (Lerøy Seafood Group ASA)

4.2 Omgruppering av resultatregnskap

Målgruppen for regnskap og balanser er kreditorer mer enn nåværende og potensielle eiere (Gjesdal 2007). Resultatregnskapet blander driftsinntekter med finanskostnader, og i balansen blandes driftseiendeler med eiendeler ikke relatert til drift og finansieringsposter. På grunn av dette er regnskapet lite egnet, i sin nåværende tilstand, til å være innsatsfaktor for en verddivurderingsanalyse (Koller, Goedhart og Wessels 2010). I dette delkapitlet omgrupperer vi derfor resultatregnskapet til å reflektere de tilstander som er relevant for investorer i stedet for kreditorer. Balansen vil omgrupperes i neste delkapittel, kapittel 4.3.

4.2.1 Skatt

I Norge må selskaper betale 28% skatt av overskudd, men den effektive skattesatsen er ofte enten høyere eller lavere enn dette grunnet midlertidige forskjeller i det finansielle resultatet og det skattemessige resultatet. Effekten forsterkes ytterligere hos internasjonale selskaper som betaler skatt i flere land, hvor skattesatser og skatteavtaler varierer. De siste ti år har Lerøy betalt 25,5% i skatt av sine totale resultater, eller 26,7% av årlig resultat i gjennomsnitt.

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Resultat før skattekostnad	136 701	390 966	858 383	368 826	164 046	987 278	1 940 521	534 988	674 509	2 480 376
Sum skattekostnad	55 402	90 019	205 938	89 262	36 994	257 137	510 952	156 311	182 749	593 981
Effektiv skattesats	40,5%	23,0%	24,0%	24,2%	22,6%	26,0%	26,3%	29,2%	27,1%	23,9%

Tabell 7: Skattekostnad 2004 til 2013 (Lerøy Seafood Group ASA)

Vi kommer i det omgrupperte regnskapet til å sette skattesats på finansielle og unormale poster til 28%, og vil la resterende skatt tilfalle gjenværende poster.

4.2.2 Brudd på kongruensprinsippet

Kun opptjent overskudd og egenkapitaltransaksjoner skal kunne føre til endringer på egenkapitalen. Alle andre transaksjoner skal reflekteres i resultatregnskapet, og akkumulerte brudd på kongruensprinsippet er såkalt uren opptjening (Gjesdal 2007). For å finne den urene opptjeningen i Lerøy har vi sett på hva som fører til endringer i egenkapitalen og har identifisert omregningsdifferansene som eneste kilde til uren opptjening. Ettersom disse verdiene er ført direkte mot egenkapitalen er det naturlig å se på dem som etter skatt.

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Inngående egenkapital	755 772	812 265	1 275 946	2 340 719	3 778 843	3 764 343	4 300 256	5 994 274	5 797 766	5 963 956
Årsresultat	81 299	300 947	652 445	279 564	127 052	730 141	1 429 569	378 677	491 761	1 886 395
Egenkapitaltransaksjoner	23 445	167 958	406 570	1 190 245	125 326	149 553	261 830	576 677	311 745	386 522
Omregningsdifferanser	1 361	5 224	5 758	31 685	16 226	44 675	2 619	1 492	13 826	85 118
Utgående egenkapital	812 265	1 275 946	2 340 719	3 778 843	3 764 343	4 300 256	5 994 274	5 797 766	5 963 956	7 548 947

Tabell 8: Omregningsdifferanser som kilde til uren opptjening

4.2.3 Unormale poster

Unormale poster fjernes fra det omgrupperte resultatregnskapet. Når vi senere skal framskrive regnskap, balanse og kontantstrømmer, ønsker vi ikke å la denne framskrivingen påvirkes av engangsinntekter eller kostnader som har vært av en mer tilfeldig karakter og

som ikke kommer til å gjentas i framtiden. Vi ønsker derfor å fjerne slike unormale poster fra regnskapet.

Ett slikt eksempel er gevinsten på 53,8 millioner kroner for salg av konsesjoner ved avvikling av virksomhet i Chile i 2013. Dette har blitt fjernet fra det omgrupperte regnskapet da det ikke er en normal driftsinntekt som kan forventes å skje igjen. Videre er nedskrivningene i 2012 og 2013 fjernet, da disse hører til avvikling av selskaper, også engangskostnader.

Postene endring varelager og verdijustering av biologiske eiendeler er poster som varierer veldig, og ikke følger et bestemt mønster. Postene viser ikke-realiserede verdiendringer som ikke påvirker kontantstrømmene, og bør således ikke være med i det normaliserte driftsregnskapet. Verdien av biologiske eiendeler bestemmes ved produktet av spotpris på laks og estimert antall kilo levende laks i merd, mens verdien av varelager refererer til endring i kostpris som følge av tillagte kostnader fratrukket reduksjon ved høsting. Ved å fjerne disse fjerner vi også store verdier fra selskapet, ettersom beholdning av varer og biologiske eiendeler i balansen da vil reduseres, men dette er ikke et problem ettersom vi bruker selskapets evne til å skape framtidige kontantstrømmer til å verdsette driften, og ikke selskapets eiendeler. Ved å fjerne disse postene som, som oftest er en økning i verdi, vil selskapets resultat reduseres, og vil også redusere skattekostnaden betraktelig. Lavere verdi på varelager og biologiske eiendeler vil imidlertid også redusere varekostnaden ved salg, som vil øke resultatet og redusere skattekostnaden. Over tid vil derfor denne effekten, både for inntekter og for skattekostnad, vannes ut ettersom verdiøkningen, og dermed skattekostnaden, vil øke betraktelig i salgøyeblikket. For å forenkle beregningene knyttet til dette, vil vi anta at fjerningen av endring i varelager og biologiske eiendeler vil gjenspeiles i vareforbruket samme år, selv om det nok er mer naturlig at dette påvirker regnskapet fordelt over de to påfølgende år. Det bør også nevnes at, på flere punkter enn disse to, Lerøys regnskap er uoversiktlig og vanskelig å manøvrere. Postene for endring i varelager og endring biologiske eiendeler gjenspeiler på ingen måte den faktiske og fullstendige endringen på beholdning av biologiske eiendeler i balansen, som blir brukt som motpost.

Poster relatert til gevinst og tap ved salg av driftsmidler fjernes også fra det omgrupperte regnskapet ettersom disse både vitner om feilvurderinger av verdi og representerer engangshendelser som ikke er representative for framtiden. Til slutt har vi fjernet andre finansinntekter og annen finanskostnad. Dette er gjort med bakgrunn i to observasjoner: At

andre finansinntekter er belastet 26 644 kroner i 2007 for en engangsgevinst ved salg av aksjer i Egersund Fisk, samt at de er uforutsigbare og ikke spesifisert i regnskapet.

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Andre gevinster og tap	0	0	0	0	0	0	0	0	0	53 805
Endring varelager	0	0	0	0	0	135 068	132 291	318 613	57 449	258 380
Nedskrivinger	0	0	0	0	0	0	0	0	33 000	5 500
Verdjustering av biologiske eiendeler	207	69 412	85 938	15 838	36 369	60 483	298 538	615 767	294 735	764 229
Gevinst/tap ved salg av driftsmidler	2 419	250	2 921	13 861	2 760	220	0	14 060	5 795	0
Andre finansinntekter	259	0	0	30 125	5 537	1 761	3 773	3 231	2 967	4 305
Annen finanskostnad	1 489	1 752	4 488	2 940	2 463	5 593	4 917	4 523	3 401	3 838
Unormalt driftsresultat	3 442	67 410	78 529	29 162	36 055	191 499	165 103	284 386	324 545	1 071 381
Skatt på unormalt driftsresultat	964	18 875	21 988	8 165	10 095	53 620	46 229	79 628	90 873	299 987

Tabell 9: Oversikt over unormale poster og unormalt driftsresultat

4.2.4 Utbytte

Som nevnt tidligere fører Lerøy regnskap etter IFRS, og har gjort dette siden 2005. Ettersom de også har ført regnskapet for 2004 etter IFRS i årsrapporten for 2005, er utbytte ikke en kilde til forvrengning i regnskapet. Vi trenger derfor ikke ta hensyn til hvordan dividender er ført under omgrupperingen av regnskapet.

4.2.5 Drift og finans

Det er i utgangspunktet ikke et klart skille mellom drift og finans i årsregnskapene til Lerøy. For å generere et rettvise bilde av verdiskapning og tilhørende aktiviteter vil vi derfor dele regnskapet inn i driftsrelaterte poster og finansielle poster. Finansielle poster påvirker ikke selskapets muligheter for verdiskapning på lang sikt, og holdes derfor separert fra driftsresultatet. De fleste postene er det uproblematisk å identifisere som tilhørende enten drift eller finans, og vil derfor ikke nevnes her, mens vi ser det som hensiktsmessig å begrunne klassifiseringen for følgende poster:

Inntekt fra tilknyttede selskap kommer fra datterselskaper innen samme bransje, og er ikke finansielle investeringsinntekter. Disse flyttes og klassifiseres derfor som driftsinntekter. Andre gevinster og tap er tilknyttet salg og avvikling av drift av virksomhet i Chile, og klassifiseres derfor som driftsinntekt.

4.2.6 Justering av målefeil

Målefeil av den lovlige typen kan skyldes enten avvik mellom regnskapsføring som er verdibasert og etter historisk kost, eller utilsiktet dårlig måling. I tillegg kommer målefeil

som er ulovlig, og anses som kreativ regnskapsføring, eller regnskapsmanipulasjon. Meningene om man bør korrigere for slike målefeil er mange, med både motstandere og forkjempere. Motstanderne peker på at man umulig kan vite hva som er rett, og dermed utilsiktet kan ende opp med å forurene regnskapet mer enn man rensker det, samt at målefeil i positiv og negativ retning i mange tilfeller kan utligne hverandre. Forkjemperne peker på at selv om justering av målefeil ikke er en presis vitenskap, vil fordelene veie opp for ulempene.

I denne utredningen, som er forfattet uten inngående kjennskap til regnskapsteori, ser vi på det som tryggest å ikke rote for mye. Sannsynligvis vil verdivurderingens nøyaktighet bli bedre om vi ikke begir oss ut på å synse om målefeil som kanskje ikke eksisterer, eller som korrigeres feil. Vi kommer likevel selvsagt til å implementere tidligere nevnte justeringer på unormale poster og uren opptjening,

4.3 Omgruppering av balanse

4.3.1 Drift og finans

Som for resultatregnskapet har vi delt inn balansen i poster tildelt drift eller finans for å skille ut og tydeliggjøre hvilke poster som er knyttet til selskapets drift og således bidrar til driftsresultatet. Vi kommenterer under på poster som ikke nødvendigvis er åpenbare.

Goodwill er verdien av eiendeler som ikke kan spesifiseres etter oppkjøp av selskaper. Alle oppkjøpte selskaper driver innen samme bransje, og goodwill er derfor driftsrelatert. Tilknyttede selskaper driver også innen samme bransje, og aksjer i tilknyttede selskaper er derfor driftsrelaterte. Vi definerer av same grunn aksjer tilgjengelig for salg som driftsrelatert. Langsiktige fordringer inkluderer ikke kundefordringer og poster definert som andre fordringer, og klassifiseres derfor som finansrelatert. Pensjonsmidler er kostnader forbundet med ansatte, og er altså driftsrelaterte.

Posten andre varer omhandler fôr og ferdigbearbeidede produkter, og er derfor driftsrelatert. Andre fordringer inkluderer blant annet merverdiavgift til gode, forskuddsbetalinger og valutaterminkontrakter, som alle antas å være driftsrelatert. Aksjer og verdipapirer er omløpsmidler og omtales som aksjer holdt for handelsformål, og klassifiseres derfor som finansrelatert (Lerøy Seafood Group ASA 2014). Differansen mellom kontanter og

kontantekvivalenter og leverandørgjeld har gjennom de ti siste år vært veldig varierende, med både positive og negative verdier. Det samme gjelder differansen mellom kontanter og kontantekvivalenter og kortsiktige kreditter. Vi antar derfor at hele beholdningen av kontanter og kontantekvivalenter er driftsrelatert, og ikke bare deler av den.

Annen langsiktig gjeld antas å ikke være rentebærende, og klassifiseres derfor som driftsrelatert. For andre forpliktelser referer Lerøy til note 5 i årsrapporten, som omhandler finansielle instrumenter. Vi antar derfor at posten andre forpliktelser er en finansiell post.

Neste års avdrag på banklån og leasing er klassifisert som kortsiktig gjeld, og vi definerer derfor kortsiktige kreditter som en finansiell post (Lerøy Seafood Group ASA 2014). Skyldige offentlige avgifter mv. regnes som driftsrelatert da vi antar offentlige avgifter relaterer til driften og ikke til finansielle instrumenter. For annen kortsiktig gjeld viser note 10 i Lerøys årsregnskap til helt klare driftsrelaterte gjeldsposter.

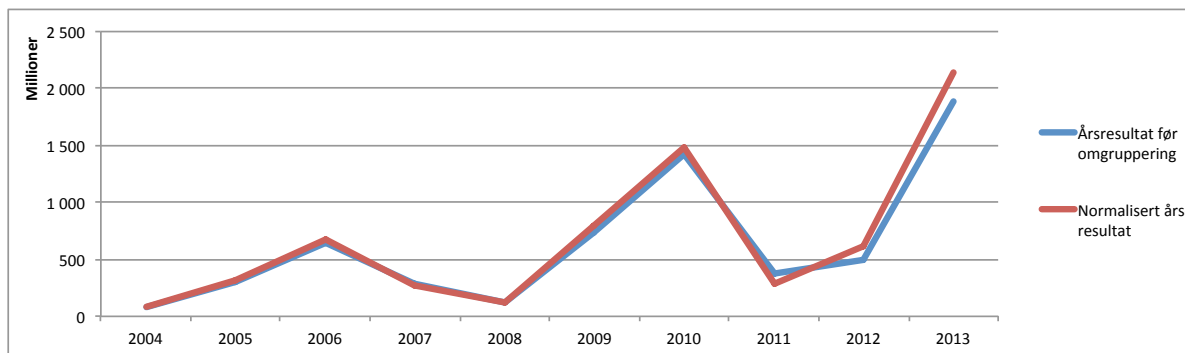
4.4 Omgruppert regnskap

Vi har i det omgrupperte resultatregnskapet valgt å sette posten for uren opptjening etter normalisert årsresultat ettersom disse omregningsdifferansene ikke følger et bestemt mønster, og derfor ikke er representativ for den økonomiske utviklingen. Av grafen i figur 7 ser vi at Lerøys opprinnelige årsresultat i kun ett av ti år er merkbart høyere enn det normaliserte årsresultatet, noe som kan vitne om at man ikke bruker uren opptjening til å vise høyere resultater enn reelt.

Den omgrupperte balansen kan settes opp på tre måter, avhengig av om formålet er å vise total kapital, sysselsatt kapital eller driftskapital. For vår oppgave, hvor vi ønsker å vurdere verdien av driften av Lerøy, vil det være mest hensiktsmessig å omgruppere balansen med fokus på den kapitalen som er investert i den daglige driften, altså driftskapitalen. Vi kommer også, som et supplement, til å omgruppere balansen for å vise sysselsatt kapital.

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Salgs-/driftsinntekter	3 561 818	4 014 704	5 619 513	6 304 759	6 059 813	7 474 027	8 887 671	9 162 813	9 097 146	10 764 714
Vareforbruk/-kjøp	3 033 713	3 185 274	4 019 248	4 682 837	4 315 521	4 981 941	5 313 622	6 481 947	6 147 584	6 017 204
Bruttofortjeneste	528 105	829 430	1 600 265	1 621 922	1 744 292	2 492 086	3 574 049	2 680 866	2 949 562	4 747 510
Lønn og andre personalkostnader	201 211	245 819	399 999	579 004	664 377	690 477	777 845	967 789	1 031 872	1 094 464
Andre driftskostnader	152 202	191 625	342 943	472 158	579 295	586 743	691 791	858 107	853 884	1 004 148
Avskrivninger	39 598	48 214	84 707	153 846	197 023	204 007	219 624	271 899	291 768	307 175
Inntekt fra tilknyttede selskap	19 984	64 534	128 982	35 509	13 716	62 744	122 006	19 741	24 831	192 188
Driftsresultat før skatt	155 078	408 306	901 598	452 423	317 313	1 073 603	2 006 795	602 812	796 869	2 533 911
Skatt på driftsresultat	60 490	75 439	193 976	108 235	90 092	226 554	482 959	258 505	118 398	322 640
Driftsresultat etter skatt	94 588	332 867	707 622	344 188	227 221	847 049	1 523 836	344 307	678 471	2 211 271
Annen renteinntekt	5 334	9 659	16 284	29 583	32 664	13 182	16 704	41 229	33 972	17 951
Skatt på annen renteinntekt	1 494	2 705	4 560	8 283	9 146	3 691	4 677	11 544	9 512	5 026
Resultat sysselsatt kapital	98 429	339 822	719 347	365 488	250 739	856 540	1 535 863	373 992	702 931	2 224 195
Annen rentekostnad	20 062	24 997	52 090	126 504	186 245	95 455	81 832	121 821	128 691	120 258
Skatt på annen rentekostnad	5 617	6 999	14 585	35 421	52 149	26 727	22 913	34 110	36 033	33 672
Normalisert årsresultat	83 984	321 824	681 842	274 405	116 643	787 813	1 476 944	286 281	610 274	2 137 610
Uren opptjening	1 361	5 224	5 758	31 685	16 226	44 675	2 619	1 492	13 826	85 118
Unormale driftsposter	2 212	69 162	83 017	1 977	39 129	195 331	166 247	283 094	324 979	1 070 914
Unormale finansposter	1 230	1 752	4 488	27 185	3 074	3 832	1 144	1 292	434	467
Skatt unormale poster	964	18 875	21 988	8 165	10 095	53 620	46 229	79 628	90 873	299 987
Fullstendig nettoresultat	80 145	365 135	744 141	263 717	74 457	881 017	1 598 437	83 015	830 120	2 994 122
Egenkapitaltransaksjoner	23 445	167 958	406 570	1 190 245	125 326	149 553	261 830	576 677	311 745	386 522
Endring egenkapital	56 700	533 093	1 150 711	1 453 962	50 869	731 464	1 860 267	493 662	518 375	2 607 600

Tabell 10: Omgruppert resultatregnskap fra 2004 til 2013



Figur 7: Årsresultat før og etter omjustering fra 2004 til 2013

ANLEGGSMIDLER	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Utsatt skattefordel	0	0	0	0	0	4 461	3 697	6 546	21 545	11 807
Konsesjoner, rettigheter	205 000	309 400	764 587	1 183 089	1 291 625	1 289 977	1 972 239	1 981 726	1 978 924	1 978 656
Goodwill	82 237	134 508	1 157 761	1 649 216	1 668 302	1 669 634	1 875 521	1 897 147	1 993 129	2 008 485
Maskiner, inventar, utstyr, etc.	127 572	190 947	442 570	747 661	897 811	843 716	1 116 878	1 362 173	1 289 389	1 434 980
Bygninger	58 161	85 481	238 597	386 377	382 010	360 767	446 314	449 338	763 212	870 307
Tomter	7 407	8 404	13 892	15 090	14 997	20 916	23 142	24 873	41 938	71 725
Aksjer i tilknyttede selskaper	247 800	320 867	308 592	289 474	277 455	272 970	338 864	329 168	364 056	773 571
Aksjer tilgjengelig for salg	2 232	2 615	5 737	26 423	23 161	23 115	22 989	23 173	18 281	5 553
Langsiktige fordringer	0	1 621	244	681	6 274	11 928	8 129	8 453	8 607	26 171
Pensjonsmidler	1 932	245	360	535	469	0	0	0	0	0
Sum anleggsmidler	732 341	1 054 088	2 932 340	4 298 546	4 562 104	4 497 484	5 807 773	6 082 597	6 479 081	7 181 255
OMLØPSMIDLER										
Biologiske eiendeler	243 996	458 504	896 762	1 322 738	1 541 138	1 527 985	2 209 909	2 171 268	2 173 087	2 152 898
Andre varer	87 857	95 337	189 326	265 008	223 158	236 311	290 379	328 045	326 225	358 482
Kundefordringer	418 468	594 752	752 676	690 800	772 440	876 127	1 013 932	934 443	995 289	1 486 428
Andre fordringer	63 020	83 065	169 539	219 885	159 844	130 734	176 282	148 395	199 083	316 192
Aksjer og verdipapirer	744	810	0	0	0	0	0	0	0	0
Kontanter og kontantekvivalenter	261 466	194 139	517 342	518 023	365 697	689 032	1 339 283	1 580 908	1 066 710	802 154
Sum omløpsmidler	1 075 551	1 426 607	2 525 645	3 016 454	3 062 277	3 460 189	5 029 785	5 163 059	4 760 394	5 116 154
Sum eiendeler	1 807 892	2 480 695	5 457 985	7 315 000	7 624 381	7 957 673	10 837 558	11 245 656	11 239 475	12 297 409
EGENKAPITAL										
Aksjekapital	34 441	39 377	42 777	53 577	53 577	53 577	54 577	54 577	54 577	54 577
Egne aksjer	66	66	285	8 687	12 355	12 355	12 355	20 479	330	330
Overkurs	621 728	816 656	1 243 830	2 601 390	2 601 390	2 601 390	2 731 690	2 731 690	2 731 690	2 731 690
Sum innskutt egenkapital	656 103	855 967	1 286 322	2 646 280	2 642 612	2 642 612	2 773 912	2 765 788	2 785 937	2 785 937
Annen egenkapital	153 079	346 637	886 138	920 623	943 258	1 289 542	2 157 161	2 280 856	1 993 697	2 362 941
Sum opptjent egenkapital	153 079	346 637	886 138	920 623	943 258	1 289 542	2 157 161	2 280 856	1 993 697	2 362 941
Ikke-kontrollerende eierinteresser	4 106	6 705	20 172	20 830	20 658	18 568	548 564	534 931	649 381	793 747
Sum egenkapital	813 288	1 209 309	2 192 632	3 587 733	3 606 528	3 950 722	5 479 637	5 581 575	5 429 015	5 942 625
LANGSIKTIG GJELD										
Langsiktig rentebærende gjeld	330 057	458 545	1 577 997	1 724 699	1 672 761	1 504 707	2 221 701	2 429 365	2 402 770	2 356 803
Annen langsiktig gjeld	0	0	0	0	4 150	826	1 312	0	0	0
Utsatt skatt	73 250	154 237	451 172	643 529	669 327	834 877	1 260 028	1 083 693	1 230 458	1 486 972
Pensjonsforpliktelser	4 363	4 191	8 869	12 012	13 211	14 990	9 025	7 812	7 646	3 227
Andre forpliktelser	0	0	0	0	0	0	0	7 168	44 788	36 700
Sum langsiktig gjeld	407 670	616 973	2 038 038	2 380 240	2 359 449	2 355 400	3 492 066	3 528 038	3 685 662	3 883 702
KORTSIKTIG GJELD										
Leverandørgjeld	293 556	373 030	468 529	508 294	544 757	615 996	638 213	705 165	826 677	1 059 434
Kortsiktige kreditter	207 137	131 082	382 003	566 594	841 921	646 105	434 121	760 977	911 887	682 574
Skyldige offentlige avgifter m.v.	10 760	12 182	32 963	37 743	49 014	55 671	74 312	62 386	66 915	103 656
Betalbar skatt	4 612	19 206	153 513	76 154	16 631	93 551	395 233	322 105	88 925	320 344
Annen kortsiktig gjeld	70 868	118 913	190 310	158 242	206 081	240 228	323 976	285 410	230 400	305 074
Sum kortsiktig gjeld	586 933	654 413	1 227 318	1 347 027	1 658 404	1 651 551	1 865 855	2 136 043	2 124 804	2 471 082
Sum gjeld	994 603	1 271 386	3 265 356	3 727 267	4 017 853	4 006 951	5 357 921	5 664 081	5 810 466	6 354 784
Sum egenkapital og gjeld	1 807 891	2 480 695	5 457 988	7 315 000	7 624 381	7 957 673	10 837 558	11 245 656	11 239 481	12 297 409

Tabell 11: Omgruppert balanse fra 2004 til 2013. Ubalansene i år 2004, 2006 og 2012 skyldes i sin helhet mangel på regnskapstall som ikke er avrundet.

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Driftsrelaterte anleggsmidler	732 341	1 052 467	2 932 096	4 297 865	4 555 830	4 485 556	5 799 644	6 074 144	6 470 474	7 155 084
Langsiktig driftsrelatert gjeld	77 613	158 428	460 041	655 541	686 688	850 693	1 270 365	1 091 505	1 238 104	1 490 199
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	654 728	894 039	2 472 055	3 642 324	3 869 142	3 634 863	4 529 279	4 982 639	5 232 370	5 664 885
Driftsrelaterte omløpsmidler	1 074 807	1 425 797	2 525 645	3 016 454	3 062 277	3 460 189	5 029 785	5 163 059	4 760 394	5 116 154
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	379 796	523 331	845 315	780 433	816 483	1 005 446	1 431 734	1 375 066	1 212 917	1 788 508
Driftsrelatert arbeidskapital	695 011	902 466	1 680 330	2 236 021	2 245 794	2 454 743	3 598 051	3 787 993	3 547 477	3 327 646
Netto driftseiendeler	1 349 739	1 796 505	4 152 385	5 878 345	6 114 936	6 089 606	8 127 330	8 770 632	8 779 847	8 992 531
Egenkapital	809 182	1 202 604	2 172 460	3 566 903	3 585 870	3 932 154	4 931 073	5 046 644	4 779 634	5 148 878
Ikke-kontrollerende eierinteresser	4 106	6 705	20 172	20 830	20 658	18 568	548 564	534 931	649 381	793 747
Langsiktig finansiell gjeld	330 057	458 545	1 577 997	1 724 699	1 672 761	1 504 707	2 221 701	2 436 533	2 447 558	2 393 503
Finansielle anleggsmidler	0	1 621	244	681	6 274	11 928	8 129	8 453	8 607	26 171
Langsiktig netto finansiell gjeld	330 057	456 924	1 577 753	1 724 018	1 666 487	1 492 779	2 213 572	2 428 080	2 438 951	2 367 332
Kortsiktig finansiell gjeld	207 137	131 082	382 003	566 594	841 921	646 105	434 121	760 977	911 887	682 574
Finansielle omløpsmidler	744	810	0	0	0	0	0	0	0	0
Kortsiktig netto finansiell gjeld	206 393	130 272	382 003	566 594	841 921	646 105	434 121	760 977	911 887	682 574
Netto finansiell gjeld	536 450	587 196	1 959 756	2 290 612	2 508 408	2 138 884	2 647 693	3 189 057	3 350 838	3 049 906
Netto driftskapital	1 349 738	1 796 505	4 152 388	5 878 345	6 114 936	6 089 606	8 127 330	8 770 632	8 779 853	8 992 531

Tabell 12: Omgruppert balanse for 2004 til 2013 for driftskapital. Ubalansene i år 2004, 2006 og 2012 skyldes avrundede verdier i Lerøys årsrapport

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Driftsrelaterte anleggsmidler	732 341	1 052 467	2 932 096	4 297 865	4 555 830	4 485 556	5 799 644	6 074 144	6 470 474	7 155 084
Langsiktig driftsrelatert gjeld	77 613	158 428	460 041	655 541	686 688	850 693	1 270 365	1 091 505	1 238 104	1 490 199
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	654 728	894 039	2 472 055	3 642 324	3 869 142	3 634 863	4 529 279	4 982 639	5 232 370	5 664 885
Driftsrelaterte omløpsmidler	1 074 807	1 425 797	2 525 645	3 016 454	3 062 277	3 460 189	5 029 785	5 163 059	4 760 394	5 116 154
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	379 796	523 331	845 315	780 433	816 483	1 005 446	1 431 734	1 375 066	1 212 917	1 788 508
Driftsrelatert arbeidskapital	695 011	902 466	1 680 330	2 236 021	2 245 794	2 454 743	3 598 051	3 787 993	3 547 477	3 327 646
Netto driftseiendeler	1 349 739	1 796 505	4 152 385	5 878 345	6 114 936	6 089 606	8 127 330	8 770 632	8 779 847	8 992 531
Finansielle anleggsmidler	0	1 621	244	681	6 274	11 928	8 129	8 453	8 607	26 171
Finansielle omløpsmidler	744	810	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansielle eiendeler	744	2 431	244	681	6 274	11 928	8 129	8 453	8 607	26 171
Sysselsatte eiendeler	1 350 483	1 798 936	4 152 629	5 879 026	6 121 210	6 101 534	8 135 459	8 779 085	8 788 454	9 018 702
Egenkapital	809 182	1 202 604	2 172 460	3 566 903	3 585 870	3 932 154	4 931 073	5 046 644	4 779 634	5 148 878
Ikke-kontrollerende eierinteresser	4 106	6 705	20 172	20 830	20 658	18 568	548 564	534 931	649 381	793 747
Langsiktig finansiell gjeld	330 057	458 545	1 577 997	1 724 699	1 672 761	1 504 707	2 221 701	2 436 533	2 447 558	2 393 503
Kortsiktig finansiell gjeld	207 137	131 082	382 003	566 594	841 921	646 105	434 121	760 977	911 887	682 574
Finansiell gjeld	537 194	589 627	1 960 000	2 291 293	2 514 682	2 150 812	2 655 822	3 197 510	3 359 445	3 076 077
Sysselsatt kapital	1 350 482	1 798 936	4 152 632	5 879 026	6 121 210	6 101 534	8 135 459	8 779 085	8 788 460	9 018 702

Tabell 13: Omgruppert balanse for 2004 til 2013 for sysselsatt kapital. Ubalansene i år 2004, 2006 og 2012 skyldes avrundede verdier i Lerøys årsrapport

Mens tabell 11 viser den omgrupperte balansen i sin helhet, får vi i tabell 12 innsikt i Lerøys driftskapital, og i tabell 13 i den sysselsatte kapitalen. For en nærmere forklaring av hvilke poster som inngår som driftsrelatert eller finansrelatert, henvises det tilbake til delkapittel 4.2.5 og delkapittel 4.3.1.

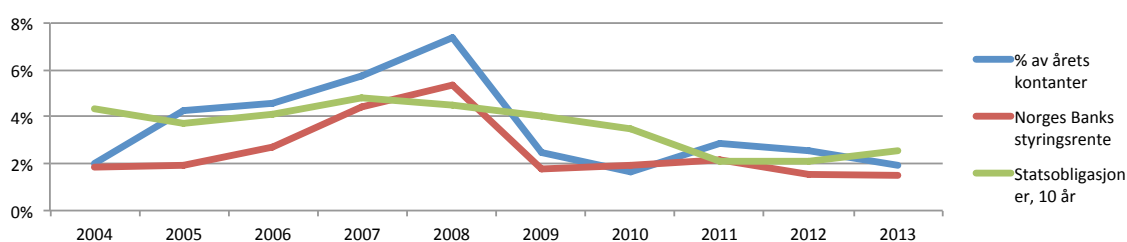
5. Avkastningskrav

Pengers verdi er ikke konstant. 100 kroner i dag er mer verdt enn 100 kroner om et år, og en investor må kompenseres for dette uavhengig av om det investeres i gjeld eller egenkapital. Risiko påvirker også verdi. En risikabel investering må derfor ha en forventning om verdiøkning for at en investor vil ønske å investere i den, gitt at investoren ikke finner høyere verdi i spenningen forbundet med risiko enn i tapet av sikkerhet. En investerings avkastningskrav bestemmes derfor i hovedsak av både kompensasjon for inflasjon og for risiko.

5.1 Finansielt gjeldskrav

Før vi kan ta fatt på prognosene om vekst i inntekter og kostnader må vi finne verdier for Lerøys rentesatser, ettersom disse er en vesentlig del av kostnader og til dels påvirker inntekter. Kredittinstitusjoner belaster naturlig nok høyere renter for utlån enn de gir på innskudd, og vi må derfor finne verdier for disse to separat. I praksis kan forskjellige konti tjene/belastes forskjellige satser innen samme kategori, men det vil ikke være hensiktsmessig å gå så detaljert til verks, og vi beregner derfor bare ett krav til finansielle eiendeler, og ett krav til finansiell gjeld.

5.1.1 Krav til finansielle eiendeler

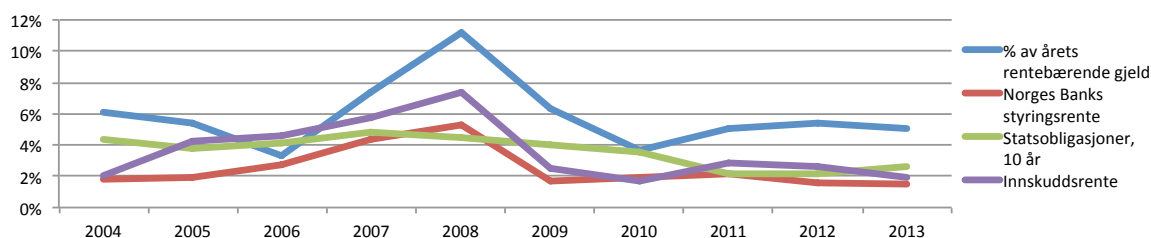


Figur 8: Historisk effektiv innskuddsrente, Norges Banks Styringsrente og avkastning på norske statsobligasjoner med ti års løpetid (Norges bank 2014)

Renter utbetales samme år som de opptjenes, og for å finne en representativ kontantbeholdning har vi tatt gjennomsnittet av inngående og utgående kontantbeholdning for hvert år, med unntak for 2004. Historisk har Lerøys rente på kontantinnskudd ligget 42%, eller 1,0%-poeng, over Norges banks styringsrente, målt som gjennomsnitt over de siste ti år.

Statsobligasjoner med ti års løpetid er som regel markedets beste måte å betegne risikofri gjeld på. Innskuddsrenten er per definisjon så nær risikofri plassering av midler som man kan komme. Selv om, som vi kan se av figur 8, differansen på Lerøys historiske rente og avkastning på norske statsobligasjoner ikke er konsekvent, kan man se at statsobligasjonene følger den samme trenden, men med mindre variasjoner. Den totale differansen over de ti siste år bekrefter dette, da statsobligasjoner i gjennomsnittet har gitt 0,03%-poeng, eller 0,3%, bedre avkastning enn Lerøys kontantbeholdning. Dette er minimalt, og vi anser dem som like. Ettersom Lerøys kontantbeholdning kan anses å være plassert risikofritt, og ettersom dagens avkastning på statsobligasjoner er den beste tilnærmingen vi kommer på framtidig risikofri plassering, setter vi disse lik hverandre. Avkastningen på norske statsobligasjoner med løpetid på 10 år ligger per 8. mai 2014 på 2,793% (Investing.com 2014), og vi setter derfor Lerøys rente på kontantinnskudd lik 2,8%. I en undersøkelse utført av PwC og Norske Finansanalytikerens Forening i 2011 svarte hele 44% av de 294 respondentene, en klar overvekt, at de brukte tiårige statsobligasjoner for å beregne risikofri rente, og bekreftet dermed vår framgangsmåte. 22% bruke femårige statsobligasjoner, mens de resterende respondentene enten unnlot å svare eller hadde andre alternativer (PwC 2011).

5.1.2 Krav til finansiell gjeld



Figur 9: Historisk effektiv lånerente, innskuddsrente, Norges Banks Styringsrente og avkastning på norske statsobligasjoner med ti års løpetid (Norges bank 2014)

Driftsrelatert gjeld anses for å være rentefri, men dette gjelder ikke finansiell gjeld. Også for den finansielle gjelden ser vi totalt sett en økning i renten fram mot 2008, før den reduseres kraftig fram til 2010 og stabiliserer seg rundt 5% i 2011. Den ekstremt lave renten i 2006 er lavere enn den risikofrie innskuddsrenten, noe som ikke skal være mulig. Dette er med andre ord et resultat av at den effektive låne-/innskuddsrenten ikke er en eksakt kopi av den reelle låne-/innskuddsrenten.

Periodens gjennomsnitt på 5,9% er ikke veldig representativ, ettersom perioden før finanskrisen vitnet om veldig høye lånerenter, mens perioden under finanskrisen, spesielt 2010, hadde veldig lave lånerenter ettersom Norges bank ønsket å stimulere til økonomisk vekst gjennom styringsrenten.

Dersom vi ser på differansen mellom den effektive innskuddsrenten og den effektive lånerenten, ser vi at også her er det store variasjoner. Vi vet fra før at differansen for 2006 ikke er representativ da den er negativ, og fjerner derfor denne før vi finner gjennomsnittsdifferansen for 2004 til 2013. Dette er ikke en perfekt løsning ettersom variasjonene er store, men den bør likevel være relativt representativ for framtiden, spesielt ettersom vi har valgt å bruke ti år med data. Forventet lånerente kan da settes til summen av forventet innskuddsrente og nevnte differanse, og vi får $2,8\% + 2,7\% = 5,5\%$.

Vi kunne naturligvis ha brukt Standard & Poor's kredittvurderingsmodell til å finne forventet lånerente. Vi mener imidlertid at historisk differanse mellom innskuddsrente og lånerente er mer representativ enn en kredittvurderingsmodell utviklet for store amerikanske selskaper. Vi kan underbygge denne påstanden ved å se på historisk kredittvurdering mot tidligere nevnte differanse. Vi ser at gjennomsnittlig differanse er 2,7%, noe som ifølge Standard & Poor's er vanlig med en kredittvurdering på BB til BBB. Både Bisnode (2014), som er Dun & Bradstreets norske avdeling, og Proff Forvalt (2014), som drives av Eniro Norge, gir Lerøy høyeste kredittvurdering. Bisnode opererer med en skala på fem punkter, hvor Lerøy stort sett har ligget med beste kredittvurdering de siste ti år. I tre korte tilfeller har kredittvurderingen vært nede i 4. Proff Forvalt opererer med en skala på ti punkter, og har, i løpet av de siste ti år, kun i år 2006 og 2007 gitt Lerøy nest høyeste kredittvurdering. I alle andre år har Lerøy fått høyeste kredittvurdering. Ved bruk av Standard og Poor's modell, som vist i tabell 15, ville Lerøy fått en syntetisk kredittvurdering på A. Med andre ord skulle dette tilsi, ifølge Standard & Poor's kredittvurderingssystem, at Lerøy skulle hatt gjeldsrente på ca. $2,8\% + 1,0\% = 3,8\%$ (Damodaran 2012). Dette har helt klart ikke vært tilfelle i mer enn to av ti år, og vi anser derfor denne metoden som ikke-fungerende i vårt tilfelle, og står ved vårt opprinnelige funn.

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Gj.snt.
Annen rentekostnad	20 062	24 997	52 090	126 504	186 245	95 455	81 832	121 821	128 691	120 258	
Rente i % av årets rentebærende gjeld	6,1%	5,5%	3,3%	7,3%	11,1%	6,3%	3,7%	5,0%	5,4%	5,1%	
Innskuddsrente	2,0%	4,2%	4,6%	5,7%	7,4%	2,5%	1,6%	2,8%	2,6%	1,9%	
Differanse fra innskuddsrente	4,0%	1,2%		1,6%	3,7%	3,8%	2,0%	2,2%	2,8%	3,2%	2,7%

Tabell 14: Differansen mellom effektiv innskuddsrente og lånerente

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Omløpsmidler	1 075 551	1 426 607	2 525 645	3 016 454	3 062 277	3 460 189	5 029 785	5 163 059	4 760 394	5 116 154
Kortsiktig gjeld	586 933	654 413	1 227 318	1 347 027	1 658 404	1 651 551	1 865 855	2 136 043	2 124 804	2 471 082
Likviditetsgrad I	1,83	2,18	2,06	2,24	1,85	2,10	2,70	2,42	2,24	2,07
Rating	BBB+	A-	A-	A-	BBB+	A-	A	A	A-	A-
	A									
Driftsresultat før skatt	155 078	408 306	901 598	452 423	317 313	1 073 603	2 006 795	602 812	796 869	2 533 911
Rentekostnad	20 062	24 997	52 090	126 504	186 245	95 455	81 832	121 821	128 691	120 258
Rentedeckningsgrad	6,73	15,33	16,31	2,58	0,70	10,25	23,52	3,95	5,19	20,07
Rating	AA+	AAA	AAA	A-	B	AAA-	AAA	A+	AA	AAA
	AA									
Egenkapital	813 288	1 209 309	2 192 632	3 587 733	3 606 528	3 950 722	5 479 637	5 581 575	5 429 015	5 942 625
Ikke-kontrollerende eierinteresser	4 106	6 705	20 172	20 830	20 658	18 568	548 564	534 931	649 381	793 747
Totalkapital	1 807 891	2 480 695	5 457 988	7 315 000	7 624 381	7 957 673	10 837 558	11 245 656	11 239 481	12 297 409
Egenkapitalandel	0,45	0,49	0,41	0,49	0,48	0,50	0,56	0,54	0,54	0,55
Rating	BBB+	BBB+	BBB	BBB+	BBB+	BBB+	A	A-	A-	A
	BBB									
Driftsresultat før skatt	155 078	408 306	901 598	452 423	317 313	1 073 603	2 006 795	602 812	796 869	2 533 911
Skatt	56 366	71 144	183 950	81 097	47 089	203 517	464 723	235 939	91 876	293 994
Driftsrelaterte eiendeler	1 807 148	2 478 264	5 457 741	7 314 319	7 618 107	7 945 745	10 829 429	11 237 203	11 230 868	12 271 238
Driftsrelatert gjeld	457 409	681 759	1 305 356	1 435 974	1 503 171	1 856 139	2 702 099	2 466 571	2 451 021	3 278 707
Netto driftsrentabilitet	0,07	0,19	0,17	0,06	0,04	0,14	0,19	0,04	0,08	0,25
Rating	BB+	AA-	A+	BB	B	A	AA-	B	BBB-	AA
	BBB									
Overall	A									

Tabell 15: Syntetisk kredittvurdering ved Standard & Poor's modell

5.2 Egenkapitalkrav

En investor som investerer i et selskaps egenkapital forventer høyere avkastning enn om han hadde satt pengene i banken. For å finne ut hvor stor avkastning han kan kreve på investeringen, gitt risikoprofil, må vi finne kapitalkravet til egenkapitalen. Dersom vi hadde framskrevet regnskapet med konstant gjeldsgrad ville vi kunne brukt det vektete gjennomsnittlige kapitalkravet (WACC), men ettersom vi også har gjort egne beregninger rundt når Lerøy kommer til å ta opp ny gjeld og betale ned gammel gjeld vil ikke denne metoden fungere for oss. Vi benytter derfor kravet til egenkapital når vi senere skal diskontere kontantstrømmene til egenkapitalen, gitt ved kapitalverdimodellen (CAPM):

$$\text{Egenkapitalkrav} = \text{Risikofri rente} + \beta \times \text{markedets risikopremie}$$

5.2.1 Risikofri rente

Vi identifiserte den risikofrie renten, i kapittel 5.1.1, som 2,8%.

5.2.2 Beta

Et selskaps beta-verdi forteller hvordan verdien på selskapets aksje svinger med markedet. For en aksje med beta lik 1, vil aksjen over tid i teorien svinge under nøyaktig korrelasjon med markedsindeksen. En aksje med beta lik 0 vil ikke svinge i det hele tatt, mens en aksje med beta lik -1 vil svinge nøyaktig korrelert med markedsindeksen. Graden av svingningene mot hovedindeksen bestemmes altså av betaens absolutte verdi, og retningen av betaens fortegn.

Financial Times (2014) gir Lerøy en beta på 0,7637, mens Dagens Næringsliv (2014), som er den eneste kilden som oppgir at de bruker ett års historisk data, oppgir Lerøys beta til 0,4408. Bruker vi Datastream finner vi at Lerøys beta er satt til 1,012 (Thomson Reuters 2013). Vi ønsker naturlig nok ikke å godtroende anta at en av disse, eller gjennomsnittet av dem, er riktig, og regner derfor selv ut Lerøys beta.

Når man regner ut et selskaps beta er resultatene både avhengig av hvor mye historisk data man inkluderer i analysen og av hvor hyppige målinger man foretar. En analyse med ett års data vil gi en beta sentrert rundt hendelser det siste året, mens en analyse med data fra de siste ti år vil gi en mer historisk beta. Hvilken tidshorisont man velger å bruke avhenger av om selskapet er i sterk vekst, om selskapet er syklisk, etc. For Lerøy, som er syklisk, vil en beta fra det siste år ikke være lik en beta fra de siste tre år, og mest sannsynlig lite representativ for fremtiden. Hvor ofte man måler påvirker også resultatene. Om man bruker daglige kurser vil betaen fange opp små bevegelser i aksjekursen. Ved å velge mindre hyppige data vil man kunne fjerne mye av den støyen som inkluderes i dagrater, men mister samtidig detaljer og innsikt som er en viktig del av disse daglige utviklingene. Hva man til slutt velger å bruke blir et kompromiss mellom de forskjellige effektene. Ettersom Datastream dessverre ikke tillater oss å hente ut daglige eller ukentlige verdier for OBX-indeksen, som blir det nærmeste man kommer en markedsindeks i vårt tilfelle, blir vi tvunget til å bruke månedlige, kvartalvise eller årlige data. Vi beregner derfor Lerøys beta ved hjelp av regresjon, basert på månedlige data, og får følgende resultater:

$$\begin{aligned}\beta_{5 \text{ år}} &= 1,034 & \beta_{\text{Bloomberg}_{5 \text{ år}}} &= 1,034 \times \frac{2}{3} + \frac{1}{3} = 1,023 \\ \beta_{10 \text{ år}} &= 1,003 & \beta_{\text{Bloomberg}_{10 \text{ år}}} &= 1,003 \times \frac{2}{3} + \frac{1}{3} = 1,002 \\ \beta_{\text{Bloomberg}} &= \frac{\beta_{\text{Bloomberg}_{5 \text{ år}}} + \beta_{\text{Bloomberg}_{10 \text{ år}}}}{2} = 1,012\end{aligned}$$

Vi ser at vår Bloomberg-justerte beta stemmer perfekt overens med betaen fra Datastream, og velger derfor å bruke denne framfor å lage et gjennomsnitt mot to betaer vi ikke kjenner til hvordan ble regnet ut.

5.2.3 Markedets risikopremie

PwC og Norske Finansanalytikerens Forening beregnet i 2011 risikopremien for det norske markedet, og fant at denne er 5%. Småbedriftspremie ble kun funnet for selskaper med markedsverdi lavere enn fem milliarder, og Lerøys egenkapital blir derfor ikke avkrevd dette.

5.2.4 Egenkapitalkrav

Vi kan nå regne ut Lerøys krav på egenkapitalen:

$$\text{Egenkapitalkrav} = \text{Risikofri rente} + \beta \times \text{markedets risikopremie}$$

$$\text{Egenkapitalkrav} = 2,8\% + 1,012 \times 5\% = 7,86\% \approx 7,9\%$$

Eiere av Lerøys egenkapital vil med andre ord kreve 7,9% årlig avkastning på sin investering i selskapet

6. Trender og prognoser

Lerøy opererer i en bransje som er i vekst, og som i tillegg er syklisk. Det er derfor naturlig å anta at det er lenge til selskapet når stabil tilstand. Prognoser er imidlertid aldri en eksakt vitenskap, og jo lenger inn i fremtiden man ser, desto mer unøyaktig blir prognosene. Det finnes flere gode argumenter for både å la prognosen gå langt fram i tid, som for eksempel at det er urimelig at store deler av et selskaps verdi skal komme fra når det er i stabil tilstand. På den annen side er kjerneargumentet mot å lage for lange prognoser at disse blir unøyaktige og dermed vil gi en feilaktig verddivurdering. Vi kommer til å jobbe med en tidshorisont på ti år, fram til 2023, hvor selskapet vil være i stabil tilstand fra og med 2024. Det er lite sannsynlig at bransjen faktisk når stabil tilstand i løpet av disse ti årene, men vi har da inngått et rimelig kompromiss.

De strategiske analysene i kapittel 3 er en viktig del av verdsettelsen, da disse har gitt oss innsikt om hvordan situasjonen er for lakseoppdretterne i dag, og hvordan den kan forventes å bli i framtiden. Å, i utarbeidelsen av prognoser, ikke ta hensyn til funnene ville gjort den strategiske analysen verdiløs, og samtidig senket kvaliteten på prognosene betraktelig. Vi kommer ikke til å referere direkte til alle funnene i de forskjellige strategiske analysene når vi nå skal prognostisere framtidig drift, men har selvsagt tatt de nødvendige hensyn der dette er fornuftig.

6.1 Evig vekst

Den stabile tilstanden vil se jevn, evig vekst i innsatsfaktorene til regnskapet. Ingen av faktorene kan imidlertid ha evig negativ vekst, da dette er det samme som at posten vil bli forsvinnende liten på et gitt tidspunkt. Driftsinntektene kan samtidig ikke vokse mer enn realveksten i verdensøkonomien generelt, da dette rent teoretisk ville ledet til at selskapet ville tatt over økonomien fullstendig. På samme måte kan ikke kostnadene øke raskere enn inntektene, da dette er en sikker oppskrift på konkurs.

Det norske bruttonasjonalprodukt har, for fast prisnivå, hatt en årlig økning på 2,90% siden 1865, året da målingene startet. Samtidig har konsumprisindeksen, som ikke er perfekt, men likevel et godt mål for inflasjon, økt med 2,88% årlig. Ved enkel prosentregning gir dette en gjennomsnittlig årlig vekst i økonomien på 5,78%. Hadde man imidlertid regnet med tall fra

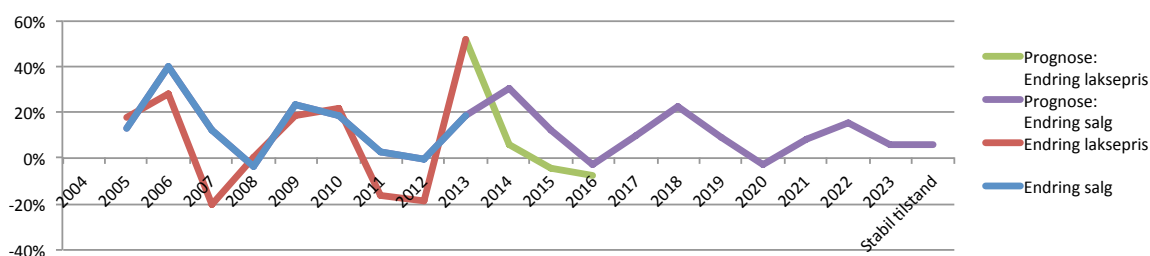
1960, 15 år etter krigens slutt og ca. ni år før starten på det norske oljeeventyret, ville disse tallene vært høyere med hhv. 3,33% og 4,73%, og en total årlig vekst i økonomien på 8,06% (Statistisk sentralbyrå 2014).

Som nevnt er ikke konsumprisindeksen et perfekt mål på inflasjon. Dette er tilfelle både fordi den måler prisøkningen til en spesifisert liste med omsettelige ”varer”, blant annet mat, eiendom, etc., og fordi den måler prisøkningen for konsumenter, ikke bedrifter eller økonomien som helhet. Vi ser det derfor som mer realistisk å benytte Norges banks inflasjonsmål for å finne evig vekst ettersom dette er et langsiktig mål om å holde stabil og bærekraftig inflasjon. At det er et mål for fremtiden gjør det ekstra aktuelt i vår problemstilling. Inflasjonsmålet på 2,5% ble satt i 2001, og da det er et langsiktig mål kan det antas å forbli uendret (Norges bank 2001).

Forskjellene mellom de forskjellige eksemplene er store, tatt i betraktning at vi ser på en evig tidshorison. Tiden før andre verdenskrig er ikke nødvendigvis representativ for utviklingen av norsk økonomi i fremtiden. Samtidig vil ikke oljen vare evig, og det er derfor usikkert om de siste 50 års vekst i norsk økonomi vil være representative for tiden som kommer. Som alltid må man i slike tilfeller velge en tilnærming som virker både plausibel og kostnadsbesparende i form av arbeidsmengde, og vi antar derfor den årlige endringen i økonomiens størrelse, gitt fast prisnivå, til 3%, og inflasjonen i norsk økonomi til 2,5%. Samlet får vi da framtidig vekst i den norske økonomien på 5,5%.

6.2 Inntekter

6.2.1 Salgs-/driftsinntekter



Figur 10: Prosentvis årlig endring for salgs-/driftsinntekter (Lerøy Seafood Group ASA), samt for historisk gjennomsnittlig årlig laksepris og terminkontrakter for de neste to år (Fish Pool 2014)

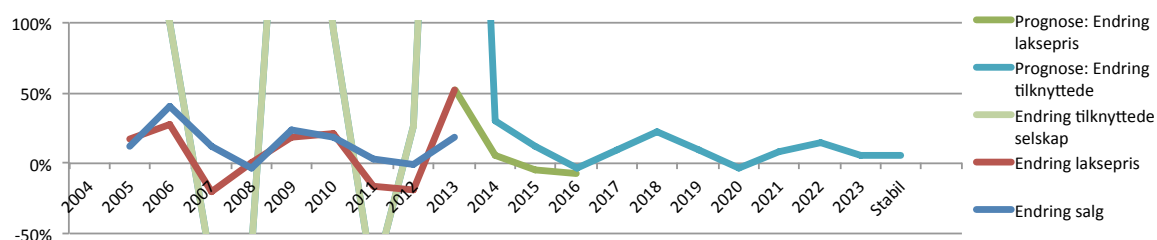
Av figur 10 ser vi at salgsinntektene er syklisk, og at denne syklusen er linket til lakseprisens svingningssyklus. Dette bekreftes av Syltesæter og Utgård på en langt mer statistisk signifikant måte i deres utredning, selv om de der ser på lakseprisens sammenheng med selskapsverdi, og ikke kun mot driftsinntekter (2012). Den gjennomsnittlige årlige endringen i driftsinntekter ligger på 13%, men hopper fra -4% i dårlige år til 40% i gode år. Det er meget sannsynlig at Lerøys høye innenhus bearbeidingsgrad samt langtidskontrakter er medvirkende årsaker til at Lerøy har en jevnere kurve enn endringer i lakseprisen. Selve økningen på hele 13% er imidlertid i hovedsak drevet av antall konsesjoner. Dette stemmer overens med at antall konsesjoner siden 2004 har økt med 294% mens driftsinntektene har økt med 202%. Økningen i lakseprisen fra 2004 til 2013 var på 80%. Det som er interessant å merke seg her er at antall konsesjoner øker mer enn driftsinntektene, til tross for at også lakseprisen har steget til nesten det dobbelte. I tillegg har effektiviteten i anleggene økt, og det produseres mer biomasse per kubikkmeter anlegg per år enn før. Mangelen på logisk sammenheng mellom disse faktorene gjør det med andre ord vanskelig å lage prognoser for fremtiden. Vi vet imidlertid at effektiviteten på produksjon av biomasse ikke kan øke særlig mye mer enn dagens nivå grunnet fiskevelvære og gode fôrprodukter som allerede gir nesten 100% utnyttelse. Vi vet også at den *gjennomsnittlige* økningen i driftsinntekter sannsynligvis kommer til å ligge rundt 13% over de neste år, og gradvis bevege seg mot 5,5%. Den synkende akselerasjonen i driftsinntekter kan blant annet skyldes trusselen fra nye aktører, som vi anså som stor, i den strategiske analysen, kapittel 3.1.3. I tillegg er det ingen grunn for at utviklingen i driftsinntekter ikke vil være syklisk fram mot 2024, for å reflektere svingninger i lakseprisen. Vi bruker derfor dette som bakgrunn for prognosen som vi alt har tegnet inn i figur 10. Vi tar hensyn til produksjonsmengde ved å anta at antall konsesjoner vil måtte øke i takt med økte driftsinntekter. Vi tar hensyn til prisøkninger, som vi nevnte i kapittel 3.2.6, ved at driftsinntektene reduseres sjeldent og veldig lite, samt at antall konsesjoner hvert år øker 2,5%-poeng mindre enn driftsinntektene, med totalt 0% vekst i år hvor driftsinntektene synker. Dette kan naturligvis sees på som problematisk ettersom det ikke er sikkert at den norske stat vil frigjøre nok nye konsesjoner i fremtiden. Dette blir imidlertid ren synsing, men det anses som meget sannsynlig at konsesjoner til havs og/eller til lands vil være en del av framtidens oppdrettsnæring, og slike konsesjoner vil da øke antall konsesjoner totalt tilgjengelig i Norge. Det kan nevnes at antall konsesjoner her følger samme svingninger som prisen på laks. Dette er ikke et tegn på at vi mener utlysning og kjøp av konsesjoner er knyttet til utviklingen i prisen på laks, men heller at vi mener det er lettere å håndtere store investeringer i år hvor driftsinntektene er høye. Kostnadene knyttet til økt

mengde konsesjoner kommer vi tilbake til. Vi har, som leseren kanskje er blitt oppmerksom på, ikke tatt høyde for framtidige kriseår i prognosene. Dette skyldes tro på at lokasjonsfordeler, politikk og miljøsyn i Lerøys produksjonsland, Norge, som nevnt i kapittel 3.2.1 og 3.2.5, fortsatt vil verne om ekstreme sykdomsutbrudd og lignende i framtiden.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Stabil tilstand
Salgs-/driftsinntekter	13 994 128	15 673 424	15 203 221	16 723 543	20 486 340	22 330 111	21 660 207	23 393 024	26 901 978	28 516 096	
Antall konsesjoner	176	193	193	207	248	264	264	279	314	325	
Endring salgs-/driftsinntekter	30,0%	12,0%	-3,0%	10,0%	22,5%	9,0%	-3,0%	8,0%	15,0%	6,0%	5,5%
Endring konsesjoner	27,5%	9,5%	0,0%	7,5%	20,0%	6,5%	0,0%	5,5%	12,5%	3,5%	3,0%

Tabell 16: Salgs-/driftsinntekter og antall konsesjoner fra 2014 til 2023

6.2.2 Inntekt fra tilknyttede selskap



Figur 11: Prognose for endring i inntekt fra tilknyttede selskaper etter samme oppskrift som figur 10

Inntekt fra tilknyttede selskap har vi tidligere definert som driftsrelatert, og det bør derfor ikke komme som noen overraskelse at det også her ser ut til å være korrelasjon mellom prisen på laks og gjeldende post. Det som muligens overrasker er svingningenes størrelsesorden, men dette skaper ikke problemer. Postene burde kanskje vært normert under omgrupperingen av regnskapet, men vi kan like gjerne korrigere for dette i innværende steg. Vi lar gjennomsnittet av alle inntekter fra tilknyttede selskap fra 2003 til 2013 danne grunnlaget for 2014, og øker denne posten med 30% for innværende år. Vi lar videre neste år være gjennomsnitt av de ti foregående år, økt med samme prosentstørrelse som endring i salgs-/driftsinntekter.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Stabil tilstand
Inntekt fra tilknyttede selskap	88 951	84 359	74 984	79 093	93 420	91 812	84 524	90 061	103 986	104 238	
Endring inntekt tilknyttet	30,0%	12,0%	-3,0%	10,0%	22,5%	9,0%	-3,0%	8,0%	15,0%	6,0%	5,5%

Tabell 17: Forventet inntekt fra tilknyttede selskap fra 2014 til 2023

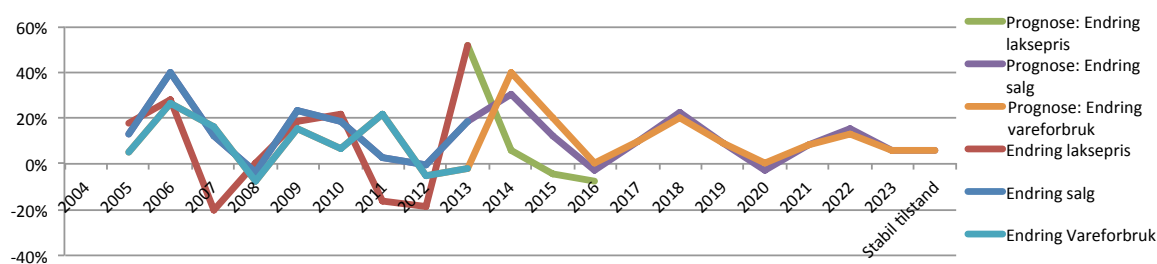
6.2.3 Annen renteinntekt

For framtiden har vi, i kapittel 5.1.1, alt konkludert med at innskuddsrenten sannsynligvis skal opp rundt et gjennomsnitt på 2,8%. Vi kommer til å bruke dette for samtlige år for annen renteinntekt, og vi kommer til å regne annen renteinntekt fra kontanter og kontantekvivalenter i balansen, som et gjennomsnitt av inngående og utgående balanse.

Ettersom prognosene for balansen enda ikke er klargjort henviser vi til det framskrevne regnskapet i tabell 29.

6.3 Kostnader

6.3.1 Vareforbruk/-kjøp



Figur 12: Prosentvis endring i varekost kontra prisen på laks og driftsinntekter

Vi ser av figur 12 at også denne posten er syklisk, og at den tilnærmet følger svingningene i prisen på laks. Økt spotpris på laks virker ikke umiddelbart som en driver for kostnadsnivå, men dette kan skyldes at Lerøy, for å smi når jernet er varmt, henter ut fisk tidligere når prisen er høy, og dermed får høyere kostnad per kilo kjøtt. Andre mulige forklaringer kan være at prisen på fôr følger spotprisen på laks, og at prisen på innsatsvarer dermed øker og synker i takt med driftsinntektene. Som nevnt i den strategiske analysen, nærmere bestemt i kapittel 3.1.2, er det lite sannsynlig at Lerøy kommer til å integrere bakover, og blir derfor pristaker på innsatsvarer.

I løpet av de siste ti år har varekostnaden årlig økt med et gjennomsnitt på 8%, og ligger, igjen gjennomsnittlig, på 70% av driftsinntektene. Dette har imidlertid variert fra 85% i 2004 til 56% i 2013, og gjennomsnittet for de siste fem år, fra 2009, er på bare 64%. Det er med andre ord tydelig at effektivitetsforbedringene Lerøy nevner i sine årsrapporter har gitt avkastning, samt at nærværet av gode støttebransjer, som nevnt i kapittel 3.2.3, er viktig.

Som man kan se av den grafiske framstillingen av prognosen i figur 12 har vi forsøkt å beholde denne svingningen i prosentvis økning. I tillegg har vi klart å holde både gjennomsnittet av årlig kostnad i prosent av driftsinntekter til 65%, samt holdt det samme forholdstall for 2023 på samme verdi, slik at dette også blir den evige prosentvise størrelsen i forhold til driftsinntekter. Vi har da tatt hensyn til tre viktige faktorer: Avtagende vekst mot 5,5%, svingninger i vareforbruket, samt forholdet til driftsinntekter. Endelig tallfestet prognose, med prosentvise forhold og endringer, finnes i tabell 18.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Stabil tilstand
Salgs-/driftsinntekter	13 994 128	15 673 424	15 203 221	16 723 543	20 486 340	22 330 111	21 660 207	23 393 024	26 901 978	28 516 096	
Vareforbruk/-kjøp	8 424 086	10 108 903	10 108 903	11 119 793	13 343 752	14 544 689	14 544 689	15 708 264	17 750 339	18 815 359	
% av salg	60%	64%	66%	66%	65%	65%	67%	67%	66%	66%	65%
% endring	40%	20%	0%	10%	20%	9%	0%	8%	13%	6%	5,5%

Tabell 18: Forventet utvikling i vareforbruk/-kjøp fra 2014 til 2023

6.3.2 Lønn og andre personalkostnader

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Lønn og andre personalkostnader	201 211	245 819	399 999	579 004	664 377	690 477	777 845	967 789	1 031 872	1 094 464
Lønnsvekst		8 849	14 400	20 844	23 918	24 857	28 002	34 840	37 147	39 401
Antall konsesjoner	35	51	73,5	90	105	105	130	130	130	138
Kostnad, tilvekst ansatte		91 982	108 450	89 796	96 501	0	164 399	0	0	63 500
Lønnskostnad per konsesjon	5 749	4 820	5 442	6 433	6 327	6 576	5 983	7 445	7 937	7 931
%-vis endring i lønn	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
%-vis endring konsesjoner		45,7%	44,1%	22,4%	16,7%	0,0%	23,8%	0,0%	0,0%	6,2%
%-vis endring ansatte/konsesjon		-19,8%	9,3%	14,6%	-5,2%	0,3%	-12,6%	20,8%	3,0%	-3,7%
%-vis endring lønnskostnad		22,2%	62,7%	44,8%	14,7%	3,9%	12,7%	24,4%	6,6%	6,1%

Tabell 19: Utvikling i lønn og andre personalkostnader fra 2004 til 2013

Fra 2004 til 2013 har lønnskostnadene (inklusive andre personalkostnader) økt med 21% i gjennomsnitt hvert år. Til sammenligning er samme endring, som tidligere nevnt, 13% for driftsinntekter og 8% for vareforbruket. Det sier seg selv at dette ikke kan fortsette i det uendelige, og vi forventer derfor at denne veksten trappes ned fram mot 2023. Den historiske veksten kan skyldes høyere kostnader forbundet med å ha ansatte i arbeid, at man har ansatt mer personell, eller en kombinasjon av disse. Dersom man ser på veksten i antall ansatte ser man at dette driver ca. 15%-poeng av totalveksten på 21%. Vi har fra før satt årlig inflasjon til 2,5%, og når vi tar i betraktning at reallønnen og kjøpekraften til konsumenter i gjennomsnitt øker litt hvert år, ser vi at stort sett hele veksten raskt er forklart.

Ettersom en sammenheng mellom økning i ansatte og prisen på laks ikke virker særlig plausibel, unngår vi svingninger i utviklingen av prognosene for det neste tiår. Vi har tidligere nevnt at Lerøy må investere i flere konsesjoner for å kunne takle den økningen i

driftsinntekter vi har antatt. Flere konsesjoner betyr flere anlegg, som også betyr flere ansatte både på anlegg og i organisasjonen generelt. Fra slutten av 2004 til slutten av 2007 så Lerøy en tredobling i antall konsesjoner, og lønnskostnaden økte i samme periode litt mer enn tre ganger. Dersom vi gjennom hele tiårsperioden ser på utviklingen av lønnskostnadene målt mot antall konsesjoner, finner vi at lønnskostnadene per konsesjon har økt med gjennomsnittlig 3,6% i året. Dette er litt over vårt tidligere estimat for inflasjon, og inkluderer margin til økt kjøpekraft for ansatte dersom man i stedet bruker inflasjonsmålet for 2003 til 2013, som er på 2,5%. Vi kommer derfor til å la antall konsesjoner være hoveddriver for økning i lønnskostnader, og legger til en økning på 3,6%-poeng for inflasjon og kjøpekraftsforbedring i framskrivingsperioden.

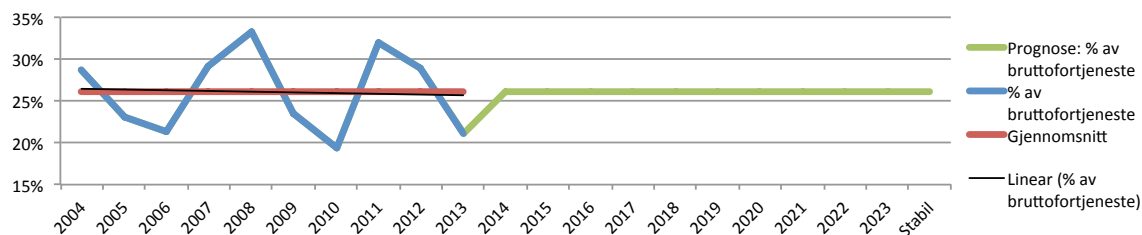
Økningen i antall konsesjoner og antall ansatte etter 2023 er irrelevant, ettersom vi vet at lønnskostnadene må øke med 5,5% uavhengig av innsatsfaktorene. Vi ser likevel at den foreslåtte årlige endringen i antall konsesjoner i stabil tilstand på 3% i kombinasjon med forventet inflasjon på 2,5% gir årlig økte lønnskostnader på 5,5% totalt ved enkel prosentregning.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Stabil tilstand
Lønn og andre personalkostnader	1 435 239	1 625 538	1 684 058	1 866 844	2 303 811	2 535 381	2 626 655	2 870 457	3 333 886	3 570 698	
Lønnsvekst	39 401	51 669	58 519	60 626	67 206	82 937	91 274	94 560	103 336	120 020	
Antall konsesjoner	176	193	193	207	248	264	264	279	314	325	
Kostnad, tilvekst ansatte	301 374	138 631	0	122 160	369 761	148 633	0	149 242	360 093	116 792	
Lønnskostnad per konsesjon	8 155	8 422	8 726	9 019	9 290	9 604	9 949	10 288	10 617	10 987	
%-vis endring i lønn	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	2,5%
%-vis endring konsesjoner	27,5%	9,7%	0,0%	7,3%	19,8%	6,5%	0,0%	5,7%	12,5%	3,5%	3,0%
%-vis endring ansatte/konsesjon	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
%-vis endring lønnskostnad	31,1%	13,3%	3,6%	10,9%	23,4%	10,1%	3,6%	9,3%	16,1%	7,1%	5,5%

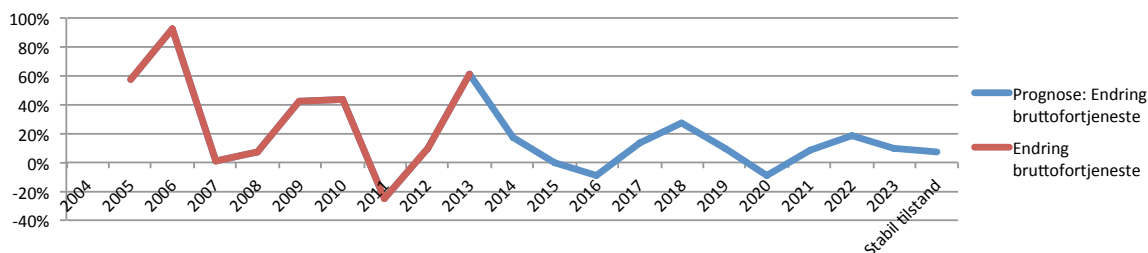
Tabell 20: Prognose for utvikling i lønn og andre personalkostnader fra 2014 til 2023

6.3.3 Andre driftskostnader

Andre driftskostnader er ikke spesifisert i Lerøys årsrapporter, noe som ikke er overraskende gitt postens natur. Gjennomsnittlig årlig økning de siste ti år er 23%, mens denne er redusert til 14% om man tar hensyn til bare de siste fem år. I prosent av driftsinntekter øker den fra 4% i 2003 til 9% i 2013, med et gjennomsnitt på 8%. I prosent av varekostnad øker den fra 5% i 2003 til 17% i 2013, med et gjennomsnitt på 11%.



Figur 13: Andre driftskostnader som prosent av bruttfortjeneste



Figur 14: Årlig endring i bruttfortjeneste

Ser vi derimot på andre driftskostnader målt mot bruttfortjeneste finner vi forholdstall som er litt mer representative. Det er riktignok variasjoner i andre driftskostnader som prosent av bruttfortjeneste, som vist i figur 13, men både gjennomsnitt og median er 26%, og trendlinjen har kun en veldig svak helning nedover. Vi ser også av figur 14 at år hvor veksten i bruttfortjeneste er høy, er år hvor driftskostnader kun spiser en liten del av bruttfortjenesten, og at i år hvor veksten i bruttfortjeneste er lav eller negativ, er år hvor driftskostnadene spiser en stor del av bruttfortjenesten. Med lavere forventede svingninger i utviklingen til bruttfortjeneste i prognosetiden fra 2014 til 2023, er det derfor helt naturlig å forvente mindre svingninger også i utviklingen til andre driftskostnader, og vi setter derfor denne til å være lineær med 26% av bruttfortjeneste.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Stabil tilstand
Andre driftskostnader	1 452 028	1 450 589	1 328 014	1 460 815	1 861 968	2 029 545	1 854 911	2 003 304	2 385 697	2 528 839	5,5%
% av bruttfortjeneste	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%	26%

Tabell 21: Prognose for utvikling av andre driftskostnader

6.3.4 Avskrivninger

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Avskrivninger	39 598	48 214	84 707	153 846	197 023	204 007	219 624	271 899	291 768	307 175
Bygninger	127 572	190 947	442 570	747 661	897 811	843 716	1 116 878	1 362 173	1 289 389	1 434 980
Tomter	58 161	85 481	238 597	386 377	382 010	360 767	446 314	449 338	763 212	870 307
Avskrivning, maskiner, etc.		29 668	44 406	102 923	173 875	208 793	196 213	259 739	316 784	299 858
Avskrivning, bygninger		2 770	4 071	11 362	18 399	18 191	17 179	21 253	21 397	36 343
Avskrivning, totalt		32 437	48 477	114 285	192 274	226 984	213 392	280 992	338 181	336 201
Differanse	4 961	15 777	36 230	39 561	4 749	22 977	6 232	9 093	46 413	29 026
Avskrivning, maskiner, (2,5–15 år)		4,3 år								
Avskrivning, bygninger (20–25 år)		21 år								
Prosent av full avskrivning	14,0%									

Tabell 22: Oversikt over simulerte avskrivninger fra 2004 til 2013

Varige driftsmidler avskrives lineært over forventet utnyttbar levetid, som for bygg og annen fast eiendom er 20-25 år og for maskiner, inventar, utstyr, etc. er 2.5-15 år. Tomter regnes å ha varig verdi, og avskrives ikke. Vi har tatt utgangspunkt i at utgående balanse fra foregående år er beregningsgrunnlaget for årets avskrivninger.

Ettersom vi ikke vet nøyaktig hvordan Lerøy foretar sine nedskrivninger må vi finne en plausibel tilnærming. Tabell 22 viser hvordan vi har valgt å løse dette. Simulert avskrivning er $1/n$ av verdien på tilhørende post fra fjorårets balanse. Differanse-cellene viser differansen mellom den simulerte avskrivningen og den reelle, og den innrammede cellen viser summen av alle differanser. Avskrivning for maskiner, inventar, utstyr, etc. består av en formel som tillater lineær avskrivning over 2,5 år til 15 år, med én desimal, hvor 0% i den nederste raden vil gi 2,5 år og 100% vil gi 15 år. Avskrivning for bygninger består på samme måte av en formel som tillater lineær avskrivning over 20 til 25 år, men uten desimaler. Ved å minimere summen av differansene finner vi at vi vil avskrive maskiner, inventar, utstyr, etc. lineært over 4,3 år, mens bygninger vil avskrives lineært over 21 år.

For å kunne skrive av bygninger lineært over 21 år kreves kunnskap om investeringer, nedskrivninger og salg av bygninger over de siste 21 år, ettersom dette danner grunnlaget for årets avskrivning. Dette vil være ekstremt tidskrevende å samle inn. Vi kan imidlertid finne en akseptabel tilnærming til dette. Vi setter derfor

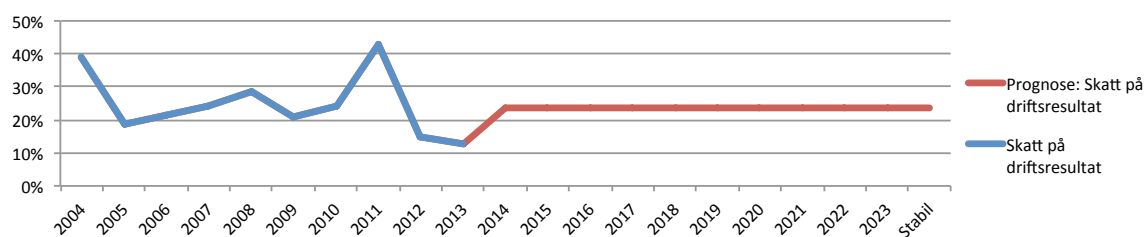
$$Avskrivning_t = \left(\frac{Avskrivning_{t-1}}{n} \times (n - 1) \right) + \frac{Investering_t}{n}$$

hvor n er antall år posten skal avskrives over.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Stabil tilstand
Maskiner, inventar, utstyr, etc.	2 030 959	2 193 931	1 951 662	2 093 491	2 945 744	3 100 569	2 877 630	3 138 346	3 890 501	3 961 302	5,5%
Bygninger	1 063 830	1 178 988	1 138 982	1 191 394	1 473 515	1 538 189	1 493 754	1 607 290	1 819 383	1 854 078	5,5%
Avskrivning, maskiner, etc.	338 821	315 683	242 268	229 053	311 053	290 497	222 939	227 910	296 889	267 141	
Avskrivning, bygninger	40 177	42 006	40 006	40 308	46 206	46 656	44 435	46 120	50 168	49 791	
Avskrivning, totalt	378 998	357 689	282 274	269 361	357 259	337 153	267 374	274 030	347 058	316 932	
Endring i eiendeler	789 502	278 130	282 274	194 241	1 134 373	219 500	267 374	374 251	964 248	105 496	
Avskrivning, maskiner, (2,5–15 år)	4,3 år										
Avskrivning, bygninger (20–25 år)	21 år										
Prosent av full avskrivning	14,0%										

Tabell 23: Prognose for avskrivninger fra 2014 til 2023

6.3.5 Skatt på driftsresultat



Figur 15: Effektiv skattesats på driftsresultater fra 2004 til 2013, og forventet effektiv skattesats på driftsresultater i framtiden.

Ettersom vi ikke har kjennskap til detaljene rundt Lerøys skattekostnad er det begrenset hvor mye analyse vi kan gjøre på dette området. Den effektive skattesatsen på summen av alle ti års driftsresultat er 20,9%, men dette er ikke en representativt skattesats da 2013 får mye høyere vektning enn andre år, grunnet høye driftsinntekter. Dette er også uheldig ettersom 2013 har den laveste effektive skattesatsen i perioden. I stedet ser vi på gjennomsnittet av de effektive skattesatsene fra 2004 til 2013, som er 25%, og medianen fra samme periode, som er 23%. Gjennomsnittet av disse to verdiene, regnet ut med samtlige desimaler, er 24%.

Vi husker at vi definerte inntekter fra tilknyttet selskap som driftsrelatert, og er derfor ikke avkrevd skatt på disse inntektene. Vi trekker dem derfor fra før vi finner driftsresultat etter skatt.

Da vi omgrupperte regnskapet satt vi, i kapittel 5.2.1, skattesats på finansielle og unormale poster til 28%. Vi kommer til å beholde denne skattesatsen, og diskuterer derfor ikke dette videre.

6.3.6 Annen rentekostnad

Annen rentekostnad er i hovedsak renter knyttet til langsiktig rentebærende gjeld. For framtiden har vi, i kapittel 5.1.2, alt konkludert med at renten sannsynligvis skal opp rundt et

gjennomsnitt på 5,5%. Annen rentekostnad regnes som prosentsats fra gjennomsnittet av inngående og utgående balanse for langsiktig rentebærende gjeld. Vi kommer tilbake til de eksakte verdiene for framtidig rentekostnad i den framskrevne balansen i tabell 29.

6.4 Investeringer

6.4.1 Konsesjoner

Vi har tidligere satt opp investeringsplanen for videre investeringer i konsesjoner. Denne er, som også tidligere nevnt, spesielt følsom for om slike konsesjoner faktisk blir gjort tilgjengelig fra enten myndighetens side eller ved oppkjøp av mindre aktører. Dette tema kunne fint vært gjenstand for en masteroppgave i seg selv, og vi kommer derfor bare til å anta at kjøp av disse konsesjonene er både uproblematisk og høyst sannsynlig. Et anslag for hvor mange nye konsesjoner Lerøy trenger er imidlertid ikke nok. Vi må også anslå hvor mye disse kommer til å koste, samt hvordan de skal finansieres. Vi tar her for oss investeringsbeløpene. Konsesjoner holder ikke gitte størrelser og spesifikasjoner, og noen konsesjoner er derfor mer kostbare enn andre. Vi har imidlertid til nå regnet med gjennomsnittsstørrelser for konsesjoner, og kommer for enkelthets skyld til å fortsette med dette.

Ettersom det begrensede tilbudet av konsesjoner som er tilgjengelig til enhver tid, betyr ikke en ny konsesjon til Lerøy bare muligheten til å øke produksjonen, men også at norske konkurrenter *ikke* får muligheten til å øke produksjonen med samme volum. Å kjøpe konsesjoner vil med andre ord redusere trusselen fra nye aktører, som vi diskuterte i kapittel 3.1.3. For hver nye konsesjon som gjøres tilgjengelig vil også rivaliseringen blant aktørene intensifiseres, ettersom tilbudet av laks øker, jamfør kapittel 3.1.5.

Oppkjøpet av Lerøy Austevoll AS i 2007 kostet Lerøy 1 083 750 000 kroner, og førte med seg 27 konsesjoner som var selvforsynt med smolt gjennom 5,5 settefiskanlegg (Lerøy Seafood Group ASA 2008). Innkjøp av nye konsesjoner leder til økt produksjon, som igjen krever økt produksjon av settefisk. Lerøy Austevoll AS er derfor relativt representativt for totalkostnaden ved å utvide driften. Prisen per konsesjon, inklusive anlegg og andre kostnader, blir derfor rett i overkant av 40 millioner kroner, eller 45 millioner kroner omregnet til 2013-kroner (Statistisk sentralbyrå 2014). Våren 2014 auksjonerte staten bort 15 såkalte grønne konsesjoner, som grunnet sin miljøvennlige profil er dyrere å drifte, for en

gjennomsnittspris rundt 60 millioner kroner (Hegnar.no 2014). I tillegg kommer kostnader knyttet til smolt, fôr, merder, nøter, fôrflåte, lønninger og forsikring, som aksjeanalytiker Aslak Berge beregner til i overkant av 40 millioner kroner (Schibsted 2014). Kostnadene forbundet med lønninger, som i 2013 lå på omtrentlig 8 millioner kroner konsesjon per år, er ikke relevante da vi har egne poster for dette. Videre skal staten i 2014 dele ut 30 konsesjoner til en fast prislapp på 10 millioner kroner per stykk, også disse grønne (Dagbladet 2014). Inklusive kostnader forbundet med oppstart av nye anlegg ender prislappen på omtrentlige 42 millioner kroner per konsesjon. I 2013 betalte Lerøy 204 millioner kroner for 50% av aksjene i det helintegreerte oppdrettsselskapet Villa Organic, og overtok dermed 8 av 16 konsesjoner. Pris per konsesjon ble her rett i overkant av 25 millioner kroner. Villa Organic har relativt lavt produksjonsvolum per konsesjon, med bare 1125 tonn årlig mot gjennomsnitt på 1203 tonn og median på 1200 tonn i Lerøy. SalMar kjøpte i mars Bringsvor Laks med sine to konsesjoner for totalt 141 millioner kroner, eller drøye 72 millioner 2013-kroner per konsesjon (Hegnar.no 2011). Omtrentlig den samme prisen per konsesjon skal Morpol ha betalt da de kjøpte Jøkelfjord Laks med sine syv konsesjoner for 490 millioner kroner (Fish.no 2011).

Med totale prislapper på 25, 45, 62, 70, 70 og 92 millioner kroner er det vanskelig å beregne hvordan kostnadsutviklingen forbundet med nye konsesjoner vil arte seg i framtiden. Vi kan imidlertid anta at grønne konsesjoner vil være mer framtrødende i tiden som kommer, og at kostnadene forbundet med kjøp av nye konsesjoner ikke vil falle. Vi kommer derfor til å anta at kostnadene forbundet med én ny konsesjon er 70 millioner kroner i 2013. For halvparten av investeringer i konsesjoner vil det investeres i oppkjøp av konsernselskap og for den andre halvparten i nye konsesjoner og tilhørende investeringer. Ettersom vi antar 100% eierskap etter oppkjøp, vil nyinnkjøpte selskap behandles som en del av konsernet, og vi dobler dermed postene for å inkludere oppkjøp av konsernselskap når vi fører dette i balansen og kontantstrømmene. Investeringene vil fordeles på 40 millioner kroner for selve konsesjonene og 30 millioner kroner for tilhørende investeringer som vi kommer til å tilegne med 20% til bygninger og 80% til maskiner, inventar, utstyr, etc. Pris per konsesjon vil øke med 2,5% hvert år, tilsvarende forventet prisøkning funnet i kapittel 6.1. Alle investeringer lånefinansieres og betales ned over 7 år. Vi antok i kapittel 3.3.1 at dette sannsynligvis ikke er noe problem for Lerøy, og får senere, i kapittel 6.5.4, denne antakelsen bekreftet.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Stabil tilstand
Prisøkning	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Pris per nye konsesjon	71 750	73 544	75 382	77 267	79 199	81 179	83 208	85 288	87 420	89 606	2,5%
Antall nye konsesjoner	38	17	0	14	41	16	0	15	35	11	3,0%
Oppkjøp av konsernselskap	1 363 250	625 122	0	540 868	1 623 571	649 428	0	639 662	1 529 857	492 833	5,5%
Investering i konsesjoner	779 000	357 213	0	309 068	927 755	371 102	0	365 521	874 204	281 619	5,5%
Investering i maskiner, etc	467 400	239 328	0	185 441	581 653	222 661	0	244 313	524 522	168 971	5,5%
Investering i bygninger	116 850	78 582	0	46 360	164 163	55 665	0	79 828	131 131	42 243	5,5%
Total investering	2 726 500	1 250 244	0	1 081 737	3 247 142	1 298 857	0	1 279 323	3 059 714	985 665	5,5%

Tabell 24: Prognose for investeringer i nye konsesjoner og anlegg

6.4.2 Bearbeidingsanlegg

Ved økt produksjon av laks må man også investere i nye bearbeidingsanlegg dersom man ønsker å opprettholde bearbeidingsgraden. Lerøy bearbeider mye av laksen sin selv, noe som er grunnlaget for en av Lerøys konkurransefortrinn, og som tidligere nevnt kommer 30% av total omsetning fra bearbeidet laks, noe vi anså som en stor fordel i kapittel 3.1.7. En del av Lerøys satsing på å levere bearbeidet sjømat kan representeres ved Sjømathuset, som åpnet i Oslo 17. februar 2014. I tillegg er det forventet at investeringer foretatt i 2012 i Lerøy Fossen, vil nesten doble selskapets videreforedlingskapasitet i 2014 (Lerøy Seafood Group ASA 2014). Dette vil med høyeste sannsynlighet forsterke Lerøys konkurransefortrinn, spesielt ettersom nye bearbeidingsanlegg vil ytterligere forsterke norske produsenters kvalitetspåvirkning fra norske kunder, som nevnt i kapittel 3.2.2 i makroanalysen.

Selskapet investerer typisk 50 millioner kroner hver gang et anlegg skal få utvidet kapasitet. Vi forventer at slike utvidelser er nødvendig i 2015, 2018 og 2021 for å takle det økte volumet som følge av forventet planlagt utvidelse av antall konsesjoner. Anleggene vil finansieres av kontantbeholdningen, og det antas at investering i tomt er unødvendig da vi her snakker om utvidelser av allerede eksisterende anlegg. Investeringen fordeles derfor med 50% til bygninger og 50% til maskiner og utstyr. Endring i lønnskostnader er alt innregnet i økningen i antall konsesjoner.

6.4.3 Vedlikehold

Vi regner med at vedlikehold av balanseførte investeringer dekkes under posten for andre driftskostnader, og kommer således ikke til å gjøre ytterligere beregninger knyttet til dette. Dette er gjort med bakgrunn i at Lerøy ikke spesifiserer vedlikeholdsinvesteringer og -kostnader.

6.5 Annet

6.5.1 Andre poster, balanse

Vi kommenterer her på noen av postene i balansen og kontantstrømmene som ikke er direkte intuitive. Poster som har relativt standard endringsmønster, slik som for de fleste anleggsmidler, kommenteres derfor ikke.

Aksjer tilgjengelig for salg

Vi antar at aksjer tilgjengelig for salg er uønskede eiendeler, og at disse derfor selges i 2014. Vi antar videre at Lerøy anser alle resterende aksjer som relevante for framtidig drift, og at denne posten derfor kan holdes lik null for alle år i framtidsbalansen.

Biologiske eiendeler og andre varer

Vi endrer her *ikke* for verdijusteringer, men posten økes med den samme prosentsatsen som endring i konsesjoner, for å reflektere den ikke-organiske økningen.

Kundefordringer og andre fordringer

Endres med samme prosentsats som endring i salgs-/driftsinntekter for å reflektere endringen i omsetning.

Innskutt egenkapital

Innskutt egenkapital holdes konstant da en emisjon med økning i antall aksjer vil gjøre verdsettelsesarbeidet til dels mer komplisert, og den samme finansieringen kan oppnås ved å benytte kredittinstitusjoner.

Ikke-kontrollerende eierinteresser

Holdes konstant da vi har antatt at Lerøy ikke endrer eierskap i deleide selskaper, og kun kjøper nye selskaper med 100% eierskap.

Utsatt skatt

Endres med samme prosentsats som endring i skatt på driftsresultat for å reflektere at de to postene er relaterte.

Pensjonsforpliktelser

Alle pensjonsforpliktelser plasseres i pensjonsmidler, og verdien av disse holdes lik pensjonsforpliktelsene i framtiden. Posten kan derfor være satt til null for framtidsregnskapet.

Andre forpliktelser

Inneholder sannsynligvis derivater for kontantstrømsikring, og vi øker derfor denne posten i takt med driftsinntekter.

Leverandørgjeld

Vi antar her at endring per år vil tilsvare prosentvis endring i varekostnad

Skyldige offentlige avgifter mv.

Endres i takt med salgsinntekter ettersom driver for offentlige avgifter stort sett er, litt forenklet, omsetningen.

Annen kortsiktig gjeld

Også denne posten økes i takt med salgsinntektene for å kunne betjene økt aktivitet i selskapet.

6.5.2 Andre poster, kontantstrøm

Periodens betalte skatt

Periodens betalte skatt er satt lik fjorårets balanseførte betalbare skatt.

Resultateffekt tilknyttet selskap

Denne posten er fjernet fra kontantstrømmer fra drift ettersom den tidligere ikke var en del av driftsresultatet, men i det omgrupperte regnskapet er flyttet, slik at resultateffekten nå inngår i resultat før skattekostnad.

Endring verdijustering biologiske eiendeler

Holdes konstant da vi ikke lenger justerer verdien på biologiske eiendeler etter prisendringer.

Poster klassifisert som finansieringsaktiviteter

Settes lik null ettersom finansieringskostnader er fjernet fra driftsresultat før skatt i det normaliserte regnskapet. Postene dekkes under kontantstrømmer fra finansieringsaktiviteter.

Endring i andre tidsavgrensingsposter

Settes til null da slike endringer ikke kan forutses, samt at vi har normalisert regnskapet.

Utbetaling ved kjøp av immaterielle eiendeler

Immaterielle eiendeler kan vanskelig fremskrives, og vi antar derfor at dette ikke er aktuelt. Dette stemmer overens med måten vi har ført investeringer på.

Innbetalinger av utbytte fra tilknyttede selskaper

Behandles nesten likt som inntekt fra tilknyttede selskap. I stedet for å bruke ti år med historiske data bruker vi her bare fem, ettersom posten i perioden 2003 til 2008 var balanseført med null i verdi, og derfor ikke er representativ for framtidig utvikling. Endres årlig med samme prosentsats som endringen i inntekt fra tilknyttede selskaper, som igjen er samme prosentsats som endring i salgs-/driftsinntekter.

Inn/utbetalinger på andre lånefordringer (kortsiktig/langsiktig)

Reflekterer endringer i balansen i posten andre forpliktelser i balansen.

Utbetalinger av utbytte

Det skal ifølge årsrapporten for 2013 utbetales utbytte lik 10kr per aksje i 2014, men vi ser bort fra dette ettersom vi ønsker å måle kontantstrømmene til selskapet, og ikke kontantstrømmene til aksjonærene.

6.5.3 Gjelds- og forfallsstruktur

Lerøy opplyser i årsrapporten om planlagt nedbetalingsplan for nåværende gjeld fram til 2018, og oppgir samlet resterende gjeld etter dette. Vi har antatt at Lerøy betaler ned sin gjeld over 7 år, slik at vi har fordelt gjenværende gjeld på 2019 og 2020. Videre har vi satt at Lerøy tar opp ny gjeld tilsvarende investeringer tilknyttet nye konsesjoner, slik tidligere beskrevet, og at også disse betales ned med avdrag over syv år.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Avdrag gjeld til kredittinstitusjoner	344 421	238 394	520 254	275 203	209 898	410 612	410 612	0	0	0
Avdrag leasing-gjeld	73 933	70 776	59 533	46 124	36 243	39 577	39 577	0	0	0
Sum avdrag gammel gjeld	418 354	309 170	579 787	321 327	246 141	450 189	450 189	0	0	0
Ny gjeld	2 726 500	1 300 244	0	1 081 737	3 297 142	1 298 857	0	1 329 323	3 059 714	985 665
Avdrag	389 500	185 749	0	154 534	471 020	185 551	0	189 903	437 102	140 809
Sum avdrag ny gjeld	389 500	575 249	575 249	729 783	1 200 803	1 386 354	1 386 354	1 186 757	1 438 110	1 578 920
Avdrag, totalt	807 854	884 419	1 155 036	1 051 110	1 446 944	1 836 543	1 836 543	1 186 757	1 438 110	1 578 920

Tabell 25: Oversikt over opptak og nedbetaling av gjeld for 2014 til 2023

6.5.4 Finansielle lånebetingelser

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Sum egenkapital	813 288	1 209 309	2 192 632	3 587 733	3 606 528	3 950 722	5 479 637	5 581 575	5 429 015	5 942 625
Sum egenkapital og gjeld	1 807 891	2 480 695	5 457 988	7 315 000	7 624 381	7 957 673	10 837 558	11 245 656	11 239 481	12 297 409
Egenkapitalandel	45%	49%	40%	49%	47%	50%	51%	50%	48%	48%
Brudd på lånevilkår?	Nei	Nei	Nei	Nei	Nei	Nei	Nei	Nei	Nei	Nei
Netto rentebærende gjeld	537 194	589 627	1 960 000	2 291 293	2 514 682	2 150 812	2 655 822	3 197 510	3 359 445	3 076 077
EBITDA	194 676	456 520	986 305	606 269	514 336	1 277 610	2 226 419	874 711	1 088 637	2 841 086
Forhold	276%	129%	199%	378%	489%	168%	119%	366%	309%	108%
Brudd på lånevilkår?	Nei	Nei	Nei	Nei	Nei	Nei	Nei	Nei	Nei	Nei

Tabell 26: Oversikt over status for lånevilkår fra 2004 til 2013.

Vi har videre undersøkt om vår foretrukne gjeldsstruktur bryter med Lerøys lånebetingelser, og har funnet at dette ikke er tilfelle. Konsernet skal ha en egenkapitalandel på minst 30%. I årene 2004 til 2013 ligger denne jevnt over på 40% til 51%. I 2014 antas egenkapitalandelen å ligge på 36%, mens den vil ha en relativt jevn økning mot 59% i 2023.

I tillegg til kravet på egenkapitalandel skal Lerøys netto rentebærende gjeld ikke være mer enn 500% av EBITDA. I årene 2004 til 2013 varierer denne ujevnt fra 108% til 489%, mens den fra 2014 til 2023 forventes å variere mellom 155% og 230%.

Det er med andre ord liten fare for at Lerøy kommer til å bryte lånebetingelsene i årene som kommer, og det vil sannsynligvis være uproblematisk å lånefinansiere investeringer slik vi har budsjettert for i kapittel 6.5.3.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Sum egenkapital	5 940 372	7 372 596	9 235 666	10 052 377	10 747 222	12 517 883	15 629 264	17 131 202	18 542 915	20 949 114
Sum egenkapital og gjeld	16 443 233	18 447 944	18 707 950	20 112 350	24 088 941	25 983 910	26 562 447	28 753 672	33 080 053	35 431 494
Egenkapitalandel	36%	40%	49%	50%	45%	48%	59%	60%	56%	59%
Brudd på lånevilkår?	Nei	Nei	Nei	Nei	Nei	Nei	Nei	Nei	Nei	Nei
Netto rentebærende gjeld	5 467 897	5 921 451	4 764 812	4 828 289	6 770 625	6 270 156	4 431 329	4 607 676	6 308 077	5 741 378
EBITDA	2 771 726	2 572 752	2 157 230	2 355 184	3 070 230	3 312 308	2 718 477	2 901 061	3 536 041	3 705 438
Forhold	197%	230%	221%	205%	221%	189%	163%	159%	178%	155%
Brudd på lånevilkår?	Nei	Nei	Nei	Nei	Nei	Nei	Nei	Nei	Nei	Nei

Tabell 27: Oversikt over status for lånevilkår fra 2014 til 2023.

6.6 Framtidig kredittvurdering

Det er i utgangspunktet ikke vanlig å undersøke og beregne framtidig kredittvurdering. I vårt tilfelle, hvor vi alt har kritisert Standard & Poor's modell for ikke å gi Lerøy riktig rentekostnad, vil det gjerne virke merkelig at vi velger å gjøre dette. Vi synes imidlertid at

det er både sunt og naturlig å ønske å sjekke at framskrivningsplanen ikke kompromitterer Lerøys gode kredittvurdering, og ønsker derfor å gjennomføre dette steget kun for å sjekke at våre beregninger ikke er ødeleggende for framtidig gjeldsinnhenting. Vi kommer derfor ikke til å bruke modellen til å beregne framtidig gjeldskrav, og holder oss derfor i tråd med tidligere utsagn. Vi kommenterer under på resultatene, og viser til tabell 28 for den fullstendige oversikten.

For likviditetsgrad 1 er det ingen endring i gjennomsnittlig kredittvurdering fra den første tiårsperioden til den andre, med et gjennomgående resultat rundt A- med unntak av litt svakere tall fra 2014 til 2019.

For rentedekningsgraden ser vi en liten forbedring fra gjennomsnittlig AA til AAA-. Samtlige siste seks år oppnår AAA, noe som lover godt for investeringsplanen.

Også egenkapitalandelen ser en liten forbedring fra første tiårsperiode til den andre, fra BBB til A-.

For netto driftsrentabilitet gjentar vi resultatene fra egenkapitalandelen, med en økning fra BBB til A-. Netto driftsrentabilitet har vært den minst stabile av forholdstallene, og vi ser nå en stabilisering rundt BBB+ de siste fire år.

Vi har som nevnt ikke utført denne testen for å finne framtidig gjeldskrav, men for å undersøke hvordan vår framskrivning av regnskapet påvirker Lerøys evne til å behandle egen gjeld. Vi ser av resultatene at våre framtidsantagelser fint består testen da denne evnen svakt forbedres gitt de forutsetninger vi har satt.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Omløpsmidler	6 920 030	7 932 185	8 474 465	9 066 490	10 053 197	10 986 463	11 832 375	12 918 306	14 532 030	16 214 739
Kortsiktig gjeld	3 739 906	4 350 503	4 161 402	4 883 279	6 022 229	6 389 805	5 610 451	6 216 503	7 039 815	7 200 617
Likviditetsgrad 1	1,85	1,82	2,04	1,86	1,67	1,72	2,11	2,08	2,06	2,25
Rating	BBB+	BBB+	A-	BBB+	BBB	BBB+	A-	A-	A-	A-
	BBB+									
Driftsresultat før skatt	2 392 728	2 215 063	1 874 956	2 085 824	2 712 971	2 975 155	2 451 103	2 627 031	3 188 983	3 388 506
Rentekostnad	180 281	234 932	210 020	171 071	201 194	226 574	179 152	143 525	181 255	209 912
Rentedekningsgrad	12,27	8,43	7,93	11,19	12,48	12,13	12,68	17,30	16,59	15,14
Rating	AAA	AA+	AA+	AAA-	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
	AAA-									
Egenkapital	5 940 372	7 372 596	9 235 666	10 052 377	10 747 222	12 517 883	15 629 264	17 131 202	18 542 915	20 949 114
Ikke-kontrollerende eierinteresser	793 747	793 747	793 747	793 747	793 747	793 747	793 747	793 747	793 747	793 747
Totalkapital	16 443 233	18 447 944	18 707 950	20 112 350	24 088 941	25 983 910	26 562 447	28 753 672	33 080 053	35 431 494
Egenkapitalandel	0,41	0,44	0,54	0,54	0,48	0,51	0,62	0,62	0,58	0,61
Rating	BBB	BBB	A-	A-	BBB+	A-	A	A	A	A
	A-									
Driftsresultat før skatt	2 392 728	2 215 063	1 874 956	2 085 824	2 712 971	2 975 155	2 451 103	2 627 031	3 188 983	3 388 506
Skatt	504 046	451 618	384 297	446 963	582 564	637 756	533 623	589 787	712 680	758 161
Driftsrelaterte eiendeler	16 417 062	18 421 773	18 681 779	20 086 179	24 062 770	25 957 739	26 536 276	28 727 501	33 053 882	35 405 323
Driftsrelatert gjeld	5 034 964	5 153 897	4 707 472	5 231 685	6 571 093	7 195 871	6 501 854	7 014 793	8 229 060	8 741 002
Netto driftsrentabilitet	0,17	0,13	0,11	0,11	0,12	0,12	0,10	0,09	0,10	0,10
Rating	A+	A-	BBB+	BBB+	A-	A-	BBB+	BBB	BBB+	BBB+
	A									
Overall	AA-									

Tabell 28: Syntetisk framtidig kredittvurdering ved Standard & Poor's modell

6.7 Framskrevet regnskap

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Salgs-/driftsinntekter	13 994 128	15 673 424	15 203 221	16 723 543	20 486 340	22 330 111	21 660 207	23 393 024	26 901 978	28 516 096
Vareforbruk/-kjøp	8 424 086	10 108 903	10 108 903	11 119 793	13 343 752	14 544 689	14 544 689	15 708 264	17 750 339	18 815 359
Bruttofortjeneste	5 570 043	5 564 521	5 094 318	5 603 750	7 142 589	7 785 422	7 115 518	7 684 760	9 151 639	9 700 737
Lønn og andre personalkostnader	1 435 239	1 625 538	1 684 058	1 866 844	2 303 811	2 535 381	2 626 655	2 870 457	3 333 886	3 570 698
Andre driftskostnader	1 452 028	1 450 589	1 328 014	1 460 815	1 861 968	2 029 545	1 854 911	2 003 304	2 385 697	2 528 839
Avskrivninger	378 998	357 689	282 274	269 361	357 259	337 153	267 374	274 030	347 058	316 932
Inntekt fra tilknyttede selskap	88 951	84 359	74 984	79 093	93 420	91 812	84 524	90 061	103 986	104 238
Driftsresultat før skatt	2 392 728	2 215 063	1 874 956	2 085 824	2 712 971	2 975 155	2 451 103	2 627 031	3 188 983	3 388 506
Unntatt skatt på tilknyttet selskap	21 081	19 993	17 771	18 745	22 141	21 760	20 032	21 345	24 645	24 704
Skatt på driftsresultat	545 995	504 977	426 594	475 595	620 834	683 352	560 879	601 262	731 144	778 372
Driftsresultat etter skatt	1 867 814	1 730 079	1 466 134	1 628 973	2 114 278	2 313 562	1 910 256	2 047 114	2 482 484	2 634 839
Annen renteinntekt	30 462	44 366	58 962	68 813	64 517	63 731	81 811	102 543	115 310	137 730
Skatt på annen renteinntekt	8 529	12 422	16 509	19 268	18 065	17 845	22 907	28 712	32 287	38 564
Resultat sysselsatt kapital	1 889 747	1 762 023	1 508 586	1 678 519	2 160 730	2 359 448	1 969 159	2 120 945	2 565 507	2 734 005
Annen rentekostnad	180 281	234 932	210 020	171 071	201 194	226 574	179 152	143 525	181 255	209 912
Skatt på annen rentekostnad	50 479	65 781	58 805	47 900	56 334	63 441	50 163	40 187	50 751	58 775
Normalisert årsresultat	1 759 944	1 592 872	1 357 372	1 555 348	2 015 871	2 196 315	1 840 170	2 017 607	2 435 003	2 582 888

Tabell 29: Prognose for resultatregnskap fra 2014 til 2023

ANLEGGSMIDLER	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Utsatt skattefordel	11 807	11 807	11 807	11 807	11 807	11 807	11 807	11 807	11 807	11 807
Konsesjoner, rettigheter	3 536 656	4 251 081	4 251 081	4 869 216	6 724 726	7 466 929	7 466 929	8 197 971	9 946 379	10 509 617
Goodwill	2 008 485	2 008 485	2 008 485	2 008 485	2 008 485	2 008 485	2 008 485	2 008 485	2 008 485	2 008 485
Maskiner, inventar, utstyr, etc.	2 030 959	2 193 931	1 951 662	2 093 491	2 945 744	3 100 569	2 877 630	3 138 346	3 890 501	3 961 302
Bygninger	1 063 830	1 178 988	1 138 982	1 191 394	1 473 515	1 538 189	1 493 754	1 607 290	1 819 383	1 854 078
Tomter	71 725	71 725	71 725	71 725	71 725	71 725	71 725	71 725	71 725	71 725
Aksjer i tilknyttede selskaper	773 571	773 571	773 571	773 571	773 571	773 571	773 571	773 571	773 571	773 571
Aksjer tilgjengelig for salg	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Langsiktige fordringer	26 171	26 171	26 171	26 171	26 171	26 171	26 171	26 171	26 171	26 171
Pensjonsmidler	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Sum anleggsmidler	9 523 204	10 515 758	10 233 484	11 045 860	14 035 743	14 997 447	14 730 073	15 835 366	18 548 022	19 216 756
OMLØPSMIDLER										
Biologiske eiendeler	2 745 725	3 010 937	3 010 937	3 229 347	3 868 976	4 118 587	4 118 587	4 352 598	4 898 623	5 070 231
Andre varer	457 194	501 355	501 355	537 723	644 229	685 792	685 792	724 757	815 676	844 251
Kundefordringer	1 932 356	2 164 239	2 099 312	2 309 243	2 828 823	3 083 417	2 990 914	3 230 188	3 714 716	3 937 599
Andre fordringer	411 050	460 376	446 564	491 221	601 745	655 902	636 225	687 123	790 192	837 603
Aksjer og verdipapirer	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kontanter og kontantekvivalenter	1 373 704	1 795 278	2 416 296	2 498 956	2 109 425	2 442 765	3 400 856	3 923 640	4 312 823	5 525 055
Sum omløpsmidler	6 920 030	7 932 185	8 474 465	9 066 490	10 053 197	10 986 463	11 832 375	12 918 306	14 532 030	16 214 739
Sum eiendeler	16 443 233	18 447 944	18 707 950	20 112 350	24 088 941	25 983 910	26 562 447	28 753 672	33 080 053	35 431 494
EGENKAPITAL										
Aksjekapital	54 577	54 577	54 577	54 577	54 577	54 577	54 577	54 577	54 577	54 577
Eqne aksjer	330	330	330	330	330	330	330	330	330	330
Overkurs	2 731 690	2 731 690	2 731 690	2 731 690	2 731 690	2 731 690	2 731 690	2 731 690	2 731 690	2 731 690
Sum innskutt egenkapital	2 785 937	2 785 937	2 785 937	2 785 937	2 785 937	2 785 937	2 785 937	2 785 937	2 785 937	2 785 937
Annen egenkapital	2 360 688	3 792 912	5 655 982	6 472 693	7 167 538	8 938 199	12 049 580	13 551 518	14 963 231	17 369 430
Sum opptjent egenkapital	2 360 688	3 792 912	5 655 982	6 472 693	7 167 538	8 938 199	12 049 580	13 551 518	14 963 231	17 369 430
Ikke-kontrollerende eierinteresser	793 747	793 747	793 747	793 747	793 747	793 747	793 747	793 747	793 747	793 747
Sum egenkapital	5 940 372	7 372 596	9 235 666	10 052 377	10 747 222	12 517 883	15 629 264	17 131 202	18 542 915	20 949 114
LANGSIKTIG GJELD										
Langsiktig rentebærende gjeld	4 198 884	4 344 092	3 292 982	2 927 774	4 388 373	3 850 686	2 663 929	2 555 142	4 035 936	3 597 215
Annen langsiktig gjeld	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Utsatt skatt	2 516 362	2 327 319	1 966 068	2 191 904	2 861 274	3 149 407	2 584 958	2 771 072	3 369 670	3 587 328
Pensjonsforpliktelser	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Andre forpliktelser	47 710	53 435	51 832	57 015	69 844	76 130	73 846	79 754	91 717	97 220
Sum langsiktig gjeld	6 762 956	6 724 845	5 310 881	5 176 694	7 319 490	7 076 223	5 322 732	5 405 967	7 497 323	7 281 763
KORTSIKTIG GJELD										
Leverandørgjeld	1 483 208	1 779 849	1 779 849	1 957 834	2 349 401	2 560 847	2 560 847	2 765 715	3 125 258	3 312 773
Kortsiktige kreditter	1 221 303	1 523 924	1 419 998	1 843 499	2 312 409	2 343 340	1 693 555	1 972 781	2 180 425	2 046 943
Skyldige offentlige avgifter m.v.	134 753	150 923	146 395	161 035	197 268	215 022	208 571	225 257	259 046	274 588
Betalbar skatt	504 046	451 618	384 297	446 963	582 564	637 756	533 623	589 787	712 680	758 161
Annen kortsiktig gjeld	396 596	444 188	430 862	473 948	580 587	632 839	613 854	662 963	762 407	808 151
Sum kortsiktig gjeld	3 739 906	4 350 503	4 161 402	4 883 279	6 022 229	6 389 805	5 610 451	6 216 503	7 039 815	7 200 617
Sum gjeld	10 502 862	11 075 348	9 472 284	10 059 973	13 341 719	13 466 028	10 933 183	11 622 470	14 537 138	14 482 380
Sum egenkapital og gjeld	16 443 233	18 447 944	18 707 950	20 112 350	24 088 941	25 983 910	26 562 447	28 753 672	33 080 053	35 431 494

Tabell 30: Prognose for balanseoversikt fra 2014 til 2023

KONTANTSTRØMMER FRA DRIFT	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Resultat før skattekostnad	2 392 728	2 215 063	1 874 956	2 085 824	2 712 971	2 975 155	2 451 103	2 627 031	3 188 983	3 388 506
Periodens betalte skatt	320 344	504 046	451 618	384 297	446 963	582 564	637 756	533 623	589 787	712 680
Andre gevinster og tap	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tap/gevinst ved salg av anleggsmidler	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tap/gevinst ved salg av aksjer	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Avskrivninger	378 998	357 689	282 274	269 361	357 259	337 153	267 374	274 030	347 058	316 932
Nedskrivninger	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultateffekt tilknyttet selskap	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Endring verdjustering biologiske eiendeler	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Endring i varelager/biologiske eiendeler	691 539	309 373	0	254 778	746 135	291 174	0	272 976	636 944	200 182
Endring i kundefordringer	540 786	281 209	78 738	254 588	630 104	308 751	112 180	290 171	587 597	270 294
Endring i leverandørgjeld	423 774	296 642	0	177 985	391 567	211 446	0	204 868	359 543	187 515
Endring i netto pensjonsforpliktelse	3 227	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Poster klassifisert som finansieringsaktiviteter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Effekt av valutakursendringer	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Endring i andre tidsavgrensingsposter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Netto kontantstrøm fra drift	1 639 603	1 774 767	1 784 350	1 639 507	1 638 594	2 341 264	2 192 900	2 009 158	2 081 256	2 709 796
KONTANTSTRØMMER FRA INVESTERINGSAKTIVITETER										
Innbetalinger ved salg av varige driftsmidler	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Utbetalinger ved kjøp av varige driftsmidler	1 363 250	675 122	0	540 868	1 673 571	649 428	0	689 662	1 529 857	492 833
Innbetaling ved salg av immaterielle eiendeler	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Utbetaling ved kjøp av immaterielle eiendeler	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Innbetalinger ved salg av aksjer og andeler i andre foretak	5 553	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Utbetalinger ved kjøp av aksjer og andeler i andre foretak	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Innbetalinger av utbytte fra tilknyttede selskaper	41 144	34 277	27 113	30 257	38 904	37 430	32 588	35 919	40 273	39 244
Innbetalinger ved salg av konsernselskap	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Utbetalinger ved kjøp av konsernselskap/konsernbidrag til DS	1 363 250	625 122	0	540 868	1 623 571	649 428	0	639 662	1 529 857	492 833
Inn/utbetalinger på andre lånefordringer (kortsiktig/langsiktig)	11 010	5 725	1 603	5 183	12 828	6 286	2 284	5 908	11 963	5 503
Netto kontantstrøm fra investeringsaktiviteter	2 668 793	1 260 242	25 510	1 046 296	3 245 409	1 255 141	30 304	1 287 496	3 007 479	940 918
KONTANTSTRØMMER FRA FINANSIERINGSAKTIVITETER										
Netto endring kortsiktige kreditter	91 522	47 592	13 326	43 086	106 638	52 253	18 985	49 108	99 444	45 744
Innbetalinger ved opptak av ny langsiktig gjeld	2 726 500	1 300 244	0	1 081 737	3 297 142	1 298 857	0	1 329 323	3 059 714	985 665
Utbetalinger ved nedbetaling av langsiktig gjeld	884 419	1 155 036	1 051 110	1 446 944	1 836 543	1 836 543	1 186 757	1 438 110	1 578 920	1 424 386
Innbetalinger av egenkapital	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Innbetalinger knyttet til renteinntekter	30 462	44 366	58 962	68 813	64 517	63 731	81 811	102 543	115 310	137 730
Utbetalinger knyttet til rente- og finanskostnader	180 281	234 932	210 020	171 071	201 194	226 574	179 152	143 525	181 255	209 912
Inn/utbetaling ved kjøp/salg av egne aksjer	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Gjenkjøp av egenkapitalinteresser	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Utbetalinger av utbytte	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Netto kontantstrømmer fra finansieringsaktiviteter	1 600 739	92 950	1 188 842	510 551	1 217 283	752 783	1 265 114	198 877	1 315 406	556 647
Netto kontantstrømmer for perioden	571 550	421 574	621 018	82 660	389 531	333 340	958 091	522 784	389 183	1 212 231

Tabell 31: Prognose for kontantstrømmer fra 2014 til 2023

7. Fundamental verdsettelse

7.1 Gordons vekstmodell

Gordons vekstmodell sier at *aksjens verdi* = $\frac{\text{forventet dividende neste periode}}{\text{egenkapitalkrav} - \text{vekstrate i stabil tilstand}}$ (Damodaran 2012). Modellen kan imidlertid brukes til andre ting enn å verdsette ved hjelp av dividende, og er en viktig del av prosessen med å finne terminalverdien av et selskap. I vårt tilfelle har vi framskrevet Lerøys regnskap til og med 2023, men har ingen konkrete tall å forholde oss til deretter. Vi vet at, ettersom vi hele tiden har fokusert på kontantstrømmer til egenkapital, periodens netto kontantstrøm kan erstatte dividende for å finne verdien på selskapet. Vi får da at

$$\text{Lerøys terminalverdi}_{2024} = \frac{\text{Forventet kontantstrøm}_{2024}}{\text{Egenkapitalkrav} - \text{Vekstrate i stabil tilstand}}$$

7.2 Egenkapitalmetoden

7.2.1 Kontantstrømanalyse

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Netto kontantstrømmer for perioden	571 550	421 574	621 018	82 660	389 531	333 340	958 091	522 784	389 183	1 212 231
Neddiskontert til 2013-nivå	529 704	362 102	494 356	60 983	266 339	211 232	562 674	284 545	196 318	566 723
Sum neddiskonterte kontantstrømmer	3 002 298									

Tabell 32: Oversikt over kontantstrømmer fra 2014 til 2023

Vi vet av enkel matematisk regning at vi kan neddiskontere kontantstrømmene fra et hvilket som helst år til 2013-nivå ved formelen $\frac{\text{kontantstrøm}_{2013+t}}{(1+\text{egenkapitalkrav})^t}$. Tabell 32 viser de neddiskonterte kontantstrømmene for 2014 til 2023 i 2013-kroner. Summen av de neddiskonterte kontantstrømmene måler verdien på Lerøys drift i disse ti årene.

7.2.2 Terminalverdi

Etttersom budsjetterte kontantstrømmer for Lerøy fra 2014 til 2023 er sterkt varierende, kan vi ikke forvente at kontantstrømmene i 2023 alene er representative for kontantstrømmene i 2024. Vi ser derfor på både gjennomsnitt og median for kontantstrømmene i denne perioden, og finner at gjennomsnittet er 472 290 000 kroner og at median er 472 179 000 kroner. Disse

tallene er ekstremt nære hverandre, og det spiller liten rolle i hvilken kombinasjon vi velger å bruke dem videre. Vi tar derfor en enkel avrunding til 472 235 000 kroner, og finner at

$$\text{Forventet kontantstrøm}_{2024} = 472\,235\,000 \times (1 + 0,055) = 498\,207\,925.$$

Vi får videre at

$$\text{Lerøys terminalverdi}_{2024} = \frac{498\,207\,925}{0,079 - 0,055} = 20\,758\,663\,540$$

og at

$$\begin{aligned} \text{Nåverdi av Lerøys terminalverdi} &= \frac{\text{Lerøys terminalverdi}_{2024}}{(1 + \text{egenkapitalkrav})^{2024-2013}} \\ &= \frac{20\,758\,663\,540}{(1 + 0,079)^{11}} = 8\,994\,219\,836 \end{aligned}$$

Vi kan derfor anta at Lerøys drift etter 2023 er verdt nesten 9 milliarder kroner i 2013. Vi kan nå, i neste delkapittel, finne totalverdien på Lerøys egenkapital, samt et anslag for riktig aksjepris.

7.2.3 Verdi av egenkapital

Ved å slå sammen verdiene fra kontantstrømanalysen og terminalverdien finner vi at verdien på Lerøy Seafood Group ASA, målt etter egenkapitalmetoden, er $3\,002\,298\,000 + 8\,994\,219\,836 = 11\,996\,517\,836$ kroner.

Gitt at Lerøy hadde 54 577 368 utestående aksjer 31. desember 2013, gir dette en aksjepris for Lerøy på 219,81 kroner. Dette signaliserer at aksjeprisen den 31. desember 2013, som var 177,00 kroner (Thomson Reuters 2013), var godt underpriset. Markedet har siden korrigert for mye av denne underprisingen, da prisen per aksje ved dagens slutt den 20. mai 2014 var oppe i 214,50 kroner (Financial Times 2014).

8. Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse er brukt mye i praksis ettersom det er en mye lettere og mindre tidkrevende metode enn fundamental verdsettelse. Vi vil utføre den komparative verdsettelsen som et supplement til den foregående analysen, da denne kan bidra til å fortelle oss om vi kan forvente stor usikkerhet knyttet til verdivurderingen, eller om den komparative verdsettelsen bekrefter verdien vi satt i kapittel 7.

Komparativ verdsettelse skiller seg fra fundamental verdsettelse på flere måter. Som oftest legger man til grunn en antagelse om at selskapet som analyseres over tid vil være like lønnsomt som tilsvarende selskap i samme bransje. Dette er ikke nødvendigvis korrekt i virkeligheten, og er en av de sterkeste svakhetene ved modellen. Av denne grunn vil vi ikke konvergere resultatet fra analysen mot resultatet fra den fundamentale verdsettelsen, men heller bruke det som et bekræftende eller avkrefteende supplement.

8.1 Valg av komparative selskaper

Alle lakseoppdrettsselskaper følger samme syklus, og er derfor representative for hverandre uavhengig av hvor i syklusen bransjen befinner seg. Vi har alt valgt vårt bransjeutvalg, og henviser derfor til kapittel 1.1.1 for diskusjonen rundt hvorfor vi i tillegg til Lerøy har valgt Marine Harvest, Grieg Seafood og SalMar. Vi har i utregningen av bransjens multiplikator valgt å inkludere Lerøy, og tar derfor gjennomsnittet av de fire multiplikatorene. Dette er gjort da vi mener Lerøy er en viktig del av bransjen, og at analysen ikke ene og alene kan baseres på konkurrentenes nøkkeltall.

8.2 Valg av multiplikator

Ved valg av multiplikator er det viktig at de valgte multiplikatorene er både konsistent og uniform (Damodaran 2012). For å unngå inkonsistente multiplikatorer må vi sørge for at ikke teller har en egenkapitalverdi mens nevner har en total kapitalverdi, eller motsatt. Teller og nevner må med andre ord bruke verdier fra samme basis. Videre, at multiplikatorene må være uniform, viser til at de samme inndata og formler må brukes for å regne ut de samme multiplikatorene. Dette kan være en utfordring for oss, ettersom det kan se ut som om vårt bransjeutvalg fører sine regnskap på til dels forskjellig vis (innenfor samme

regnskapsstandard). Vi har prøvd å korrigere for dette ved å omgruppere balansen for 2013 for de fire selskapene, og det meste av problemet unngås ved at vi regner ut multiplene selv i stedet for å hente dem fra forskjellige kilder som muligens ikke bruker identiske formler. Ved å regne ut multiplikatorene selv kan vi være sikre på at dette ikke er en kilde til feil.

Vi har valgt å bruke to multiplikatorer basert på pris/fortjeneste, og én basert på pris/bok. Vi ser først på verdien av driftskapitalen mot EBITDA, og så mot EBIT. Verdien av driftskapitalen finner vi ved å summere egenkapitalens børsverdi med den bokførte verdien på finansiell gjeld. Vi ser så på verdien av driftskapitalen mot den bokførte driftskapitalen, som er summen av bokført verdi av egenkapital og bokført verdi av finansiell gjeld. Bruk av tre multiplikatorer vil gi oss tre komparative verddivurderinger av Lerøy. Ettersom vi har to multiplikatorer basert på pris/fortjeneste, vil vi vekte disse med 25% hver, og pris/bok-multiplikatoren med 50%, og la dette danne grunnlaget for det komparative verdiestimatet av Lerøys egenkapital.

	Lerøy	Marine Harvest	Grieg Seafood	SalMar
Driftsrelaterte anleggsmidler	7 116 584	17 423 700	2 352 710	4 726 522
Langsiktig driftsrelatert gjeld	1 490 199	4 341 200	752 267	1 671 273
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	5 626 385	13 082 500	1 600 443	3 055 249
Driftsrelaterte omløpsmidler	6 760 976	16 004 700	2 236 089	5 199 420
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	1 788 508	4 452 900	373 985	827 787
Driftsrelatert arbeidskapital	4 972 468	11 551 800	1 862 104	4 371 633
Netto driftseiendeler	10 598 853	24 634 300	3 462 547	7 426 882
Finansielle anleggsmidler	26 171	132 100	1 275	5 609
Finansielle omløpsmidler	0	167 100	518	0
Finansielle eiendeler	26 171	299 200	1 793	5 609
Sysselsatte eiendeler	10 625 024	24 933 500	3 464 340	7 432 491
Egenkapital	6 755 200	16 318 500	1 988 557	4 722 975
Ikke-kontrollerende eierinteresser	793 747	27 800	0	337 808
Langsiktig finansiell gjeld	2 393 503	7 710 200	850 646	1 974 521
Kortsiktig finansiell gjeld	682 574	877 200	625 138	397 186
Finansiell gjeld	3 076 077	8 587 400	1 475 784	2 371 707
Sysselsatt kapital	10 625 024	24 933 700	3 464 341	7 432 490

Tabell 33: Omgrupperte balanser for 2013. Kilder: Lerøy (2014), Marine Harvest (2014), Grieg Seafood (2014) og SalMar (2014)

8.3 Verdsettelse

En komparativ verdsettelse kan baseres på historiske data, eller anslag på framtidige kontantstrømmer. Ettersom det vil skape enormt mye ekstraarbeid å skulle sette opp framtidsregnskap for bransjeutvalget, bruker vi historiske data. Noen vil argumentere for at dette bryter med hensikten til en verdsettelse, mens andre vil finne det uproblematisk. I vårt tilfelle vil bransjens sykliske natur, som er tilnærmet identisk for alle selskap, være en god forklaring på hvorfor verddivurderingen minst like godt kan gjennomføres med historiske data.

31.12.13	Lerøy	Marine Harvest	Grieg Seafood	SalMar
Aksjekurs	177,00	73,85	24,50	74,00
Antall aksjer	54 577 368	410 377 758	111 662 000	113 299 999
Egenkapital	7 548 947	16 346 300	1 988 557	5 060 783
Finansiell gjeld	3 076 077	8 587 400	1 475 784	2 371 707
Selskapets verdi	9 660 194	30 306 397	2 735 719	8 384 200

Tabell 34: Analysens inndata. Kilder: Lerøy (2014), Marine Harvest (2014), Grieg Seafood (2014) og SalMar (2014)

8.3.1 Pris/EBITDA

Pris/EBITDA-multiplikatoren varierer fra 5,10 til 9,78 innen utvalget, og Lerøy ligger på 6,57. Gjennomsnittet på 6,84 er veldig nære Lerøys multiplikator, noe som fører til at anslaget på aksjens verdi blir til dels høyere enn børsverdi 31. desember 2013.

Pris/fortjeneste 1	Lerøy	Marine Harvest	Grieg Seafood	SalMar
Verdi, driftskapital	12 736 271	38 893 797	4 211 503	10 755 907
EBITDA	1 938 474	3 974 900	711 840	2 108 415
Multiplikator	6,57	9,78	5,92	5,10
EBITDA	1 938 474			
Multiplikator	6,84			
Verdianslag, driftskapital	13 265 407			
Finansiell gjeld	3 076 077			
Verdianslag, egenkapital	10 189 330			
Antall aksjer	54 577 368			
Verdianslag, aksje	186,70			

Tabell 35: Verdianslaget for Lerøys aksje er 186,70kr ved pris/EBITDA

8.3.2 Pris/EBIT

Pris/EBIT-multiplikatoren varierer fra 4,93 til 12,11 innen utvalget, hvor Lerøy har bransjens laveste multiplikator. Gjennomsnittet på 7,35 er en god del høyere enn Lerøys multiplikator, noe som fører til at anslaget på aksjens verdi blir betraktelig høyere enn børsverdi 31. desember 2013. Her legger modellen til grunn at Lerøy har forbedringspotensial, og derfor var undervurdert ved årsskiftet.

Pris/fortjeneste 2	Lerøy	Marine Harvest	Grieg Seafood	SalMar
Verdi, driftskapital	12 736 271	38 893 797	4 211 503	10 755 907
EBIT	2 582 216	3 212 400	615 743	1 949 425
Multiplikator	4,93	12,11	6,84	5,52
EBIT	2 582 216			
Multiplikator	7,35			
Verdianslag, driftskapital	18 977 276			
Finansiell gjeld	3 076 077			
Verdianslag, egenkapital	15 901 199			
Antall aksjer	54 577 368			
Verdianslag, aksje	291,35			

Tabell 36: Verdianslaget for Lerøys aksje er 291,35kr ved pris/EBIT

8.3.3 Pris/bok

Pris/EBITDA-multiplikatoren varierer fra 1,20 til 1,56 innen utvalget, og igjen har Lerøy den laveste multiplikatoren. Gjennomsnittet på 1,36 er naturlig nok høyere enn Lerøys multiplikator, og gir et anslag på aksjens verdi som er høyere enn børsverdi 31. desember 2013. Igjen har Lerøy dårligere ytelse enn bransjen, og har derfor forbedringspotensial, noe som gjør at modellen mener aksjen er undervurdert.

Pris/bok	Lerøy	Marine Harvest	Grieg Seafood	SalMar
Verdi, driftskapital	12 736 271	38 893 797	4 211 503	10 755 907
Bokført driftskapital	10 625 024	24 933 700	3 464 341	7 432 490
Multiplikator	1,20	1,56	1,22	1,45
Egenkapital	7 548 947			
Finansiell gjeld	3 076 077			
Bokført driftskapital	10 625 024			
Multiplikator	1,36			
Verdianslag, driftskapital	14 400 661			
Finansiell gjeld	3 076 077			
Verdianslag, egenkapital	11 324 584			
Antall aksjer	54 577 368			
Verdianslag, aksje	207,50			

Tabell 37: Verdianslaget for Lerøys aksje er 207,50kr ved pris/bok

8.3.4 Til ettertanke

Som nevnt vurderer den komparative analysen aksjen som undervurdert når Lerøy leverer dårligere multipler enn bransjens gjennomsnitt. Den gjør dette av forventning om at Lerøy kan forbedre disse multiplene i framtiden. Dette er en veldig naturlig antagelse å gjøre i tilfeller hvor man står overfor et oppkjøp av majoriteten av et selskaps aksjekapital, men er ikke like lett å stole på i tilfeller hvor man handler som småinvestor. Ettersom denne utredningen skal bunne ut i en verdivurdering myntet på investorer i aksjemarkedet, som typisk sjelden har innflytelsesmakt over selskapets drift, er dette en litt naiv konklusjon. Dette betyr ikke at Lerøy *ikke* vil forbedre sine multipler i framtiden, men det betyr at man må vurdere betydningen av prosedyren og nøyaktigheten av verdianslaget før det brukes. På den annen side fant vi i kapittel 3.3 at Lerøy har flere konkurransefortrinn over sine konkurrenter, hvorav noen er varige og beholdte. Det kan derfor være naturlig at multiplikatoranalysen får rett i sine antakelser om at Lerøys nøkkeltall ved årsskiftet ville forbedre seg.

I Lerøys tilfelle vet vi at disse multiplene alt har blitt forbedret i løpet av 2014. Dersom vi ser på pris per aksje i Lerøy den 20. mai 2014, på 214,50 kroner, i stedet for 31. desember, men holder alt annet likt, ser vi, i tabell 38, at samtlige multiplikatorer er forbedret som resultat av stigningen i aksjeprisen. For pris/EBIT klatrer Lerøy forbi SalMar, og har ikke lenger den laveste multiplikatoren, selv om den fremdeles er under gjennomsnittet. For

pris/bok går Lerøy forbi både Grieg Seafood og det gamle gjennomsnittet, og ligger like under det nye gjennomsnittet på 1,41. Dette trenger ikke nødvendigvis å bety at utviklingen vil fortsette i samme retning, og vi har her ikke tatt hensyn til regnskapstall senere enn årsskiftet, men det gir en liten pekepinn på at den komparative verdivurderingen i vårt tilfelle ser ut til å gjøre den jobben den er ment å gjøre.

Pris/fortjeneste 1	Lerøy	Marine Harvest	Grieg Seafood	SalMar	Lerøy
Verdi, driftskapital	12 736 271	38 893 797	4 211 503	10 755 907	14 782 922
EBITDA	1 938 474	3 974 900	711 840	2 108 415	1 938 474
Multiplikator	6,57	9,78	5,92	5,10	7,63
Pris/fortjeneste 2	Lerøy	Marine Harvest	Grieg Seafood	SalMar	Lerøy
Verdi, driftskapital	12 736 271	38 893 797	4 211 503	10 755 907	14 782 922
EBIT	2 582 216	3 212 400	615 743	1 949 425	2 582 216
Multiplikator	4,93	12,11	6,84	5,52	5,72
Pris/bok	Lerøy	Marine Harvest	Grieg Seafood	SalMar	Lerøy
Verdi, driftskapital	12 736 271	38 893 797	4 211 503	10 755 907	14 782 922
Bokført driftskapital	10 625 024	24 933 700	3 464 341	7 432 490	10 625 024
Multiplikator	1,20	1,56	1,22	1,45	1,39

Tabell 38: Lerøys multiplikatorer per 20. mai 2014, helt til høyre

8.3.5 Verdivurdering

Fra den komparative analysen finner vi ved de tre verdianslagene at Lerøys aksje bør være verdsatt til

$$186,70 \times 25\% + 291,35 \times 25\% + 207,50 \times 50\% = 223,26$$

Den komparative verdivurderingen bekrefter med andre ord vår fundamentale verdsettelse på 219,81 kroner, med et positivt avvik på bare 3,45 kroner, eller 1,57%. Dette betyr naturligvis ikke at verdivurderingen er feilfri eller uten forenklinger, og måten vi har valgt å komme fram til dette verdiesestimateret på kan påvirke verdien i stor grad. De tre multiplene hadde blant annet en spredning i sine estimater på over 100 kroner, noe som vitner om hvor lite nøyaktig de er i bruk. Dette er grunnen til at vi ikke ønsket å konvergere resultatet fra den komparative analysen inn i resultatet fra den fundamentale.

9. Sensitivitetsanalyse

Verdsettelsen av Lerøy er basert på antagelser og beregninger, og er dermed preget av usikkerhet. For å illustrere, og for å få en oversikt over hvor sensitiv verdivurderingen av Lerøy er for små variasjoner i visse parametere, vil vi nå utføre en sensitivitetsanalyse hvor vi endrer noen av de nøkkeltallene vi tidligere har satt. Dette vil hjelpe oss å bringe perspektiv på hvor mye usikkerhet det er rundt vår verdivurdering.

9.1 Nøkkeltall

		Vekstrate i stabil tilstand								
		3,5%	4,0%	4,5%	5,0%	5,5%	6,0%	6,5%	7,0%	7,5%
Egenkapitalkrav	6,0%	249,49	297,81	378,33	539,39	1 022,54				
	6,5%	208,40	239,23	285,32	362,15	515,80	976,75			
	7,0%	179,20	200,14	229,47	273,45	346,76	493,38	933,23		
	7,5%	157,20	172,20	192,19	220,18	262,16	332,13	472,07	891,88	
	7,9%	143,20	154,98	170,24	190,75	219,81	264,16	340,20	500,72	1 062,54
	8,5%	126,37	134,88	145,51	159,18	177,40	202,91	241,18	304,96	432,53
	9,0%	115,15	121,79	129,92	140,07	153,12	170,53	194,89	231,44	292,36
	9,5%	105,79	111,08	117,42	125,18	134,88	147,35	163,98	187,25	222,17
	10,0%	97,86	102,13	107,19	113,25	120,67	129,93	141,85	157,73	179,97

Tabell 39: Aksjepris ved forskjellige verdier i egenkapitalkrav og vekstrate i stabil tilstand på 0,5%-poeng

Vi starter med en sensitivitetsanalyse av egenkapitalkravet og vekstraten i stabil tilstand. Disse verdiene er bare en liten del av verdivurderingen, men har ofte veldig mye å si for det endelige resultatet. Det er terminalverdien som utgjør den største delen av verdierestimatet vårt, hele 75% etter neddiskontering. Vi påpeker derfor at selv om bare ett av nøkkeltallene påvirker prognosen for 2014 til 2023, påvirker begge nøkkeltallene terminalverdien. I tabell 39 finner vi at endringer på 0,5%-poeng medfører store endringer i aksjens verdierestimat. Endrer vi vekstraten i stabil tilstand opp til 6% vil aksjens verdierestimat øke med hele 20,2%, og om vi justerer den samme verdien ned til 5% endres aksjeprisen med -13,2%. På samme måte, om vi øker egenkapitalkravet fra 7,9% til 8,5%, en endring på 0,6%-poeng, endres forventet aksjepris med -19,3%, og om vi reduserer egenkapitalkravet med 0,4%-poeng, til 7,5%, vil endringen være 19,3%. Dette vitner om at analysen er veldig sensitiv til endringer i de to nøkkeltallene.

		Vekstrate i stabil tilstand								
		5,1%	5,2%	5,3%	5,4%	5,5%	5,6%	5,7%	5,8%	5,9%
Egenkapitalkrav	7,5%	227,17	234,78	243,07	252,16	262,16	273,20	285,48	299,20	314,63
	7,6%	218,37	225,30	232,84	241,06	250,06	259,96	270,91	283,07	296,66
	7,7%	210,25	216,59	223,45	230,92	239,06	247,98	257,79	268,64	280,69
	7,8%	202,72	208,54	214,82	221,62	229,02	237,09	245,92	255,64	266,39
	7,9%	195,73	201,08	206,84	213,07	219,81	227,14	235,13	243,89	253,52
	8,0%	189,22	194,16	199,46	205,17	211,33	218,01	225,27	233,19	241,87
	8,1%	183,14	187,71	192,60	197,85	203,51	209,61	216,23	223,43	231,27
	8,2%	177,45	181,68	186,21	191,05	196,26	201,86	207,91	214,47	221,60
	8,3%	172,12	176,05	180,24	184,72	189,52	194,68	200,23	206,23	212,73

Tabell 40: Aksjepris ved forskjellige verdier i egenkapitalkrav og vekstrate i stabil tilstand på 0,1%-poeng

For å se på mindre endringer på bare 0,1%-poeng har vi kjørt den samme analysen en gang til, som vist i tabell 40. Vi ser her at selv en liten reduksjon i egenkapitalkravet fra 7,9% til 7,8% vil øke aksjens verdiestimat med 9,21 kroner, eller 4,2%.

Vi er imidlertid ganske sikker på at egenkapitalkravet vi har funnet er både reelt og velbegrunnet, og finner det derfor ikke sannsynlig at dette er feil med mer enn 0,2%-poeng i begge retninger. Vi finner det samtidig ikke sannsynlig at vekstraten i stabil tilstand kan være feil med mer enn 0,1%-poeng i begge retninger. Dette har vi markert i tabell 40, som da viser at aksjeprisen til Lerøy bør befinne seg et sted mellom 197,85 kroner og 247,98 kroner, og en antakelse om at 219,81 kroner er riktig verdi per 31. desember 2013.

9.2 Inntektsvekst

Endring inntektsvekst	Aksjepris	Endring	Endring, prosent
-15,0%	166,72	53,09	-24,2%
-10,0%	184,87	34,94	-15,9%
-5,0%	202,92	16,89	-7,7%
0,0%	219,81		
5,0%	235,30	15,49	7,0%
10,0%	255,72	35,91	16,3%
15,0%	273,26	53,45	24,3%

Tabell 41: Endring i aksjepris ved endring i inntektsvekst. Endringen finner vi ved å multiplisere den allerede forespeilede veksten i tabell 16 med riktig

prosentats. Vi endrer med andre ord ikke inntektsveksten med 5%-poeng, men med 5%.

Inntektsveksten har vært en viktig faktor i vår verdivurderingsanalyse, og bør derfor også undersøkes i sensitivitetsanalysen. En endring i inntektsveksten endrer ikke bare framtidsinntektene, men også flere andre verdier vi har satt som avhengige, og dette er således en svært integrert del av verdivurderingen. Av resultatene ser vi at en endring på 5% endrer aksjeprisen på ca. 16 kroner i både positiv og negativ retning. Inntektsveksten må reduseres med hele 11,7% før aksjeprisen er nede på tilsvarende nivå som den hadde ved årsskiftet. Vi ser av den prosentvise endringen at 15% endring i inntektsveksten, enten positiv eller negativ, vil føre til en endring i aksjeprisen på ca. 24%. Dette er ikke unormalt da kostnader, spesielt faste, ikke synker eller øker like raskt som inntekter. Analysen viser at aksjeprisen er sensitiv til endringer i inntektsveksten, men den gir ingen oppsiktsvekkende funn og påpeker ingen åpenbare feil i verdivurderingen.

10. Konklusjon

Vi fant i kapittel 7.2.3 at riktig verdi av Lerøys aksje den 31. desember 2013 var 219,81 kroner. Denne verdien kan imidlertid ikke sammenlignes med dagens verdi, da nesten fem måneder har passert. Vi finner derfor aksjens antatt riktige verdi den 20. mai 2014 ved å sette $219,81 \times (1 + \text{egenkapitalkrav})^{\left(\frac{4}{12} + \frac{20}{365}\right)} = 219,81 \times 1,079^{\left(\frac{4}{12} + \frac{20}{365}\right)} = 226,39$ kroner. Dersom vi følger samme prosedyre med de anslåtte minimums- og maksimumsverdiene vi fant i kapittel 9.1, finner vi at aksjeprisen bør befinne seg mellom 203,78 kroner og 255,41 kroner. Ved børsstutt 20. mai 2014 var, som nevnt i kapittel 8.3.4, aksjeprisen 214,50 kroner, og derfor i nedre del av vårt anslag.

Vi kan derfor konkludere med at aksjen *sannsynligvis* er underpriset per 20. mai 2014, og forventer at denne korrigeres med 5,5%, og dermed inviterer til kjøp. Kursmål for 31. desember 2014 blir da 237,17 kroner, en endring på 22,67 kroner eller 10,6%, fra aksjeprisen den 20. mai 2014. Om den enkelte investor bør kjøpe eller ikke avhenger imidlertid av risikoprofil og portefølje, og dette bør derfor undersøkes som et supplement til denne rapporten.

Til sammenligning opplyser Financial Times (2014) at ut av ni institusjoner som tilbyr prismål for Lerøy for de neste 12 måneder er median 240 kroner, høyeste anslag 268 kroner, og laveste anslag 176 kroner. Framskriver vi vårt kursmål med ett år fra 20. mai 2014 får vi 244 kroner, med nedre verdi på 219 kroner og høyeste verdi på 275 kroner. Vi befinner oss altså i mer eller mindre samme baner som de profesjonelle, men med et høyere laveste estimat.

Til tross for at vi har gjort oppmerksom på at riktig verdi 20. mai 2014 kan være så lav som 203,78 kroner mener vi sannsynligheten for at aksjen er overpriset er liten, og vi mener vi har gitt et velbegrunnet og korrekt estimat på aksjens virkelige verdi.

11. Svakheter ved utredningen

Som ved alle tilfeller hvor teori brukes til å predikere virkelighet, har også denne oppgaven flere svakheter. Den største er muligens svakhetene i de teoretiske modellene i seg selv, og det er lite annet vi kan gjøre for å unngå dette enn å bruke andre modeller. Vi mener likevel vi har brukt de modellene og metodene som passer oppgavens formål best, og at vi dermed har minimert omfanget av disse svakhetene. De største teoretiske svakhetene finnes i antakelsen om at kapitalverdimodellen og Gordons vekstformel holder i praksis.

Lerøys årsrapporter er ikke alltid like konsekvente på regnskapenes presentasjon, og en verdi ett år kan endres til et annet. Fra 2008 til 2009 endret for eksempel Lerøy resultatregnskapet fra å vise vareforbruk til å vise varekjøp, og 2008-tallet i 2008-rapporten er 4 279 152 mens 2008-tallet i 2009-rapporten er 4 455 053. Andre ganger holdes teksten lik, men verdiene for samme år endres fra en årsrapport til en annen. Noen ganger er det enkelt å finne ut av hva denne endringen skyldes, mens andre ganger er det mer eller mindre umulig uten tilgang på hele regnskapet. Dette påvirker naturlig nok påliteligheten til regnskapsanalysen vår til en viss grad. I tillegg til dette er det i mange tilfeller knyttet usikkerhet til hvordan regnskapet i årsrapportene, og tilhørende inndata, er sammensatt. Her har vi vært nødt til å ta antagelser som muligens ikke er korrekt i virkeligheten.

Det er stort sett vanlig å foreta enkel prosentregning ved verdsettelsesarbeid. Dette vil si at man for eksempel sier at evig vekst på 5,5% er sammensatt av inflasjon på 2,5% og økonomisk vekst på 3%. $2,5\% + 3\% = 5,5\%$. Dette er i praksis ikke helt riktig, da $(1 + 0,055) \neq (1 + 0,03) \times (1 + 0,025)$. Forskjellene er imidlertid så små at forenklingen er allment akseptert, og vi har derfor valgt å følge denne praksis.

En siste nevneverdig svakhet ved oppgaven er at årsrapporten for 2013 ikke ble offentliggjort før i uke 18. Ettersom vi naturlig nok ikke kunne vente så lenge med å starte på oppgaven, er data tidlig i arbeidet hentet fra årsrapporten for 2012, mens data senere i årsrapporten er hentet fra 2013. Dette er imidlertid ikke veldig skadende på oppgaven ettersom vi har oppdatert de viktigste analysene etter offentliggjøringen av den ferskeste årsrapporten. Det nevnes alltid hvilken årsrapport data og informasjon er hentet fra i kildehenvisningen.

Bibliografi

Aftenposten. USA fjerner straffetoll på norsk laks. 26 januar 2012.

<http://www.aftenposten.no/okonomi/innland/USA-fjerner-straffetoll-pa-norsk-laks-6750118.html#.U0KCzK2Swug> (funnet april 7, 2014).

Alfarm Alarko Lerøy. Welcome to Alfarm Alarko Lerøy...

<http://www.alfarm.com.tr/eng/index.asp?ID=127> (funnet april 8, 2014).

Bisnode. «Lerøy Seafood Group ASA.» Dun & Bradstreet, 2014.

Bladet Vesterålen. Ingen antibiotika i laksen. 4 mars 2014.

<http://www.blv.no/nyheter/article7207039.ece> (funnet april 4, 2014).

Calanus AS. Luseskjørt - Fluidpermeabelt beskyttelsesnett mot påslag av lakselus og begroing av oppdrettsnøter. Virkemåte, testresultater og bruk. Tromsø: Calanus AS, 2013.

Countercurrents.org. Overpopulation: Food Crisis And Future Hunger Wars. 21 september 2012. <http://www.countercurrents.org/montpellier210912.htm> (funnet april 22, 2014).

Dagbladet. - Farligere å la være å spise fisk. 10 juni 2013.

<http://www.dagbladet.no/2013/06/10/nyheter/oppdrettslaks/innenriks/miljogifter/helse/27628581/> (funnet april 4, 2014).

Dagbladet. Forskere: - Norsk lakse-virus la chilensk oppdrett i ruiner . 17 september 2010.

<http://www.dagbladet.no/2010/09/17/nyheter/oppdrettsindustrien/chile/laksesykdommer/13438100/> (funnet april 22, 2014).

Dagbladet. Hvor mye laks kan du spise før det blir farlig? . 29 november 2013.

<http://www.dagbladet.no/2013/11/28/nyheter/okonomi/hegnarno/laks/oppdrettslaks/30564312/> (funnet april 4, 2014).

Dagbladet. Staten selger «grønne» laksekonsesjoner med milliardrabatt. 21 januar 2014.

http://www.dagbladet.no/2014/01/21/nyheter/oppdrett/laks/konsesjon/gronne_konsesjoner/31398601/ (funnet mai 10, 2014).

Dagens Næringsliv. Frykter langvarig trøbbel for norsk laks i Kina. 16 august 2013.

<http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2013/08/16/frykter-langvarig-trobbel-for-norsk-laks-i-kina> (funnet april 22, 2014).

Dagens Næringsliv. Lerøy Seafood Group. 13 mai 2014.

<http://www.dn.no/finans/#/details/LSG.OSE> (funnet mai 13, 2014).

Dagens Næringsliv. Norsk laks i russisk maktkamp. 12 juli 2013.

<http://www.nrk.no/nordnytt/norsk-laks-i-russisk-maktkamp-1.11130119> (funnet april 7, 2014).

Dagens Næringsliv. Russisk kartell stanset norsk laks. 9 januar 2014.

<http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2014/01/09/russisk-kartell-stanset-norsk-laks> (funnet april 7, 2014).

Damodaran, Aswath. Investment Valuation - Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. 3rd Edition. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2012.

Docstoc. Applying the VRIO Framework. 19 oktober 2010.

<http://www.docstoc.com/docs/57737722/Applying-the-VRIO-Framework> (funnet april 15, 2014).

E24. Ny finansdirektør i Lerøy . 8 juni 2012. <http://e24.no/boers-og-finans/ny-finansdirektoer-i-leroey/20239504> (funnet april 24, 2014).

Financial Times. Leroy Seafood Group ASA. 13 mai 2014.

<http://markets.ft.com/research/Markets/Tearsheets/Summary?s=LSG:OSL> (funnet mai 13, 2014).

Financial Times. Leroy Seafood Group: Forecasts. 23 May 2014.

<http://markets.ft.com/research/Markets/Tearsheets/Forecasts?s=LSG:OSL> (funnet May 24, 2014).

Financial Times. Salmon farmers go for veggie option . 21 januar 2013.

<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/1535d47c-63d6-11e2-84d8-00144feab49a.html?siteedition=uk#axzz2yHqVDYET> (funnet april 8, 2014).

Fish Pool. Fish Pool - part of Oslo Børs. april 2014.

http://fishpool.eu/iframe.aspx?iframe=exp_index.asp&pageId=43 (funnet april 2, 2014).

Fish.no. Morpol overtar Jøkelfjord Laks. 14 januar 2011. <http://www.fish.no/oppdrett/4279-morpol-overtar-jokelfjord-laks.html> (funnet mai 10, 2014).

Fiskeri- og havbruksnæringens landsforening. Laks er trygg mat.

<http://laks.no/Informasjon/Artikler/Laks-er-trygg-mat/> (funnet april 4, 2014).

Fiskeri- og havbruksnæringens landsforening. Utslipp fra lakseoppdrett.

<http://laks.no/Informasjon/Artikler/Lite-utslipp-fra-lakseoppdrett/> (funnet april 6, 2014).

Fiskeridirektoratet. Oppdaterte rømmingstall. 24 februar 2014.

<http://www.fiskeridir.no/statistikk/akvakultur/oppdaterte-roemmingstall> (funnet april 6, 2014).

Gjesdal, Frøystein. «Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse.» Praktisk økonomi og finans (Universitetsforlaget), nr. 2 (2007): 3-17.

Grieg Seafood. 2013 Annual Report. Årsrapport, Bergen: Grieg Seafood, 2014.

-
- Havforskningsinstituttet. Steril oppdrettsfisk. 2 mai 2011.
http://www.imr.no/temasider/akvakultur/steril_fisk/nb-no (funnet mai 24, 2014).
- Hegnar.no. Cermaq og SalMar fikk 13 av 15 konsesjoner. 31 mars 2014.
<http://www.hegnar.no/bors/artikkel496518.ece> (funnet mai 10, 2014).
- Hegnar.no. Jakter ren norsk mat til nyrike kinesere. 22 mars 2014.
<http://www.hegnar.no/okonomi/artikkel495893.ece> (funnet april 22, 2014).
- Hegnar.no. SalMar-sjefen: -Forsvarlig pris. 14 mars 2011.
<http://www.hegnar.no/okonomi/artikkel101244.ece> (funnet mai 10, 2014).
- Hitra-Frøya. SalMar fikk tilslaget for en halv milliard kroner. 28 mars 2014.
<http://www.hitra-froya.no/havbruk/article9416107.ece> (funnet mai 10, 2014).
- Husa, Vivian, Morten Skogen, Mette Eknes, Jan Aure, Arne Ervik, og Pia Kupka Hansen. oppdrett og utslipp av næringssalter. Havforskningsinstituttet, Havforskningsrapporten, 2010.
- Investing.com. Norway 10-Year Bond Yield. 8 mai 2014. <http://www.investing.com/rates-bonds/norway-10-year-bond-yield-streaming-chart> (funnet mai 8, 2014).
- Jakobsen, Erik Werner, og Lasse B. Lien. Ekspansjon. Gyldendal Norsk Forlag, 2001.
- Jenssen, Magnhild. Folkehelsen trues av motstandsdyktige bakterier i sjø og vann. 10 desember 2012. <http://www.forskning.no/artikler/2012/november/340820> (funnet april 4, 2014).
- Johnson, Gerry, Richard Whittington, og Kevan Scholes. Exploring Strategy. Pearson Education Limited, 2011.
- Kalchenko, Tetyana. Hvem er uredelig? 25 februar 2013.
<http://www.tk.no/meninger/leserbrev/article6519260.ece> (funnet april 4, 2014).
- Koller, Time, Marc Goedhart, og David Wessels. Valuation - Measuring and Managing the Value of Companies. New Jersey: John Wiley & Sons, 2010.
- Kvistad, Are. Uredelig om antibiotika og laks. 25 februar 2013.
<http://www.oa.no/leserbrev/article6519286.ece> (funnet april 4, 2014).
- Lerøy Seafood Group ASA. Årsrapport 1998. Årsrapport, Lerøy Seafood Group ASA, 1999.
- Lerøy Seafood Group ASA. Årsrapport 1999. Årsrapport, Lerøy Seafood Group ASA, 2000.
- Lerøy Seafood Group ASA. Årsrapport 2000. Årsrapport, Lerøy Seafood Group ASA, 2001.
- Lerøy Seafood Group ASA. Årsrapport 2001. Årsrapport, Lerøy Seafood Group ASA, 2002.

- Lerøy Seafood Group ASA. Årsrapport 2002. Årsrapport, Lerøy Seafood Group ASA, 2003.
- Lerøy Seafood Group ASA. Årsrapport 2003. Årsrapport, Lerøy Seafood Group ASA, 2004.
- Lerøy Seafood Group ASA. Årsrapport 2004. Årsrapport, Lerøy Seafood Group ASA, 2005.
- Lerøy Seafood Group ASA. Årsrapport 2005. Årsrapport, Lerøy Seafood Group ASA, 2006.
- Lerøy Seafood Group ASA. Årsrapport 2006. Årsrapport, Lerøy Seafood Group ASA, 2007.
- Lerøy Seafood Group ASA. Årsrapport 2007. Årsrapport, Lerøy Seafood Group ASA, 2008.
- Lerøy Seafood Group ASA. Årsrapport 2008. Årsrapport, Lerøy Seafood Group ASA, 2009.
- Lerøy Seafood Group ASA. Årsrapport 2009. Årsrapport, Lerøy Seafood Group ASA, 2010.
- Lerøy Seafood Group ASA. Årsrapport 2010. Årsrapport, Lerøy Seafood Group ASA, 2011.
- Lerøy Seafood Group ASA. Årsrapport 2011. Årsrapport, Lerøy Seafood Group ASA, 2012.
- Lerøy Seafood Group ASA. Årsrapport 2012. Årsrapport, Lerøy Seafood Group ASA, 2013.
- Lerøy Seafood Group ASA. Årsrapport 2013. Årsrapport, Lerøy Seafood Group ASA, 2014.
- Marine Harvest. 2013 Annual Report. Årsrapport, Bergen: Marine Harvest, 2014.
- Marine Harvest. Salmon Farming Industry Handbook 2012. Bergen: Marine Harvest, 2012.
- MarketLine. Aquaculture in Norway. Industriprofil, Informa, MarketLine, 2013.
- MarketLine. Global Aquaculture. Industriprofil, Informa, 2013.
- Mattilsynet. Bruk rensefisk rett. 26 desember 2012.
http://www.mattilsynet.no/fisk_og_akvakultur/fiskehelse/fiske_og_skjellsykdommer/lakselus/bruk_rensfisk_rett.3979 (funnet april 4, 2014).
- Mattilsynet. Hvor mye lus tåler fisken? 6 august 2012.
http://www.mattilsynet.no/fisk_og_akvakultur/fiskehelse/fiske_og_skjellsykdommer/lakselus/article188.ece (funnet april 3, 2014).
- Michelsen, Pål Erik. «CEMS Block Seminar.» Case: Aurora Salmon in Japan. How to go international? Voss, Hordaland, 22 august 2012.
- Nasjonalt institutt for ernærings- og sjømatforskning. Oppdrettsfisk er trygg mat. 14 august 2013. http://www.nifes.no/index.php?page_id=&article_id=4284&lang_id=1 (funnet april 4, 2014).
- Norges bank. Inflasjonsmål - hvordan settes renten? 29 mai 2001. <http://www.norges-bank.no/no/om/publisert/artikler-og-kronikker/art-2001-05-29html/> (funnet mai 14, 2014).

Norges bank. Norges Banks styringsrente. Årsgjennomsnitt. 8 mai 2014. <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/styringsrente-arlig/> (funnet mai 8, 2014).

Norges bank. Statsobligasjoner. Årsgjennomsnitt. 8 mai 2014. <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/rentestatistikk/statsobligasjoner-rente-arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/> (funnet mai 8, 2014).

Norges sjømatråd. Fiskehelse. 2 april 2014. <http://laksefakta.no/Norsk-havbruk/Laks-i-havbruk/Les-mer-om/Fiskehelse> (funnet april 4, 2014).

Norges sjømatråd. Hva spiser laksen? 4 juni 2013. <http://laksefakta.no/Fiskef%C3%B4r/Hva-spiser-laksen> (funnet april 1, 2014).

Norges sjømatråd. Laks i norsk havbruk. 2 april 2014. <http://laksefakta.no/Norsk-havbruk/Laks-i-havbruk/Les-mer-om/Laks-i-norsk-havbruk> (funnet april 3, 2014).

Norges sjømatråd. Laksefakta.no. april 2014. <http://laksefakta.no/> (funnet april 22, 2014).

Norges sjømatråd. Norsk laks - sunt og godt. 3 juni 2013. <http://laksefakta.no/Sunnemat/Norsk-laks-sunt-og-godt> (funnet april 1, 2014).

Norges sjømatråd. Rømming. 3 april 2014. <http://laksefakta.no/Milj%C3%B8-og-b%C3%A6rekraft/Aktuelt/Les-mer-om/R%C3%B8mning> (funnet april 6, 2014).

Norges sjømatråd. Statistikk. mars 2014. <http://www.seafood.no/Markedsinformasjon/Statistikk> (funnet april 2, 2014).

Norges sjømatråd. Villfisk i fôr. 4 juni 2013. <http://laksefakta.no/Milj%C3%B8/Villfisk-i-f%C3%B4r> (funnet april 1, 2014).

Pinto, Gjerald E., Elaine Henry, Thomas R. Robinson, John D. Stowe, og Abby Cohen. Equity Asset Valuation. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2010.

Proff Forvalt. Lerøy Seafood Group ASA. Eniro Norge AS, 2014.

PwC. Risikopremien i det norske markedet 2011 og 2012. PwC, 2011.

SalMar. Årsrapport 2013. Årsrapport, SalMar, 2014.

Schibsted. Kan gull kjøpes for dyrt? 30 mars 2014. <http://ilaks.no/kan-gull-kjopes-for-dyrt/> (funnet mai 10, 2014).

Statistisk sentralbyrå. Bruttonasjonalprodukt, faste 2005-priser. Millioner kroner, pr. innbygger og årlig endring. 1865-2011. <http://www.ssb.no/a/histstat/aarbok/ht-0901-bnp.html> (funnet mai 7, 2014).

Statistisk sentralbyrå. Eksport av laks. 2 april 2014. <https://www.ssb.no/statistikkbanken/selectvarval/Define.asp?subjectcode=&ProductId=&Ma>

inTable=EksLaksUke&nvl=&PLanguage=0&nyTmpVar=true&CMSSubjectArea=utenrikso
konomi&KortNavnWeb=laks&StatVariant=&checked=true (funnet april 2, 2014).

Statistisk sentralbyrå. Konsumprisindeksen. 15 mars 2014. <http://ssb.no/kpi?fokus=true>
(funnet mai 7, 2014).

Sterud, Erik. Fiskersiden.no. [http://www.fiskersiden.no/artikler-mainmenu-114/generelt/635-
oppdrettslaksen--nasjonal-stolthet](http://www.fiskersiden.no/artikler-mainmenu-114/generelt/635-oppdrettslaksen--nasjonal-stolthet) (funnet april 4, 2014).

Syltesæter, Anders, og Martin Utgård. Hvordan foregår prisdannelsen for laks i
futuresmarkedet, og hvor viktig er lakseprisen i markedets verdsettelse av Marine Harvest og
Lerøy Seafood Group? Selvstendig arbeid, Finansiell økonomi, Norges Handelshøyskole,
Bergen: Norges Handelshøyskole, 2012.

The World Bank. World DataBank.
[http://databank.worldbank.org/data/views/reports/tableview.aspx?isshared=true&ispopular=s
eries&pid=3](http://databank.worldbank.org/data/views/reports/tableview.aspx?isshared=true&ispopular=series&pid=3) (funnet april 22, 2014).

Thomson Reuters. Datastream. 13 mai 2013.

Troms MDG. Bærøe retter sild for laks. 25 mai 2011.
<http://troms.mdg.no/articles/baer%C3%B8e-retter-sild-for-laks/> (funnet april 6, 2014).

Verdens Gang. Leger og professorer: - Ikke spis oppdrettslaks. 10 oktober 2013.
[http://www.vg.no/forbruker/helse/leger-og-professorer-ikke-spis-oppdrettslaks/a/10117390/
\(funnet april 22, 2014\).](http://www.vg.no/forbruker/helse/leger-og-professorer-ikke-spis-oppdrettslaks/a/10117390/)

Veterinærinstituttet. Vetinst. 18 desember 2012.
<http://www.vetinst.no/nor/Faktabank/Lakselus> (funnet april 1, 2014).

Appendiks

	Lerøy	Marine Harvest	Grieg Seafood	SalMar	Oslo Børs
jan. 04	36,4	38,95			181,69
feb. 04	36,3	38,95			191,52
mars 04	39,5	31,16			197,42
apr. 04	37,8	31,16			197,35
mai 04	34,4	31,16			188,07
juni 04	32,7	23,37			198,34
juli 04	36,5	31,16			201,19
aug. 04	37,5	31,16			200,62
sep. 04	34,8	20,67			211,89
okt. 04	31,9	17,71			220,88
nov. 04	29,8	14,17			223,29
des. 04	34,7	12,89			232,36
jan. 05	35,8	18,11			239,74
feb. 05	38,8	17,71			252,77
mars 05	38,4	14,47			259,46
apr. 05	36,8	13,58			256,32
mai 05	38,2	14,27			253,22
juni 05	44,6	13,58			272,36
juli 05	52	18,7			293,07
aug. 05	53	19,09			307,64
sep. 05	54	20,37			322,21
okt. 05	52	17,71			301,45
nov. 05	56	19,58			308,6
des. 05	61,5	21,55			327,47
jan. 06	68,75	20,17			342,38
feb. 06	77,5	23,72			358,84
mars 06	101	42,91			379,13
apr. 06	119	68,29			408,87
mai 06	121,5	65,62			397,87
juni 06	113,5	69,95			364,86
juli 06	124	67,69			378,35
aug. 06	125,5	66,5			380,72
sep. 06	113,75	59,31			374,84
okt. 06	99,75	50,05			388,11
nov. 06	103	49,26			412,59
des. 06	105,5	52,02			425,74

Tabell 42: Aksjepriser for Lerøy og Marine Harvest, samt hovedindeksen for Oslo Børs, fra og med 2004 til og med 2006.

	Lerøy	Marine Harvest	Grieg Seafood	SalMar	Oslo Børs
jan. 07	111,5	56,85			444,77
feb. 07	115	65,81			463,14
mars 07	120	69,36			447,44
apr. 07	133,5	70,15			470,14
mai 07	124,5	64,04			485,85
juni 07	127	64,63		38,6	497,5
juli 07	128,5	64,04	22,8	39	511,28
aug. 07	136,5	65,91	22	39	465,92
sep. 07	140	70,54	21,5	42,1	484,84
okt. 07	118	64,04	19,5	43	498,71
nov. 07	111,5	51,63	19,2	41,8	489,84
des. 07	101,5	35,4	14,7	39,5	483,33
jan. 08	112,5	37,9	15,3	42,1	427,65
feb. 08	100,5	28,9	12	36	416,04
mars 08	108	30,4	12,4	37	408,17
apr. 08	112,5	29,9	12,75	39,4	440,26
mai 08	109	34,1	14,05	42	496,43
juni 08	107,5	38,1	14	41	482,94
juli 08	94,25	38,6	14	39	423,69
aug. 08	97	36,8	12,1	39,9	409,97
sep. 08	76	35,5	11,7	35	357,36
okt. 08	48,5	27,8	9,3	31,5	250,98
nov. 08	58,75	11,1	4,6	28	226,2
des. 08	51	10,7	4,4	30	213,18
jan. 09	47	12	3,9	26	230,06
feb. 09	45	14,5	3,01	26	223,9
mars 09	44	17,5	3,49	29	217,08
apr. 09	63	23,3	4,35	34	237,04
mai 09	75	30	7,05	36	279,68
juni 09	90	37,7	13,3	42	290,59
juli 09	105	42,8	13	43,5	282,89
aug. 09	99,5	38,8	11,75	43,6	302,1
sep. 09	104	42,3	12,45	44,5	314,36
okt. 09	100	39,9	12,8	46	335,63
nov. 09	101	41,29	12,9	46,6	347,49
des. 09	110	42,7	10,8	46,5	365,16

Tabell 43: Aksjepriser for Lerøy, Marine Harvest, Grieg Seafood og SalMar, samt hovedindeksen for Oslo Børs, fra og med 2007 til og med 2009.

	Lerøy	Marine Harvest	Grieg Seafood	SalMar	Oslo Børs
jan. 10	105	42,31	10,2	46	371,45
feb. 10	128	54,5	12,3	48	352,64
mars 10	139	51,95	14,8	49,3	369,71
apr. 10	144	52,8	15,5	50	386,79
mai 10	141,5	56,5	18,2	59	357,66
juni 10	135	55,7	17,9	55,25	351,55
juli 10	120	44,85	14,7	46,3	348,97
aug. 10	129	47,49	16,9	53	360,4
sep. 10	130	49,25	17,4	49,5	374,35
okt. 10	137	50,7	16,5	52	393,91
nov. 10	164	59,4	17,4	54,75	407,92
des. 10	172	61,3	18	58	425,82
jan. 11	197	61,25	19,4	61,5	436,3
feb. 11	185,5	65,25	21,6	64	441,49
mars 11	168,5	64,4	20,7	65,25	439,44
apr. 11	172,5	69,5	20,3	65,5	445,7
mai 11	170,5	68	20,4	66,5	434,74
juni 11	160,5	51,7	17,2	61	417,32
juli 11	125	44,84	12,35	53,25	421,79
aug. 11	105	30,16	9,93	44	366,49
sep. 11	95,25	30,38	7,8	42	356,72
okt. 11	78,5	23,4	5,19	30,5	365,24
nov. 11	84,5	26,22	3,75	32,7	374,11
des. 11	82,25	25,74	3,98	32,5	375,7
jan. 12	85	28,08	4,35	29	395,3
feb. 12	102	34,5	5,8	31,4	418,68
mars 12	94	29,1	5,68	30	426,74
apr. 12	91,75	29,4	6,52	29,5	418,9
mai 12	92	29,26	5,9	29,5	400,6
juni 12	84	30,04	6,04	28,8	387,52
juli 12	110	42,06	8,08	32	416,34
aug. 12	108	41,7	8,05	31,5	432,17
sep. 12	117	46,8	10	36	448,42
okt. 12	115,5	47,4	10,3	36,2	447,24
nov. 12	117	46,9	9,8	36,2	438,94
des. 12	128,5	49,88	10,95	39,2	444,06

Tabell 44: Aksjepriser for Lerøy, Marine Harvest, Grieg Seafood og SalMar, samt hovedindeksen for Oslo Børs, fra og med 2010 til og med 2012.

	Lerøy	Marine Harvest	Grieg Seafood	SalMar	Oslo Børs
jan. 13	134	51,55	12,4	45,7	462,63
feb. 13	158	55,45	12,55	53	471,02
mars 13	177	59,4	14,85	58	476,42
apr. 13	160,5	56,95	13,95	54	470,3
mai 13	183,5	61,5	15	61	488,86
juni 13	164,5	60,6	15,4	61,75	475,05
juli 13	171	62,55	15,5	61,5	489,17
aug. 13	162	58,55	15,9	59,25	499,38
sep. 13	153	58,2	15,3	61,5	506,29
okt. 13	168,5	65,25	16,5	69,5	517,04
nov. 13	184	69,95	17,8	72,5	539,61
des. 13	181	71	22,4	74	535,11
jan. 14	177	73,95	23,9	74	552,26
feb. 14	190	73,5	24,9	77,5	547,3
mars 14	182,5	63,1	21,8	76,25	553,12
apr. 14	190,5	67,45	25,5	84	557,14

Tabell 45: Aksjepriser for Lerøy, Marine Harvest, Grieg Seafood og SalMar, samt hovedindeksen for Oslo Børs, fra og med 2013 til og med april 2014.