



Lerøy Seafood Group

Strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering

Alexander Holtet og Rachel Fleten Klyve

Veileder: Bjarne Møller



Selvstendig arbeid – Masterstudiet i regnskap og revisjon

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 inntar for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

I. Sammendrag

Målet med masterutredningen er å estimere Lerøy Seafood Group ASA sin egenkapitalverdi og tilhørende aksjeverdi per 4. januar 2016. Vi har valgt å bruke fundamental verdsettelsesteknikk for å finne egenkapitalverdien. Vårt endelige verdiestimat på Lerøy-aksjen ved verdsettelsestidspunktet er 385,61 NOK. Verdiestimatet gir opphav til en **kjøpsanbefaling**, siden aksjekursen på samme tidspunkt var 327 NOK.

Den strategiske analysen viser at oppdrettsbransjen har hatt sterk vekst i de senere år som kan henføres til økt vekst i middelklassen, og økt fokus på ernæring og kosthold. Laks er et godt proteinsubstitutt til kjøtt og kylling og har store differensieringsmuligheter, men er relativt dyrere enn andre substitutter. Analysene viste at Lerøy skiller seg ut fra de i andre bransjen ved en bred produktmiks og sterk merkevare. Konsesjonene ble vurdert både som en fordel for selskapene i bransjen ved at de er en etableringsbarriere, men også en trussel ved at det er ført en restriktiv konsesjonspolitik de siste årene. Bransjen står ovenfor sterke leverandører av marine råstoff til fiskefôr, som dermed har mulighet til å spise av superprofitten. Det er samtidig et reelt behov for vekst i global akvakultur fremover mot 2050.

De biologiske eiendelene ble justert til historisk kost, da vi anser de biologiske eiendelene til kostmodell gir en bedre avbildning av faktisk rentabilitet på investert kapital. Regnskapsanalysen bekreftet vår forventning om superprofitt hos Lerøy og bransjen. Superprofitten kan hovedsakelig knyttes til en felles fordel i bransjen.

Egenkapital- og selskapskapitalmetoden ble benyttet for å utarbeide verdiestimatet. Stegvis konvergente de tre metodene til å gi samme estimat per aksje. Tilslutt justerte vi estimatet som følge av konkurrisikoen. For å vurdere usikkerheten i estimatet ble det gjennomført simulerings- og sensitivitetsanalyser. Analysene viste at verdiestimatet er svært følsomt for endringer i budsjett drivere i «steady state», spesielt for endringer i netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler.

II. Forord

Det selvstendige arbeidet inngår som obligatorisk del av vår mastergrad i regnskap og revisjon ved Norges Handelshøyskole.

Vi valgte å fordype oss i verdivurdering etter å ha fått interesse for temaet når vi hadde faget BUS440 – regnskapsanalyse og verdivurdering. Begge anså at dypere innsikt i verdsettelse vil være nyttig å ta med seg i arbeidslivet etter studiene. Oppdrettsbransjen og Lerøy ble valgt fordi begge ønsket dybdekunnskap om næringen. Bransjen er en av de viktigste for Norge i fremtiden, og en stor aktør i vårt nærmiljø på Vestlandet.

Arbeidet med oppgaven har vært utfordrende, spennende og lærerik. I løpet av de siste 6 månedene har vi tilegnet oss god kunnskap om næringen og verdivurdering i praksis. Det har vært moro og interessant å kombinere strategisk regnskapsanalyse og verdsettelsesteori.

Vi ønsker å takke vår veileder Bjarne Møller for et godt samarbeid, med verdifulle tilbakemeldinger og innspill. Vi vil også takke våre partnere, venner og familie for god støtte og oppmuntring gjennom prosessen med oppgaven. Samtidig vil vi takke hverandre for god dialog og godt samspill. På tross av geografisk avstand mellom hverandre under oppgaveskrivingen har samarbeidet gått over all forventning.

Kristiansund/Bergen, desember 2016

Alexander Holtet

Rachel F. Klyve

Innholdsfortegnelse

I. SAMMENDRAG	2
II. FORORD	3
1. INNLEDNING.....	13
1.1 VALG AV TEMA	13
1.2 MÅLSETNING.....	13
1.3 AVGRENSNING	14
1.4 STRUKTUR.....	14
2: PRESENTASJON AV OPPDRETTSNÆRINGEN OG LERØY	16
2.1 OVERSIKT OVER OPPDRETTSNÆRINGEN I NORGE	16
2.1.1 Historikk	16
2.1.2 Oppdrettsnæringen i dag	17
2.1.3 Hovedaktører i bransjen	17
2.1.4 Vårt bransjeutvalg	18
2.2 MAKROFORHOLD SOM PÅVIRKER OPPDRETTSNÆRINGEN	19
2.2.1 Økonomiske forhold.....	19
2.2.2 Politiske forhold.....	21
2.2.3 Miljøforhold.....	22
2.3 BRANSJESPESIFIKKE FORHOLD.....	23
2.3.1 Verdikjeden	23
2.3.2 Produktområder.....	24
2.3.3 Prisdannelse	27
2.3.4 Kostnadsutvikling og stordriftsfordeler	30
2.3.5 Eksport og markedsforhold.....	33
2.3.6 Vertikal og horisontal integrasjon	34

2.4 NORSKE OPPDRETTSSELSKAPER.....	34
2.4.1 <i>Marine Harvest</i>	35
2.4.2 <i>SalMar</i>	36
2.4.3 <i>Grieg Seafood</i>	36
2.4.4 <i>Norway Royal Salmon</i>	37
2.5 PRESENTASJON AV LERØY	38
2.5.1 <i>Historikk</i>	38
2.5.2 <i>Forretningsområder</i>	39
2.5.3 <i>Lerøy i dag</i>	41
2.5.4 <i>Eierstruktur</i>	42
2.5.5 <i>Historisk kursutvikling</i>	43
2.5.6 <i>Økonomiske nøkkeltall</i>	44
2.6 HVORDAN SKILLER LERØY SEG UT I FRA RESTEN AV BRANSJEN	44
3: VALG AV VERDSETTELSESTEKNIKK	45
3.1 OVERSIKT OVER DE ULIKE VERDSETTELSESTEKNIKKENE.....	45
3.1.1 <i>Fundamental verdsettelsesteknikk</i>	45
3.1.2 <i>Komparativ verdsettelsesteknikk</i>	46
3.1.3 <i>Opsjonsbasert verdsettelsesteknikk</i>	47
3.2 VALG AV VERDSETTELSESTEKNIKK	48
3.3 PRESENTASJON AV RAMMEVERKET TIL FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	48
4: STRATEGISK ANALYSE	50
4.1 <i>Rammeverk for strategisk analyse</i>	50
4.1.1 <i>PESTEL</i>	50
4.1.2 <i>Porters five forces</i>	50

4.1.3 SVIMA.....	52
4.2 PESTEL-ANALYSE AV OPPDRETTSTRANSJEN OG LERØY	54
4.2.1 Politiske forhold.....	54
4.2.2 Økonomiske forhold.....	55
4.2.3 Sosiale forhold	56
4.2.4 Teknologiske forhold	57
4.2.5 Miljømessige forhold	58
4.2.6 Juridiske forhold.....	59
4.2.7 Oppsummering PESTEL-analyse av oppdrettsbransjen	59
4.3 BRANSJEANALYSE AV OPPDRETTSTRANSJEN I NORGE VED HJELP AV PORTERS FIVE FORCES....	60
4.3.1 Rivalisering.....	60
4.3.2 Substitutter	61
4.3.3 Etableringsbarrierer.....	65
4.3.4 Leverandørers forhandlingsmakt.....	66
4.3.5 Kundernes forhandlingsmakt	69
4.3.6 Oppsummering Porters five forces	70
4.4 RESSURSBASERT ANALYSE – SVIMA RAMMEVERKET.....	71
4.4.1 Tilbakespoling.....	71
4.4.2 Produktutvalg	72
4.4.3 Merkevarer.....	73
4.4.4 Finansiell styrke.....	74
4.4.5 Oppsummering SVIMA-analyse av Lerøy.....	76
4.5 OPPSUMMERING AV DEN STRATEGISKE ANALYSE AV OPPDRETTSTRANSJEN OG LERØY	77
5: REGNSKAPSANALYSE.....	78

5.1	RAMMEVERK OG PRAKTISKE VALG	78
5.2	FORBEREDELSE TIL ANALYSE.....	80
5.2.1	<i>Valg av analysenivå</i>	<i>81</i>
5.2.2	<i>Valg av analyseperiode.....</i>	<i>81</i>
5.2.3	<i>Komparative virksomheter</i>	<i>82</i>
5.3	TRAILING AV ÅRSREGNSKAP	82
5.4	PRESENTASJON AV RAPPORTERTE TALL	83
5.5	OMGRUPPERING FØR ANALYSE	85
5.5.1	<i>Omgruppering av resultatet.....</i>	<i>85</i>
5.6	ANALYSE AV MÅLEFEIL OG JUSTERING	96
5.6.1	<i>Justering av målefeil</i>	<i>97</i>
5.6.2	<i>Omgruppert og justert resultatregnskap og balanse.....</i>	<i>100</i>
6:	ANALYSE AV RISIKO	101
6.1	RAMMEVERK FOR FORHOLDSTALLSANALYSE	102
6.2	ANALYSE AV KORTSIKTIG RISIKO – LIKVIDITETSANALYSE	103
6.2.1	<i>Likviditetsgrad 1</i>	<i>104</i>
6.2.2	<i>Likviditetsgrad 2</i>	<i>105</i>
6.2.3	<i>Finansiell gjeldsdekningsgrad</i>	<i>106</i>
6.2.4	<i>Rentedekningsgrad.....</i>	<i>107</i>
6.2.5	<i>Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm</i>	<i>108</i>
6.3	ANALYSE AV LANGSIKTIG RISIKO – SOLIDITETSANALYSE.....	109
6.3.1	<i>Analyse av egenkapitalprosent.....</i>	<i>109</i>
6.3.2	<i>Analyse av kapitalstruktur</i>	<i>111</i>
6.3.3	<i>Analyse av netto driftsrentabilitet</i>	<i>112</i>

6.4	OPPSUMMERING – SYNTETISK RATING	114
7:	HISTORISKE AVKASTNINGSKRAV	117
7.1	TEORI OM AVKASTNINGSKRAV	117
7.2	EGENKAPITALKRAV OG MINORITETSKRAV	118
7.2.1	<i>Risikofri rente.....</i>	<i>119</i>
7.2.2	<i>Markedets risikopremie.....</i>	<i>120</i>
7.2.3	<i>Gjennomsnittlig egenkapitalbeta for analyseperioden.....</i>	<i>121</i>
7.2.4	<i>Illikviditetspremie.....</i>	<i>124</i>
7.2.5	<i>Årlig egenkapitalbeta</i>	<i>125</i>
7.2.6	<i>Egenkapitalkrav</i>	<i>126</i>
7.2.7	<i>Minoritetskrav</i>	<i>127</i>
7.3	FINANSIELLE KRAV	128
7.3.1	<i>Finansielt gjeldskrav.....</i>	<i>128</i>
7.3.2	<i>Finansielt eiendelskrav</i>	<i>130</i>
7.3.3	<i>Netto finansiell gjeldskrav.....</i>	<i>132</i>
7.4	KRAV TIL NETTO DRIFTSKAPITAL	133
7.5	OPPSUMMERING AVKASTNINGSKRAV FOR LERØY	136
8:	ANALYSE AV LØNNSOMHET OG STATEGISK FORDEL	136
8.1	EGENKAPITALRENTABILITET	137
8.1.1	<i>Superrentabilitet til egenkapital.....</i>	<i>138</i>
8.1.2	<i>Ekstern bransjefordel</i>	<i>139</i>
8.1.3	<i>Intern ressursfordel</i>	<i>140</i>
8.1.4	<i>Intern ressursfordel II</i>	<i>140</i>
8.1.5	<i>Strategisk fordel</i>	<i>141</i>

8.2	RAMMEVERK FOR STRATEGISK DRIFTS- OG FINANSIERINGSFORDEL	141
8.3	DRIFTSANALYSE – BRANSJE, RESSURS OG GEARING	142
8.3.1	<i>Bransjefordel drift</i>	143
8.3.2	<i>Ressursfordel drift</i>	143
8.3.3	<i>Dekomponering av rentabilitetsfordelen: Marginfordel og omløpsfordel</i>	145
8.3.4	<i>Total driftsfordel</i>	154
8.4	FINANSIERINGSANALYSE	155
8.4.1	<i>Finansieringsfordel netto finansiell gjeld</i>	156
8.4.2	<i>Finansieringsfordel – Minoritetsinteresser</i>	161
8.4.3	<i>Oppsummering – Strategisk finansiell fordel</i>	163
8.5	OPPSUMMERING – STRATEGISK FORDEL	164
9:	FREMTIDSREGNSKAP	165
9.1	RAMMEVERK FOR FREMTIDSREGNSKAP	166
9.2	VEKSTANALYSE	167
9.2.1	<i>Analyse av historisk driftsinntektsvekst</i>	167
9.3	PRAKTISKE VALG FOR UTARBEIDELSE AV FREMTIDSREGNSKAP	170
9.3.1	<i>Valg av budsjettperiode</i>	171
9.3.2	<i>Valg av detaljnivå</i>	172
9.3.3	<i>Valg av fremskrivningsteknikk</i>	173
9.4	BUDSJETTDRIVERE FRA 2016 TIL ÅR 2025	174
9.4.1	<i>Driftsinntektsvekst</i>	174
9.4.2	<i>Netto driftseiendeler</i>	180
9.4.3	<i>Netto driftsresultat</i>	183
9.4.4	<i>Netto finansiell gjeld</i>	186

9.4.5	<i>Minoritetsinteresser</i>	189
9.4.6	<i>Netto finanskostnad</i>	190
9.4.7	<i>Netto minoritetsresultat</i>	191
9.5	FREMTIDSREGNSKAP	192
9.5.1	<i>Resultatregnskap gjennom budsjettperioden</i>	192
9.5.2	<i>Fremtidsbalanse gjennom budsjettperioden</i>	193
9.5.3	<i>Fri kontantstrøm gjennom budsjettperioden</i>	194
10.	FREMTIDSKRAV OG STRATEGISK FORDEL	195
10.1	EGENKAPITAL OG MINORITETSKRAV	196
10.1.1	<i>Fremtidig risikofri rente</i>	196
10.1.2	<i>Markedsrisikopremie</i>	198
10.1.3	<i>Årlig egenkapitalbeta</i>	199
10.1.4	<i>Illikviditetspremie, utbytte- og formueskatt</i>	199
10.1.5	<i>Egenkapital- og minoritetskrav</i>	200
10.2	FINANSIELLE KRAV	201
10.2.1	<i>Finansielt gjeldskrav</i>	201
10.2.2	<i>Finansielt eiendelskrav</i>	202
10.2.3	<i>Netto finansielt gjeldskrav</i>	203
10.3	FREMTIDIG SELSKAPSKRAV	204
10.4	FREMTIDIG STRATEGISK FORDEL	204
11.	FUNDAMENTAL VERDIVURDERING	207
11.1	EGENKAPITALMETODEN	207
11.1.1	<i>Utbyttmodellen</i>	208
11.1.2	<i>Fri kontantstrøm-modellen</i>	208

11.1.3	<i>Superprofittmodellen</i>	208
11.1.4	<i>Superprofittvekstmodellen</i>	209
11.2	SELSKAPSKAPITALMETODER.....	209
11.3	FØRSTE VERDIESTIMAT VED BRUK AV BUDSJETTERTE VEKTER	210
11.4	KONVERGENS MOT FELLES VERDIESTIMAT	213
11.5	ANALYSE AV USIKKERHET	215
11.5.1	<i>Konkursrisiko</i>	215
11.5.2	<i>Simuleringsanalyse</i>	216
11.5.3	<i>Sensitivitetsanalyse</i>	221
11.6	OPPSUMMERING – VERDIESTIMAT OG USIKKERHET.....	224
12.	KOMPARATIV VERDIVURDERING.....	224
12.1	VALG AV MULTIPLIKATORMODELL	226
12.2	KOMPARATIVE VIRKSOMHETER	227
12.3	UTVALGTE MULTIPLIKATORER	227
12.3.1	<i>Pris/bok</i>	228
12.3.2	<i>Pris/Fortjeneste</i>	229
12.3.3	<i>EV/EBIT</i>	230
12.4	KOMPARATIV VERDIESTIMAT.....	231
12.4.1	<i>Pris/Bok</i>	231
12.4.2	<i>Pris/Fortjeneste</i>	231
12.4.3	<i>EV/EBIT</i>	232
12.5	OPPSUMMERING.....	232
13.	OPPSUMMERING OG HANDELSSTRATEGI.....	233
13.1	OPPSUMMERING.....	233

13.2	HANDLINGSSTRATEGI	235
14.	REFERANSELISTE.....	237
15.	ORDFORKLARINGER.....	247
16.	VEDLEGG – TABELLER.....	252
	TABELLER FRA 8.3.3:.....	252
	TABELLER FRA 8.4.3.2.....	252

1. Innledning

1.1 Valg av tema

Vår masteroppgave innen regnskap og revisjon omhandler tematikken verdsettelse. Vi har valgt å fordype oss i verdivurdering da vi tidlig fattet interesse for faget gjennom kurset BUS440. I tillegg anser vi det som et viktig «håndverk» som vil være nyttig å ha detaljkunnskap om når vi etter dette skal ut i det virkelige liv. Siden oppgaven omhandler strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering fikk vi kombinert både en kvalitativ innfallsvinkel i form av strategisk analyse med en mer kvantitativ utredning.

Etter våre studier på NHH er det begges ambisjon å jobbe innen fagfeltet revisjon. Med den bakgrunnen falt valget på oppdrettsnæringen i denne oppgaven, da dette er en viktig næring for Norge som det kan være praktisk å inneha mer detaljkunnskap om. Lerøy Seafood Group ASA, heretter omtalt Lerøy, ble valgt som verdsettelsesobjekt da selskapet har hatt en formidabel vekst og skiller seg fra andre aktører med sin sterke merkevare og produktbreddesatsning.

1.2 Målsetning

Formålet ved en verdsettelsesprosess er å fremkomme med en antatt omsetningsverdi for valgt verdsettelsesobjekt. Det utarbeidede verdianslaget skal reflektere virksomhetens underliggende verdier og fremtidsutsikter. Deretter ønsker vi å sammenligne det beregnede estimatet med markedsverdien til virksomheten, vanligvis representert med børskursen. På bakgrunn av denne sammenligningen kan en komme med en handlingsanbefaling.

Målsetningen med denne oppgaven er derfor å ***«utarbeide en antatt omsetningsverdi for Lerøy, og sammenligne denne med aksjekursen per 04.01.2016. Oppgaven vil konkludere med en handlingsstrategi».***

1.3 Avgrensning

Oppgaven vil basere seg utelukkende på offentlig tilgjengelig informasjon, hvor vi hovedsakelig bruker informasjon fra års- og delårsrapporter fra de respektive oppdrettsselskapene. Dette fordi vi ønsker å ha et investorperspektiv på vår analyse. I tillegg er det visse begrensningen som følge av tidsrammen for oppgaven. Vi velger å estimere et verdianslag ut i fra tallene til og med årsrapport 2015, og sammenlikne dette estimatet med børskursen den 04.01.16. Konsekvensen er at tallinformasjon som er og blir tilgjengelig i løpet av arbeidsperioden ikke er inkludert, fordi vi ved oppstart av arbeidet kun hadde tilgjengelig første kvartalsrapport fra 2016. Dette anser vi som for snevert til å foreta en trailing, og vi har derfor valgt å se bort ifra 2016 tallene ved utarbeidelse av fremtidsregnskap og verdsettelse. Likevel vil vi sammenlikne våre prognoser med faktisk utvikling i 2016, og ta hensyn til de siste tilgjengelig tallene ved vekstprognoser.

Andre faktorer som begrenser oppgaven vil være at vi velger å ta utgangspunkt i Lerøys konsernregnskap og vurdere selskapet sett under ett. Det medfører at vi ikke skiller ut de forskjellige virksomhetsområdene til Lerøy under analyse av tallmateriale. I tillegg vil bransjeutvalget kunne sette visse begrensninger. Vi har valgt å ta utgangspunkt i de fem største aktørene i oppdrettsbransjen i Norge. Det kan argumenteres for at Marine Harvest er for dominerende i dette utvalget, mens Norway Royal Salmon er for liten. Likevel mener vi utvalget er representativt for vårt analyseformål.

I oppgaven har vi utarbeidet en del estimat ved bruk av formler. Noen av formlene og tabellene inneholder forkortelser. Forkortelsene er oppsummert i del 15 med ordforklaring. Tilslutt påpeker vi at dersom ikke annet er nevnt er alle tall i 1000 NOK.

1.4 Struktur

Vi vil her kort presentere strukturen i oppgaven. Utredningen tar utgangspunkt i Professor Kjell Henry Knivsflås rammeverk presentert i masterkurset BUS440 – Regnskapsanalyse og verdsettelse. Oppgaven vil dermed være delt inn i fire hoveddeler: presentasjon av bransje og rammeverk, strategisk analyse, historisk regnskapsanalyse og fremtidsregnskap og verdsettelse.

Den første delen inkluderer kapittel 2 og 3. I førstnevnte kapittel blir først oppdrettsbransjen grundig presentert. Vi vil gå igjennom oppdrettsbransjen i Norge, se på bransjespesifikke forhold før vi presenterer aktørene i bransjeutvalget vårt. Lerøy vil få en grundigere presentasjon til slutt. I kapittel 3 vil vi først forklare de tre alternative verdsettelsesmetodene: fundamental, komparativ og opsjon. Til slutt vil vi begrunne hvorfor vi velger fundamental verdsettelse og gjennomgå det teoretiske rammeverket til denne metoden detaljert.

Del to omfatter en strategisk regnskapsanalyse. I kapittel 4 vil vi se på makroforhold som påvirker oppdrettsbransjen ved å gjennomføre en PESTEL-analyse. Deretter vil vi analysere konkurranse og lønnsomhetspotensiale i bransjen ved hjelp av Porters five forces. Tilslutt vil vi gjøre en intern analyse av Lerøys viktigste ressurser for å se om de kan gi opphav til varig konkurransefortrinn ved hjelp av en SVIMA-analyse.

Tredje delen i denne avhandlingen omhandler kapittel 5-8. I kapittel 5 vil vi omgruppere finansregnskapet til Lerøy og bransjen, og justere for målefeil. I kapittel 6 vil vi analysere historisk risiko og konkludere med en syntetisk rating. Deretter i kapittel 7 beregner vi de avkastningskravene vi anser for relevante for oppgaven. Tilslutt vil i kapittel 8 gjennomføre en strategisk lønnsomhetsanalyse hvor vi dekomponerer en eventuell strategisk fordel. Funnene i del 8 vil analyseres i lys av vår strategiske analyse i del 2 (kapittel 4).

Siste delen inkluderer kapittel 9-13. I kapittel 9 utarbeider vi fremtidsregnskap for Lerøy ut i fra innsikten vi har opparbeidet oss gjennom oppgaven så langt. Deretter vil vi i kapittel 10 beregne relevante fremtidige avkastningskrav. I kapittel 11 tar vi utgangspunkt i historiske vekter og beregner egenkapitalverdien til Lerøy. Ved hjelp av en konvergeringsprosess og justering for konkurrisiko vil vi få vårt endelige verdiestimat. Det forekommer en del usikkerhet rundt estimatet og derfor vil vi også gjennomføre simulerings- og sensitivitetsanalyse for å belyse denne usikkerheten. For å komplementere vår verdivurdering vil vi i kapittel 12 gjennomføre en komparativ verdsettelse før vi konkluderer og kommer med en handlingsstrategi i kapittel 13.

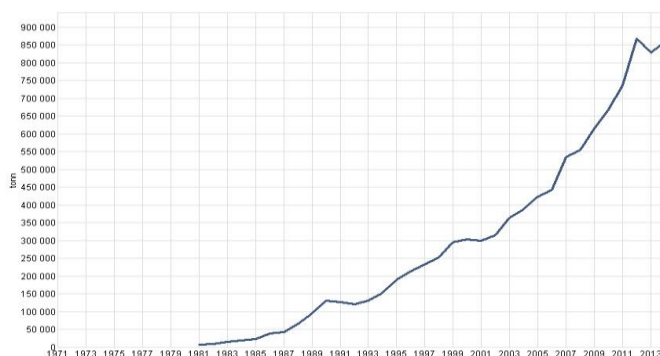
2: Presentasjon av oppdrettsnæringen og Lerøy

2.1 Oversikt over oppdrettsnæringen i Norge

I denne delen vil vi presentere oppdrettsnæringen i Norge. Vi vil gå igjennom forskjellige nøkkelområder for å gi en grundig innføring i oppdrettsnæringen i Norge i dag og dens største utfordringer.

2.1.1 Historikk

Norsk oppdrettsnæring har vært, og er fremdeles, et industrieventyr uten sidestykke i Norge. De første klekkeriene i Norge ble bygd på 1850 tallet, men gjennombruddet i det som skulle bli en vesentlig eksportnæring for Norge kom på 1970 tallet da en begynte med oppdrett av laks og ørret i merder. Oppdrett av fisk ble konsesjonslagt allerede i 1973. Norge med sin geografi og klima hadde allerede da forholdene lagt til rette for ekspansjon. I løpet av 1980 årene ble det derfor stor vekst i næringen med nye konsesjoner, økt merdvolum og frislipp av smoltproduksjon. Dette førte til overproduksjon som igjen gav prisfall. Kombinert med økt realrente, kredittinnstramminger og sykdomsangrep var resultatet at mange gikk konkurs. En endring i oppdrettsloven på begynnelsen av 90 tallet muliggjorde at en eier kunne ha flere konsesjoner. I tillegg ble kravene til eierskap gjort betydelig lettere og åpnet for mer fremmed kapital. Dette gav resultater i form av en betydningsfull vekst fra 1992 frem til i dag. Næringen har selvsagt opplevd svingninger som følge av politiske, økonomiske og biologiske faktorer, men har de aller fleste årene hatt en formidabel vekst. (Universitetet i Bergen, u.d.) (Hallenstvedt, 2015)



Figur 1 Eksport av laks og regnbueørret fra 1971-2014. Oppdrettet fisk hel, fersk og fryst (SSB, 2016a).

2.1.2 Oppdrettsnæringen i dag

I 2015 ble nok et rekordår for oppdrettsnæringen. Totalt ble det solgt 1,39 millioner tonn fisk og skalldyr til førstehandsverdi på 46,7 milliarder kroner. *Førstehandsverdi* defineres av Statistisk sentralbyrå (SSB) som « den prisen oppdretteren får ved salg av uforedlet fersk eller frosset fisk». Veksten i 2015 var på 5 % for mengde og 6 % for pris i forhold til 2014. (SSB, 2016b)

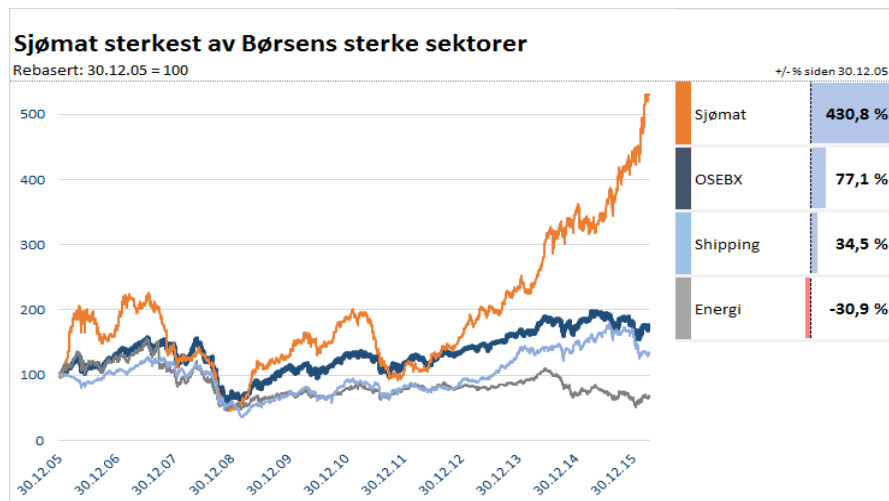
Atlantisk laks dominerer salgstallene og står for 95 % av den produserte mengden fisk og skalldyr. Totalt ble det solgt 1,31 millioner tonn atlantisk laks til en forhåndverdi på 44,3 milliarder kroner. (SSB, 2016b). Gjennomsnittsprisen på eksportert laks var 42,87 kr per kilo (Norges sjømatråd, 2016a)

Videre står *regnbueørret* for 5 % av den totale produserte mengden. Det ble produsert 72 000 tonn ørret, noe som tilsier en økning på 4 % i forhold til 2014. Totalt ble det solgt ørret for 2,2 milliarder kroner, noe som betyr en nedgang på 5 % i forhold til året før. Dette skyldes at ørretprisen gikk ned siste året. (SSB, 2016a)

Salg av annen hvitfisk og skalldyr er kun marginal, og kan betraktes som nisjeprodukter for næringen sett under ett. (SSB, 2016b)

2.1.3 Hovedaktører i bransjen

Oppdrettsbransjen i Norge har utviklet seg fra å bestå av små familiedrevne selskaper, til i dag være dominert av et fåtall store konsern. Sjømatsektoren er blant de sterkeste sektorene på børsen sammen med energi og shipping. Oslo børs har en egen sjømatindex, OSLSFX, som viser utviklingen i sjømatsektoren på Oslo Børs og Axess. Denne indexen viser at veksten har vært formidabel. De siste ti årene har den steget med 431 % (Oslo Børs, 2016a).



Figur 2: Grafisk fremstilling av veksten innen de tre sterkeste sektorene på Oslo børs fra 2005-2015 (Oslo Børs, 2016a).

På Oslo Seafood Indeks finner vi 9 fiske- og/ eller oppdrettsfirmaer: Marine Harvest, SalMar, Lerøy Seafood Group, Bakkafrost, Austevoll Seafood, Grieg Seafood, Norway Royal Salmon, Havfisk og The Scottish Salmon Company (Oslo Børs, 2016a).

2.1.4 Vårt bransjeutvalg

Vi har tatt utgangspunkt i de oppdrettsselskapene som er med i OSLSFX. Videre har vi bestemt å eliminere Bakkafrost og The Scottish Salmon Company fordi de driver utelukkende i utlandet. Havfisk blir ikke inkludert, da de er et rendyrket fangstselskap av hvitfisk, og dermed ikke driver med noe oppdrett. Austevoll Seafood blir også ekskludert fra bransjeutvalget da de eier 52,69 % av Lerøy (Lerøy Seafood Group, 2016a). Bransjeutvalget i denne oppgaven vil derfor bestå av Marine Harvest, SalMar, Grieg Seafood og Norway Royal Salmon foruten om Lerøy.

I løpet av 2016 kjøpte Lerøy alle aksjene i Havfisk (Lerøy Seafood Group, 2016bb), men siden dette eierskifte først fant sted etter årsslutt 2015 har det ingen innvirkning på vårt bransjeutvalg eller oppgaven ellers.

2.2 Makroforhold som påvirker oppdrettsnæringen

I denne delen skal vi se på ulike makroforhold som påvirker oppdrettsnæringen. Det fokuseres hovedsakelig på forhold som har vært og er aktuelle i 2015.

2.2.1 Økonomiske forhold

Konjunkturfølsomhet

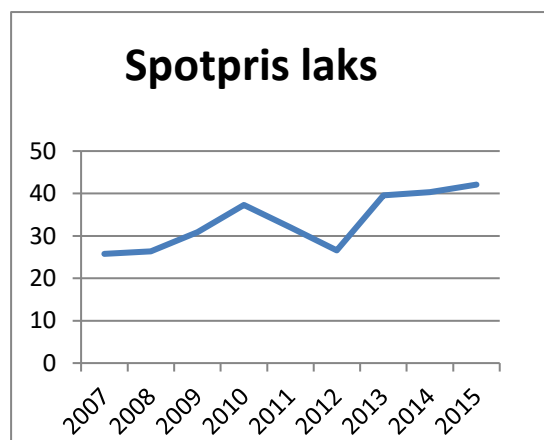
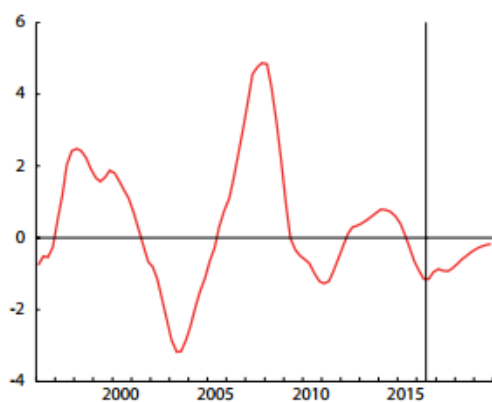
Norge hadde en markant oppgangskonjunktur i 2007-2008, mens 2010 og 2015 var preget av en moderat konjunkturedgang. Prognosene tilsier en ny konjunkturoppgang i løpet av 2017 (SSB, 2016c).

Sammenlikner en lakseprisutviklingen og konjunktursvingningene ser en at de ikke samvarierer mye. 2010 var et rekordår for laksenæringen, mens prisene i 2012 sank drastisk. Fra 2012 har prisene steget jevnt og nådd nye rekorder i 2015. Dette tyder på at oppdrettsnæringen ikke er svært konjunkturutsatt. Likevel må det bemerkes at de siste 15 årene har vært preget av en del spesielle hendelser. Finanskrisen i 2008 førte til kraftig konjunkturedgang i 2009 og forringet kjøpekraft fra konsumenter førte til en reduksjon i etterspørselen etter laks. Samtidig sammenfalt finanskrisen med utbrudd av ILA-virus i Chile. Virusutbruddet førte til en dramatisk reduksjon av laksetilbudet, ved at Chile sin produksjon sank fra over 400 000 tonn i 2008 til 130 000 tonn etter utbruddet. Krisen førte til en reduksjon i tilbudet som oversteg etterspørselsnedgangen og gav positiv effekt på lakseprisen. Gitt laksens lange produksjonstid hadde ILA-utbruddet i Chile positive effekter i flere år. Norge andel av produsert laks var i 2014 på 54 %, men andelen var på 65 % av i 2010 som følge av denne krisen (Nærings- og fiskeridepartementet, 2015a).

Lakseprisene har en syklisk natur som følge av lang produksjonstid og svingninger i tilbud og etterspørsel. Den lange produksjonstiden kan gjøre det vanskelig for bransjen å møte etterspørsel med riktig volum. Perioder med høy etterspørsel presser prisene opp, samtidig som næringen setter ut mer smolt for å øke produksjonen. Dette fører igjen til overproduksjon på tilbudssiden og en reduksjon i prisen. Lavere pris gir etterspørselsvekst og snøballen kan begynne å rulle. Det tar 3 år før laksen er slakteklar, derfor er det vanskelig å regulere volumproduksjonen til periodens etterspørselsnivå (Guttormsen, u.d.). Dette må

en ta hensyn til når konjunkturfølsomhet skal vurderes. Slike sykliske svingninger grunnet lang produksjonstid kan lett forveksles som konjunktursvingninger.

Oppsummert anser vi oppdrettsbransjen for å være lite konjunkturutsatt. De siste årene har vært preget av spesielle hendelser og er således gjerne ikke representative for å vurdere hvor konjunkturutsatt næringen er. I mer stabile perioder er det rimelig å anta at oppdrettsnæringen påvirkes noe mer av konjunkturer, hvor oppgangskonjunkturer fører til større etterspørsel og motsatt. Likevel anser vi ikke næringen som spesielt konjunkturutsatt. Observerte svingninger i lakseprisen er knyttet til oppdrettsforhold som økende tilbud og etterspørsel (Guttormsen, u.d.).



Figur 3: BNP Fastlands-Norge. Avvik fra beregnet trend i prosent (SSB, 2016c).

Figur 4: Spotpris laks, 2007-2015. Tall hentet fra Fish Pool.

Valutakurs

Den norske kronen er en sårbar valuta som svinger mye ut ifra konjunkturer i økonomien. Den påvirkes blant annet sterkt av prisen på råolje. Siden høsten 2014 har prisen på olje falt drastisk, samtidig som den norske kronen har svekket seg. Denne utviklingen har vært positivt for den norske oppdrettsnæringen. (Nyrud, Bendiksen, & Dreyer, 2016)

Den norske oppdrettsnæringen driver hovedsakelig med eksport. Markedet for sjømat i Norge er svært lite sett opp mot de store produksjonsvolumene oppdrettsnæringen produserer. Derfor er næringen avhengig av et globalt marked. Det største markedet for oppdrettsnæringen er EU, men de eksporterer også en del til Asia og USA (Norges sjømatråd, 2016b). Når mesteparten av salget foregår over landegrenser vil det si at kursen

til den norske kronen vil påvirke etterspørsel og salg. Konkurransesevnen til norske oppdrettsselskaper vil øke når den norske kronen svekkes, og motsatt ved en forsterkning av kronen. Dette skyldes at kjøperne får større kjøpekraft når kronen er svakere, som igjen betyr økt etterspørsel og salg av sjømat i utlandet.

Den svake kronekursen grunnet hovedsakelig lav råoljepris har altså hatt en positiv effekt på oppdrettsbransjen. Samtidig bør det nevnes at slike effekter ikke skjer umiddelbart og likt i alle ledd i verdikjeden. Kronekursen gir utslag i den faktiske kostnaden, men disse endringene kan slå ut forskjellig og til ulike tidspunkt. Hovedandelen av laks selges fremdeles i spotmarkedet, men mer og mer selges via langsiktige kontrakter (Gjendemsjø, 2014). Dette fører til mindre svingninger som følge av endringer i kronekursen.

Den svake kronen har ikke utelukkende vært positiv for oppdrettsnæringen. Fôrkostnadene økte i 2015 grunnet den svake kronekursen. Fôret kjøpes hovedsakelig i dollar som gjennom året har vært sterkere mot den norske kronen. (Iversen et.al, 2015)

2.2.2 Politiske forhold

Ingen kan drive oppdrettsvirksomhet i Norge uten *konsesjon*. En konsesjon tilsier en offentlig tillatelse med spesifikke betingelser, blant annet hva angår mengden biomasse det tillates å produsere. (Store norske leksikon, 2013). I 2015 var det totalt utstedt 1313 konsesjoner til produksjon av laks, regnbueørret og ørret. (Fiskeridirektoratet, 2016a) Konsesjoner utdeles etter søknad, og det kreves vanligvis vederlag for hver konsesjon. Ofte blir konsesjonene fordelt etter budrunder. Ved hjelp av lovgivning og krav om konsesjoner regulerer dermed myndighetene i Norge oppdrettsbransjen. I tråd med et ønske om mer miljøvennlig oppdrettsnæring ble det i 2013 innført såkalte «grønne konsesjoner». Disse konsesjonene stiller strenge krav til selskapene angående håndtering av hovedområder hvor miljøutfordringene antas å være størst: genetisk påvirkning, rømming, forurensning og utslipp, sykdom, arealbruk og fôrressurser. (Gramstad, 2012) (Sunnmørsposten, 2013). En videreføring av de grønne konsesjonene kom i 2015 da norske myndigheter lanserte utviklingskonsesjoner. Disse konsesjonene skal legge til rette for å muliggjøre et teknologiløft i næringen slik at utfordringene som nå truer veksten i Norge kan møtes. Tanken er å støtte opp under prosjekter som krever omfattende ressurser, og dermed gjerne ikke kunne realiseres uten ekstern hjelp. En viktig forutsetning ved disse konsesjonene er at eventuelle teknologiske gjennombrudd skal komme hele næringen til gode.

Utviklingskonsesjonene blir tildelt etter søknad, og tildeles vederlagsfritt for en periode på 15 år. De kan omdannes til kommersielle konsesjoner etter en gitt tid, men da mot et vederlag på 10 millioner (Nærings- og fiskeridepartementet, 2015b). Det ble åpnet for søknader høsten 2015, og så langt har bare SalMar fått godkjent konsesjon på prosjektet sitt Havmerden (Fiskeridirektoratet, 2016b)

Norges politiske forhold til viktige handelspartnere påvirker også oppdrettsnæringen. Etter tildelingen av Nobels fredspris til Liu Xiaobo i oktober 2010 så næringen en drastisk reduksjon i eksport av laks til Kina i 2011. Det ble snakket om handelsboikott og avlyste avtaler, men i løpet av 2012 tok eksporttallene av laks til Kina seg opp igjen. (Skivenes, 2012)

I 2014 ble det innført importforbud på norsk laks og ørret til Russland. Totalt importerte Russland 10 % av laksen produsert i Norge. Størst utslag fikk handelsboikotten på ørretprisen. Lerøy er verdens største produsent av ørret, og eksporterte tidligere 40 % av all sin ørretproduksjon til Russland. Importstoppen førte til lavere ørretpris, og redusert lønnsomhet for oppdrettsnæringen (Nissen-Meyer, 2015) Importforbudet ble forlenget i 2015, slik at 2015 ble det første hele året som ble rammet av russiske sanksjoner mot sjømat (Lerøy Seafood Group, 2016c).

2.2.3 Miljøforhold

Lakselus

Lakselus er den miljøutfordringen som desidert uroer oppdrettsbransjen mest. Det er forståelig med tanke på at næringen årlig taper 500 millioner grunnet lakselus (Havbruksinstituttet, 2016).

Det finnes en rekke behandlingsalternativer mot lakselus. Det vanligste i dag er å bruke badebehandling med et desinfeksjonsmiddel som f.eks. hydrogenperoksid. Problemet med denne behandlingen er at den er kostbar, stresser fisken og lakselusen utvikler resistens. Derfor er det en del andre alternativer som har økende popularitet, blant annet gjelder dette bruk av rensefisk (leppefisk og rognkjeks), mekanisk fjerning av lus og spesialfôr. I tillegg finnes det regelverk som bestemmer hvor ofte et anlegg må legges brakk for en periode. Dette gjøres for å hindre at lakselus overføres fra en populasjon til en annen (Aadland, 2015a).

Oppdrettsbransjen prøver å strekke perioden laksen er på land og forsøker dermed å sette ut større smolt. På denne måten reduseres tiden i sjø og eksponeringstiden mot lus (Iversen et al., 2015). Bransjen bruker årlig mange millioner i investeringer for å finne mer lønnsomme metoder for å holde nivået av lakselus i sjakk. Blant annet prøves det ut mer lukkende anlegg for å hindre at lakselusen kommer til laksen i det hele tatt. Eksempler på slike anlegg er lukkede merder og luseskjørt (Aadland, 2015a).

Lakselus fraktes med strømmer i havet, og kan fraktes flere titalls kilometer. På denne måten vil høye forekomster av lakselus være en utfordring ikke bare for oppdrettsbransjen, men også for villaks. Med den økte veksten i oppdrettsbransjen har det medført også økt antall potensielle verter for lakselus. For å prøve å begrense parasitten har myndighetene innført en egen forskrift som regulerer antall tillatte lus i oppdrettsanleggene. Næringen må telle lakselus regelmessig og rapportere tallene inn til Mattilsynet. Dersom nivået overstiger grensen må tiltak settes inn (Aadland, 2015a).

Naturkatastrofer

Oppdrettsbransjen er særdeles sårbar for naturkatastrofer fordi en stor del av produksjonen foregår i åpne merder ute i sjøen. Et eksempel på dette er værphenomenet El Niño, som inntreffer med 2-7 års mellomrom i sentrale og østlige delene av Stillehavet. El Niño fører til en økning i overflatetemperatur i vannet. (Medhaug, 2015). Dette er negativt for Chile, som er en stor oppdrettsnasjon. Marine Harvest har blant annet en stor del av sin produksjon i Chile. Konsekvensene av økt temperatur i havet er mange. Det kan blant annet føre til økt algeoppblomstring, slik vi har sett nå i begynnelsen av 2016. Algeoppblomstringen har ført til omfattende laksedød i Chile (Marine Harvest, 2016a). El Niño påvirker også fisket generelt i Chile, og dette påvirker igjen prisen på fiskefôr (NRK Hordaland, 2014).

2.3 Bransjespesifikke forhold

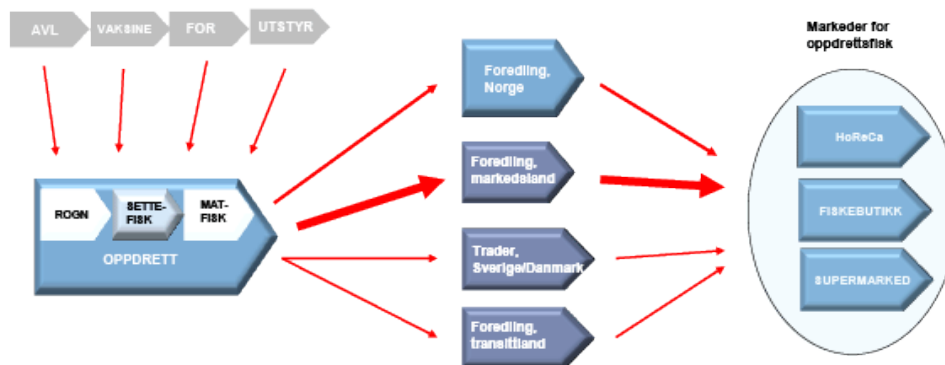
2.3.1 Verdikjeden

Laks og ørret er anadrome laksefisk. Det vil si at de gyter, klekkes og vokser frem til de er utvandningsferdige i ferskvann. De har da nådd smoltifiseringsnivået, og omtales for smolt. Da tåler de å leve i saltvann. Den første delen av fiskens livssyklus foregår i et settefiskanlegg og vanligvis innendørs. Fisken kalles yngel når den har klekket og kan spise

tørrfôr. Yngelen må bli rundt 1-4 år i naturen før den smoltifiserer, men denne prosessen manipuleres i oppdrettsanlegg. Vanligvis settes smolten i saltvann rundt 16-17 måneder etter startforing. (Hallenstvedt, 2015)

Når yngelen smoltifiserer overføres den til forskjellige flytekonstruksjoner i sjøen. Det vanligste i norsk oppdrettsnæring er å overføre smolten til flytemerder. Det er vanlig at et moderne oppdrettsanlegg har flere merder med til sammen opp mot en million individer. Grunnet risiko for sykdomsutbrudd, forurensning og fôrspill er det krav til lokalisasjon, avstand mellom merdene og brakketid. Fisken tilbringer gjennomsnittlig 1-1,5 år i merden før den slaktes. Gjennomsnittsvekt er da rundt 4-5 kg. Prosessen i merden kan reguleres mer nå enn tidligere, og dette legger til rette for et noe jevnere tilbud gjennom året. (Norsk Havbrukssenter, u.d.) (Hallenstvedt, 2015)

Når fisken er klar for slakting hentes den vanligvis av en brønnebåt som frakter fisken levende til et spesialisert slakteri. Det vanligste er at fisken slaktes, sløyes og legges på is for å fraktes videre. En stor del av fisken som produseres i Norge eksporteres til utlandet for videre foredling. (Fiskeri- og havbruksnæringens forskningsfond , 2009)

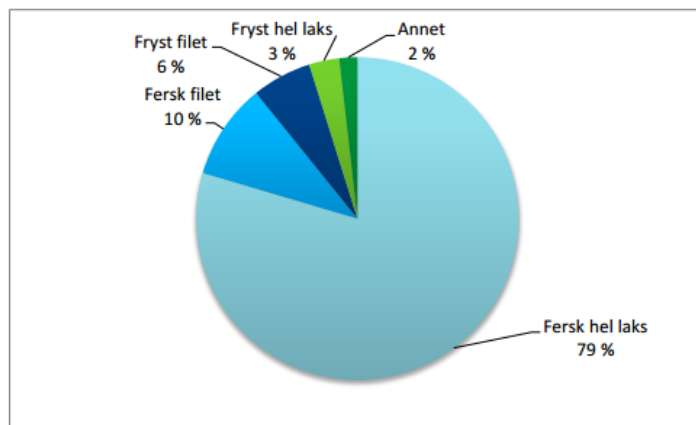


Figur 5: Grafisk fremstilling av verdikjeden innen oppdrettsbransjen (Fiskeri- og kystdepartementet, 2013).

2.3.2 Produktområder

Oppdrettsnæringen driver hovedsakelig med eksportrettet produksjon av laks og ørret. Ca. 80-85 % av all produsert laks blir eksportert ubearbeidet til utlandet for videreforedling der

(Nærings- og fiskeridepartementet, 2015c). Av eksportert fisk er 90 % fersk. Dette skyldes at fersk fisk er mest verdifull. (Digre, et al., 2014)



Figur 6: Eksportandeler for laks, 2013 (Digre, et al., 2014)

I de siste årene har en sett en sterk vekst også i bearbeidede produkter. Andelen av produsert laks og ørret i Norge som blir bearbeidet før videresalg har vært stabil de siste årene på rundt 15-20 % (Nærings- og fiskeridepartementet, 2013). I takt med økt produksjon har en dermed sett en tilsvarende vekst i markedet for bearbeidet fisk. Av andelen som bearbeides i Norge er foredlingen først og fremst filetering, hvor fisken deretter sendes til videre foredling i andre land. Samtidig vil omtrent 15 % av all bearbeidet laks og ørret i Norge selges i hjemmemarkedet. Norge blir derfor ansett å være et viktig marked for bearbeidet laks og ørret. Det er mange grunner til at andelen fisk som selges bearbeidet er lavere enn hel fisk. En medvirkende årsak er tollbarrierer. I tillegg har en sett at lønnsomheten ser ut til å variere omvendt proporsjonalt med prisen på fersk hel laks. Dette skyldes at hel fersk fisk i større grad selges i spotmarkedet, mens salg av bearbeidet produkter vanligvis selges på langsiktige kontrakter som varierer mindre over tid slik at omstilling tar lengre tid. I tillegg er det ulik priselastisitet mellom de ulike ferdigvareproduktene. Lavere lønnsomhet i slakteri- og bearbeidelsesleddene kan derfor forklare hvorfor det har vært mindre produksjon av foredlede produkter (Bendiksen, 2013). Samtidig viser en undersøkelse gjort av SINTEF at lønnsomheten blir bedre over tid dersom oppdrettsfirmaet også driver med integrert foredling. (Winther, et al., 2011).

I takt med en vertikal integrasjonstrend har oppdrettsnæringen investert i flere bearbeidingsbedrifter. I Norge var det i 2011 over 30 bearbeidingsfabrikker, der over

halvparten var vertikalt integrerte oppdrettsselskaper. De fleste store selskapene driver med produktutvikling og foredling i både Norge og andre land hvor det finnes en fiskeindustri. (Digre, et al., 2014)

Oppdrettsnæringen i Norge mener at vekstmulighetene er dårlige for produksjon i Norge og ser derfor etter nye vekstmarkeder innad i bransjen. (Lerøy Seafood Group, 2016c) Det satses derfor stort på foredlete fiskeprodukter. Det er en trend innad i sjømatindustrien med økt etterspørsel etter sunne og lettvinde fiskeprodukter. I tillegg er det høy etterspørsel etter høykvalitetsprodukter. (Digre, et al., 2014)

Laks – en commodity?

En *commodity* er en basisvare som på norsk gjerne best kan oversettes med råvare, som kan byttes med tilsvarende råvarer i samme gruppe. Råvarer kjennetegnes av at varen utgjør et primærprodukt, med ingen til svært lite behandling slik at varen generelt sett er uniform. Det medfører at produsentopphav spiller en mindre rolle, og at det er ingen differensiering av varen i markedet. Råvarer blir vanligvis brukt som input-faktorer i produksjon av andre varer eller services. En slik råvare må oppfylle spesifikke minimumsstandards. Typisk eksempler vil være olje, hvete, mais, storfe og soyabønner (IG Group Limited, u.d.).

Råvaremarkedet foregår på regulerte råvarebørser, der varene selges via standardiserte kontrakter. Størstedelen av laksen som selges, selges ubehandlet til utlandet for videreforedling. Laksen selges vanligvis i spotmarkedet eller på futureskontrakter (IG Group Limited, u.d.). Sistnevnte, som kan karakteriseres som en bilateral kontraktsform der begge parter påtar seg forpliktelser (Den Store Danske, 2016), er en utbredt kontraktsform i oppdrettsbransjen. Fish Pool ASA er et eksempel på en internasjonal markeds plass for finansielle laksekontrakter. Oppdrettslaksen har også visse minimumskriterier den skal fylle, som vekt og omega 3 innhold. Alle disse elementene taler for at laks kan anses som en råvare. Likevel finnes det argumenter som taler mot, i alle fall for deler av lakseproduksjonen. Den delen som er bearbeidet vil være mer differensiert og ikke bli håndtert likt i markedet uavhengig av produsent. Et godt eksempel på et slikt differensiert produkt vil være Salmalaksen i Norge. Andre argumenter kan være geografiske forskjeller på laksen. Laks produsert i Chile får en annen fôrsammensetning enn norsk produsert laks, der fôret brukt i Chile har en større andel. Samtidig er det klare prisforskjeller på laks produsert i Norge, Chile og Canada. Gjennomsnittsprisen for hel norsk laks siden 2000 har

vært rundt 33,96 Nok/kg, mens laks fra Chile har vært rundt 65,86 NOK/kg og Canadisk laks 42,10 NOK/kg (Marine Harvest, 2016b). Laks selges hovedsakelig som ferskvare (80 %), noe som begrenser aktuelle markeder å selge den i. Forskjellig marked kan dermed forklare de forskjellige prisene ut ifra produksjonslokalisasjon.

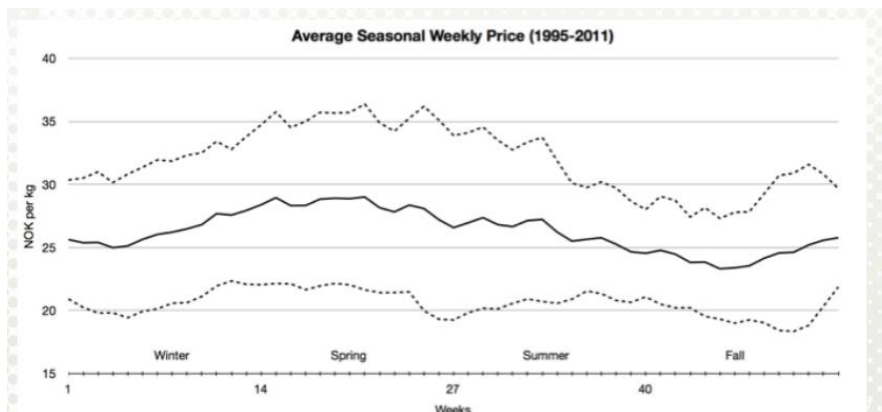
Oppsummert kan en si at laks hovedsakelig utgjør en råvare eller *commodity*. Det medfører at produsentene selv og deres merkevare har liten til ingen påvirkning på pris. Likevel bør det merkes at det er en liten andel av produksjonen som tilhører en mer spesialisert kategori, og at det her er muligheter for de ulike aktørene å differensiere seg og skape individuell vekst.

2.3.3 Prisdannelse

Prisen på laks påvirkes av en rekke faktorer, og er og har vært veldig volatil. Prissvingninger er uunngåelig i alle markeder så lenge en ikke klarer å eksakt predikere effekten av de ulike påvirkningsfaktorene. Likevel klarer en å observere et ustabilt mønster, i form av høyere priser på våren når produksjonsvolumet generelt er lavere enn om høsten. Dette skyldes i hovedsak at tilbudet av laks ikke er stabilt igjennom året. Sjøtemperatur og dagslys er viktige vekstbetingelser for laks, og fører til at tilbudet svinger med topp om høsten. Etterspørselen er noe mer stabil, men også her er det noe svingninger. Mest markant er etterspørselsveksten i desember måned (Asche & Øglend, 2013). Lakseprisens volatilitet påvirkes også ved at fersk laks har en relativt lang produksjonstid opp mot 3 år, mot en svært kort hylletid i sluttmarkedet på 3 uker. Dermed blir det vanskelig å koordinere produsert volum med gitt etterspørsel. På kort sikt vil tilbudet dermed være uelastisk. (Marine Harvest, 2016b).



Figur 7: Prisutvikling til laks, periode 1995-2013 (Guttormsen, u.d.).



Figur 8: Sesongvariasjoner innen pris på laks (Guttormsen, u.d.).

Som alle andre produkter bestemmes prisen på laks i hovedsak av forholdet mellom tilbud og etterspørsel. På tilbudssiden har det vært en sterk vekst i perioden 2000-2015 på 168 %, med en årlig variasjon mellom -4 % og 22 % (Marine Harvest, 2016b). I henhold til produsert volum er Norge helt klart den største produsenten med Chile som sin største konkurrent. Globalt produksjonsvolum avhenger derfor også av lokale faktorer. Når Chile ble rammet av algeoppvekst som følge av naturkatastrofe i 2016 og måtte slakte en del fisk hadde dette en positiv effekt på etterspørselen etter norsk laks. Oppdrettsbransjen i Norge er bekymret fordi det politiske klimaet har ført til prognoser om lav til ingen produksjonsvekst

de neste årene, samtidig som kostnadene forbundet hovedsakelig med lus og rømming har eskalert. Resultatet er en bratt tilbudskurve som gir store utslag på prisoppnåelse (Guttormsen, u.d.).

Etterspørselen bestemmes av inntektsnivå, preferanser og endring av pris. Årlig har det de siste 10 årene vært en etterspørselsvekst på gjennomsnittlig 11 %, men det er store regionale forskjeller. Hoveddriverne bak denne veksten i etterspørsel har vært utvikling av nye markeder, som for eksempel Brasil, og økt produktdiversifisering (Guttormsen, u.d.).

Prissvingene vil også kunne påvirkes av hvilken verdikjede produktet selges gjennom. En tradisjonell verdikjede, som er vanligst for salg av ubehandlede produkter, vil være mest fleksibel. I en slik verdikjede vil prisutslag overføres direkte til sluttkunde. Bearbejdede produkter som for eksempel røykelaks selges derimot vanligvis på langsiktige kontrakter, hvor prisen forhandles frem en gang i året. Dette skyldes at detaljistene krever mindre prisvariasjoner på produktet. Resultatet for oppdrettsnæringen er krav om større finansiell beredskap og økt risiko (Guttormsen, u.d.).

Foruten om faktorene tilbud og etterspørsel vil også «lokale» valutafaktorer påvirke hvert enkelt marked i enten positiv eller negativ retning (Marine Harvest, 2016b). Utfordringen for oppdrettsbransjen fremover blir å møte den økende etterspørselen mens produksjonseffektiviteten fremdeles er begrenset. Det er lite som tyder på stor økning i slaktevolum av norske laks de neste årene, dermed må bransjen finne nye markeder med mulighet for verdiskapning slik at veksten kan fortsette. Fortsetter prisene å øke markant kan det ha en uheldig effekt på etterspørselen i form av at kundene kan velge andre substitutter. Usikkerheten økes av manglende kunnskap om kundenes prissensitivitet (Guttormsen, u.d.).

Prisutvikling i 2015

Eksportprisen på fersk, hel laks nådde i 2015 høyeste nivå siden 1988. Laveste nivå i 2015 var 38,37 kr per kilo i mai, mens toppen ble nådd i desember på 51,26 kroner. Den gjennomsnittlige eksportprisen var 42,87 kr per kilo. Dette var en stigning på 4,5 % i forhold til gjennomsnittet i 2014 (Norges sjømatråd, 2016a).

Hoveddriverene for det rekordhøye prisnivået i 2015 var lav tilbudsvekst, god etterspørsel og gunstig valutakursutvikling. Prisen ble presset negativt i første halvår grunnet høyt tilbud i Europa, mens tilbudet ble noe redusert i andre halvår og dermed presset prisene opp igjen.

Det amerikanske markedet var svakt gjennom hele året, grunnet hovedsakelig overheng i leveransene fra Chile. Den svake kronen hadde også positiv effekt på eksportprisen for norsk oppdrettsbransje (Norges sjømatråd, 2016a).

2.3.4 Kostnadsutvikling og stordriftsfordeler

Kostnadsnivået i oppdrettsbransjen har over tid blitt redusert samtidig som ny teknologi og kompetanse har økt produktiviteten. Fra 2005 til 2014 har gjennomsnittlig produksjonskostnad per kg økt med 45,8 %, mye på grunn av økende førkostnader og økte utgifter i forbindelse med lusebekjempelse. Produktiviteten har samtidig økt betraktelig. Produktiviteten i 1985 var på 30 tonn, mens den i 2014 var på hele 367 tonn. Dette medfører en økning på over 1000 %! (Fiskeridirektoratet, 2015).

Fiskeridirektoratet gjennomfører årlig en lønnsomhetsundersøkelse av oppdrettsbransjen, der de analyser året som har vært i forhold til året før. Rapporten presenteres i november/desember året etter, dermed er siste oppdaterte rapport for 2014. I denne rapporten har de blant annet regnet ut gjennomsnittlige kostnader per kilo produsert laks. Som tabell 1 viser har gjennomsnittlig produksjonskostnad per kilo økt siden 2013, og de største utgiftspostene utgjøres av fôr, andre driftskostnader og smolt. Andre driftskostnader er en oppsamlingspost som blant annet inkluderer kostnader til fiskehelse og miljø, deriblant lakselus, vedlikeholdskostnader, kostnader ved annen virksomhet (brønnbåt, slakteri etc.) og rene administrasjonskostnader (Fiskeridirektoratet, 2015).

		2013	2014
Smoltkostnad	kr	2,19	2,52
Førkostnad	kr	11,5	11,83
Forsikringskostnad	kr	0,11	0,1
Lønnskostnad	kr	1,8	1,92
Avskrivninger	kr	1,23	1,26
Annen driftskostnad	kr	5,58	5,54
Netto finanskostna	kr	0,28	0,2
Produksjonskostnad	kr	22,69	23,38
Slaktekostnad (inkl. kr frakt).	kr	2,64	2,46
Sum kostnad per kr kg	kr	25,33	25,83

Tabell 1: Kostnader per kg produsert laks i gjennomsnitt per selskap for hele landet i 2013 og 2014 (Fiskeridirektoratet, 2015).

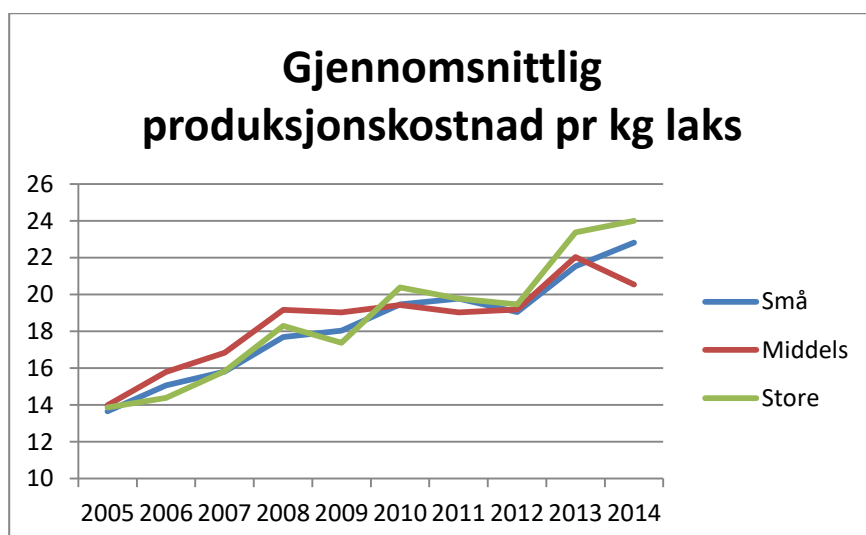
Stordriftsfordeler

Fiskeridirektoratets årlige lønnsomhetsanalyse av oppdrettsbransjen kan brukes til å undersøke om det foreligger stordriftsfordeler. Her vil det være snakk om hele oppdrettsbransjen når vi snakker om bransje, mens oppgaven for øvrig mener bransjeutvalget definert i del. 2.1.4.

Siden 2005 har gjennomsnittlig produksjonskostnad per kg produsert laks blitt presentert ut i fra tre størrelser på selskapene. De tre kategoriene er små, middels og store selskap ut i fra antall konsesjoner selskapene eier, se tabell 2. Ved å sammenlikne gjennomsnittlig produksjonskostnad over denne perioden kan en få et innblikk i eventuelle stordriftsfordeler. Det er viktig å merke seg at metoden bare gir en pekepinn. Rapportene baserer seg på svar fra de ulike aktørene, og svarprosenten varierer fra år til år. I tillegg vil det være store individuelle forskjeller innad i hver størrelseskategori som ikke fanges opp her (Fiskeridirektoratet, 2015).

Størrelse	Antall konsesjoner
Små	1-9
Middels	10-19
Store	>20

Tabell 2: Inndeling av selskapene i oppdrettsbransjen etter antall konsesjoner (Fiskeridirektoratet, 2015).



Figur 9: Gjennomsnittlig produksjonskostnad per kg produsert laks, fordelt på små, middels og store selskap, 2005-2014. Basert på Fiskeridirektoratets årlige lønnsomhetsanalyse av oppdrettsbransjen, 2015.

Figur 9 viser at gruppen som oppnår lavest mulig produksjonskostnad varierer gjennom hele perioden. I perioden 2005-2010 har de små og store nokså like produksjonskostnader, mens de middels har noe høyere. Fra 2010-2012 er alle nokså lik men vi ser at avstanden dem imellom øker på siden 2012. Vi ser også at siden 2012 har de store selskapene hatt høyest gjennomsnittlig produksjonskostnad per kg produsert laks. Ut i fra grafen i figur 9, finnes det dermed ingen holdepunkter for å fastslå at det finnes definitive stordriftsfordeler i oppdrettsbransjen.

I oppdrettsbransjens begynnelse var det en klar tendens at selskaper som produserte større volum også hadde lavere gjennomsnittskostnader. Dette førte blant annet til en voksende fusjonstrend. Siden midten av 1990-tallet begynte stordriftsfordelene å avta, slik at produksjonskostnader ikke lenger korrelerte med produksjonsvolum. Konsekvensen er at en i dag antar at skalafordeler i oppdrettsbransjen bare er mulig opp til et visst nivå. Analyse materialet fra fiskeridirektoratet støtter opp under denne antagelsen. Likevel mener mange at det foreligger stordriftsfordeler lengre nede i verdikjeden, for eksempel i slakteri eller markedsføringsvirksomhet. Argumentet er at selskapene som har kontroll over flere ledd i verdikjeden dermed har lettere for å hente ut disse stordriftsfordelene (Asche & Bjørndal, 2011).

Det kan virke rimelig at det foreligger stordriftsfordeler så lenge selskapene er små, og at disse sakte med sikkert vaskes bort etter hvert som selskapene vokser i størrelse. Dette skyldes at hovedaktiviteten til selskapene er produksjon av laks, og dermed blir der en biologisk begrensning på hvor mye en kan presse prisene i forhold til produsert volum. I tillegg vil de store selskapene få større problemer og kostnader forbundet med sykdomsutbrudd eller lakselus. Et mindre selskap vil også ha mindre administrasjon og tettere kontroll og kommunikasjon mellom ledelse og arbeiderflokk som åpner for kostnadsbesparelser. Samtidig er det ikke urimelig å anta at store selskaper høster noe skalafordeler i enkelte ledd av verdikjeden, for eksempel i form av å ha større logistikk- og markedsføringsapparat.

Bransjens organisering kan også fremme lønnsomhet i form av klyngedannelse. Ved å samle flere aktører innen samme eller beslektede bransjer i et geografisk område legges det til rette for flere faktorer som kan gi økt lønnsomhet i bransjen. Eksempler på slike faktorer vil være at selskapene lettere kan samarbeide og konkurrere, kunnskapsutveksling og idemyldring. Oppdrettsnæringen har gått fra å spre sine anlegg langs kysten til å samle dem mer og mer i

såkalte klynger. En studie av Ragnar Tveterås konkluderer at det foreligger noe kostnadsbesparelser ved regionale klyngedannelser av oppdrettsnæringen hovedsakelig i form av kunnskapsoverføring, komplementaritet mellom produksjonsaktivitetene til de forskjellige aktørene og større input-marked (2002).

Oppsummert vil det si at det ikke foreligger klare stordriftsfordeler i oppdrettsbransjen. I denne oppgaven har vi også valgt å begrense bransjeutvalget til de fem største aktørene, som varierer noe i størrelse men likevel kan klassifiseres som store alle sammen sammenliknet med den totale oppdrettsbransjen. Vi kan dermed anta at de aller største aktørene muligens henter ut noe stordriftsfordeler i enkelte ledd. Eksempler på dette vil kunne være Marine Harvest som produserer deler av fôret sitt selv, og trolig innehar et mer effektivt logistikkapparat enn Norway Royal Salmon. Klyngedannelsen innad i bransjen vil også kunne medvirke til noe økt stordriftsfordeler. Likevel antar vi at disse effektene er for små til å gi signifikante utslag i kostnadsbildet til aktørene i bransjen.

2.3.5 Eksport og markedsforhold

Norge eksporterte i 2015 sjømat til 149 land, hvor 2/3 av eksporten gikk til EU (Norges sjømatråd, 2016b). Totalt ble det eksportert for 35,2 milliarder kroner i 2015 til EU, noe som betyr en vekst på 15 %. Noe av forklaringen for den økte eksporten til EU i 2015 er importforbudet til Russland. Totalt gikk 77 % av all lakseproduksjon i Norge til EU i 2015, mot 72 % i 2014. %. De største enkeltmarkedene for laks var Polen, Frankrike og Danmark. Det største vekstmarkedet for laks var Storbritannia, som importerte 24 % mer i 2015 i forhold til året før. (Norges sjømatråd, 2016a)

I tillegg var USA og Japan viktige eksportmarkeder for atlantisk laks i 2015. I USA var det en vekst på 626 millioner (33 %), mens det i Japan var vekst på 293 millioner (18 %). (SSB, 2016d)

Den globale veksten i tilbud av atlantisk laks var betydelig lavere i 2015 i forhold til 2014. I 2015 var den på 3,6 %, mens den var på hele 9,1 % året før. Den økte veksten i eksportmarkeder som EU, Asia og USA ble positivt påvirket av importforbudet til Russland (Lerøy Seafood Group, 2016c).

Prognosene for 2016 er videre fall i det globale tilbudet på 3,6 %. For norsk produksjon er det forventet at produksjonen vil falle med 4,1 %. Grunnet til dette er konservative

konsesjoner og at aktørene i dag utnytter sine lisensrettigheter tilnærmet maksimalt. Dette tilsier at skal næringen fortsette å vokse må den finne nye vekstmarkeder, som blant annet produktutvikling (Lerøy Seafood Group, 2016c).

2.3.6 Vertikal og horisontal integrasjon

Oppdrettsnæringen i Norge kjennetegnes av stor grad av horisontal integrasjon som følge av oppkjøp og konsolideringer. Denne omstruktureringen begynte for alvor på begynnelsen av 1990 tallet da det ble tillatt med større grad av eierkonsentrasjon. I 2014 stod de 10 største aktørene i bransjen for 70 % av produksjonen av Norge, mens de bare stod for 10 % av produksjonen i 1990. Mange av de store aktørene har i tillegg produksjonsanlegg i Chile, Skottland, Canada, Færøyene og Irland (Nærings- og fiskeridepartementet, 2015c). Samme trend med horisontal integrering sees i utlandet. Chile, som ansees som den største konkurrenten til Norge, har en litt høyere grad av integrasjon enn Norge. Fordeler med horisontal integrasjon er bedre risikoallokering, stordriftsfordeler i enkelte ledd og større attraktivitet mot store kunder (Kvaløy & Tveterås, 2006).

Liknende trend kan også observeres innad i oppdrettsbransjen når det gjelder vertikal integrasjon. Flere av de store aktørene ønsker å ha kontroll med hele verdikjeden fra klekkeri til foredling og salg. Det er flere forklaringer for hvorfor denne trenden observeres. Skyldes blant annet et ønske om å ha bedre kontroll over alle ledd i produksjonen selv og stille bedre rustet i forhold til store, krevende kunder. Spesielt gjelder dette med tanke på salg til dagligvarekjeder, som kan stille høye krav med tanke på kvalitet og levering. Dagligvarekjeder er krevende kunder, men med potensielt høyere forventet profitt og lavere risiko. (Kvaløy & Tveterås, 2006)

2.4 Norske oppdrettsselskaper

I denne delen vil vi gi en kort presentasjon av de norske oppdrettsselskapene som inngår i vår bransjedefinisjon. En mer utdypende presentasjon av Lerøy følger i del 2.5.

2.4.1 Marine Harvest

Marine Harvest er verdens største oppdrettsselskap av atlantisk laks. Konsernet oppstod gjennom sammenslåing av norske Pan Fish og Fjord Seafood, og nederlandske Marine Harvest. Konsernet har i dag virksomhet i 24 land og hovedkontor i Bergen (Marine Harvest, u.d.).

Marine Harvest produserte 420 000 tonn laks i 2015, og hadde et økt salg på omtrent 10 %. Operasjonelt driftsresultat ble på 3,107 millioner NOK, en reduksjon på 27 % fra året før. Hovedårsaken til svakere resultat i 2015 var økte driftskostnader og et utfordrende marked i USA og Brasil. Konsernet har tre strategiområder som er prioritert: fôrproduksjon, lakseoppdrett og salg- og markedsføring. De viktigste oppdrettsvirksomhetene til Marine Harvest finner vi i Norge, Chile og Skottland. Produksjonen i Norge stod for 60 % av total mengde fisk produsert. Virksomheten i Norge har over 1600 ansatte i Norge (Marine Harvest , 2016c).

Marine Harvest er en helintegrert virksomhet med kontroll over alle leddene fra fôrproduksjon til ferdig bearbeidet fisk klar for salg i sluttmarkedet. Selskapet begynte med egen produksjon av fôr i 2014 og testet det ut på anlegg i Norge. I tillegg driver Marine Harvest med noe oppdrett av kveite men i småskala sammenlignet med lakseoppdrett (0,21 % av driftsinntektene til konsernet). (Marine Harvest , 2016c).

DRIFTSINNTEKTER OG DRIFTSRESULTAT NOK 1000	2013	2014	2015
Driftsinntekter	19 177 300	25 300 400	27 710 200
Driftsresultat før unormale poster	3 160 100	3 985 300	2 804 400
Driftsmargin	16,48 %	15,75 %	10,12 %
Driftsresultat (EBIT)	4 439 900	3 483 900	2 883 100
Resultat før skatt	3 457 400	1 486 700	2 240 200
Resultatmargin	18,0 %	5,9 %	8,1 %
Resultat etter skatt	2 522 500	939 500	1 417 700
Resultat per aksje	6,7	2,3	3,2
Egenkapitalandel	48,5 %	39,8 %	45,2 %

Tabell 3: Nøkkeltall Marine Harvest (Marine Harvest , 2016c).

2.4.2 SalMar

SalMar er et børsnotert norsk selskap etablert i 1991 i Sør-Trøndelag, som driver med oppdrett og videreforedling av atlantisk laks. I dag er selskapet Norges tredje største oppdretter. Blant annet eier de i dag 50 % av Norskott Havbruk AS, som igjen er eneeier av Scottish Sea farms Ltd, Storbritannias nest største lakseprodusent. Til tross for dette har SalMar 91 % av sin lakseproduksjon i Norge. (SalMar, 2016)

SalMar omsatte for 7,3 milliarder og hadde et driftsresultat på 1,4 milliarder i 2015. Resultatet før skatt ble 15 % dårligere enn i 2014 og skyldes økte førkostnader og økte kostnader i forbindelse med håndtering av lakselus. Økte laksepriser gjennom året veide opp for en del av disse økte kostnadene. (SalMar, 2016)

SalMar er et vertikalt integrert selskap med kontroll over verdikjeden fra rogn/stamfisk til salg i sluttmarkedet. I starten av 2016 fikk de godkjenning på å starte satsingen av Havmerden, et nytt offshore oppdrettssystem. I tillegg gjennomførte SalMar oppkjøp som sikret indirekte eierandel på 22,91 % av aksjene i det islandske oppdrettsselskapet Arnarlax Hf. (SalMar, 2016)

DRIFTSINNTEKTER OG DRIFTSRESULTAT NOK 1000	2013	2014	2015
Driftsinntekter	6 228 305	7 160 010	7 303 506
Driftsresultat før unormale poster	1 467 758	2 131 335	1 702 626
Driftsmargin	23,6 %	29,8 %	23,3 %
Driftsresultat (EBIT)	1 949 424	1 646 699	1 443 805
Resultat før skatt	1 953 560	1 628 841	1 383 686
Resultatmargin	31,4 %	22,7 %	18,9 %
Resultat etter skatt	1 903 376	1 215 477	1 128 795
Resultat per aksje	15,8	10,6	9,8
Egenkapitalandel	51,0 %	50,7 %	47,8 %

Tabell 4: Nøkkeltall for SalMar (SalMar, 2016), (SalMar, 2015).

2.4.3 Grieg Seafood

Grieg Seafood ble etablert i 1988, og ble børsnotert på Oslo Børs i 2007. De er i dag Norges fjerde største oppdrettsselskap, og produserte i 2015 65 000 tonn laks. De har oppdrettsanlegg i Rogaland, Finnmark, British Columbia og Shetland i tillegg til

salgsvirksomheten deres Ocean Quality, hvor de har 60 % eierandel. Fra og med 2015 ble all laks produsert av Grieg Seafood solgt via Ocean Quality. De omsatte for 2,8 milliarder NOK i 2015, men hadde til tross for høyere inntjening enn året før et turbulent år med en nedgang i driftsresultatet før biomassejusteringer, fra 343 millioner i 2014 til 47,7 millioner i 2015. De dårlige tallene for 2015 skyldes dårlig inntjening på Shetland som følge av fiskedød grunnet alger, økt fiskedødelighet i Canada grunnet lave oksygennivåer og virussykdommen PD i Rogaland (Grieg Seafood, 2016). Grieg Seafood har tatt grep for å bedre nøkkeltallene neste år, og mener utsiktene er positive. (Aadland, 2016).

DRIFTSINTEKTER OG DRIFTSRESULTAT NOK 1000			
	2013	2014	2015
Driftsinntekter	2 424 256	4 102 362	4 653 588
Driftsresultat før unormale poster	344 431	285 628	107 324
Driftsmargin	14,2 %	7,0 %	2,3 %
Driftsresultat (EBIT)	610 098	215 791	73 957
Resultat før skatt	544 931	171 956	-9 208
Resultatmargin	22,5 %	4,2 %	-0,2 %
Resultat etter skatt	430 986	144 395	4 366
Resultat per aksje	3,9	1,3	-0,1
Egenkapitalandel	40,8 %	41,9 %	37,7 %

Tabell 5: Nøkkeltall Grieg Seafood. Grunnet endring i regnskapsføring av selskapet Ocean Quality hvor Grieg Seafood har 60 % eierandel er tallene for 2014 omgjort (Grieg Seafood, 2016) (Grieg Seafood, 2015).

2.4.4 Norway Royal Salmon

Norway Royal Salmon ble etablert i 1992, men børsnotert først i 2011. De er et mellomstort selskap som har gått fra å være et salgs- og markedsføringsselskap til og i dag drive med oppdrett og videresalg av laks, hvor sistnevnte virksomhet er størst. I 2015 solgte de 70 000 tonn laks, mens de slaktet 28 000 tonn egenprodusert laks. Operasjonelt driftsresultat for 2015 ble 201 894 TNOK, en positiv økning på 28 % siden 2014 (Norway Royal Salmon, 2016).

NRS er et delvis integrert selskap. De har sikret seg smolttilgang gjennom langsiktige avtaler, og har også eierandeler i noen selskaper som spesialiserer seg på settefiskproduksjon. Ellers driver de med matfiskoppdrett av atlantisk laks i Region Nord og Region Sør. De har eierskap i selskap som slakter fisken fra Region Sør, ellers gjøres slakteprosessen via tredjeparter. NRS har også en stor salgsvirksomhet som selger laks og

ørret fra eksterne oppdrettere, tilknyttede selskaper og datterselskaper. 91 % av fisken som selges går til eksport (Norway Royal Salmon, 2016).

DRIFTSINTEKTER OG DRIFTSRESULTAT NOK 1000	2013	2014	2015
Driftsinntekter	2 603 712	2 599 799	3 210 548
Driftsresultat før unormale poster	256 001	158 064	201 894
Driftsmargin	9,8 %	6,1 %	6,3 %
Driftsresultat (EBIT)	400 223	315 782	273 714
Resultat før skatt	396 292	320 707	270 081
Resultatmargin	15,2 %	12,3 %	8,4 %
Resultat etter skatt	315 805	268 284	237 582
Resultat per aksje	7,0	5,9	5,3
Egenkapitalandel	42,4 %	39,0 %	41,3 %

Tabell 6: Nøkkeltall Norway Royal Salmon (Norway Royal Salmon, 2016) (Norway Royal Salmon, 2015).

2.5 Presentasjon av Lerøy

2.5.1 Historikk

Lerøy har utviklet seg fra å være en familieeid grossist/sjømateksportør til å bli et globalt helintegrert sjømatkonsern. Selskapet ble formelt etablert i 1939 av Hallvard Lerøy sr. og Elias Fjeldstad, men de kan spore sine aktiviteter så langt tilbake som til 1800 tallet, da fiskerbonden Ole Mikkell Lerøyen solgte levende fisk på fisketorget i Bergen. Ved etableringen drev selskapet mest med salg og eksport, men investerte etterhvert i anlegg for mottak av pelagisk og hvitfisk samt havbruk. Selskapet gjennomførte sin første finansielt rettede emisjon mot investorer i 1997, og gikk da bort fra å være et fullstendig familiedrevet selskap. Grunnen til dette var økt behov for kapital for å kunne hente ut potensiale som lå i vekstmulighetene innen havbruk, og å kunne møte økte kundekrav. Samtidig som emisjonen ble gjennomført ble selskapet omdannet til et allmennaksjeselskap (Lerøy Seafood Group , u.d.).

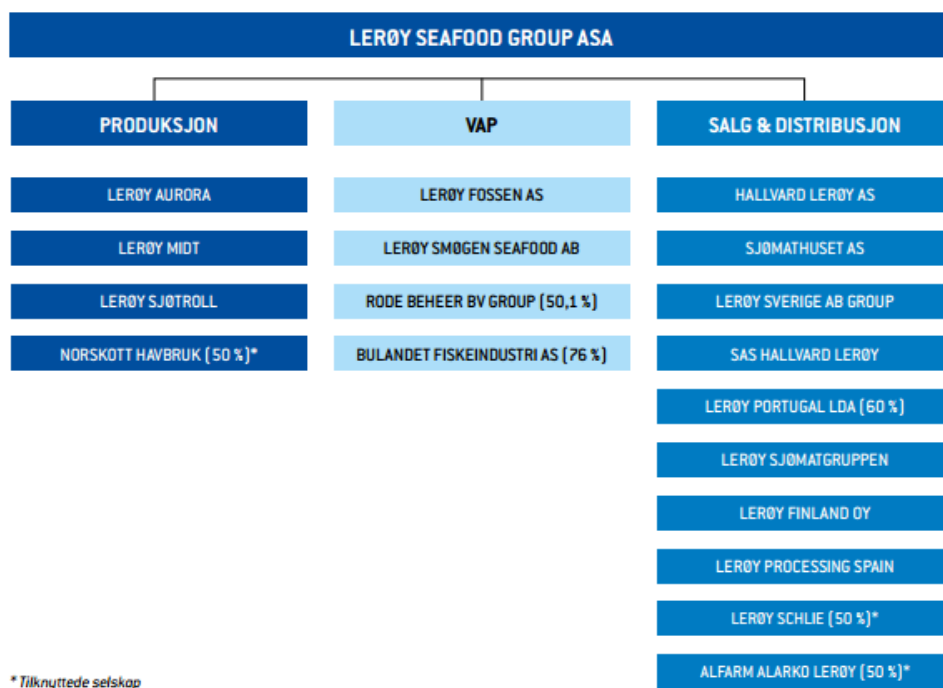
Lerøy har siden 1999 vært svært opptatt av å ekspandere, og har investert betydelig i ulike nasjonale og globale virksomheter. Selskapet har alltid hatt en strategi om å styrke egen kontroll over nedstrømsaktiviter, og denne strategien gjør at de i dag kan kalle seg et

helintegrert konsern. De har eierinteresser i hele verdikjeden fra rognkjeks til salg i sluttmarkedet (Lerøy Seafood Group, u.d.).

Lerøy ble børsnotert i juni 2002, og har i dag totalt 2517 ansatte, hvorav 1792 personer er sysselsatt i Norge. Virksomheten utøves gjennom en rekke datterselskaper både i Norge og internasjonalt. Konsernet har klart å utvikle seg fra å være en salgsbod på fisketorget i Bergen til å bli den nest største produsenten av atlantisk laks og ørret (Lerøy Seafood Group, 2016c).

2.5.2 Forretningsområder

Aktiviteten i Lerøy er organisert i tre hovedsegment: Havbruk (produksjon), VAP (Bearbeiding) og Salg & Distribusjon (Lerøy Seafood Group, 2016c). Videre følger en utdypning av de ulike segmentenes aktiviteter.



Figur 10: Grafisk fremstilling av Lerøy sine forretningsområder (Lerøy Seafood Group, 2016c).

Havbruk er hovedsegmentet i Lerøy, hvor produksjon av laks og ørret foregår. Konsernet produserte totalt i 2015 158 000 tonn fordelt på 146 konsesjoner. Produksjonen er delt på 3

regioner i Norge. Lerøy Aurora er basert i Nord-Norge, Lerøy Midt produserer laks i Midt-Norge mens Lerøy Vest og Sjøtroll produserer på Vestlandet. I tillegg har Lerøy 50 % eierandel i det tilknyttede selskapet Norskott Havbruk. Innen Havbruk-segmentet finner vi aktiviteter fra settefisk til slakting og en del bearbeiding av fisk (Lerøy Seafood Group, 2016c).

I 2016 forventer Lerøy å produsere 183 000 tonn totalt, hvorav 170 000 tonn i Norge. I tillegg mener de at det er muligheter for videre vekst innenfor de eksisterende konsesjonene de har i dag, til tross for at næringen anser vekstmulighetene innen produksjon i Norge som svært begrenset. (Lerøy Seafood Group, 2016c).

Hovedutfordringene for segmentet Havbruk, foruten om begrenset produksjonsvekst, er økende fôrkostander og luseproblematikk. Sistnevnte har vært den største utfordringen for næringen i 2015 og Lerøy har investert betydelige summer for å prøve å løse denne utfordringen. Lerøy satte i gang flere tiltak i 2015 utenom økt investering til FoU. Blant annet økte de satsningen på rensefisk, flere større brønnbåter og mer utstrakt bruk av mekanisk rensing (Lerøy Seafood Group, 2016c).

Segmentet **Bearbeiding (VAP)** driver hovedsakelig med høyforedling av laks og ørret, men har også en del bearbeiding av andre fiskearter. Lerøy har tre virksomheter innen dette segmentet: Lerøy Fossen, Lerøy Smøgen og Bulandet fiskeindustri. I tillegg har de 50 % eierandel i det nederlandske sjømatkonsernet Rode Beheer B.V. som driver med bearbeiding og salgsvirksomhet. Segmentet produserer en lang rekke produkter som strekker seg fra tradisjonelle produkter som porsjoner og røykelaks til nyere trender som sushi og ferdigprodukter. Segmentet produserer hovedsakelig for et globalt marked, og investerer i utvikling av nye produkter. Med begrensede vekstmuligheter i Havbrukssegmentet, spesielt i Norge, blir det viktigere å utnytte vekst i andre sektorer innen sjømatindustrien. Å utvikle nye produkter vil også stimulere videre vekst i etterspørsel etter laks og ørret (Lerøy Seafood Group, 2016c).

Salg- og distribusjonssegmentet til Lerøy driver med salg, markeds- og produktutvikling samt distribusjon og enkel foredling både av eget råstoff og råstoff fra samarbeidspartnere. Segmentet retter seg mot et globalt marked, og har virksomheter mange steder rundt om i verden, blant annet Norge, Japan, USA og Kina. Lerøy selger i dag sjømat til over 70 markeder spredt over hele verden, og nærhet til markedet er en viktig faktor for å oppnå

suksess mye grunnet store kvantum sjømat som selges fersk (80 %). Som allerede nevnt er utvikling av nye produkter en viktig del av Lerøys strategi, og det krever kjennskap til kunden og markedet. Den globale utstrekningen av salgs- og distribusjonssegmentet til konsernet legger til rette for å oppnå god kundekontakt og lettere fange opp nye trender i de forskjellige markedene. I tillegg fører det til økt risikospredning som følge av stor kundeportefølje (Lerøy Seafood Group, 2016c).

Det store satsningsområdet for segmentet i 2015 har vært på såkalte «fish-cuts» som er fabrikker lokalisert i sluttmarkedet som driver med enkel foredling på store volum. Konsernet etablerte flere slike fabrikker i 2014 og 2015, og har det siste året begynt å se positiv avkastning på disse investeringene (Lerøy Seafood Group, 2016c).

Lerøy deler inn produktene deres i lakseprodukter, hvitfisk, pelagisk fisk og skalldyr, hvor det er et vesentlig skille mellom havbruk (laksefisk) og villfanget fisk, hvor førstnevnte står for hoveddelen av aktivitetene. Salg- og distribusjonssegmentet håndterer all lakseproduksjon som Lerøy har, i tillegg distribuerer de et betydelig volum fra andre samarbeidspartnere. Villfanget fisk er så langt et mindre marked og kan ansees som mer nisjeprodukter i det store bildet. Det er likevel et område som Lerøy satser stort på grunnet vekstpotensial og for å utvide eget produktspekteret, slik at konsernet kan være tilbyder av flere ulike typer høykvalitetsprodukter innen sjømat. Spesielt gjelder dette satsing på hvitfisk, et område der Lerøy ser betydelig videreutviklingspotensiale. (Lerøy Seafood Group, 2016c).

Lerøy kjøpte i 2016 100 % av aksjene i Havfisk ASA og 100 % av aksjene i Norway Seafoods Group AS og sikret seg på den måten en solid posisjon innen det europeiske hvitfisk segmentet (Lerøy Seafood Group, 2016bb).

2.5.3 Lerøy i dag

Lerøy er verdens nest største produsent av atlantisk laks og ørret, og produserte i 2015 158 000 tonn laks og ørret. Konsernet omsatte for 13 451 millioner kroner i 2015 en økning på 7 % i forhold til 2014. Omsetningsnivået i 2015 var så langt tidenes beste omsetningstall for konsernet. Årsaken til de gode omsetningstallene skyldes gode laksepriser samt god utvikling i nedstrømsaktivitetene til selskapet (Lerøy Seafood Group, 2016c).

Til tross for lovende omsetningstall gikk driftsresultatet før justering for biomasse, ned i 2015 fra 1 789 millioner i 2014 til 1 380 i 2015. Økte kostnader i 2015 skyldes en svekket krone som igjen gav økte fôrkostnader og kostnader forbundet med lakselus. I tillegg har det vært politiske utfordringer som har hatt innvirkning på bunnlinjen. Russlands importforbud fikk store konsekvenser for Lerøy, og da spesielt ørretsalget. Lerøy er verdens største produsent av ørret, og Russland har tidligere importert 50 % av ørretproduksjonen. Konsekvensen av forbudet var reduksjon i ørretprisen, noe som gav seg utslag i lønnsomheten til selskapet dette året. Resultatet ble ytterligere forverret da andre omkringliggende land til Russland også innførte importforbud, men dette ble opphevet i august (Lerøy Seafood Group, 2016c).

Lerøys finansielle resultat fordelte slik på de forskjellige segmentene:

Havbruk hadde en omsetningsøkning på 4 % i 2015 i forhold til året før, fra 6 243 millioner i 2014 til 6 494 millioner i 2015. Samtidig ble driftsresultatet redusert fra 1 380 millioner i 2014 til 988 millioner kroner i 2015, en reduksjon på 28 % (Lerøy Seafood Group, 2016c).

Bearbeiding (VAP) hadde en økning i driftsresultatet på 12 % fra 95 millioner kroner i 2014 til 106 millioner kroner i 2015. Omsetningen økte fra 1,6 millioner til 1,9 millioner, som er en økning med 19 % i 2015 sammenlignet med året før. Samtidig ble driftsmarginen redusert med 0,4 % (Lerøy Seafood Group, 2016c).

Salg og distribusjon hadde en positiv vekst i 2015, med en økning i omsetning fra 12 til 12,6 milliarder og en økning i driftsresultat på 46 millioner fra 241 millioner i 2014 til 287 i 2015 (Lerøy Seafood Group, 2016c).

Omsetningene og resultatene fra de ulike segmentene er før eliminerings av internt salg mellom konsernenhetene. Samlet ekstern omsetning for konsernet er 13 451 millioner som knytter seg til salg av laks, ørret, bearbeidet laks, hvitfisk og skalldyr (Lerøy Seafood Group, 2016c).

2.5.4 Eierstruktur

Lerøy er børsnotert på Oslo Børs, og en del av Oslo Børs Seafood Index. Konsernet hadde per 31.12.2015 54 577 368 aksjer, som hver var pålydende 1 NOK. Totalt hadde selskapet

2809 aksjonærer. Tabell 7 viser de ti største aksjonærene i Lerøy per. 20.06.2016 (Lerøy Seafood Group , 2016a).

Navn	Eierandel
Austevoll Seafood AS	52,69 %
Folketrygdfondet	3,99 %
State Street Bank & Trust Co.	2,25 %
State Street Bank & Trust Co.	1,22 %
JP Morgan Chase Bank, NA	1,13 %
Pareto Aksje Norge	1,09 %
JP Morgan Bank Luxembourg S.A	0,89 %
Danske Invest Norske Instit. II.	0,87 %
Ferd AS	0,84 %
Skandinaviska Enskilda Banken AB	0,74 %

Tabell 7:Oversikt over de ti største aksjonærene i Lerøy, per 20.06.16 (Lerøy Seafood Group , 2016a).

2.5.5 Historisk kursutvikling

Lerøy har hatt en sterk positiv kursutvikling de siste 5 årene, slik figur 11 viser. Den 4. januar 2016 var kursen på 327 NOK, en økning på 20 % fra 273 NOK den 30.12.2014 (E24.no, 2016a). Prognosene for 2016 er gode grunnet et forventet fall i global produksjon samt at det forventes at den norske kronen skal fortsette å ha en svak posisjon mot dollar og euro. Disse faktorene tyder på at prisoppnåelsen for laks og ørret vil forbli god i 2016 (Lerøy Seafood Group, 2016c). Aksjekursen den 16.12.16 var på 467,9 (Oslo Børs, 2016b).



Figur 11:Historisk kursoppnåelse for Lerøy, 01.08.12-27.07.16 (E24.no, 2016a).

2.5.6 Økonomiske nøkkeltall

DRIFTSINNTEKTER OG DRIFTSRESULTAT NOK 1000	2013	2014	2015
Driftsinntekter	10 764 714	12 579 465	13 450 725
Driftsresultat før unormale poster	1 577 494	1 673 248	1 345 747
Driftsmargin	14,7 %	13,3 %	10,0 %
Driftsresultat (EBIT)	2 390 028	1 461 261	1 568 461
Resultat før skatt	2 480 376	1 433 410	1 501 109
Resultatmargin	23,0 %	11,4 %	11,2 %
Resultat etter skatt	1 886 395	1 104 471	1 232 882
Resultat per aksje	31,8	19,4	21,6
Egenkapitalandel	54,3 %	54,4 %	54,8 %

Tabell 8: Nøkkeltall Lerøy (Lerøy Seafood Group, 2016c), (Lerøy Seafood Group, 2015).

2.6 Hvordan skiller Lerøy seg ut i fra resten av bransjen

Oppdrettsbransjen karakteriseres av få aktører med liten grad av differensiering. De fleste er store selskap med god finansiell posisjon. Hovedproduksjonen til samtlige er laksefisk, og mesteparten eksporteres som hel fersk fisk. En økende trend er graden av vertikal integrering, og i dag er de fleste helintegreerte selskap med kontroll over verdikjeden fra rogn til sluttmarked. Norway Royal Salmon skiller seg noe fra resten av bransjen ved at de er et mindre selskap som har eksistert færre år og mindre grad av integrasjon.

Til tross for liten grad av differensiering innad i bransjen finnes der selvsagt elementer som skiller Lerøy fra de andre aktørene. Lerøy sin produksjon er nesten utelukkende lokalisert i Norge. De har en eierandel i Nordskott Havbruk, med produksjon i Skottland, som står for 7 % av totalproduksjonen til Lerøy. Altså produserer de over 90 % av totalvolumet i Norge (Lerøy Seafood Group, 2016c). Marine Harvest har til sammenligning 61 % av sin produksjon i Norge (Marine Harvest, 2016c).

Lerøy skiller seg også når det gjelder bruken av egen merkevare gjennom hele verdikjeden, og sin evne til å utvikle og oppdage ny markeder og muligheter. Innovasjonsevnen kan gi dem nyttige førtehandsfordeler i henhold til de andre aktørene. I tillegg skiller de seg fra de andre aktørene i bransjen når det gjelder satsning på hvitfisk. Lerøy er alene om å satse stort på dette produktmarkedet, selv om det per dags dato ikke er et lønnsomt marked.

3: Valg av verdsettelsesteknikk

Verdsettelse av et selskap går ut på å estimere verdien av egenkapitalen til selskapet og sammenligne dette estimatet med markedsverdien. Markedsverdien vil være salgsprisen mellom uavhengige parter i et marked, vanligvis aksjeprisen. Observeres det eventuelle avvik mellom estimat og markedsverdi vil det legge grunnlag for en handlingsstrategi (Knivsflå, 2016a). Der finnes tre hovedtyper av verdsettelsesteknikker; fundamental, komparativ og opsjonsbasert verdsettelsesteknikk. Hvilken teknikk som egner seg best avhenger av en rekke faktorer. Valget blir ofte en nytte- kostnadsavveining mellom enkle modeller som lett kan utelate viktig informasjon mot komplekse teknikker som kan utgjøre fallgruver dersom en er uforsiktig. Hvilket informasjonsgrunnlag analysen kan bygges på vil også legge føringer på hvilke teknikker som er mulige. Tilslutt vil bedriftsspesifikke faktorer legge føringer på hvilken teknikk som vil egne seg best. Eksempler på slike faktorer er bransjen, fase i livssyklus, videre drift eller avvikling. Til tross for at de presenteres som alternative metoder bør de ansees som supplerende metoder som kan benyttes for å finne frem til et riktig estimat av egenkapitalen (Knivsflå, 2016b).

Vi skal nå presentere de tre teknikkene kort før vi begrunner vårt valg av metode for det videre analytiske arbeidet i denne oppgaven. Tilslutt vil vi gi en grundig presentasjon av rammeverket til valgt teknikk.

3.1 Oversikt over de ulike verdsettelsesteknikkene

Der finnes hovedsakelig tre forskjellige verdsettelsesmetoder. Denne delen vil gi en kort presentasjon av disse teknikkene.

3.1.1 *Fundamental verdsettelsesteknikk*

Enkelt fortalt baserer denne metoden seg på å omdanne kunnskapen en innehar om selskapet til verdsettelsesestimat og handlingsstrategier. Fundamental verdsettelsesteknikk tar utgangspunkt i de underliggende grunnleggende forhold ved bedriften. Tilgjengelig fundamental informasjon analyseres ved hjelp av en strategi- og regnskapsanalyse. Deretter utarbeides det et fremtidsregnskap over en hensiktsmessig horisont. Ut i fra fremtidsprognosen kan en så lage et verdiesestimater for egenkapitalen til bedriften som igjen gir oss en handlingsstrategi (Penman, 2013a)

Fundamental verdivurdering har to hovedmetoder, hvor en enten tar utgangspunkt i egenkapital eller selskapskapital. **Egenkapitalmetoden** er en form for direkte verdsettelse av egenkapitalen, hvor en tar utgangspunkt i fremtidig tilflyt av verdier til egenkapital og diskonterer disse verdiene med egenkapitalkravet slik at en kommer frem til verdien på kapitalen i dag. Metoden har fire ulike modeller som ved korrekt bruk skal gi samme verdiestimat: Utbytte-, fri kontantstrøm-, superprofitt- og superprofittvekst-modellen (Knivsflå, 2016a).

Selskapskapitalmodellen er en mer indirekte metode å estimere verdien av egenkapitalen på. Denne metoden tar utgangspunkt i verdien til selskapet (Enterprise Value) og trekker fra verdien av gjeldsforpliktelsene. Selskapskapitalen kan enten være den sysselsatte kapitalen i bedriften eller netto driftskapital. Selskapskapitalmetoden skal alltid gi samme estimat på egenkapitalen som egenkapitalmetoden gitt at det benyttes verdivektete krav. Der finnes tre ulike modeller under selskapskapitalmetoden: fri kontantstrøm-, superprofitt- og superprofittvekst-modellen (Knivsflå, 2016b).

Fundamental verdsettelsesteknikk har som forutsetning at det foreligger god regnskapsdata som analysen kan baseres på. Av den grunn egner denne metoden seg best til virksomheter som er kommet i en moden eller avtagende fase da informasjonsgrunnlaget vanligvis er godt. Metoden er ikke like egnet i oppstartfaser da informasjonsgrunnlaget ofte blir for grunt. Siden metoden baserer seg på prosjektering av fremtidsregnskap vil den heller ikke være anbefalt å benytte hos konkurstruede selskaper.

3.1.2 Komparativ verdsettelsesteknikk

Komparativ verdsettelsesteknikk er en metode som ikke baseres på fremtidsprosjekteringer. Disse metodene baseres på sammenlignende prissetting i forhold til tilsvarende virksomhet eller eiendeler. Det finnes to modeller under denne metoden (Knivsflå, 2016c).

Multiplikatormodellen estimerer egenkapitalverdien til et gitt selskap ved å sammenligne multiplikatorer fra tilsvarende virksomheter. En multiplikator er et forholdstall mellom selskapsverdien og et gitt nøkkeltall. Vanlige eksempler er pris/bok eller pris/fortjeneste. Dette er en enkel og lite tidkrevende metode som baseres på et relativt tynt informasjonsgrunnlag. I tillegg kan det være vanskelig å finne virksomheter som er tilsvarende. De fleste virksomheter vil avvike i større eller mindre grad og dette skaper usikkerhet i multiplikatoren. Muligheten å velge mellom en rekke forskjellige

multiplikatorer åpner også for forskjellige resultat. De relativt åpne rammene rundt metoden muliggjør for subjektiv manipulering av resultatene i ønsket retning, og setter klare begrensninger for metodens bruksområder. Til tross for dette er metoden mye brukt i praksis, mye grunnet dens enkelthet (Penman, 2013b).

Substansverdimodellen finner egenkapitalverdien ved å summere substansverdien til selskapets eiendeler og trekke fra netto finansiell gjeld. Verdien til eiendelene finnes ved å se på salgsverdi til komparative eiendeler (Knivsflå, 2016c). Dette er en noe mer omfattende og mer kostnadskrevende metode enn multiplikatormodellen, men den har en rekke ulemper ved seg. For det første er det vanskelig å finne komparative eiendeler som har blitt solgt nylig. Markedsverdier kan være uriktige dersom det gitte markedet ikke er velfungerende. Til slutt bør det også nevnes at en rekke eiendeler kan være vanskelig å identifisere, og dermed bli utelukket fra verdsettelsen. Eksempler på slike eiendeler er ofte immaterielle eiendeler (Penman, 2013b).

Komparativ verdsettelsesteknikk krever lite informasjonsgrunnlag og kan derfor være en egnet metode ved verdsettelse av selskap i oppstartsfasen. I tillegg kan substansverdimodellen være hensiktsmessig ved verdsettelse av selskap som er truet av konkurs da de immaterielle verdiene ofte er tilnærmet null. Vanligvis vil ikke disse modellene være egnet som verdsettelsesmetode alene, men kunne være et greit supplement til en av de andre metodene. De største ulempene ved metoden er at den er svært avhengig av sammenlikningsgrunnlaget, hvor blant annet immaterielle eiendeler kan være ulikt verdsatt. I tillegg er det lett å påvirke estimatet i ønsket retning (Knivsflå, 2016c).

3.1.3 Opsjonsbasert verdsettelsesteknikk

Opsjonsbasert verdsettelsesteknikk er en separat verdsettelse av fleksibilitetsordninger i form av opsjoner (Knivsflå, 2016b). En opsjon er en form for forkjøpsrett der eieren kan velge å selge eller kjøpe en eiendel til en på forhånd avtalt pris (Tønnesen, 2014). Dette er en lavrisiko eiendel, men et stort potensiale for profitt. I en verdsettelsesprosess vil det dermed være interessant å kalkulere den virkelige verdien av en slik rettighet. Opsjonsbasert verdivurdering tar utgangspunkt i den statiske verdien og legger til verdipåvirkningen av fleksibiliteten. Fleksibilitetsverdien regnes ut ved hjelp av opsjonsprising (Knivsflå, 2016b).

Opsjonsbasert verdsettelsesteknikk brukes sjelden alene som verdsettelsesmetode, men nyttes ofte som et supplement til fundamental verdivurdering (Knivsflå, 2016b).

3.2 Valg av verdsettelsesteknikk

Når en skal velge verdsettelsesteknikk vil faktorer som ønsket grundighetsnivå på estimatet, tilgjengelig informasjonsgrunnlag og spesifikke bedriftsforhold som bransje og plassering i livssyklusen være avgjørende.

Lerøy har eksistert siden slutten av 1800-tallet og vært børsnotert siden 2002 (Lerøy Seafood Group, u.d.). Det foreligger dermed god regnskapsinformasjon som er en forutsetning for en fundamental verdsettelse. Selskapet selv er bekymret for vekstmulighetene hva angår produksjon i Norge, men prosjekterer for vekst i form av oppkjøp og etablering av nye markeder og produkter. Det er dermed rimelig å anta at selskapet sett under ett befinner seg i en vekst/moden fase. Ser vi på veksten generelt i bransjen er den fortsatt stigende. Oppdrettsbransjen ellers kjennetegnes av relativt like aktører, hvor hovedproduktet er lett omsettelig med gode prisestimer. Dette taler for en komparativ verdsettelsesteknikk, men med tanke på usikkerheten rundt denne metoden synes den ikke grundig nok til å kunne anvendes alene. Opsjonsbasert verdsettelse vil kunne supplere en fundamental verdsetting av Lerøy, men siden deres hovedaktivitet er salg av laksefisk i spotmarkedet anser vi effekten av denne fleksibiliteten som relativt liten.

Vi velger dermed å verdsette Lerøy ved å benytte oss av fundamental verdsettelsesteknikk som hovedteknikk, da vi mener det gir det mest troverdige estimatet og at kjennetegn både ved selskapet og bransjen taler for denne metoden. For å komplementere oppgaven vil vi tillegg gjøre en komparativ verdsettelse.

3.3 Presentasjon av rammeverket til fundamental verdsettelse

Målsetningen til denne oppgaven er å gjennomføre en fundamental verdsettelse med utgangspunkt i rammeverket presentert i Kjell H. Knivsflå sitt kurs BUS440 (Knivsflå, 2016b).

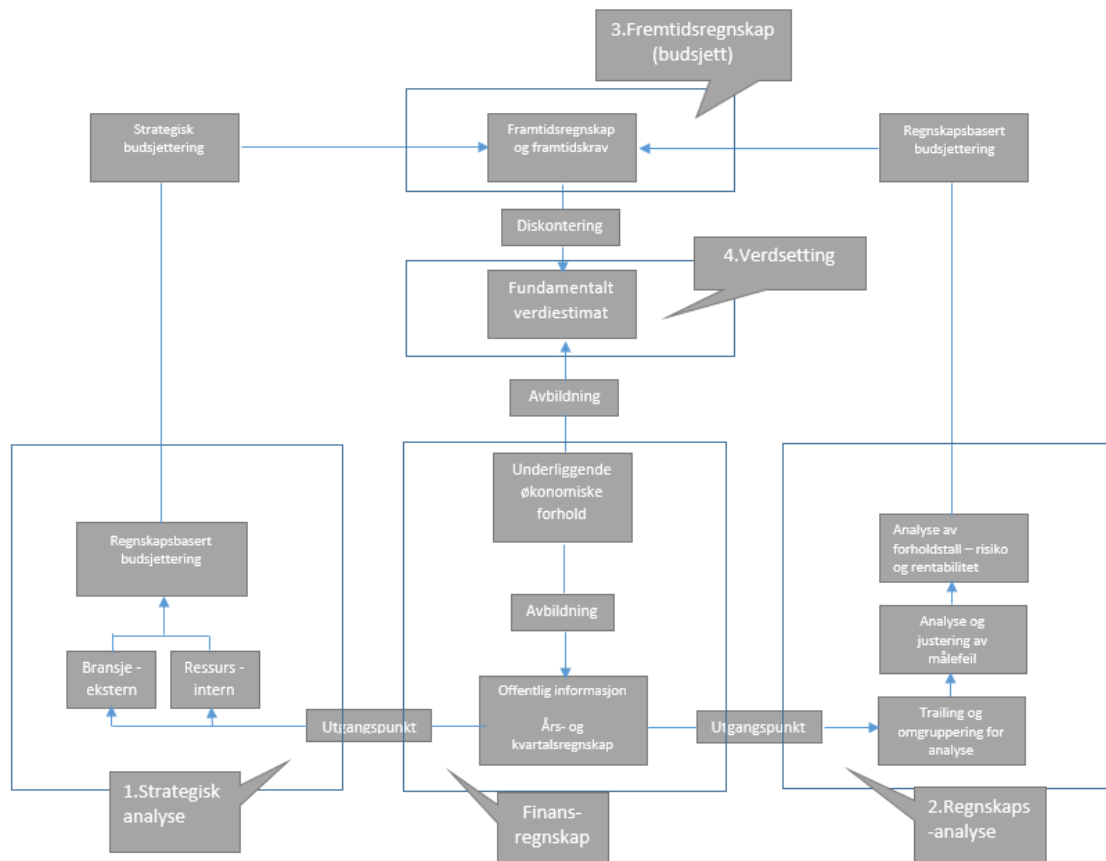
Rammeverket kan deles inn i fem avdelte faser. Første seksjon er en strategisk analyse av selskapet. Her skal det gjennomføres en ekstern og intern analyse, som oppsummeres i et SWOT-diagram. Ved hjelp av den strategiske analysen skal en kunne avdekke eventuelle

konkurransefortrinn for det enkelte selskapet og få innsikt i underliggende økonomiske forhold.

Neste fase er regnskapsanalyse basert på tilgjengelig finansregnskap. Regnskapsinformasjonen trailes om nødvendig, omgrupperes og justeres. Deretter gjøres en analyse av målefeil og ulike risikoer.

Ved hjelp av den strategiske og regnskapsmessige analysen kan vi nå utarbeide et fremtidsregnskap med tilhørende krav. Det er dette regnskapet vi tar utgangspunkt i for å estimere en fundamental verdi til egenkapitalen.

Tilslutt kan vi sammenligne verdiestimatet fra vår analyse med markedsverdien den 04.01.2016. Denne sammenligningen åpner for en handlingsstrategi.



Figur 12: Fundamental verdsettelse (Knivsflå, 2016b)

4: Strategisk analyse

Den strategiske analysen utgjør første del av verdsettelsesmodellen vi skal bruke i denne oppgaven. Innsikten vi får i denne delen vil gi oss en forståelse av de underliggende økonomiske forholdene til Lerøy. Vi vil bruke denne delen videre når vi skal utarbeide fremtidsregnskapet og tilhørende krav.

4.1 Rammeverk for strategisk analyse

Der er en rekke faktorer som er med på å bestemme lønnsomheten til en gitt bedrift, hvorav de viktigste forklaringene er spesifikke kjennetegn ved bedriften, konsernledelse og bransjespesifikke egenskaper (McGahan & Porter, 1997). I denne delen skal vi prøve å se på lønnsomhetspotensiale til Lerøy gjennom først å gjøre to analyser på selve bransjen de operer i, og deretter gjøre en intern analyse av ressursene Lerøy besitter. Til slutt vil vi oppsummere den strategiske analysen i et SWOT-diagram. Felles for alle analysene er en avgrenset bransjedefinisjon, og videre analyser i denne oppgaven tar utgangspunkt i bransjedefinisjonen spesifisert i del 2.1.4.

4.1.1 PESTEL

PESTEL-rammeverket er en analyse av makroomgivelsene til en bedrift eller bransje. Den tar utgangspunkt i en gitt situasjon eller tidspunkt og ser på flere forskjellige makroforhold som kan ha strategisk påvirkning på bransjen. Hensikten med analysen er å avdekke kritiske forhold ved makroomgivelsene som en bedrift operer i, for å se hva som kan påvirke bedriftens posisjon, vekst og kurs i fremtiden. Ved å gruppere disse forholdene i Politiske, Økonomiske, Sosiale, Teknologiske, Miljømessige og Juridiske forhold blir rammeverket mer oversiktlig (Roos, Von Krogh, & Roos, 2010).

4.1.2 Porters five forces

Porter lanserte i 1979 en teori kalt Porters five forces. Denne teorien bygger på forutsetningen at imperfekt konkurranse gir lønnsomhetsfortrinn. I et perfekt frikonkurransemarked vil det dermed ikke være lønnsomhetspotensiale og i noen tilfeller kan det være negativ lønnsomhet. Ved å se på de fem konkurransekraftene *rivalisering*,

etableringsbarrierer, kunders forhandlingsmakt, leverandørers forhandlingsmakt og substitutter mener Porter at vi kan avdekke økonomiske mekanismer som igjen kan forklare oss hvor attraktiv en bransje er (Porter, 1979).

Rivalisering omhandler den interne konkurransen mellom aktører innad i bransjen, hvor målet er å kapre markedsandeler. Dette har igjen konsekvenser for hvor stor andel av verdiskapningen som beholdes av aktørene og hvor stor andel som tilfaller kundene. Det er flere faktorer som er avgjørende for å si om rivaliseringen er høy. Dette påvirkes av konsentrasjon, antall konkurrenter, graden av differensiering, vekstraten i markedet, kapasitetsøkning, eventuell overkapasitet og utgangskostnader (Porter, 1979).

Etableringsbarrierer er forskjellige strukturelle og strategiske egenskaper ved en bransje som er til stede bevisst eller ubevisst som hindrer nykommere å etablere seg. Lønnsomhetspotensiale i en bransje blir redusert dersom det er tilkommer flere nye aktører grunnet økt rivalisering. En bransje vil altså kunne ha et lønnsomhetspotensiale dersom det er høye etableringshindre. Graden av etableringsbarrierene forklarer markedsstrukturen i bransjen, der et monopolistisk marked typisk har svært høye etableringsbarrierer mens det motsatte kan observeres i et frikonkurransemarked. En nykommer i bransjen vil kun velge å etablere seg dersom kostnaden forbundet ved å starte opp er lavere enn forventet profitt ved drift. Dermed er det kostnaden til de irreversible investeringene til nykommeren samt konkurransesituasjonen etter etablering som bestemmer høyden på etableringsbarrierene. De strukturelle barrierene er egenskaper ved en bransje som skaper en form for kostnadsasymmetri mellom nykommer og den etablerte aktøren. Disse egenskapene har ingen av aktørene direkte kontroll over. Strategiske etableringsbarrierer er bevisste handlinger utført av den etablerte aktøren for å gjøre bransjen mindre attraktiv for en potensiell nykommer. Slike handlinger kan utføres både før og etter en eventuell etablering, men vil alltid medføre kostnader (Porter, 1979).

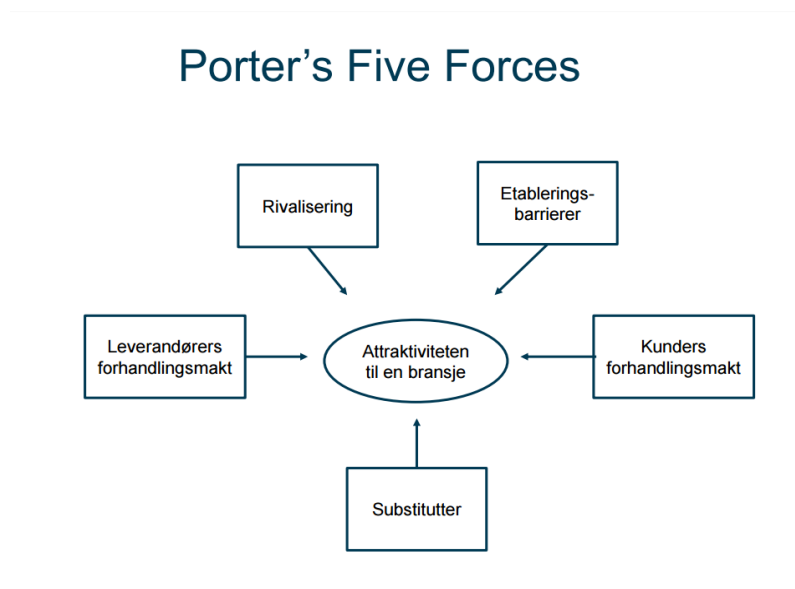
Forhandlingsmakt til leverandørene vil føre til dårligere lønnsomhet ved at større andeler av verdiskapningen tilfaller leverandørene. Dersom det er få leverandører eller produktet de leverer er spesialisert med få substitutter vil leverandørens makt kunne være markant (Porter, 1979).

Forhandlingsmakten til kunden vil også kunne ha reduserende effekt på lønnsomheten ved at en andel av verdiskapning tilfaller kunden i stedet for aktøren. Ved stor forhandlingsmakt fra

både leverandør og kunde vil det være ofte være stor trussel om vertikal integrering (Porter, 1979).

Substitutter tilsier produkter i en annen bransje som kundene kan tenkes å kjøpe i stedet for produktet i den aktuelle bransjen. Effekten av substitutter er lik som rivalisering i form av at de overfører verdiskapning til kunden i stedet for aktøren. Ved analyse av substitutter må en ta hensyn til bransjedefinisjonens ramme og substitutter tilgjengelig i dag og fremtidige alternativ. Hvor stor trussel en mulig substitutt utgjør avhenger av byttekostnadene forbundet ved å skifte produkt, graden av produktdifferensiering og prisforholdet mellom de to varene (Porter, 1979).

Alle disse fem faktorene forklarer elementer i en bransje og hvor stort lønnsomhetspotensiale det aktuelle markedet har. En slik dypere analyse vil dermed kunne avdekke mulige strategiske fordeler og ulemper og dermed ha implikasjoner for fremtidig verdsettelse.



Figur 13: Porters five forces (Knudsen, 2015).

4.1.3 SVIMA

SVIMA-rammeverket har som hensikt å analysere hvorvidt et selskaps ressursgrunnlag innebærer et potensiale til å skape et varig konkurransefortrinn i et gitt marked. En ressurs kan defineres som «.. beholdninger av innsatsfaktorer som påvirker bedrifters relative evne til å iverksette produktmarkedsstrategier». Det finnes en rekke forskjellige former for

ressurser, alt fra fysiske, finansielle, organisatoriske og relasjonsbaserte varianter (Baardsen, Knudsen, & Lien, 2015).

Utgangspunktet for analysen er de ressursene en bedrift selv eier eller besitter. Tanken er at disse ressursene danner grunnlaget for hvilke aktiviteter bedriften utfører og kvaliteten på disse aktivitetene. Dette påvirker de ulike strategivalg den enkelte bedrift gjør, som igjen gir utslag i resultatmålinger (Baardsen, et al., 2015).

Rammeverket skisserer en rekke kriterier som angir i hvilken grad den enkelte ressurs kan skape lønnsomhetsfortrinn, og hvorvidt det er vedvarende. For det første må ressursen være **sjelden**. Med det menes at konkurrentene ikke innehar ressursen i lik mengde eller kvalitet. Videre må ressursen være **viktig** for bedriften, altså at ressursen har en signifikant effekt på bedriftens kostnader og/eller kundenes betalingsvilje. For å beholde et varig konkurransefortrinn må det være vanskelig for andre konkurrenter å kopiere ressursen. Det vil si at ressursen må være **ikke-imiterbar**. Det fjerde kriteriet omhandler at ressursen må være **mobiliserbar**. Det innebærer at bedriften klarer å omgjøre ressursen til økonomisk verdi. Denne økonomiske verdien må tilslutt tilfalle bedriften selv og ikke eksterne aktører, altså må den være **appropriert**. Dersom en bedrift innehar en ressurs som oppfyller alle disse kriteriene foreligger det et potensiale for varig konkurransefortrinn (Baardsen, et al., 2015)

For å identifisere viktige ressurser hos en bedrift anbefales det å bruke tilbakespolingsmetoden. Her tar en utgangspunkt i de mest lønnsomme kundene til bedriften. Første trinn er å identifisere disse kundene. Deretter ser en på hvilke aktiviteter som trengs for å beholde kundene og tilslutt identifiserer en hvilke ressurser som er nødvendige for å utføre aktivitetene. Det er disse ressursene en bør analysere ved hjelp av SVIMA-rammeverket (Baardsen, et al., 2015).

Sjelden	Viktig	Ikke-imiterbar	Mobilisert	Appropriert	Utfall
Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Paritet
Ja	Nei	Ja	Ja	Ja	Trivielt Fortrinn
Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig Fortrinn
Ja	Ja	Ja	Nei	Ja	Potensielt Fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	Ikke-beholdt Fortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig Fortrinn

Tabell 9: Skjematisk fremstilling av en SVIMA-analyse (Baardsen, et al., 2015).

4.2 PESTEL-analyse av oppdrettsbransjen og Lerøy

4.2.1 Politiske forhold

Oppdrettsbransjen i Norge er direkte påvirket av det politiske styresettet i landet. Mest synlig er dette gjennom utdeling av konsesjoner. De nye bestemmelsene angående grønne og teknologiske konsesjoner er politiske tiltak bestemt av regjeringen for å styre oppdrettsnæringen i den retningen de ønsker. Politisk har det blitt lagt til rette for flere konsolideringer og bestemmelser angående hvor stor eierandel av lakseproduksjonen en har lov til å eie ble økt i 2014 til 40 % (E24.no, 2014). Konsesjonspolitikken er dermed direkte med å påvirke hvor mye hver enkel produsent får produsere, men også lokalisering og antall aktører i bransjen.

Et annet eksempel på politiske forhold som påvirker næringen er eksportavgiften som ilegges all eksport av sjømat fra Norge. Avgiften lå før på 0,75 % av all sjømat og inntjeningen brukes til å forvalte Norges sjømatråd. Dette rådet driver blant annet med markedsføring i utlandet av norske sjømatprodukter. Eksportavgiften har vært omstridt, spesielt blant de store konsernene. Dette skyldes at de, som tidligere nevnt, markedsfører og driver mer salg av egne produkter nå enn tidligere. Avgiften ble som følge av dette satt ned til 0,6 % på laks og ørret den 01.01.16, men ble opprettholdt på 0,75 på annen sjømat (Storholm, 2015).

Oppdrettsnæringen har også blitt direkte påvirket av diverse handelsblokader opp igjennom tidene. Den siste, og fremdeles pågående, er importforbudet på norsk laks og ørret til Russland. Dette importforbudet oppstod som følge av sanksjoner fra blant andre Norge grunnet situasjonen i Ukraina. Der finnes en rekke flere eksempler på handelsblokader som har påvirket oppdrettsbransjen, deriblant handelsblokader fra Kina senest i mars 2015 (Lysvold, 2015).

Politiske forhold har altså direkte påvirkning på oppdrettsbransjens lønnsomhet. Konesjonsutdelingene bestemmes politisk og bestemmer direkte mengden fisk hvert enkelt selskap kan produsere, og antall konkurrenter. Andre politiske beslutninger som skattenivå og sanksjoner vil henholdsvis direkte og indirekte påvirke lønnsomheten til næringen.

4.2.2 Økonomiske forhold

Vi anser oppdrettsbransjen for å være noe konjunkturutsatt, som igjen kan påvirke lønnsomheten. Likevel har de siste 15 årene vist at det er andre økonomiske faktorer som påvirker bransjen mer direkte. Laksens produksjonstid vil også påvirke lakseprisen som kan gi inntrykk av mer konjunkturfølsomhet enn hva som er reelt. Dette temaet blir også omtalt i del 2.2.1.

Den svake kronekursen i 2015 styrket oppdrettsnæringens kostnadsmessige konkurranseevne. Dette gav seg utslag i høyere laksepriser for norske oppdrettere samt økt etterspørsel etter eksport av sjømat. Prognosen for kronekursen fremover er at den vil styrke seg, men fremdeles være forholdsvis lavere enn starten på 2013 da kronen var rekordsterk (SSB, 2016e). Altså vil det være muligheter for konkurransefordeler i forbindelse med en eventuell lav kronekurs i årene fremover for oppdrettsbransjen.

Norsk oppdrettsbransje er svært kapitalintensiv, og en andel av finansieringen skjer via rentebærende lån. Disse lånene har flytende rente, noe som innebærer at rentenivået dermed påvirker lånebelastningen til selskapene. De fleste har diverse rentederivater for å redusere denne finansielle risikoen, i tillegg til at mange har en relativt sterk finansiell beredskap i form av høy egenkapitalandel. Likevel vil endringen i rentenivå påvirke lønnsomheten til bransjen. Rentenivået i dag er på rekordlavt nivå. Forventet styringsrente i 2019 er 0,75, noe som betyr at man kan forvente en økning i rentenivå på sikt (Norges Bank, 2016).

Nedgangskonjunktoren i Norge har resultert i økt arbeidsledighet (SSB, 2016e). Dette har ført til større pågang av søkere til stillinger til oppdrettsnæringen, og en rimelig slutning er at kompetansenivået hos søkere til bransjen har økt som følge av økt pågang. I tillegg vil nedgangskonjunktur føre til økte søknadstall til studier innen industri og oppdrett.

Vi ser at den økonomiske situasjonen til Norge per dags dato har positive føringer for oppdrettsbransjen. Den svake kronen har gitt bransjen en konkurransefordel internasjonalt, samt at lave renter har redusert finanskostnadene til selskapene. Trolig vil dette endre seg fremover, da prognosene tilsier at valutakursen til den norske kronen og rentenivået igjen vil stige. Men for de neste årene vil de økonomiske forholdene ha en del positive effekter for bransjen.

4.2.3 Sosiale forhold

De viktigste sosiale forholdene som kan påvirke oppdrettsbransjen fremover vil være befolkningsvekst og økende etterspørsel etter sunne matalternativer.

FN estimerer at verdens befolkning vil runde 9,7 milliarder mennesker i 2050. Det er en økning på 2 milliarder fra i dag (FN-Sambandet, 2016). En slik befolkningsvekst vil dermed også påvirke matproduksjonen i verden. Det er estimert at proteinetterspørselen i 2050 vil dobles i henhold til dagens nivå. For å klare å møte dette behovet mener flere eksperter at protein fra sjømat vil bli viktigere og viktigere, siden over 70 % av jorden består av vann mens omtrent 2 % av proteinproduksjon kommer fra havet. Ifølge FAO (Food and Agriculture Organization of the United Nations) vil konsum per innbygger øke i alle kontinenter i perioden 2015-2024. Den høyeste veksten forventes å komme i Asia. Generelt vil veksten være høyere i utviklingsland, men forbruk pr innbygger er forventet å være høyere i utviklede land (Marine Harvest, 2016b). Befolkningsveksten og etterspørselsprognosene for sjømat generelt tilsier gode vekstmuligheter for oppdrettsbransjen.

Norske helsemyndigheter anbefaler at vi spiser fisk til middag to til tre ganger i uken. Disse retningslinjene er nokså lik i flere vestlige land, og det er en økende trend etter sunne proteinalternativer spesielt i utviklede land. Laks er en god kilde på Omega 3 og blir stadig oftere løftet frem som et sunt middagsalternativ. Det er dermed forventet økende etterspørsel etter oppdrettslaks på bakgrunn av kostholdsveiledning/trender (Helsedirektoratet, 2016).

Oppsummert ser vi at de sosiale makroforholdene er positive for oppdrettsbransjen. Økende behov og etterspørsel etter sjømat vil føre til økende etterspørsel. Dette vil igjen drive prisen opp og øke lønnsomheten til bransjen.

4.2.4 Teknologiske forhold

To av de største utfordringene for oppdrettsbransjen i dag er begrenset areal for produksjon og lakselus. De strenge konsesjonsreglene i Norge gjør at bransjen blir tvunget til å tenke nytt for å kunne øke produksjonen av laks og ørret, mens lakselus medførte redusert resultat for alle aktørene i bransjen i 2015 og utgjorde dermed en stor kostnadspost (Marine Harvest, 2016b). For sikre videre vekst og superprofitt er det altså nødvendig å finne løsninger på disse problemene. Slike løsninger vil kreve økt satsing på innovasjon og teknologiske fremskritt. Teknologiske innovasjoner som havmerder og landanlegg er eksempler på slike fremskritt som ifølge bransjen skal muliggjøre videre produksjonsvekst.

Myndighetene innførte i 2015 såkalte utviklingskonsesjoner for å bidra til at prosjekter som innebærer betydelig innovasjon og investeringer blir realisert. Hensikten er at disse prosjektene skal gagne hele bransjen og at kunnskap fra disse prosjektene skal være tilgjengelig for samtlige aktører. Dette viser at både myndigheter og oppdrettsselskapene samarbeider om å finne nye teknologiske løsninger som skal fremme vekst i bransjen. De fleste oppdrettsselskapene har søkt på utviklingskonsesjoner, og eksempel på utviklingskonsesjoner som er allerede godkjent er Havmerden til SalMar. Ellers er søknad om konsesjon til blant annet Egget til Marine Harvest og Pipefarmen til Lerøy til vurdering hos Fiskeridirektoratet (Fiskeridirektoratet, 2016c).

Samtidig er det blitt et økt fokus på bærekraftig produksjon, hvor bransjen er avhengig av teknologiske nyinnovasjoner for å møte kravet fra myndigheter og konsumenter om miljø og fiskevelferd (Nærings- og fiskeridepartementet, 2015a). Dette drøftes videre i 4.2.5.

Bransjen står altså ovenfor store forventninger og krav om innovasjon for å kunne fortsette den formidable veksten de har hatt så langt. Dette krever store investeringer og villighet til å anvende risikokapital. Her stiller aktørene i vårt bransjeutvalg sterkt siden de alle er relativt store aktører.

Oppsummert ser vi at teknologiske innovasjoner vil være en viktig forutsetning for at oppdrettsbransjen skal kunne løse flere av de problemene som truer lønnsomheten. Dette medfører at bransjen må være villig til å samarbeide og bruke kapital på FoU.

4.2.5 Miljømessige forhold

Riksrevisjonen gjorde en undersøkelse av havbruksforvaltningen i 2012 hvor de konkluderte med at utviklingen i næringen ikke har vært bærekraftig. Hovedsakelig skyldes det problematikk med lakselus, rømming, sykdom, utslipp og mangler ved tilsynsorganenes reguleringer (Riksrevisjonen, 2012). Politisk har det dermed vært viktig å fremme en bærekraftig utvikling, og i stortingsmelding 16 ble det slått fast at den viktigste forutsetningen for å regulere videre vekst i bransjen er at næringen må bli miljømessig bærekraftig (Nærings- og fiskeridepartementet, 2015a).

Lakselus er en stor utfordring for oppdrettsnæringen, og kostet bransjen 500 millioner i 2015. Det blir i dag ansett for å være en hovedutfordring for bransjen, og betydelige midler blir brukt på FoU for å prøve å finne en løsning (Havbruksinstituttet, 2016).

En annen utfordring for oppdrettsbransjen er rømming av oppdrettslaks. Det foreligger en klar nullvisjon om rømming, men så langt har ikke bransjen klart å oppnå dette. En ønsker å unngå at oppdrettsfisk rømmer for å hindre at rømt laks gyter med vill laks, og dermed påvirker villaksens gener. Næringen hadde et toppår hva angår rømming i 2006, men har siden det klart å snu trenden. I 2015 rømte det 160 000 laks. Dette var en nedgang på 87 % siden 2006. Rømming forårsaker ikke store kostnader for bransjen i samme skala som luseproblematikken siden antallet rømte fisk ikke utgjør stor andel av produksjonsvolumet. Likevel ansees rømming som et reelt problem med tanke på miljøhensyn og en rekke innovasjonsprosjekter omhandler å få ned rømningstallene (Laksefakta, 2016).

Oppsummert ser vi at oppdrettsbransjen har store utfordringer når det gjelder de miljømessige forholdene. Dette er et av satsningsområdene til bransjen, og blant annet innen rømming ser vi at trenden går i riktig retning. Samtidig har kostnader til luseforebygging og bekjempelse økt. Dette tilsier at miljøutfordringene fremover vil være betydelige for denne næringen.

4.2.6 Juridiske forhold

De juridiske forholdene som påvirker oppdrettsbransjen må sees i tett sammenheng med de politiske rammene. Det foreligger en rekke juridiske forhold som har innvirkning på bransjen, men det mest utfordrende er konsesjonstildelingspolitikken og begrensning av arealbruk til havbruk langs den norske kysten.

I dag er kun 0,5 % av kystarealene innenfor grunnlinjen i bruk til norsk havbruk, og vi har sett en utvikling der antall lokaliteter er halvert mens produksjonen har steget betraktelig. Veksten vi har sett i oppdrettsnæringen skyldes derfor i stor grad effektivisering av produksjon og bearbeidingsprosesser. Næringen er samstemt om at dersom veksten skal fortsette bør arealtilgangen i Norge bedres (Lerøy Seafood Group, 2016c).

Der foreligger juridiske forhold som direkte påvirker oppdrettsnæringen og dens lønnsomhet. Disse forholdene har sterk komplementaritet med de politiske, og må derfor sees i sammenheng. De forholdene som foreligger i dag setter store begrensninger og føringer ved oppdrettsdrift, og deler av dagens reglement sees på som utfordrende for videre vekst innen bransjen i Norge.

4.2.7 Oppsummering PESTEL-analyse av oppdrettsbransjen

PESTEL-analysen har sett på hvilke makroforhold som har innvirkning på oppdrettsbransjen i Norge. Analysen viser at dagens økonomiske forhold har gitt bransjen midlertidige fordeler i form av økt konkurranseevne, mens de sosiale forholdene i form av økt befolkningsvekst og stigende trend om å ha et sunt kosthold legger til rette for økt etterspørsel etter sjømat fremover i tid. Bransjen har også en del utfordringer som følge av dens makroforhold. Hovedsakelig gjelder dette miljømessige forhold og spesielt luseproblematikken, som koster oppdrettsbransjen millionær av kroner i året, og politiske/juridiske forhold som legger begrensninger på arealbruk og biomasse som er lovlig å produsere innenfor gitte rammer. I tillegg vil det være nødvendig å fokusere på teknologiske utfordringer for å finne løsninger på mange av utfordringene bransjen står ovenfor. Tilslutt bør det nevnes at det er forventet at Norge snart nærmer seg en oppgangskonjunktur med sterkere krone og noe høyere rente. Dette vil dempe konkurranseevnen til bransjen.

4.3 Bransjeanalyse av oppdrettsnæringen i Norge ved hjelp av Porters five forces

Denne bransjeanalysen vil ta utgangspunkt i Porters rammeverk. De fem ulike kreftene blir diskutert hver for seg før en samlet vurdering av hvordan de påvirker oppdrettsbransjen kommer avslutningsvis.

4.3.1 Rivalisering

Den norske oppdrettsnæringen domineres i dag av store konsern og oppkjøp av mindre selskaper. Det har lenge vært et kjennetegn ved bransjen at den blir mer og mer konsolidert, og dette er en trend bransjen selv antar vil fortsette fremover. I Norge er det i dag 98 aktører som produserer atlantisk laks, og av disse står de 10 største for 70 % av totalproduksjonen. Lignende trekk observeres også i andre oppdrettsnasjoner som Chile, men der var utgangspunktet en mindre fragmentert bransje (Marine Harvest, 2016b). Norge står historisk i særstilling grunnet det faktum at myndighetene tidligere ønsket en mer desentralisert struktur og lokalt eierskap. Dette har en gått mer og mer bort fra, men fremdeles eksisterer det reglement som begrenser hvor mye en bedrift kan eie av det totale norske laksevolumet. I 2014 ble denne grensen satt til 40 %. Marine Harvest, som er den største norske aktøren, hadde i 2014 en markedsandel på rundt 23 % (E24.no, 2014). Når bransjen gradvis består av færre og større aktører vil dette ha en reduserende effekt på rivaliseringen i form av færre konkurrenter. Samtidig må det tas hensyn til at de konkurrentene som faktisk er tilstede i markedet hver for seg har mer makt og dermed blir sterkere som konkurrent på bakgrunn av dette. Et strengt konsesjonssystem vil også ha samme effekt ved å redusere antall konkurrenter i bransjen.

Laks selges hovedsakelig som en *commodity*, hvor produsentene selv og deres merkevare har liten til ingen påvirkning på pris. Det innebærer at det generelt er lav differensiering innad i bransjen. Likevel selges omtrent 15 % som bearbeidet produkt, og andelen åpner for differensieringsmuligheter (Nærings- og fiskeridepartementet, 2013). Blant annet har Lerøy valgt å bruke sitt merkevarenavn hele veien til sluttmarkedet, mens andre aktører har valgt å starte nye merker. Generelt vil en konkludere med at rivaliseringen i oppdrettsbransjen med bakgrunn på differensierte produkter er lav siden størstedelen av kvantumet av produsert laks selges som *commodity*.

Oppdrettsbransjen har sett en historisk tilbudsvekst siden 1995. Årlig vekst har vært på 9 %, men har sunket de siste årene. Kontali Analyse forventer 3 % årlig vekst fra 2015-2020. Bakgrunnen for denne reduserte veksten er at bransjen nærmer seg en biologisk grense på hvor mye en klarer å produsere gitt en bærekraftig produksjon (Marine Harvest, 2016b). For å fremme fortsatt vekst er dermed bransjen avhengig av teknologiske fremskritt i tillegg til forbedret regulering og samarbeid mellom aktører. Den historiske veksten legger til grunn en lav rivalisering da det tidligere ikke har vært behov for å kapre hverandres markedsandeler i like stor grad. Fremdeles er bransjen i vekst, men det ser altså ut som den holder på å slakke ut. Dette kan tyde på at bransjen nærmer seg et modningspunkt. Ved lavere vekstprognoser vil rivaliseringen igjen ta seg opp på et mer moderat nivå.

Høye utgangsbarrierer kan også påvirke rivaliseringen negativt. De fleste aktørene i oppdrettsbransjen har lite til ingen ledig kapasitet i sine produksjonsanlegg (Winther, et al., 2011). Produksjonen i Norge, så vel som i utlandet, blir bestemt ut i fra lisenser og konsesjoner og den sterke konkurransen om å tilegne seg flere vitner om et ønske om kapasitetsøkning. Siden aktørene må konkurrere om konsesjoner vil disse være lettomsettelige innad i bransjen. Samtidig må eiendelene i oppdrettsbransjen ansees som spesialiserte. Dette medfører at det vil være en utgangsbarriere forbundet ved eiendelene, selv om de er likvide. Likevel ansees barrieren for å være liten med tanke på den horisontale integreringstrenden som karakteriserer bransjen. Konklusjonen er dermed at det er svært lave utgangsbarrierer og at rivaliseringen er beskjedent av den grunn.

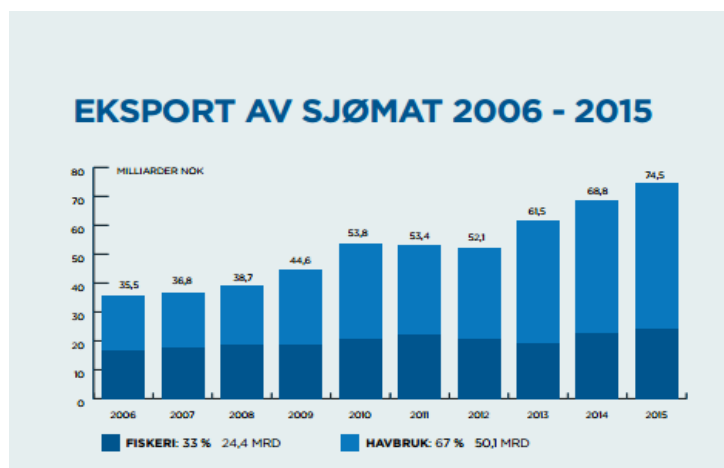
Oppsummert sees det at rivaliseringen i oppdrettsbransjen er moderat, noe som hovedsakelig skyldes at bransjen domineres av store konsentrerte aktører og at prognosene tilsier redusert vekst i markedet fremover.

4.3.2 Substitutter

Enkle økonomiske modeller tar utgangspunkt i pris når etterspørsel og preferanser skal vurderes. Forbrukerne derimot er mer komplekse og velger produkt ut i fra en rekke faktorer, deriblant pris. De siste årene har det vært en forsterkende trend der fokuset er rettet mot mattrygghet, ernæring og kosthold, helse og velferd. At produksjonen er bærekraftig og setter minst mulig spor i miljøet er også blitt stadig viktigere. I tillegg stiller forbrukerne strengere krav til kvalitet, tilgjengelighet og større mangfold av produkter (Norges forskningsråd, 2008). Her omtales forbrukerne som en felles betegnelse men det er viktig å

påpeke at det er store forskjeller ut ifra hver enkeltes økonomiske og sosiologiske status. Forbrukere med svakere økonomi vil være mer prissensitive enn de som stiller sterkere økonomisk. Ut ifra prognoser vil middelklassen øke mest i fremtiden, spesielt i Asia (Bjørnstad, 2010). Resten av denne analysen vil derfor ta utgangspunkt i middelklassen som hoveddefinisjon på forbrukere av proteinsubstitutter.

Oppdrettsnæringen produserer i all hovedsak atlantisk laks og ørret og i tillegg mindre andeler av såkalte nisjeprodukter innen sjømat. Vår bransjedefinisjonen innebærer derfor sjømat fra havbruk, men ikke fiskeri. Dette medfører at villfisk fra fiskeri er det nærmeste substituttproduktet for oppdrettsfisk. Fiskeri stod i 2015 for 33 % av eksportvolumet til Norge av sjømat. Volumet av sjømat fra fiskeri har ligget noenlunde stabilt de siste ti årene. Dette skyldes biologiske begrensninger på hvor mye en kan hente opp fra havet. Sjømatbransjen totalt sett har opplevd sterk vekst, og denne økte etterspørselen har hovedsakelig blitt forsynet fra oppdrettsfisk (Norges sjømatråd, 2016b). Begrenset vekstmuligheter innen fiskeri presser dermed prisen opp på villfanget fisk. Trusselen fra fiskeri blir dermed ansett for å være moderat mot liten, grunnet svært begrenset vekstmuligheter og høy relativ pris.



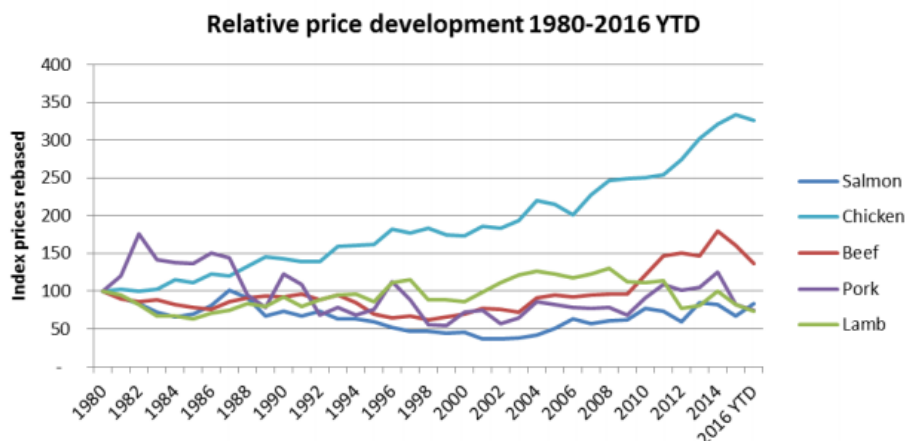
Figur 14: Eksport av sjømat 2006-2015 (Norges sjømatråd, 2016b).

Oppdrettsnæringen konkurrerer også mot andre proteinsubstitutter, deriblant storfe, sau, svin og kylling. Med en økende middelklasse kommer også en økt etterspørsel etter proteinrike varer. Så lenge villfisk har en biologisk begrensning angående produksjonsvolum og høy relativ pris betyr det at forbruket av andre proteinrike varer vil øke. Altså forventes det en

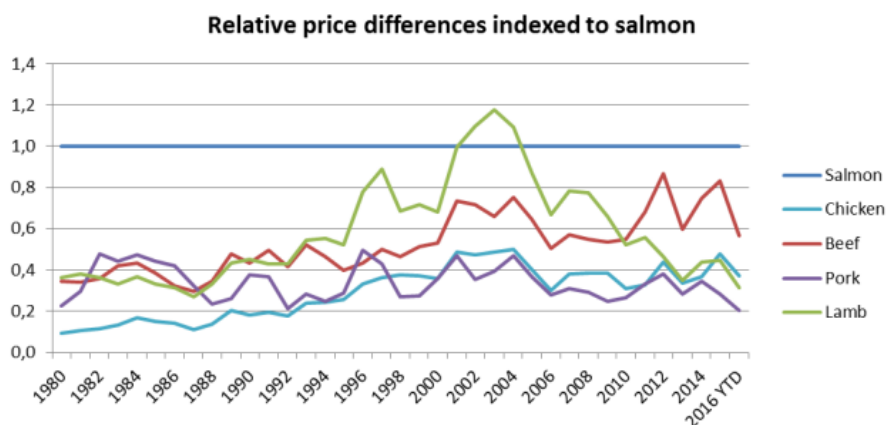
økende etterspørsel etter enten kjøtt eller oppdrettslaks i fremtiden. I tillegg er laks et av de første fiskeproduktene som kan konkurrere mot kjøtt på de fleste konkurransearenaene. Det finnes i dag laksepålegg, sushi som lunsj og laks ansees som både et hverdags og luksusprodukt (Guttormsen, 2015). Norske myndigheter anbefaler at en skal spise mer fisk i hverdagen og redusere forbruket av rødt og bearbeidet kjøtt. Dermed klassifiseres både laks og kylling som sunne matprodukter anbefalt for å ha et balansert kosthold. (Helsedirektoratet, 2016). Kylling er også et substitutt med stor produktdifferensiering.

Miljøhensyn er blitt et stadig viktigere moment når forbrukere skal velge proteinkilder. Havbruk legger beslag på areal som i liten grad utnyttes til andre ting og i tillegg har oppdrettsnæringen en mer reversibel påvirkning på lokalmiljøet. Sammenlignet med kjøttproduksjon og landbruk bruker dermed bransjen mindre areal og har mindre påvirkning på sine omgivelser (Guttormsen, 2015). Samtidig vil de fleste anse lakseoppdrett som en effektiv form for matproduksjon, der den norske produksjonen er den mest effektive. Dette skyldes blant annet at laks er en effektiv konverter av fôr. 27 % av energien i fôret til laksen finnes igjen i den spiselige delen i fisken, mot 10 % for kylling og 14 % for svin. I tillegg forbrukes det meste av fisken. Det som ikke brukes til matproduksjon brukes vanligvis til fiskefôr eller oljeutvinning. Tilsvarende tall finnes også for proteininnholdet i laks kontra kylling og svin. Lakseoppdrett kan også betraktes som et miljøvennlig alternativ som følge av lite antibiotikabruk sammenlignet med de fleste andre kjøttkilder. Norskprodusert laks bruker mindre enn 0,001 gram antibiotika per kilo, mens norsk storfe bruker 0,01 gram antibiotika per kilo kjøtt (Guttormsen, 2015).

Til tross for noe uenighet vil de fleste hevde at atlantisk laks er et sunt, allsidig og miljøvennlig produkt i forhold til de reelle alternative proteinsubstituttene. Det er populært blant detaljister da det produseres i et kontrollert miljø og muliggjør en nokså stabil forsyning gjennom hele året. Prisnivået er derimot relativt høyt sammenlignet med en del av de andre konkurrentene. Ser vi på prisutviklingen til de forskjellige proteinkildene har de fleste hatt en synkende priskurve. Den relative prisen på laks har hatt noen små svingninger, og vi kan observere en svakt stigende trend de siste år. Kylling derimot har hatt en relativ prisutvikling som har vært sterkt stigende (Marine Harvest, 2016b).



Figur 15: Relativ prisutvikling fra 1980-2016 (Marine Harvest, 2016b).



Figur 16: Relative prisnivåer for forskjellige proteinkilder sammenlignet med laks (Marine Harvest, 2016b).

Oppsummert vil trusselen fra andre proteinkilder kan dermed ses på som moderat. Den er lav med tanke på den økende etterspørselen hos forbrukerne etter sunne miljøbevisste matkilder, hvor laks utkonkurrerer de andre substituttene med tanke på helsefordeler, effektivitet og påvirkning på miljøet. Derimot vil trusselen være moderat mot høy med tanke på at prisen er høyere relativt sett i forhold til andre alternativer. Spesielt i de siste tider har lakseprisene steget voldsomt, mens de fleste andre kjøttsubstituttene har hatt en reduksjon hvis vi ser på prisene relative til laks (Marine Harvest, 2016b). Til tross for at middelklassen er mindre prissensitive enn andre forbrukere vil pris fremdeles være et avgjørende element. Kylling vil være den sterkeste substituttkonkurrenten for oppdrettslaks. Produktet har også en bred

produkt differensiering, klassifiseres som sunt og har en billigere pris relativt til laks. Fortrinnet for oppdrettslaks ligger i en enda bedre sunnhet- og miljøprofil enn det kyllingbransjen har per dags dato.

4.3.3 Etableringsbarrierer

Oppdrettsbransjen karakteriseres av en rekke faktorer som fungerer som etableringsbarrierer for en potensiell nykommer.

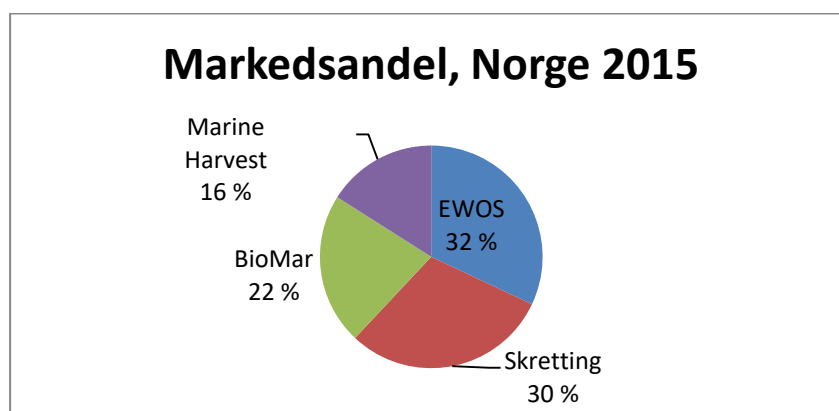
Atlantisk laks kan grunnet biologiske begrensninger, sjøtemperatur og andre naturbegrensninger kun produseres et fåtalls steder i verden. I dag produseres det laks i Norge, Chile, Storbritannia, Færøyene, Irland, Nord-Amerika og New Zealand. Dermed fungerer geografiske forhold som en strukturell barriere for bransjen. I tillegg operer alle land hvor produksjon av atlantisk laks foregår med en form for lisens som bestemmer mengden som er lovlig å produsere. Dette er også en form for strukturell etableringsbarriere. I Norge trengs det konsesjon for å produsere både produksjon av laks og smolt. Førstnevnte deles bare ut enkelte år, men har evigvarende levetid. Disse er svært ettertraktet, og kan selges for høye priser. I 2015 var det 974 konsesjoner i Norge. Smolt-konsesjoner er mindre strenge og kan søkes om kontinuerlig (Marine Harvest, 2016b).

Når det gjelder strategiske etableringshindre i oppdrettsbransjen er disse mindre uttalt. Siden størstedelen av laksen som selges, selges som en *commodity* vil det ikke være muligheter for priskrig. I tillegg produserer de fleste etablerte aktørene til tilnærmet maksimal kapasitet (Winther, et al., 2011). De store aktørene har gradvis forsøkt å etablere nisjeprodukter og fokusert på differensiering hva angår de bearbeidede produktene, men foreløpig utgjør dette liten del av totalomsetningen (15-20 % (Bendiksen, 2013)) og utgjør dermed ikke en stor trussel for nykommere. Bransjen kjennetegnes også av høyt fokus på teknologisk innovasjon. Bransjen står foran store utfordringer blant annet hva gjelder lakselus, og det investeres store summer for å finne en løsning. Her samarbeider de forskjellige aktørene for å forsøke å finne løsninger, i stedet for å holde sine egne fortrinn hemmelige. Dette skyldes at lakselus-problematikken fører til store tap for bransjen totalt sett, så en eventuell løsning ses på som hastesak (Lerøy Seafood Group, 2016c). Det klareste tegnet på strategisk etableringshinder vil være den store graden av integrering som observeres i bransjen. De fleste aktørene kontrollerer store deler av verdikjeden fra rogn til salg og markedsføring (Kvaløy & Tveterås, 2006).

Analysen viser at det eksisterer en del strukturelle etableringshindre i oppdrettsbransjen. De største hindringene for en nykommer vil være geografiske forhold og nødvendigheten av konsesjon. Oppdrettsbransjen kjennetegnes ikke av hissige strategiske hindre, men dette kan være fordi de strukturelle er såpass effektive i seg selv. Trusselen for nykommere rangeres som lav grunnet høye strukturelle etableringshindre som selv svære aktører kan ha problemer med å overvinne. Lav trussel for nykommere legger til rette for lønnsomhetspotensial i en bransje. Dette kan være noe av forklaringen til den økende trenden med horisontal integrering innad i næringen. Høye strukturelle etableringshindre legger begrensninger for mulighet til å erobre markedsandeler. Dette vil dermed kunne øke ønsket om å kjøpe opp allerede etablerte aktører for på den måten få økt markedsadgang.

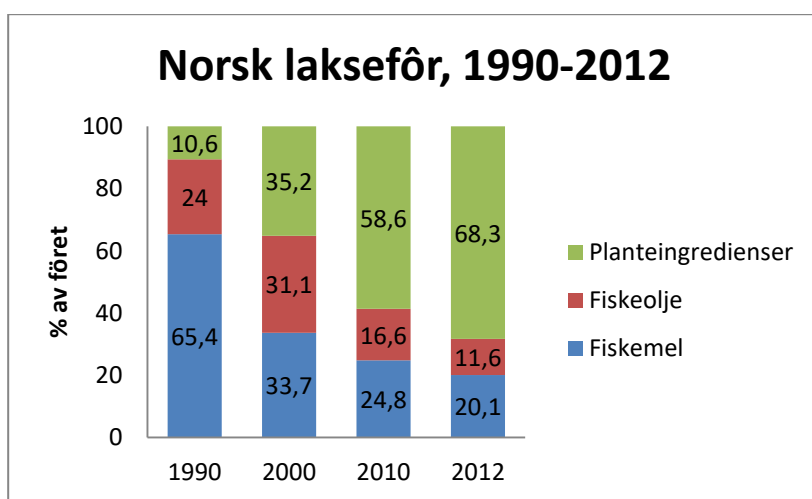
4.3.4 Leverandørers forhandlingsmakt

Oppdrettsnæringen er avhengig av en rekke forskjellige leverandører fra alt til desinfeksjon og renhold, til klær, kjemikalier og forskjellige komponenter. Den viktigste leverandøren for bransjen er fôrprodusentene. Fôr står for nesten 50 % av kostnadene ved et oppdrettsanlegg, og er dermed en faktor næringen forsøker å redusere. Fôrbransjen i Norge har i likhet med oppdrettsbransjen vært gjennom år med økt konsolidering. I 2006 var det 6 hovedprodusenter av fôr, mens det i 2015 i praksis var 4. Marine Harvest startet i 2014 å produsere eget fôr, så utenom dem er det tre andre fôrprodusenter i Norge: Skretting, EWOS og BioMar. Alle er globale selskap (Marine Harvest, 2016b). Det er derfor en lav konsentrasjon av leverandører av fôr, noe som tilsier at leverandørene har en større forhandlingsmakt. Makten blir ytterligere forsterket som følge av at produktet de selger, fiskefôr, ikke har noen klare substitutter.



Figur 17:Markedsandeler til fôrprodusenter i Norge 2015 (Marine Harvest, 2016b).

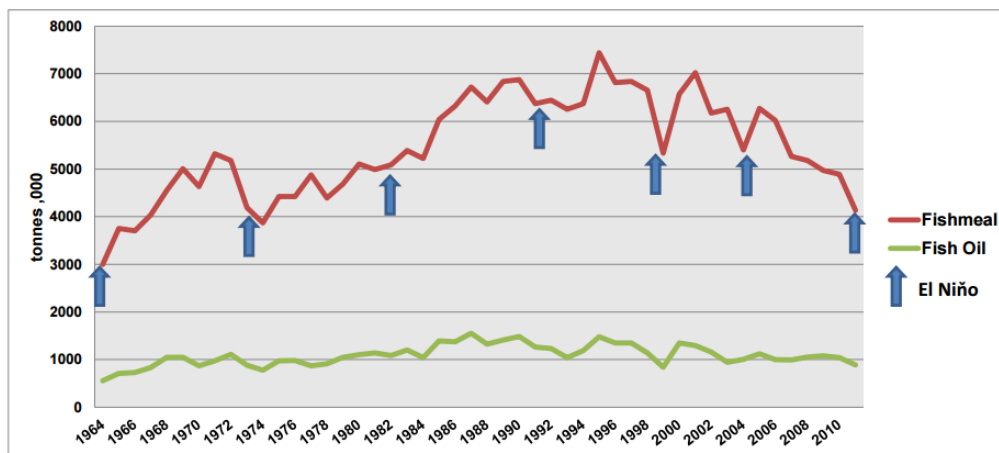
Bestanddelene i fiskefôr har gått igjennom en radikal forandring i løpet av de siste 15 årene. På 1990-tallet bestod over 80 % av fiskefôret av fiskemel og fiskeolje, mens andelen i 2012 var redusert til litt over 30 %. Marine råvarer ble hovedsakelig byttet ut med vegetabilske oljer og soyamel. Likevel er det nødvendig med tilførsel av marint råstoff i fiskefôret til oppdrettslaksen. Det fordi fiskemel og fiskeoljer inneholder lange omega-3 fettkjeder, deriblant de helsefremmende fettkjedene EPA og DHA. Vegetabilske oljer inneholder ikke disse lange fettkjedene, men i stedet korte omega-3 og omega-6 fettkjeder. Disse er ikke like helsefremmende. Oppdrettslaks kan i svært begrenset grad omdanne korte fettkjeder til lange, og må derfor tilføres lange omega-3 fettkjeder i foret for å få det ønskede nivået i kjøttet (Jackson, 2012).



Figur 18: Bestanddeler i norsk laksefôr, 1990-2012 (Nofirma, 2013).

Fiskemel og fiskeolje utvinnes hovedsakelig fra villfanget pelagisk fisk i Sør-Amerika. Det medfører at det er biologisk begrenset hvor mye fiskemel og fiskeolje det er mulig å utvinne. Prognoser tilsier at produksjonen fremover blir stabil eventuelt litt lavere enn hva den har vært de siste årene. Spesielt gjelder dette år hvor naturfenomenet El Niño forekommer. Årsaken er at dagens produksjon er såpass godt utnyttet (muligens for godt?) og regulert at en anser den som maksimert. I tillegg eksisterer det et økende marked for direkte konsum av pelagisk fisk. Det er også mulig å utvinne marint råstoff fra avskjær etc. fra fiskeribransjen, som blir mer etterspurt etter hvert som prisene for marint råstoff øker. Konsekvensen er likevel at det foreligger små muligheter for økt produksjon av marint råstoff. Det har bekymret flere eksperter med tanke på den store etterspørsel- og produksjonsveksten som

forventes innen oppdrett. Problemstillingen har ofte blitt omtalt som «fish-meal trap» (Jackson, 2012).



Figur 19: Global produksjon av fiskemel og fiskeolje i perioden 1964-2010 (Shepherd & Jackson, 2012).

Andelen av marine råvarer nødvendig for å dekke behovet for fiskemel og olje i fôret til oppdrettsfisken oppgis vanligvis i form av den såkalte fish-in/fish-out ratioen (FIFO). Et kg villfisk gir opptil 4 ganger så mye mel som olje, derfor må det fanges mer fisk for å produsere fiskeolje kontra fiskemel. FIFO tallene for fiskemel og olje i 2000 var henholdsvis 7,5 og 4,4. Tallene for 2012 var 1,8 og 0,4. Det viser den radikale forandringen som har skjedd innen fôrsammensetningen de siste ti årene. Oppdrettsbransjen forbruker i dag nesten like mye marine råstoffer som den produserer oppdrettsfisk. Men fremdeles er de marine råstoffene en begrensende faktor ved produksjonen med tanke på at det er nødvendig med 12 % marine oljer i fôret for at fisken skal ha tilstrekkelig nivå av viktige omega-3 fettsyrer (Nofirma, 2013). Den positive utviklingen i FIFO ratioen gjør at flere eksperter til tross for råvarenes begrensning ikke anser «the fish meal trap» som en stor trussel (Shepherd & Jackson, 2012).

Marine råvarer har volatile priser, og øker i pris i takt med økende etterspørsel. Råvarene ansees som en *commodity*, men som følge av utviklingen de siste ti årene klassifiseres de i dag også som en strategisk vare. Kostanden ved produksjon av fiskefôr drives hovedsakelig av kostnadene for råmaterialene og selve produksjonskostnadene. Usikkerheten rundt råvarenes prisnivå har fôrprodusentene historisk overført til oppdrettsselskapene ved såkalte cost-plus kontrakter (Marine Harvest, 2016b).

Leverandørenes forhandlingsmakt kan dermed ses på som en klar trussel siden de har til dels innflytelse på prisbetingelsene. Likevel vil den største makten ligge hos råvareprodusentene siden de produserer en nødvendig og begrenset råvare, og dermed innehar en stor forhandlingsmakt. Den makten overføres via fôrprodusentene til oppdrettsbransjen. At leverandørmakten er høy observeres også ved at det er tegn som tyder på sterk nedstrømsintegrering i oppdrettsbransjen. Marine Harvest er først ute med å produsere sitt eget fôr, og det er ikke utenkelig at flere av de store aktørene vil følge etter. Likevel bør det bemerkes at vertikal integrering og egen produksjon av fiskefôr bare vil redusere den makten som ligger hos fôrprodusenten. Oppdretterne må også kjøpe de marine råstoffene hos råvareprodusentene, så denne makten består. Med tanke på at 50 % av varekostnadene til oppdrettsbransjen stammer fra fôr vil det likevel være ønske om økt vertikal integrering for å oppnå noe reduksjon.

Det eksisterer noen faktorer ved oppdrettsbransjen som kan ha reduserende effekt på leverandørenes forhandlingsmakt. For det første er leverandørene avhengig av kundene sine. Oppdrettsnæringen domineres av få aktører, og da blir hver eneste aktør en viktig kunde. I tillegg produseres det ikke svært unike eller differensierte produkter, og det er rimelig å anta at byttekostnadene for kundene ikke er store. Men med tanke på at makten hovedsakelig ligger i leddet bakenfor, hos råvareprodusentene, vil ikke disse elementene ha stor effekt. Årsaken er at marine råvarer er en svært begrenset men nødvendig råvare med stor etterspørsel globalt. I tillegg utvikles det nye markeder spesielt for marine oljer der etterspørselen er stigende som markedet for fiskeoljer som kosttilskudd.

Oppsummert kan vi derfor anta at leverandørenes forhandlingsmakt utgjør høy trussel for oppdrettsnæringen. Hovedsakelig skyldes dette at marine råvarer er nødvendig for oppdrettsbransjen for å produsere laks med tilstrekkelige nivåer av helsefremmende omega-3 fettsyrer, og at disse marine råstoffene er en begrensende råvare. Dermed har produsentene av fiskemel og fiskeolje stor påvirkningskraft angående prisnivået, noe som overføres via fôrprodusentene til oppdrettsnæringen. Dermed vil fôrprodusentene indirekte utgjøre en stor trussel men at trusselen kommer fra leddet bak.

4.3.5 Kundenes forhandlingsmakt

Oppdrettsnæringens opererer i et stadig mer krevende marked. Næringens viktigste kunder er i hovedsak utenlandske grossister og dagligvarekjeder. Kundene stiller stadig strengere krav

til næringen. Kvalitetskrav har alltid vært viktige, men i senere år har det også blitt større krav angående fleksibilitet angående levering, produktspekter og differensiering, hyllelevetid og produksjonsprosesser. Listen over krav har altså blitt nokså lang for oppdrettsnæringen. I tillegg er produktet nokså lite differensiert, og dette øker konkurransen mellom aktørene og øker makten til kundene. Det vil neppe foreligge store byttekostnader for kunden å skifte til en annen leverandør (Asche & Tveterås, 2011).

Dagligvaremarkedet domineres i dag av store kjeder, hvor de utnytter skalafordeler i form av felles informasjonsteknologi, distribusjons- og lagersystemer. De store kjedene har ført til en forskyvning mellom leverandør og kunde, til dagligvarekjedenes fortjeneste. I dag er det vanlig at de som sagt stiller store krav angående kvalitet og tjenester, men i tillegg ønsker de ofte å ha flere leverandører av hensyn til konkurranse og leveringssikkerhet (Asche & Tveterås, 2011).

Alle markeder er ikke like krevende, men det er helt klart en trend at kundenes forhandlingsmakt er økende. Det skyldes økende størrelse og kjøpermakt hos forbrukerne, teknologiske fremskritt som har muliggjort at kunden kan få innfridd større krav på et større spekter av faktorer rundt produktet samt økende konkurranse mellom de ulike leverandørene. At oppdrettsnæringen merker økende forhandlingsmakt fra sluttledet tydeliggjøres gjennom økende grad av vertikal integrering, der bransjen prøver å ta tilbake litt av makten (Asche & Tveterås, 2011). Andre tiltak bransjen har satt til verks er økende fokus på differensiering i form av egne merkevarer. Oppsummert kan vi si at kundenes forhandlingsmakt i oppdrettsnæringen er betydelig grunnet store krevende kunder, som grunnet lite differensierte produkter lett kan bytte leverandør.

4.3.6 Oppsummering Porters five forces

Vår analyse har vist at de største truslene kommer fra leverandørenes og kundenes makt. Grunnet fôrbestandelenes begrensede tilgang, få fôrleverandører og få aktører i bransjen har begge disse kreftene stor forhandlingsmakt. Dermed er det rimelig at en del av verdiskapningen tilfaller dem i stedet for oppdrettsselskapene. Bransjen har allerede gjort noen grep for å møte denne trusselen, blant annet i form av økt vertikal integrering og forsøk på differensiering av bearbeide produkter.

Videre ser vi at rivalisering og substituttkreftene utgjør en moderat trussel. Den økte graden av konsolidering, samt økende vekst i markedet har ført til lavere rivalisering. Laks har en

del substitutter, men skiller seg positivt ut i hensyn til miljø og helse. Den er relativt dyrere enn sine konkurrenter, men det er lite sannsynlig at de andre substituttene vil kapre veldig store markedsandeler fra oppdrettslaksen.

Tilslutt bør det nevnes at bransjen er godt beskyttet i form av etableringsbarrierer. Det er vanskelig å etablere seg i denne bransjen, spesielt for små aktører. Derfor vurderes trusselen fra nykommere til å være lav.

4.4 Ressursbasert analyse – SVIMA rammeverket

Eksterne analyser vil ikke avdekke faktorer som kan forklare vedvarende lønnsomhetsfaktorer innad i en bransje. Derfor vil vi nå gjennomføre en intern analyse av Lerøys ressursgrunnlag for å se hvilke faktorer de eventuelt besitter som kan skape varige konkurransefortrinn innad i bransjen. Vi tar utgangspunkt i SVIMA-rammeverket hvor vi skal analysere de viktigste ressursene til Lerøy og hvilke fortrinn disse kan gi. Analysen vil ta utgangspunkt i årsrapportene i 2015 til de forskjellige aktørene i bransjen.

4.4.1 Tilbakespuling

Lerøys mest verdifulle kunder vil i hovedsak være utenlandske grossister og dagligvarekjeder. Selv om det også er de mest krevende kundene, kjøper de i store kvantum og er nokså stabile kunder. Lerøy har lenge vært en foretrukken leverandør av laks og ørret, både fersk og bearbeidet. Aktiviteter de utfører for å holde på posisjonen er å levere kvalitetsvarer til ønsket tid og sted. I tillegg må bedriften produsere innovative nye produkter som følger preferansetrendene til sluttkundene. Dette forutsetter gode distribusjonskanaler og et godt salgsapparat, i tillegg til nyskaping innen produktutvikling og tillit til produsenten. Ressursene som aktivitetene forankres på vil dermed være et solid finansielt fundament slik at produksjon og foredling lar seg gjennomføre. Konesjoner og tilgang til råvarer som tillater produksjon på ønsket nivå. Bedriften må tilby et tilfredsstillende produktutvalg. Det er også viktig med et velfungerende distribusjons- og salgsapparat, eventuelt gode allianser med tredjeparter. Det vil også være en fordel å ha en etablert og anerkjent merkevare da det kan ha positiv effekt på betalingsviljen, spesielt med tanke på bearbeidede produkter. Gode

kunderelasjoner og kunnskapsrike medarbeidere er eksempler på viktige humanressurser Lerøy trenger for å opprettholde sin posisjon i oppdrettsbransjen.

Tilbakespolingsprosessen over identifiserte en rekke viktige ressurser som Lerøy i dag besitter. Den videre analysen vil ta utgangspunkt i de ressursene vi anser som viktigst og som kan ha størst potensiale til å skape varige konkurransefortrinn. Analysen vil derfor ta for seg ressursene *produktutvalg, merkevare og finansiell styrke*.

4.4.2 Produktutvalg

Lerøy har et nokså stort produktspekter, og er kjent for å være tidlig ute med å oppdage nye markeder og produktkonsepter. De produserer forskjellige typer fersk og bearbeidet laks og ørret, men i tillegg har de også en liten andel produksjon av hvitfisk, pelagisk og skalldyr (ca. 15 % av omsetningen). Mesteparten er villfanget, men de er blant annet i utviklingsfasen hva angår oppdrettstorsk (Lerøy Seafood Group, 2016c). Bredden på produktutvalget til Lerøy er sjeldent for bransjen. SalMar, Grieg Seafood og Norway Royal Salmon har begrenset sitt produktområde til kun gjelde produksjon og salg av laks og ørret. Marine Harvest, som er bransjens største aktør, driver i hovedsak med produksjon og videreforedling av laks og ørret, men har også noe produksjon av kveite. Det er dermed tydelig at det brede produktspekteret til Lerøy kan anses som sjeldent for bransjen.

Lønnsomhetspotensiale til Lerøys andre fiskeprodukter enn laks og ørret har vært relativ dårlig, og omsetningen av disse produktene utgjorde i 2015 ca. 15 % av den totale omsetningen til selskapet. Likevel er dette et av satsningsområdene til Lerøy, og er en del av deres visjon om å «bli den ledende og mest lønnsomme globale leverandøren av bærekraftig kvalitetssjømat» (Lerøy Seafood Group, 2016c). Sett i lys av at mange av produktene er i oppstartsfasen kan det ventes et økende marked og lønnsomhet for en rekke av produktene, deriblant for eksempel oppdrettstorsk. Ved å tilby et bredere spekter av produkter enn andre aktører i bransjen kan de oppnå konkurransefortrinn. Store dagligvarekjeder ønsker gjerne en leverandør som kan tilby flere forskjellige produkt. Dermed vil det store produktspekteret til Lerøy kunne ha positiv effekt på omsetningen og altså være viktig for bedriften.

Videre kan ressursen anses som ikke-imiterbar, men klassifiseringen er tidsavhengig. Det vil ta tid og kapital å starte opp både foredlingsfabrikker og produksjon av andre typer fisk for de andre aktørene i bransjen, og dermed vil det ikke foreligge noen umiddelbar trussel om konkurranse på disse markedsandelene.

Produksjon av andre sjømatprodukter er som allerede nevnt foreløpig et ikke lønnsomt segment for Lerøy. Ressursen er ikke fullt ut mobilisert, da det foreligger flere utfordringer tilknyttet mobilisering. Deler av denne typen sjømat er villfanget, og dermed er det en biologisk begrensning på hvor mye Lerøy kan høste. Når det gjelder oppdrett av kveite og torsk er det også noe som er i startfasen og som foreløpig har vist seg å være utfordrende (Aadland, 2015b) (Hosteland, 2016). Det er dermed et stort mobiliseringspotensiale i segmentene. Følgelig vil ressursen heller ikke kunne anses som appropriert, siden den så langt ikke er lønnsom. Men ressursen kan øke selskapets attraktivitet hos store dagligvarekjeder og på den måten øke salget av andre produkter som laks og ørret. Dermed vil den indirekte kunne ansees som appropriert.

Oppsummert kan vi si at ressursen *produktutvalg* til Lerøy per dags dato gir et potensielt varig fortrinn siden ressursen er sjelden og anses som viktig for bedriften, ved å tiltrekke store kjeder som krever produktbredde fra sine leverandører. Fortrinnet er ikke fullt ut mobilisert og derfor klassifiseres det som potensielt.

4.4.3 Merkevarer

Lerøy har en rekke forskjellige merkevarer, deriblant Fossen, Gladlaks.no, Aurora Salmon og det mest kjente Lerøy (Lerøy Seafood Group, 2016c). De skiller seg fra de andre i bransjen ved at de ofte bruker eget merkenavn gjennom hele verdikjeden, og gjerne helt til sluttmarkedet. Dermed kan merkevaren, og mer spesifikt bruken av den klassifiseres som sjelden.

En undersøkelse utført i 2015 i Norge viste en gjenkjennelsesgrad på 74 % for Lerøy (Berge, 2016). Nå eksporterer Lerøy det mest av sine produkter, så sann sett er ikke hjemmemarkedet det mest dominerende. Hjemmemarkedet utgjorde i 2015 rundt 17 % av totalomsetningen til Lerøy, så helt ubetydelig er det heller ikke. Undersøkelsen viser at bruken av Lerøy som merkenavn er viktig da det har en høy gjenkjennelsesgrad hos kundene. At merkenavnet er like godt kjent i andre markeder Lerøy opererer i er lite sannsynlig, men trolig vil det være positivt på gjenkjennelsesgraden at merkenavnet brukes gjennom hele verdikjeden. Det kan signalisere kvalitet. Merkenavnet anses dermed som en viktig ressurs fordi det øker kundenes gjenkjennelsesgrad, som igjen trolig vil ha en positiv effekt på omsetningen.

De fleste andre aktørene i bransjen har et merkenavn som har bestått fra etableringstidspunktet, men få har eksistert så lenge som Lerøy (etablert i 1939). Den største aktøren i bransjen, Marine Harvest, startet som Mowi (et merkenavn de nylig har begynt å bruke på lakseprodukter i Asia) før de deretter het Hydro Seafood og tilslutt Marine Harvest i 2007. SalMar og Norway Royal Salmon ble etablert på begynnelsen av fortrinnsvis 1990- og 2000-tallet, mens Grieg Seafood har beholdt sitt opprinnelige navn siden etableringen i 1988. Ingen av de andre aktørene bruker sluttnavnet ut til sluttmarkedet i samme grad som Lerøy. Å imitere den merkevaren Lerøy har bygd seg opp er ikke en lett oppgave. Vi ser at Marine Harvest forsøker noe lignende nå med sin merkevare Mowi (Marine Harvest, 2016c). Uansett vil det her foreligge tidskomprimeringskostnader. Det tar tid å bygge opp nye merkevarer. Dermed vil merkevaren til Lerøy kunne klassifiseres som ikke-imiterbar nå, men imiterbar over lang sikt.

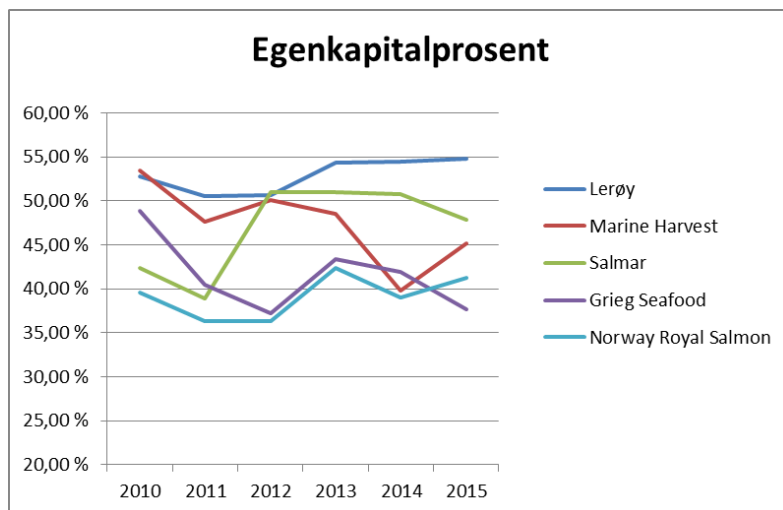
Lerøy har mobilisert ressursen sin i flere markeder, men der foreligger potensiale til å utvide til flere markeder. Lerøy har for eksempel valgt å fokusere på en av sine andre merkevarer i det japanske sushimarkedet, nemlig Aurora Salmon (Lerøy Seafood Group, 2016c). Dermed vil ikke ressursen være fullt ut mobilisert, men i forhold til de andre konkurrentene likevel nyttiggjort slik at det kan skape økt lønnsomhet over gjennomsnittet i bransjen. Verdien som tilfaller fra ressursen vil tilfalle i hovedsak Lerøy, og ressursen er dermed appropriert.

Oppsummert kan vi dermed si at merkevarenavnet Lerøy åpner for et varig potensielt fortrinn. Det bør nevnes at på lang sikt kan de miste fortrinnet i form av at ressursen ikke lenger er ikke-imiterbar, og at Lerøy har potensiale til å mobilisere bruken av ressursen bedre.

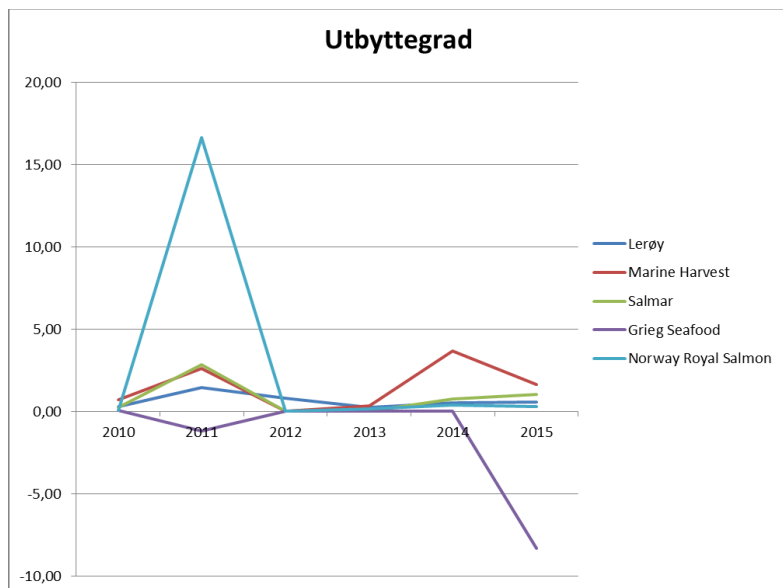
4.4.4 Finansiell styrke

Lerøy sin finansielle stilling er meget god. I løpet av analyseperioden har egenkapitalprosenten vært noenlunde stabil, med et gjennomsnitt på 53 %. Sammenliknet med de andre komparative selskapene har Lerøy den høyeste egenkapitalprosenten i løpet av analyseperioden. . Egenkapitalandelen bestemmes ut i fra styrets strategi og ønsker for selskapet, der valg av utbyttepolitikk har direkte innvirkning på egenkapitalstørrelse. Derfor bør vi også se på utbyttegraden. For Lerøy har den variert fra 22 % til 142 % i løpet av analyseperioden, med et gjennomsnitt for perioden på 62 %. Sammenlikner vi Lerøy med de andre i bransjen ser vi at Lerøy ligger nokså lavt, med 2012 som unntaksår. Ser vi

egenkapitalprosent sammen med utbyttepolitikk ser vi dermed at Lerøy ikke har en sjelden posisjon. Selskapet har en solid finansiell forankring, men analysen tyder ikke på at den er unik for bransjen Lerøy opererer i.



Figur 20: Egenkapitalprosent til de forskjellige aktørene i bransjen for perioden 2010-2015. Tall hentet fra de ulike aktørenes årsregnskap.



Figur 21: Utbyttegrad til de forskjellige aktørene i bransjen for perioden 2010-2015. Tall hentet fra de ulike aktørenes årsregnskap.

Ressursen kan absolutt ses på som viktig for Lerøys konkurransefortrinn da finansielle midler kan brukes til å utnytte og utvikle nye muligheter og til å eliminere trusler selskapet møter i omgivelsene.

Videre kan den finansielle styrken ikke sies å være særlig vanskelig å imitere. Spesielt ikke hvis tidshorisonten er lang nok. Men Lerøy vil kunne dra nytte av nettverkeksternaliteter, noe som innebærer at et eventuelt fortrinn vil kunne forsterkes over tid. Et solid finansielt resultat gjør dem attraktive for nye aksjonærer. Der vil også kunne være en begrensende effekt på imiterbarheten i form av komplementære ressurser. Lerøys finansielle styrke henger sterkt sammen med en god del andre ressurser de besitter, som kompetanse, produksjonsfaktorer og teknologi. Dette kan fungere som en barriere ettersom andre aktører må kopiere eller substituere alle disse andre faktorene for å oppnå samme hastighet i ressursutviklingen av den finansielle posisjonen.

Tilslutt vil kriteriet om mobilisering og approprierbarhet synes å være tilfredsstillende da finansielle midler vanligvis har stor overførbarhet og avkastningen tilfaller Lerøy og deres aksjonærer.

Oppsummert ser vi at ressursen finansiell styrke ikke gir noe konkurransefortrinn da ressursen ikke er sjelden for bransjen. Likevel vil den kunne ha komplementære effekter på andre ressurser som har et større potensielt for å gi konkurransefortrinn. Eksempler på dette vil være kompetanse og innovasjon. Dermed er ressursen viktig for Lerøy til tross for at den kun gir paritetsfortrinn.

4.4.5 Oppsummering SVIMA-analyse av Lerøy

SVIMA-analysen viser at alle ressursene vi analyserte kan gi et fortrinn, men at det hovedsakelig er ressursene produktutvalg og Lerøys merkevare som potensielt kan gi et varig fortrinn.

Merkevare kan gi mulig varig konkurransefortrinn fordi ressursen er sjelden for bransjen og at den er mobilisert og appropriert. For øvrig kategoriserer vi konkurransefortrinnet som mulig varig fordi ressursen kan mobiliseres bedre og at den over en lengre tidsperiode kan være imiterbar for andre aktører.

Produktutvalg er også en av Lerøys ressurser som har potensiale for konkurransefortrinn. Foreløpig gir denne ressursen kun et potensielt fortrinn, noe som skyldes at den så langt ikke

bidrar på lønnsomheten og hverken er mobilisert eller appropriert. Det er sannsynlig at Lerøy vil kunne få varige konkurransefortrinn når denne ressursen utvikles bedre. Det er dermed en ressurs Lerøy bør satse på fremover.

Lerøys finansielle styrke alene gir ikke noe konkurransefortrinn da den ikke er sjelden for bransjen. Likevel vil finansiell soliditet være viktig for bransjen, og som et ledd i utvikling av andre potensielle ressurser som kan gi konkurransefortrinn.

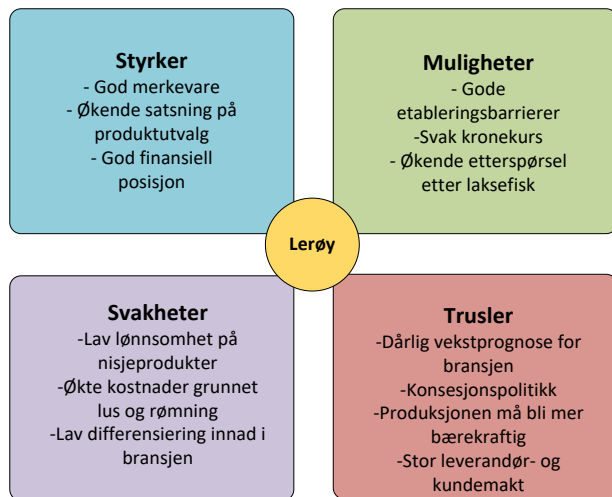
Analysen har en del elementer som begrenser hvilke slutninger vi kan trekke. For det første ville analysen vært bedre dersom vi hadde benyttet en gradert skala på hvert kriterie i stedet for nei/ja klassifisering. I tillegg har vi tatt utgangspunkt i de ressursene som fremstod som viktigst ut i fra tilbakespolingsprosessen. Det er dermed et utvalg, og følgelig vil det være en rekke andre ressurser som også er viktige for Lerøy og potensielt gir midlertidige og varige fortrinn.

	Sjelden	Viktig	Ikke- imiterbar	Mobilisert	Approprierbar	Utfall
Produktutvalg	Ja	Ja	Ja	Nei	Nei	<i>Potensielt fortrinn</i>
Merkevare	Ja	Ja	Ja?	Ja?	Ja	<i>Mulig varig fortrinn</i>
Finansiell styrke	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	<i>Paritet</i>

Figur 22: Oppsummering av SVIMA-analysen av Lerøy

4.5 Oppsummering av den strategiske analyse av oppdrettsbransjen og Lerøy

Når vi nå skal oppsummere den strategiske analysen vil vi benytte en SWOT-analyse. Diagrammet skal identifisere nøkkelfaktorer som vil være avgjørende for Lerøy og deres strategiutforming.



Figur 23: SWOT-analyse av Lerøy

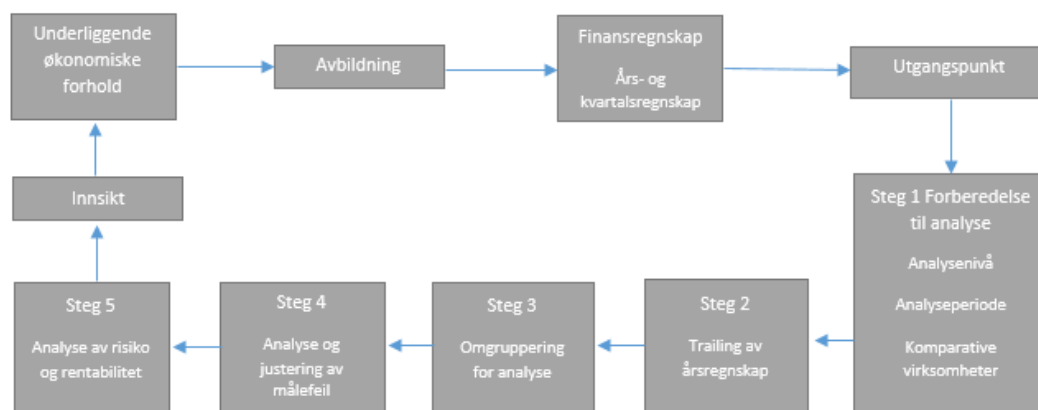
5: Regnskapsanalyse

Formålet med regnskapsanalyser er å fremskaffe innsikt om selskapets historie, nåværende finansielle situasjon og fremtidige prospekter. Ved å analysere og forstå selskapets underliggende økonomiske forhold fra de historiske finansregnskapene, får vi informasjon og kunnskap til å utarbeide prognoser for fremtiden. Det medfører en ekstern tilnærming til selskapet for å få innsikt til både selskapets risiko og superrentabilitet. Finansregnskapene fra analyseperioden gir oss en historisk plattform med sentral informasjon som brukes til utarbeidelse av fremtidsregnskap og til verdsettelse av selskapet (Knivsflå, 2016d).

5.1 Rammeverk og praktiske valg

Regnskapsanalysen tar utgangspunkt i historiske rapporterte tall. Finansregnskapet er et lovpålagt informasjonssystem om de økonomiske forhold i det enkelte selskap. Herunder selskapets resultat, balanse, noter og kontantstrøm. Gjennom EØS-avtalen er det krav om at selskaper som er notert ved Oslo Børs skal rapportere konsernregnskap etter IFRS (Oslo Børs, 2010). IFRS rapportering gjelder både Lerøy og de komparative virksomhetene.

Regnskapsanalysen vil ta utgangspunkt i Lerøys og komparative virksomheters årsrapporter i analyseperioden. Vi har ikke sett på kvartalsrapportering annet enn å vurdere våre estimater om fremtiden, som vil drøftes i kapittel 9. Se også vurdering av trailing i delkapittel 5.3.



Figur 24: Teoretisk rammeverk for regnskapsanalyse (Knivsflå, 2016d) (Palepu, Peek, & Healy, 2013a)

Steg 1. Før selve analysen må vi ta bestemmende valg for hvordan analysen skal gjennomføres. Her tas valg for analysenivå, analyseperiode og komparative virksomheter. Valgene vil drøftes i kapittel 5.2

Steg 2. Børsnoterte konsern har plikt til å utarbeide kvartalsregnskap etter IFRS. Vi vil i kapittel 5.3 vurdere om det er aktuelt for vår analyse å traile kvartalsrapportene for 1.- og 2. kvartal til en 2016T.

Steg 3. Dette steget er det første steget i selve prosessen ved regnskapsanalysen, og innebærer at vi omgrupperer de rapporterte regnskapstallene i analyseperioden. Regnskapsanalyse skiller mellom to ulike typer kapitalinnskytere: egenkapitalinvestorer og finansielle långivere. Vi velger å ha fokuset på investororientert regnskapsanalyse, og omgrupperingen av de rapporterte tallene omgrupperes derfor for å være mer relevant for målgruppen investorer. Investorer kan sees på som dagens eiere og fremtidige investorer. Egenkapitalinvestorer ønsker gjerne en verdirelevant regnskapsføring. En slik innfallsvinkel har et bedre perspektiv på verdidrivende aktiviteter som kan øke mulighetene for å få gode anslag på verdien av fremtidig inntjening i selskapet. I omgrupperingen av rapporterte regnskapstall ønsker vi også å skille mellom normale/unormale og driftsrelaterte/finansielle poster (Knivsflå, 2016d)

Steg 4. Formålet ved å analysere målefeil er å justere det omgrupperte regnskapet slik at det kan gi bedre avbildning av de underliggende økonomiske forholdene (Knivsflå, 2016e). I følge Knivsflå er dette en ambisiøs målsetning, da vi er eksterne analytikere som utsidere til Lerøy og har dårligere informasjon enn selskapet selv. Insidere i selskapet vil naturlig ha et bedre informasjonsgrunnlag og derfor kan justering være lite meningsfullt og kanskje skape mer støy i tallmaterialet. Analyser og eventuelle justeringer vurderes i kapittel 5.6.

Steg 5. Her skal vi analysere selskapets risiko og lønnsomhet gjennom forhåndstallsanalyser. Risikoanalysen er todelt, og Lerøys risiko analyseres gjennom å vurdere den kortsiktige og langsiktige kredittrisikoen. Kortsiktig kredittrisiko analyseres gjennom likviditetsanalyser, mens langsiktig kredittrisiko analyseres gjennom soliditetsanalyser. Risikoanalysen oppsummeres ved at Lerøy og bransjeutvalget gis en syntetisk rating ut fra anslag på selskapsspesifikk risiko. Den syntetiske ratingen har utslag for beregning og fastsettelse av finansielle avkastningskrav.

For å vurdere selskapets lønnsomhet må vi fastsette målestokker for hva som er god lønnsomhet, altså beregne avkastningskrav for relevante kapitalstørrelser. Vi vil ha fokus på om selskapets rentabilitet overgår de relevante avkastningskravene. Rentabiliteten til en kapital er et forhåndstall som uttrykker hvor mye kapitalen kaster av seg i form av en prosentvis rente. Dette gjør det mulig for oss å sammenligne lønnsomhet over tid og mellom virksomheter (Knivsflå, 2016f). Vi ønsker forklare ulike kilder til superrentabilitet ved å dekomponere ulike nøkkeltall. Ved å dekomponere ønsker vi å finne grunnlag for å tallfeste eventuelle drifts- og finansieringsfordeler, og anslag på selskapets strategiske fordel. Vi ønsker også å se på om det er forhold som relaterer seg til å være felles for bransjen, og å koble innsikt fra regnskapsanalysen med den strategiske analysen fra kapittel 4.

5.2 Forberedelse til analyse

Forberedelsen til regnskapsanalyse innebærer praktiske valg angående analysenivå, analyseperiode og komparative virksomheter. Vi vil nå gå igjennom disse forberedende stegende.

5.2.1 Valg av analysenivå

Selskaper som er tett integrert innenfor et forretningsområde bør om mulig analysers samlet og da gjerne på basis av konsernregnskap (Kaldestad & Møller, 2016a). Det motsatte vil være tilfelle når en har virksomheter med forskjellige forretningsområder. En ønsker å analysere og sammenligne nøkkeltall i virksomheter som driver med det samme. Dette tilsier at en bør se på konsernregnskapene ved analyse av Lerøy og komparative virksomheter. Ved å bygge regnskapsanalysen på konsernregnskap fanger en vanlig bedre opp totalomfanget av virksomheten (Knivsflå, 2016d). Vi analyserer også Lerøy som ett selskap, da det er lite detaljert informasjon per forretningsområde i finansregnskapene.

Selskaper som har operasjonelle aktiviteter i flere land kan skape komplikasjoner på grunn av bruk av forskjellige valutaer. Lerøy har en stor andel eksport, og som følge av dette også virksomhet i andre land. Det kan i slike tilfeller argumenteres at en bør benytte forskjellige avkastningskrav til de ulike valutaene. Vi har valgt å bruke et enkelt norsk avkastningskrav.

Ved å analysere konsernregnskapet ser en på mor og døtre som ett selskap. Resultatet og egenkapitalen i konsernet vil da være splittet i minoritet og majoritet.

5.2.2 Valg av analyseperiode

Ved regnskapsanalyse må vi velge hvor langt bakover i tid vi skal analysere. Valget av analyseperiode avhenger av om virksomheten har vært stabil eller endret karakter over tid. Stabil drift over tid taler for en lang analyse periode, mens en ustabil labil drift over tid taler for en kortere analyseperiode (Knivsflå, 2016d).

Oppdrettsnæringen er en syklisk bransje som er sterkt avhengig av utviklingen i lakseprisen (Asche & Øglend, 2013). Lønnsomheten i bransjen varierer med lakseprisen, som tilsier at analyseperioden bør være lang for å ta hensyn til både gode og dårlige år. Faren med en for kort analyseperiode er at en enten overvurderer eller undervurderer analysen av markedet, slik at en kun tar hensyn til en nedgangskonjunktur eller oppgangskonjunktur. Vi har derfor innhentet statistikk for lakseprisen i perioden desember 2009 – juli 2016 og vurderer den mot utviklingen i bransjen.

Ved bruk at utviklingen i lakseprisen har vi valgt en analyseperiode fra 2010 – 2015. (Se figur 1 og 4). Analyseperiode på 6 år kan klassifiseres som en mellomlang analyseperiode.

Ved å velge en mellomlang periode på 6 år vil vi fange opp gode år i næringen som for eksempel 2010, 2013 og 2014, men også mer utfordrende år som 2011 og 2012. I år 2015 har det vært mer stabile priser, mens vekst i pris har kommet i 2016. Valgt analyseperiode gjør seg også gjeldende for komparative selskaper.

5.2.3 Komparative virksomheter

Det er ønskelig at de komparative virksomhetene driver innenfor samme forretningsområde som det selskapet som skal verdsettes. Vi har tidligere i avsnitt 2.4 sett på selskapene som er aktuelle for vårt bransjeutvalg. Det er ønskelig å ha med selskaper som har høyere og lavere omsetning enn Lerøy. Vi ønsker å utarbeide sammenligningstall for bransjen, altså utarbeide et bransjegjennomsnitt. I bransjegjennomsnittet bør også Lerøy inkluderes, da Lerøy er en del av oppdrettsbransjen. Vi har inkludert selskaper som har både høyere, på samme nivå som og lavere omsetning enn Lerøy i sammenligningsgrunnlaget. De komparative virksomhetene danner grunnlaget for senere analyser i del 6-8.

Marine Harvest er landets klart største aktør innenfor oppdrettsbransjen. Marine Harvest driver i tillegg til oppdrett også med fôrproduksjon. Vi har vurdert å selektere ut fôrproduksjonen ut fra sammenligningstallene, og om vi burde utelatt Marine Harvest fra bransjen. Konklusjonen vår er at Marine Harvest tas med i bransjen med de rapporterte tallene de har, da vi har vurdert det for vanskelig å skille ut alle inntekter og kostnader forbundet med fôrproduksjon og at Marine Harvest er den største og viktigste aktøren innenfor bransjen.

Vi har tatt utgangspunkt i fire komparative virksomheter; Marine Harvest, SalMar, Grieg Seafood og Norway Royal Salmon. Disse fire selskapene i tillegg til Lerøy utgjør bransjen innenfor analyseperioden. Selskapene har i hovedsak drevet innenfor samme forretningsområde. Samtlige selskapers aktiviteter omfavner primært produksjon, distribusjon og salg av oppdrettsfisk.

5.3 Trailing av årsregnskap

Børsnoterte konsern har plikt til å utarbeide kvartalsregnskap etter IFRS (vphl., 2007, §5-6). Utarbeidelsen av delårsrapportering er regulert i IAS 34. Delårsregnskapene trenger ikke å

være reviderte, men kan være det. Vanligvis er kvartalsregnskapene mindre spesifiserte enn finansregnskapene, noe som er treffende for Lerøy sine kvartalsregnskaper.

Vi har vurdert trailing av 2016, men anser det som vanskelig å gjennomføre. Det hadde vært aktuelt å traile ut i fra 1 og 2.kvatal. Grunnen til at vi har valgt å ikke traile er at selskapet ut i fra finanskalenderen sin rapporterer 2. kvartal først 18. august 2016, og dette passer dårlig for vår situasjon med oppgaveskrivingen. Trailing er vurdert ut ifra Q1, men vår vurdering er at trailing ut i fra et kvartal ikke nødvendigvis gir oss mer tilleggsinformasjon enn om vi hadde laget fremtidsregnskap etter avleggelsen av 2015-regnskapet. Vi velger derfor å ikke traile, men å lage fremtidsregnskap ut i fra analyseperioden. Kvartalsrapportene som rapporteres under skrivingen brukes til å vurdere om våre estimater på vekst må justeres, og om våre vurderinger av selskapet stemmer med faktisk utvikling i 2016.

5.4 Presentasjon av rapporterte tall

Rapporterte tall fra Lerøy gjennom analyseperioden er vedlagt i tabeller 10-13. Regnskapstallene er hentet fra årsregnskapene til Lerøy i perioden 2010 – 2015. Enkelte av postene er sammensatte poster. Sammensatte poster er blant annet: andre fordringer, investeringer, annen kortsiktig gjeld og kortsiktige kreditter. Ulempen med sammenslåtte poster er at trendutviklingen av enkelte kontoer kan forsvinne i analyseperioden, men også ved senere prognoser i fremtidsregnskap. Analyseperioden er mellomlang, og de aktuelle samlestpostene er like av klassifikasjon. Ved at relativt like poster klassifiseres sammen reduseres risikoen for at trendutviklingen vurderes feil. Alle regnskap brukt i analyseperioden er i tillegg reviderte årsregnskap, noe som etter vår mening sikrer tallgrunnlaget og reduserer risikoen for at enkelte kontoer har en unaturlig utvikling.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsinntekter	8 887 671	9 176 873	9 102 941	10 764 714	12 579 465	13 450 725
- Varekjøp	5 612 160	5 866 180	6 442 319	6 781 433	8 003 339	8 812 414
- Lønn og andre personalkostnader	777 845	967 789	1 031 872	1 094 464	1 270 880	1 411 024
- Andre driftskostnader	691 791	858 107	853 884	1 004 148	1 262 518	1 447 624
= EBITDA	1 805 875	1 484 797	774 866	1 884 669	2 042 728	1 779 663
- Avskrivinger	219 624	271 899	291 768	307 175	369 480	433 916
= Driftsresultat før unormale poster	1 586 251	1 212 898	483 098	1 577 494	1 673 248	1 345 747
+ Verdijustering av biologiske eiendeler	298 538	-615 767	294 735	764 229	-327 414	188 508
- Nedskrivinger og restrukturering	0	0	33 000	5 500	1 982	0
+ Gevinst/tap ved salg av driftsmidler	0	0	0	53 805	117 409	34 206
= Driftsresultat (EBIT)	1 884 789	597 131	744 833	2 390 028	1 461 261	1 568 461
+ Nettoresultat tilknyttet selskap - normalt	122 006	19 741	24 831	192 188	91 939	61 376
+ Nettoresultat tilknyttet selskap - unormalt	0	0	0	0	0	0
+ Finansinntekt - normal	16 704	41 229	33 972	17 951	21 006	12 169
- Finanskostnad - normal	81 832	121 821	128 691	120 258	124 229	126 295
+ Unormalt finansresultat	-1 144	-1 292	-434	467	-16 567	-14 602
= Resultat før skatt, virksomhet og minoritet	1 940 523	534 988	674 511	2 480 376	1 433 410	1 501 109
- Skattekostnad - normal	510 952	156 311	182 749	593 981	328 939	268 227
- Skattekostnad - unormal	0	0	0	0	0	0
= Resultat før diskontering, virksomhet og minoritet	1 429 571	378 677	491 762	1 886 395	1 104 471	1 232 882
+ Nettoresultat fra diskontinuerlig virksomhet	0	0	0	0	0	0
= �rsresultat f�r minoritet	1 429 571	378 677	491 762	1 886 395	1 104 471	1 232 882
- Netto minoritetsresultat	10 062	-4 028	10 963	153 043	48 557	53 165
= �rsresultat til majoritet	1 419 509	382 705	480 799	1 733 352	1 055 914	1 179 717

Tabell 10: Resultatregnskap Lerøy, 2010 - 2015

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Immatrielle eiendeler	3 851 457	3 885 419	3 993 598	3 998 948	4 276 654	4 391 452
+ Varige driftsmidler	1 586 334	1 836 384	2 094 539	2 377 012	2 676 716	2 899 633
+ Tilknyttet selskap	338 864	329 168	331 056	735 071	566 965	670 952
+ Langsiktige finansielle investeringer	22 989	23 173	18 281	5 553	8 066	7 293
+ Langsiktige finansielle fordringer	8 129	8 453	8 607	26 171	32 263	17 246
= SUM ANLEGGSMIDLER	5 807 773	6 082 597	6 446 081	7 142 755	7 560 664	7 986 576
Biologiske eiendeler	2 706 733	2 370 938	2 724 941	3 727 361	3 681 993	4 320 830
+ Andre varer	290 379	328 045	326 225	358 482	524 947	552 065
+ Kundeordringer	1 013 932	934 443	995 289	1 486 428	1 427 796	1 568 820
+ Andre driftsrelaterte fordringer	156 007	131 703	164 439	245 084	256 234	285 282
+ Finansielle investeringer/ordringer	20 275	16 692	34 644	71 108	46 458	22 516
+ Kontanter, bank og lignende	1 357 096	1 597 429	1 082 797	872 513	1 360 272	1 247 614
= SUM OMLØPSMIDLER	5 544 422	5 379 250	5 328 335	6 760 976	7 297 700	7 997 127
= SUM EIENDELER	11 352 195	11 461 847	11 774 416	13 903 731	14 858 364	15 983 703

Tabell 11: Balanse eiendeler Lerøy, 2010 - 2015

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Egenkapital majoritet	5 445 710	5 262 835	5 314 575	6 755 200	7 262 314	7 885 695
+ Minoritetsinteresser	548 564	534 931	649 381	793 747	817 282	878 357
= SUM EGENKAPITAL KONSERN	5 994 274	5 797 766	5 963 956	7 548 947	8 079 596	8 764 052
Utsatt skatt	1 260 028	1 083 693	1 230 458	1 486 972	1 531 262	1 567 973
+ Pensjonsforpliktelser	9 025	7 812	7 646	3 227	6 878	3 765
+ Annen langsiktig rentefri gjeld	1 312	7 168	44 788	36 700	131 980	126 674
+ Langsiktig rentebærende gjeld	2 221 701	2 429 365	2 402 770	2 356 803	2 767 118	2 377 123
= SUM LANGSIKTIG GJELD	3 492 066	3 528 038	3 685 662	3 883 702	4 437 238	4 075 535
Kortsiktige kreditter	434 121	760 977	911 881	682 574	469 276	1 465 144
+ Skyldige offentlige avgifter	74 312	62 386	66 915	103 656	70 073	123 457
+ Betalbar skatt	395 233	322 105	88 925	320 344	335 062	200 151
+ Annen kortsiktig gjeld	323 976	285 410	230 400	305 074	413 595	439 383
+ Leverandørgjeld	638 213	705 165	826 677	1 059 434	1 053 524	915 981
= SUM KORTSIKTIG GJELD	1 865 855	2 136 043	2 124 798	2 471 082	2 341 530	3 144 116
= SUM EGENKAPITAL OG GJELD	11 352 195	11 461 847	11 774 416	13 903 731	14 858 364	15 983 703

Tabell 12: Balanse egenkapital og gjeld Lerøy, 2010 – 2015

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Egenkapital per 01.01. (majoritet)	4 281 688	5 445 710	5 262 835	5 314 575	6 755 200	7 262 314
+ Årsresultat til majoritet	1 419 509	382 705	480 799	1 733 352	1 055 914	1 179 717
+ Annet fullstendig resultat	2 831	-3 289	-49 325	80 475	-6 326	95 056
= Totalresultat til majoritet	5 704 028	5 825 126	5 694 309	7 128 402	7 804 788	8 537 087
- Betalt utbytte	376 205	545 774	382 042	382 042	545 774	654 928
+ Netto kapitalinnskudd	119 313	-9 443	2 308	8 840	3 300	3 536
+ Dirty Surplus (direkte mot EK)	-1 426	-7 074	0	0	0	0
= Egenkapital per 31.12. (majoritet)	5 445 710	5 262 835	5 314 575	6 755 200	7 262 314	7 885 695

Tabell 13: Endring i egenkapital Lerøy, 2010 - 2015

5.5 Omgruppering før analyse

Lerøy er et børsnotert konsern og følger regnskapsrapporteringen etter IFRS. IFRS sin oppstilling er vurdert som mest kreditororientert, med fokus på risiko, kortsiktig likviditetsrisiko, langsiktig soliditetsrisiko og rentedekning. Fra et verdsettelsesperspektiv er det derfor nyttig å omgruppere regnskapsoppstillingene til å være mer investororientert. Omgruppering tilsier å skreddersy regnskapsoppstillingene for analyse (Knivsflå, 2016g). Ved å omgruppere regnskapet til et mer investororientert regnskap fremhever en i større grad skillet mellom verdiskapning og verdiutdeling. Fokuset på langsiktig lønnsomhet og vekst blir utdypet når man vektlegger normalisert verdiskapning og kildene til verdiskapningen i analysen. Ved økt fokus på normal verdiskapning analyserer en normal rentabilitet. Egenkapitalinvestorer ønsker gode estimat på inntjeningen til egenkapital, rentabiliteten, for å kunne estimere egenkapitalverdi (Penman, 2013e)

5.5.1 Omgruppering av resultatet

Omgrupperingen av resultatet gjøres gjennom fire steg (Knivsflå, 2016g). En omgruppering endrer ikke på målingen av regnskapstallene. Derimot omgrupperer en tallene for at en lettere kan analysere forhåndstallene, og for at en kan analysere og vurdere om en skal justere for målefeil. Omgrupperingen gir innsikt i underliggende forhold ved å ha et klart skille mellom drift og finansiering (Penman, 2013).

Steg 1. Identifiser fullstendig nettoresultat (FNR)

Lerøy rapporterer etter IFRS. Hovedregelen etter IAS 1 sier; «*an entity shall recognise all items of income and expense in a period in profit or loss unless an IFRS requires or permits otherwise*». I utgangspunktet alle kostnader og inntekter blir resultatført etter IAS 1, men

unntak fra hovedprinsippet rapporteres i posten OCI (other comprehensive income). På norsk er denne oversatt til annet fullstendig resultat, AFR. Siden en opererer med AFR i IFRS skal dirty surplus i teorien være lik 0. Dirty surplus kan likevel være forskjellig fra 0 hvis selskapet fører inntekter eller kostnader direkte mot egenkapitalen. I tilfellet til Lerøy forekommer dirty surplus i 2010 og 2011 ved at emisjonskostnader er ført direkte mot egenkapitalen. Det er ikke identifisert justeringer eller prinsippendringer som kan føre til dirty surplus i analyseperioden.

Det fullstendige nettoresultat til egenkapital kan skrives på følgende form:

$$FNR = \text{\AA}RE + AFR + DSP$$

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Rapportert årsresultat	1 419 507	382 705	480 797	1 733 352	1 055 916	1 179 718
+ Annet fullstendig resultat	2 831	-3 289	-49 325	80 475	-6 326	95 056
= Totalresultat til majoritet	1 422 338	379 416	431 472	1 813 827	1 049 590	1 274 774
+ Dirty surplus	-1 426	-6 824	0	0	0	0
= Fullstendig nettoresultat	1 420 912	372 592	431 472	1 813 827	1 049 590	1 274 774

Tabell 14: Fullstendig nettoresultat Lerøy, 2010-201

Steg 2. Fordel fullstendig nettoresultat

Nettoresultat fra tilknyttet virksomhet til Lerøy bokføres ifølge note 4 til verdi etter egenkapitalmetoden, noe som er i tråd med IFRS. Det er per 2015 9 selskaper som er vurdert til å være tilknyttede virksomheter, der de to vesentligste er Norskott Havbruk AS og Seistar Holding AS (Lerøy Seafood Group, 2016c). De tilknyttede selskapene har historisk drevet med oppdrettsrelaterte aktiviteter. Tilknyttede virksomheter er ofte investeringer som er nært knyttet til driften i selskapet, og resultatet fra tilknyttede og felleskontrollerte virksomheter er resultatet eierskapet får fra sine investeringer. Resultatandelen bør derfor inngå i driftsresultatet.

Annet fullstendig resultat (AFR) består av flere poster, og er spesifisert noe forskjellig gjennom analyseperioden. De to største postene er omregningsdifferanser og verdiendring fra tilknyttede selskaper. Postene omregning og verdiendringer til tilknyttede virksomheter er ansett av oss som driftsrelaterte, da postene er vurdert til å være relatert til eiendeler som er ansett som driftsrelaterte. Øvrige poster under AFR er vurdert til å være finansielle, da de ikke er knyttet til driftsaktivitetene i Lerøy. De øvrige postene er verdiendring av finansielle instrumenter og verdiendring av aksjer holdt til salg.

Dirty surplus utgjør veldig små poster i analyseperioden. Hovedårsaken til dirty surplus er at Lerøy fører etter IFRS som bruker AFR. Det er likevel identifisert dirty surplus som skyldes at emisjonskostnader er ført direkte mot egenkapitalen. Postene som er identifisert er finansielle og noe driftsrelatert.

Steg 3. Identifiser normale og unormale poster

Varige, permanente eller normale poster er poster som er ventet å komme tilbake periode etter periode. Det er de normale postene som er relevant å fremskrive ved investororientert regnskapsanalyse. Vi ønsker derfor å skille de unormale postene fra de normale, for å analysere og fremskrive trender og mønstre i fremtiden. Vanlige normale poster er salgsinntekter, varekostnad, lønn, andre driftskostnader, avskrivninger, rentekostnader, renteinntekter, utbytte og skattekostnad.

Unormale poster er engangsposter eller poster som gjentar seg sjeldent. Unormale poster virker inn på én eller et fåtalls perioder, og er derfor lite relevant for budsjettering og fremtidsregnskap (Knivsflå, 2016g).

For å kunne fremskrive trender og mønstre best mulig er det ønskelig å splitte opp det fullstendige resultatet i et normalt og et unormalt resultat, da det antas å gi et mer rettviseende bilde av utviklingstrekkene til Lerøy på lang sikt.

Unormale driftsrelaterte poster

Gevinst/tap ved salg av anleggsmidler anses her som en uvanlig engangshendelse og klassifiseres som en unormal post

Driftsrelaterte nedskrivninger antas å ikke være en jevnlig eller normal hendelse i løpet av regnskapsåret. Det antas heller ikke at nedskrivninger følger trender som kan fremskrives.

Verdijustering av biologiske eiendeler kan være vanskelig å predikere over tid. Biologiske eiendeler måles til virkelig verdi, som tilsier prisen som ville bli oppnådd ved et eventuelt salg av eiendelen. Verdijusteringen henger sammen med lakseprisen, slik at verdijusteringen er positiv i år med høye laksepriser. Det motsatte er tilfelle ved lave laksepriser. Hovedpoenget er at verdijustering mot virkelig verdi medfører tidligere inntektsføring, og at det dermed er langt fra sikkert at resultatet blir slik som ved årsslutt. Inntekter og kostnader tilknyttet verdijusteringer er ikke realisert og posten vurderes derfor som en unormal post.

Driftsrelatert OCI og dirty surplus behandles også som unormale poster. Dette skyldes at de ikke følger treder over tid og derfor er vanskelig å predikere fremover.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Gevinst/tap salg av anleggsmidler	2 757	14 060	5 795	53 805	117 409	34 205
- Nedskrivninger og restruktureringer	0	0	33 000	5 500	1 982	0
+ Verdijustering biologiske eiendeler	298 538	-615 767	294 735	764 229	-327 414	188 509
+ Driftsrelatert AFR	2 831	1 622	-15 039	72 177	65 874	52 065
+ Driftsrelatert DSP	-1 426	-7 074	0	0	0	0
= Unormalt driftsresultat	302 700	-607 159	252 491	884 711	-146 113	274 779

Tabell 15: Unormalt driftsresultat Lerøy, 2010 – 2015

Unormale finansielle poster

Vi har valgt å klassifisere renteinntekter og rentekostnader som normale poster, mens postene annen finansinntekter og annen finanskostnad er antatt som unormale poster. Andre finansinntekter og annen finanskostnad vil typisk inneholde både normale og unormale poster. Postene har variert i analyseperioden og har ingen klar trendmessig utvikling over tid. Vi har derfor antatt at hele posten er klassifisert som unormal. Postene for finansrelatert AFR er poster for verdiendring av finansielle instrumenter og verdiendring av aksjer holdt for salg. Finansrelatert dirty surplus i 2011 er knyttet til salg av konsernselskap.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Unormale finansinntekter	3 773	3 231	2 967	4 305	14 843	329
- Unormale finanskostnader	4 917	4 523	3 401	3 838	31 410	14 931
= Unormalt finansresultat før AFR og DSP	-1 144	-1 292	-434	467	-16 567	-14 602
+ Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	0	0	0	0	0	0
+ Finansielt AFR	0	-5 161	-34 286	8 298	-72 200	42 991
+ Finansielt DSP	0	250	0	0	0	0
= Unormalt finansresultat	-1 144	-6 203	-34 720	8 765	-88 767	28 389

Tabell 16: Unormalt finansresultat Lerøy, 2010 – 2015

Steg 4. Fordel skattekostnaden på alle resultat

Lerøy skiller i skattenoten mellom fordelingen til betalbar skatt og utsatt skatt, der begge er antatt som normale poster. Vi anslår unormal skattekostnad til å være lik 0, da Lerøys spesifikasjoner av skattekostnaden gjør det vanskelig å avdekke unormale skatteposter.

Selskapsskattesatsen er sss, og er vedlagt i tabell 17 (skatt og avgifts, regjeringen for perioden 2010 – 2015). Etter forslag NOU 2014: 13 er det forslag om å senke skatten til 20

% på sikt, men dette er først relevant for utarbeidelse av fremtidsregnskap i del 7 og 8 (Finansdepartementet, 2014).

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Selskapsskattesatsen (sss)	28,00 %	28,00 %	28,00 %	28,00 %	27,00 %	27,00 %
Gjennomsnitt sss i analyseperioden	27,67 %					

Tabell 17: Selskapsskattesatsen Lerøy 2010-2015

Forutsetning for beregning av driftsskattesatsen: Finansinntekter (FI) og unormalt finansresultat (UFR) inneholder en blanding av skattefri og skattepliktig finansinntekt og finansresultat. Antagelsen er at 1/3 av disse er skattefri og 2/3 er skattepliktig. Unormalt finansresultat antas også å inneholde en blanding skattepliktig og skattefrie poster, og estimeres med samme fordeling som finansinntekter. Finanskostnader er for det aller meste rentekostnader eller realiserede finanskostnader og 100 % skattepliktige.

Utbytte og aksjegevinst skattlegges ikke på selskapsnivå men på aksjonærnivå. Ved at utbytte og aksjegevinst ikke skattlegges på selskapsnivå vil den effektive skattesatsen på normal finansinntekt og unormalt finansresultat reduseres.

Årlig driftsskattesats (dss) finner vi ved å bruke følgende formel (Knivsflå, 2016g):

$$\text{Driftsskattesats} = \frac{\text{Driftsrelatert skattekostnad}}{\text{Driftsresultatet før skatt}}$$

$$\text{dss} = \frac{\text{NSK} - \text{fiss} * \text{FI} - \text{ufrss} * \text{UNFR} + \text{fkss} * \text{FK}}{\text{DR} + \text{UNDR}}$$

Tommelfingerregel driftsskattesats

$$\text{dss} = \frac{\text{NSK} - \text{sss} * \left(\frac{2}{3}\right) * (\text{FI} + \text{UNFR}) + \text{sss} * \text{FK}}{\text{DR} + \text{UNDR}}$$

Driftsskattesatsen kan avvike kraftig fra selskapsskattesatsen (sss). Årsaker til at dss kan avvike er for eksempel særskatter, fremførbare underskudd, permanente forskjeller og skatter i utlandet. Normalisert driftsskattesats (ndss) er den minst ekstreme verdien av gjennomsnittet og medianen av dss gjennom analyseperioden. Unormal driftsskattesats utgjør differansen mellom årlig driftsskattesats og normalisert driftsskattesats (Knivsflå, 2016g).

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
dss	28,17 %	30,64 %	28,53 %	26,12 %	24,75 %	19,30 %
Gjennomsnitt dss	26,25 %					
Median dss	27,14 %					
ndss	26,25 %					

Tabell 18: Netto driftsskattesats Lerøy, 2010-2015 (Knivslå, 2016g)

Fra tabell 19 ser vi at dss ligger over sss i årene 2010 – 2012, mens dss er under sss i 2013 – 2015. I 2015 er dss 19,30 %, som er langt lavere enn sss. Noe av nedgangen kan forklares at skattesatsen er endret fra 27 % til 25 % i 2016. Og at dette slår ut på utsatt skatt i 2015. Vi ser også at normalisert driftsskattesatsen ligger under sss i hele perioden. Ndss avviker ikke fra sss i sånn grad at det har vært aktuelt å benytte gjennomsnittet til bransjen i stedet for Lerøys ndss.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsrelatert skattekostnad	530 960	182 966	212 522	624 215	361 682	302 765
/ Driftsresultat før skatt	1 884 787	597 131	744 832	2 390 028	1 461 262	1 568 461
= Årlig driftsskattesats (dss)	28,17 %	30,64 %	28,53 %	26,12 %	24,75 %	19,30 %

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Årlig driftsskattesats (dss)	28,17 %	30,64 %	28,53 %	26,12 %	24,75 %	19,30 %
- Normalisert driftsskattesats (ndss)	26,25 %	26,25 %	26,25 %	26,25 %	26,25 %	26,25 %
= Unormal driftsskattesats	1,92 %	4,39 %	2,28 %	-0,14 %	-1,50 %	-6,95 %

Tabell 19: Driftsskattesats og netto driftsskattesats Lerøy 2010-2015

	2010	2011	2012	2013	2014	2015 Symbol
Normal skattekostnad, lik den rapporterte	510 952	156 311	182 749	593 981	328 939	268 227
- Skatt på finansinntekter	3 118	7 696	6 341	3 351	3 781	2 190 sss*(2/3)*FI
+ Skatt på finanskostnader	22 913	34 110	36 033	33 672	33 542	34 100 sss*FK
- Skatt på unormalt finansresultat	-214	-241	-81	87	-2 982	-2 628 sss*(2/3)*UFR
= Skatt på driftsresultat	530 960	182 966	212 522	624 215	361 682	302 765
- Skatt på unormalt driftsresultat	84 877	-184 368	76 334	212 213	-52 470	42 991
= Skatt på normalt driftsresultat	446 083	367 334	136 188	412 002	414 151	259 773
- Unormal skatt på normalt driftsresultat	30 372	52 606	10 883	-2 134	-25 123	-93 523 DR * (dss-ndss)
= Normal driftsskattekostnad	415 711	314 728	125 305	414 136	439 274	353 296

Tabell 20: Fordeling av skattekostnaden Lerøy, 2010 – 2015

Omgruppering av balansen

Omgrupperingen av balansen gjøres gjennom fire steg. Som tidligere nevnt i oppgaven er balanseoppstillingen til Lerøy etter IFRS, og er mest kreditororientert. Til verddivurderingsformål er det mest hensiktsmessig å gjøre balansen mer investororientert. Målet er å omgruppere balansen for å øke fokuset på Lerøys verdiskapende aktiviteter.

Eiendeler er investeringer som skaper verdier gjennom drift. Verdiskapning skjer gjennom å investere eller sysselsette kapital, altså å sette kapitalen i drift. Kapitalen kan komme fra

egenkapitalinvestorer og/eller långivere. Balansen bør ha et skille mellom eiendeler som brukes til drift, og kapital som finansierer driftseiendelene (Knivsflå, 2016h).

Steg 1. Eventuelt avsatt utbytte = egenkapital, ikke gjeld

Investororientert regnskapsanalyse har et eierperspektiv. Derfor bør avsatt utbytte ikke klassifiseres som gjeld, men som egenkapital som blir tilbakebetalt til eierne. Etter IFRS avsettes ikke foreslått utbytte som kortsiktig gjeld, sånn som det gjøres i NGAAP. Avsatt utbytte blir klassifisert som kortsiktig gjeld først når generalforsamlingen har vedtatt utbyttet. Dette innebærer at egenkapitalen per 31.12 kun er redusert med det betalte utbyttet i løpet av året. Vi finner det derfor ikke nødvendig å omgruppere utbytte (Knivsflå, 2016d).

Steg 2. Avgjør hva som er drift og finansiering i totalbalansen

En eiendel som gir opphav til driftsresultatet klassifiseres som en driftseiendel. Det motsatte vil være gjeldende for finansielle eiendeler. Drift kan defineres som operasjonelle aktiviteter, altså aktiviteter som inngår i selskapets driftssyklus. Finansielle eiendeler er ofte pengeplasseringer og investeringer. På gjeldssiden er en vanlig huskeregel at hvis lånet er rentebærende, er gjelden finansiell. Hvis gjelden ikke er rentebærende og inngår som en del av selskapets driftssyklus, er gjelden definert som driftsrelatert (Penman, 2013).

Det viktigste er at det konsistens mellom resultat og balanse. Dersom en eiendel eller gjeld er drift i balansen, må alle inntekter og kostnader som kan knyttes til eiendelen eller gjelden være gruppert som driftsinntekt og driftskostnad. Dersom en eiendel eller gjeld er finansiell i balansen, må inntekter og kostnader knyttet til eiendelen eller gjelden inngå som finansinntekter eller finanskostnader (Knivsflå, 2016h)

Kontanter, bank og likvider kan både være driftsrelatert og finansiell. Vanligvis har selskapet en andel kontanter som inngår i selskapets daglig drift. Renteinntektene er vanligvis klassifisert som finansinntekter i resultatregnskapet. Som en forenkling velger vi å definere hele posten av kontanter og likvider som finansielle eiendeler, selv om en andel av disse vil være definert som driftsrelatert.

Investeringer er definert i finansregnskapet som aksjer holdt for salg. Aksjene er vurdert til å være lite relevant for fremtidig drift, og derfor anses investeringene som finansielle eiendeler. Noteinformasjonen taler også for at investeringene bør klassifiseres som finansielle eiendeler. Samleposten «andre fordringer» er i hovedsak klassifisert som

driftsrelaterte eiendeler, mens andelen «annen kortsiktige fordringer» fra fordringsnoten er ansett som finansielle eiendeler.

Fordringer er både driftsrelaterte og finansielle. Kundefordringer inngår i Lerøys driftssyklusen og er klassifisert som driftsrelaterte eiendeler. Langsiktige fordringer er ut i fra noteinformasjon klassifisert som finansielle eiendeler.

Biologiske eiendeler og andre varer anses i sin helhet som driftsrelaterte poster.

Investeringer i tilknyttede virksomheter anses som driftsrelaterte eiendeler. Lerøy har investeringer i flere datterselskaper som inngår i oppdrettssyklusen og dermed selskapets drift. Selskapet har også inntekter fra tilknyttede virksomheter og inntektene er klassifisert som å inngå i netto driftsresultatet i det omgrupperte resultatregnskapet.

Varige driftsmidler er ansett som helhet til å inngå i driftssyklusen til Lerøy, og dermed som driftsrelaterte eiendeler.

Immaterielle eiendeler anses i sin helhet som driftsrelaterte. Innenfor immaterielle eiendeler er det blant annet konsesjoner. Konsesjonene anses som å inngå i Lerøys daglige drift.

Avsetninger, pensjonsforpliktelser, utsatt skatt, utsatt skattefordel og betalbar skatt anses som driftsrelatert. Lerøy opererer med både utsatt skatt og utsatt skattefordel i balansen. Disse er det viktig å se i sammenheng, slik at det er konsistens i skatteforpliktelsene. Utsatt skatt og utsatt skattefordel grupperes som langsiktig driftsrelatert, mens betalbar skatt anses som kortsiktig driftsrelatert. Pensjonskostnader inngår vanligvis som en driftskostnad. For å ha konsistens mellom resultat og balanse anses pensjonsforpliktelser som driftsrelaterte.

Kortsiktig gjeld inneholder poster som er driftsrelaterte og finansielle. Leverandørgjeld, skyldige offentlige avgifter og annen kortsiktig gjeld er ansett som driftsrelaterte. Kortsiktige kreditter er lån til kredittinstitusjoner og er derfor ansett som finansiell gjeld.

Langsiktig gjeld er i sin helhet ansett som finansiell gjeld etter noteinformasjon.

Steg 3. Fra totalbalanse til sysselsatt kapital

Totale eiendeler og totalkapital er balansen som kommer direkte ut i fra regnskapet, som vist i figur 25. Finansregnskapet er som tidligere diskutert ansett som kreditororientert.

Anleggsmidler (AM)	Egenkapital (EK)
	Minoritet (MI)
Omløpsmidler (OM)	Langsiktig gjeld (LG)
	Kortsiktig gjeld (KG)

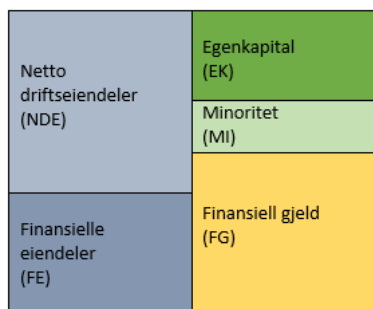
Figur 25: Oversikt totalbalanse (Knivsflå, 2016h).

Ved å omgruppere balansen fra et mer kreditororientert perspektiv til et mer investororientert perspektiv får vi følgende balanse, der man deler balansen i sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital.

Driftsrelaterte eiendeler (DE)	Egenkapital (EK)
	Minoritet (MI)
Finansielle eiendeler (FE)	Finansiell gjeld (FG)
	Driftsrelatert gjeld (DG)

Figur 26: Omgruppert balanse (Knivsflå, 2016h).

Problemet med totalkapital er at driftsrelatert gjeld ikke er sysselsatt kapital, altså plassert aktivt gjennom kapitalmarkedene. Driftsrelatert gjeld er gjeld som er en naturlig del av driftssyklusen i selskapet, eller gjeld som er oppstått som en naturlig del gjennom driften. Sysselsatt kapital er den kapitalen som er betalt inn og dermed sysselsatt av eierne og av de finansielle långiverne. Videre deles netto driftseiendelene inn i undergruppene netto anleggsmidler og driftsrelatert arbeidskapital (Knivsflå, 2016h).



Figur 27: Sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital (Knivsflå, 2016h).

Sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital:

Sysselsatt kapital	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	4 506 290	4 952 298	5 136 301	5 584 132	5 850 215	6 263 625
+ Driftsrelatert arbeidskapital	2 735 317	2 390 063	2 997 977	4 028 847	4 018 716	5 048 025
= Netto driftseiendeler	7 241 607	7 342 361	8 134 278	9 612 979	9 868 931	11 311 650
+ Finansielle eiendeler	1 408 489	1 645 747	1 144 329	975 345	1 447 059	1 294 669
= Sysselsatte eiendeler	8 650 096	8 988 108	9 278 607	10 588 324	11 315 990	12 606 319
Egenkapital	5 445 710	5 262 835	5 314 575	6 755 200	7 262 314	7 885 695
+ Minoritetsinteresser	548 564	534 931	649 381	793 747	817 282	878 357
+ Finansiell gjeld	2 655 822	3 190 342	3 314 651	3 039 377	3 236 394	3 842 267
= Sysselsatt kapital	8 650 096	8 988 108	9 278 607	10 588 324	11 315 990	12 606 319

Tabell 21: Sysselsatt eiendeler og sysselsatt kapital Lerøy, 2010-2015

Steg 4. Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

Netto driftskapital er den kapitalen som er investert i driften og ikke i finansielle eiendeler. Finansielle eiendeler er i prinsippet eiendeler som virksomheten har utover det som trengs for å drive virksomheten. Finansielle eiendeler er dermed likvider, eller midler som en raskt kan bruke til å betale ned på den finansielle gjelden. Det er derfor naturlig å analysere netto finansiell gjeld i stedet for å se på finansielle eiendeler og finansiell gjeld separat. Hvis finansielle eiendeler overstiger den finansielle gjelden klassifiseres posten som netto finansielle eiendeler (Knivsflå, 2016h). I Lerøys tilfelle er det snakk om netto finansiell gjeld i hele analyseperioden.

Netto driftseiendeler (NDE)	Egenkapital (EK)
	Minoritet (MI)
	Netto finansiell gjeld (NFG)

Figur 28: Netto driftseiendeler (Knivsflå, 2016h).

5.5.2 Omgruppert resultatregnskap og balanse

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsinntekter	8 884 915	9 162 813	9 097 146	10 764 714	12 579 465	13 450 725
- Driftskostnader	7 301 420	7 963 975	8 619 843	9 187 220	10 906 217	12 104 978
= Driftsresultat fra egen virksomhet	1 583 495	1 198 838	477 303	1 577 494	1 673 248	1 345 747
- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	415 711	314 728	125 305	414 136	439 274	353 296
= Netto driftsresultat i egen virksomhet	1 167 784	884 110	351 998	1 163 358	1 233 974	992 451
+ Nettoresultat fra tilknyttet virksomhet	122 006	19 741	24 831	192 188	91 939	61 376
= Netto driftsresultat	1 289 790	903 851	376 829	1 355 546	1 325 913	1 053 827
+ Netto finansinntekt	13 586	33 533	27 631	14 600	17 225	9 979
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	1 303 376	937 384	404 460	1 370 146	1 343 138	1 063 806
- Netto finanskostnad	58 919	87 711	92 658	86 586	90 687	92 195
- Netto minoritetsresultat	10 062	-4 028	10 963	153 043	48 557	53 165
= Nettoresultat til egenkapital	1 234 395	853 700	300 839	1 130 517	1 203 893	918 445
+ Unormalt netto driftsresultat	187 449	-475 397	165 274	674 632	-68 520	325 310
+ Unormalt netto finansresultat	-930	-5 962	-34 639	8 678	-85 785	31 017
= Fullstendig nettoresultat til EK	1 420 914	372 342	431 474	1 813 827	1 049 588	1 274 773
- Netto betalt utbytte	256 892	555 217	379 734	373 202	542 474	651 392
= Endring i egenkapital	1 164 022	-182 875	51 740	1 440 625	507 114	623 381

Tabell 22: Omgruppert resultatregnskap Lerøy, 2010 – 2015

Netto driftskapital	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	4 506 290	4 952 298	5 136 301	5 584 132	5 850 215	6 263 625
+ Driftsrelatert arbeidskapital	2 735 317	2 390 063	2 997 977	4 028 847	4 018 716	5 048 025
= Netto driftseiendeler	7 241 607	7 342 361	8 134 278	9 612 979	9 868 931	11 311 650
Egenkapital	5 445 710	5 262 835	5 314 575	6 755 200	7 262 314	7 885 695
+ Minoritetsinteresser	548 564	534 931	649 381	793 747	817 282	878 357
+ Netto finansiell gjeld	1 247 333	1 544 595	2 170 322	2 064 032	1 789 335	2 547 598
= Netto driftskapital	7 241 607	7 342 361	8 134 278	9 612 979	9 868 931	11 311 650

Tabell 23: Omgruppert balanse (netto driftskapital) Lerøy, 2010 - 2015

Egenkapital, majoritet	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Inngående egenkapital	4 281 688	5 445 710	5 262 835	5 314 575	6 755 200	7 262 314
+ Fullstendig nettoresultat	1 420 914	372 342	431 474	1 813 827	1 049 588	1 274 773
- Netto betalt utbytte	256 892	555 217	379 734	373 202	542 474	651 392
= Utgående egenkapital	5 445 710	5 262 835	5 314 575	6 755 200	7 262 314	7 885 695

Tabell 24: Endring i egenkapitalen (majoriteten) Lerøy, 2010 – 2015

5.6 Analyse av målefeil og justering

Ved justering for målefeil tar en utgangspunkt i selskapets årsrapporter. Palepu, Peek og Healy (2013b s. 136) definerer justering som «Using cash flow information and information from the notes to the financial statements to undo any accounting distortions». Målet er at det justerte og omgrupperte årsregnskapet skal gi en bedre avbildning av underliggende økonomiske forhold enn det omgrupperte årsregnskapet (Knivsflå, 2016e). Å justere årsregnskapet for å få et bedre estimat på selskapets økonomiske forhold anses av mange som en svært ambisiøs målsetning. Som ekstern analytiker har man ikke tilgang på like detaljert informasjon som selskapet selv. Vi er av den formening at justering likevel vil være hensiktsmessig.

Vi skiller vanligvis mellom tre ulike former for målefeil (Knivsflå, 2016e):

- Målefeil av type 1 er knyttet til god rentabilitetsmåling. Rentabilitet måler avkastning på investert kapital slik at superrentabilitet måler strategisk fordel knyttet til faktiske investeringer.
- Målefeil av type 2 er målefeil på grunn av at rentabilitetsmåling etter gjeldende rammeverk avviker fra god rentabilitetsmåling. Målefeilen oppstår oftest i form av manglende balanseføring eller feilperiodiseringer.
- Målefeil av type 3. Målefeil på grunn av kreativ regnskapsføring. Avvik mellom rapportering og gjeldende rammeverk.

Alle regnskapene til Lerøy i analyseperioden er reviderte regnskap. Ingen ureviderte tall er benyttet. Vi antar derfor at målefeil av type 3 ikke er aktuelt for vår analyse og eventuell justering. Lerøy har i analyseperioden hatt normale revisjonsberetninger for konsernregnskapet. Vi har valgt å justere de viktigste postene gjennom å ha gransket regnskapsinformasjonen til Lerøy. Siden Lerøy er bundet til IFRS-rapportering er hovedidealet virkelig verdi. Justeringene vil derfor fokusere på å justere slik at netto driftseiendeler verdsettes til historisk kostverdi. Faren for målefeil øker når det er usikkert om en faktisk eier eller kontrollerer eiendelen eller ressursen, eller når verdien fra eiendelen/ressursen er usikker i fremtiden (Palepu, et al., 2013b). Usikkerhet rundt fremtidig laksepris gjør derfor at vi ønsker å justere de biologiske eiendelene til kostpris.

Vi er av den mening at det finnes flere poster en kunne justert for, men at vi ikke har regnskapsinformasjon til å gjennomføre alle justeringene. Vi tror for eksempel at det hadde vært aktuelt å justere for manglende balanseføring av forskning og utvikling (FoU), men at vi ikke har noen grunnlag ut i fra årsrapportene til å kunne estimere en fornuftig balanseføring av FoU.

Vi har valgt å ikke justere finansielle poster da Lerøy bokfører etter IFRS og «fair value». Vi har ingen indikasjoner på at Lerøy har forpliktelser som ikke er bokført i regnskapet (Palepu, et al. 2013b). Samtidig er det vanskelig å oppnå en strategisk fordel ved finansiering, og vi venter derfor ikke rentabilitet utover normalavkastningen (Knivsflå, 2016e).

5.6.1 Justering av målefeil

Justering av biologiske eiendeler

Ved vurdering av de biologiske eiendelene er det relevant å vurdere om man skal benytte virkelig verdi ved måling av levende fisk, eller om historisk kost gir bedre informasjon for beslutningsformål. Biologiske eiendeler fastsettes etter IAS 41, og rapporteres til virkelig verdi når det finnes et aktivt marked for omsetningen av disse. Biologiske eiendeler er i denne sammenhengen definert som alle levende dyr og planter (Schmid & Helseth, u.d.), og regnskapsføres til virkelig verdi, fratrukket salgsutgifter både underveis i vekstperioden og ved slakting. Endring i verdi på levende fisk består av to elementer: tilvekst og prisendringer.

Selve verdimålingen er regulert i IFRS 13. Etter IFRS 13 følger det at virkelig verdi er den prisen man ville ha mottatt dersom den levende fisken hadde blitt solgt i en normal transaksjon mellom markedsaktører på balansedagen. En skal også ta hensyn til de karakteristika som en potensiell kjøper ville tatt med i sin verdivurdering, noe som også omfatter hvor fisken befinner seg og hvilken tilstand den er i (Schmid & Helseth, u.d.). Verdssettelsen til virkelig verdi baseres på en rekke ikke-observerbare forutsetninger. For moden fisk vil usikkerheten i virkelig verdi først og fremst knytte seg til forutsetninger som estimert volum, kvalitetsfordeling av biomassen og pris. For umoden fisk vil usikkerheten være knyttet til pris, volum, dødelighet, kvalitet og gjenværende produksjonskostnader (Finanstilsynet, 2015).

Fordelen med å verdsette til virkelig verdi er at det gir det beste bildet av de endringene som skyldes den biologiske omdanningen, for eksempel fra smolt til slaktemoden laks (Bernhoft

& Fardal, 2007). De biologiske eiendelene handles i tillegg i aktive markeder med observerbare priser, slik at måling til historisk kost kan være mindre pålitelig.

Finanstilsynet har avdekket at det eksisterer flere eksempler på divergens i praksis for vurdering til virkelig verdi som kan redusere sammenlignbarheten mellom foretakene i oppdrettsbransjen (Finanstilsynet, 2015). De opplyser i sin rapport at noen av grunnene er forskjeller i prisforutsetninger i verdsettelsen, men også ulik praksis ved bruk av tilvekstmodeller for virkelig verdi. Ulik vurdering av pris i verdsettelsesmodellene kommer blant annet av at noen av selskapene ikke har tatt utgangspunkt i offentlig tilgjengelige priser, men heller benyttet sine egne oppnådde priser. (Finanstilsynet 2015, s 12). Verdsettelse til virkelig verdi bygger på subjektive forutsetninger, og regnskapene inneholder i mange tilfeller relativt lite informasjon om forutsetningene. Dette kan gjøre det vanskelig for brukerne å vurdere påliteligheten av verdien. (Bernhoft & Fardal, 2007).

Vi velger å justere de biologiske eiendelene fra virkelig verdi til kostverdi. Vi har tidligere vurdert verdiendringen til de biologiske eiendelene til å inngå som en unormal post, og justeringen vil derfor skje over det unormale resultatet. Grunnen til at vi ønsker å justere til kostverdi er at de biologiske eiendelene følger lakseprisen og det hersker tvil om hvilken pris som skal benyttes til verdsettelse i bransjen. Det er vanskelig å si på verdsettelsestidspunktet hva en kan selge den usolgte fisken for i fremtiden (Palepu, et al., 2013b). Vi vet ikke hva lakseprisen er frem i tid, og om laksen blir omsatt til en lavere eller høyere pris enn ved årets slutt. Verdiendringenes resultateffekt er ikke realisert. Når en verdsetter til kostpris verdsettes de biologiske eiendelene til den verdien det har kostet å framstille fisken til det stadiet den er på ved årsslutt. Vi er også av den formening at justering til historisk kost øker sammenlignbarheten mellom selskapene i bransjen, da vi ønsker å eliminere estimatforskjellene som Finanstilsynet mener eksisterer ved vurderinger til virkelig verdi av biomassen.

Måling etter kostmodellen gjør at målt rentabilitet er en avbildning av faktisk rentabilitet på investert kapital (Knivsflå, 2016e). Investorer innenfor lakseoppdrett ser derfor vanligvis mer på "driftsresultat før verdijustering av biologiske eiendeler" enn det faktiske rapporterte driftsresultatet (Kaldestad & Møller, 2016a), og vi mener derfor at justering til historisk kost vil ha mer brukernytte enn virkelig verdi.

Justering av utsatt skatt / utsatt skattefordel

Netto utsatt skatt er differansen mellom utsatt skatt og utsatt skattefordel. Vi er av den formening at manglende neddiskontering av utsatt skatt i resultatregnskapet gir en undervurdering av selskapets balanseførte egenkapital. Vi velger å justere for netto utsatt skatt som knytter seg til varige driftsmidler. Den utsatte skatten kommer fra forskjellene mellom regnskapsmessige avskrivninger (lineære) og skattemessige avskrivninger (saldoavskrivninger). Forskjellen skaper en undervurdering av egenkapitalen i år der netto utsatt skatt er positiv, som korrigeres ved å bruke følgende formel (Knivsflå, 2016i).

$$\text{Justeringsfaktor} = \frac{\text{Gjennomsnittlig saldossats}}{\text{Gjennomsnittlig saldossats} + \text{diskonteringsrente}}$$

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

Vi har vurdert gjennomsnittlig saldossats til å være 20% for driftsmidlene. Vi har her tatt utgangspunkt i skatteloven § 14-43 (1) bokstav d. På grunn av det lave rentenivået de siste årene har vi antatt en diskonteringsrente på 5 % for justering av netto utsatt skatt.

Justering av netto pensjonskrav

Netto pensjonskostnad i balansen er i årene 2010 – 2012 ikke ført til virkelig verdi, men justert med et estimatavvik. Dette betyr at Lerøy ikke har tatt tapet eller gevinsten for deler av pensjonsforpliktelsen umiddelbart. Effekten av justeringen er at vi får en unormal post uten skatteeffekt. Vi har justert for estimatavviket i de årene de er aktuelle i analyseperioden.

Effekt av justering av målefeil i resultatregnskapet	2010	2011	2012	2013	2014	2015
- Justering av målefeil i resultatregnskapet	220 163	-454 111	217 359	563 598	-241 459	139 019
- Ikke resultatført estimatvirkning av pensjon	45	1 722	-1 677	0	0	0
+ Diskontering av netto utsatt skatt	8 371	-1 816	475	2 090	-926	-5 097
= Virkning unormalt netto driftsresultat	-211 838	450 573	-215 207	-561 508	240 533	-144 117
= Virkning på fullstendig nettoresultat til egenkapitalen	-211 838	450 573	-215 207	-561 508	240 533	-144 117

Tabell 25: Effekt justering av målefeil i resultatregnskapet Lerøy, 2010 - 2015

Effekt av justering av målefeil i balansen	2010	2011	2012	2013	2014	2015
- Justering av målefeil i resultatregnskapet	220 163	-233 948	-16 589	547 009	305 550	444 570
- Ikke resultatført estimatvirkning av pensjon	45	1 767	90	90	90	90
+ Diskontering av netto utsatt skatt	13 777	11 961	12 436	14 525	13 599	8 502
= Virkning netto driftseiendeler	-206 431	244 141	28 934	-532 574	-292 041	-436 158
= Virkning på egenkapitalen	-206 431	244 141	28 934	-532 574	-292 041	-436 158

Tabell 26: Effekt justering av målefeil i balansen Lerøy, 2010 – 2015

5.6.2 Omgruppert og justert resultatregnskap og balanse

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsinntekter	8 884 915	9 162 813	9 097 146	10 764 714	12 579 465	13 450 725
- Driftskostnader	7 301 420	7 963 975	8 619 843	9 187 220	10 906 217	12 104 978
= Driftsresultat fra egen virksomhet	1 583 495	1 198 838	477 303	1 577 494	1 673 248	1 345 747
- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	415 711	314 728	125 305	414 136	439 274	353 296
= Netto driftsresultat i egen virksomhet	1 167 784	884 110	351 998	1 163 358	1 233 974	992 451
+ Nettoresultat fra tilknyttet virksomhet	122 006	19 741	24 831	192 188	91 939	61 376
= Netto driftsresultat	1 289 790	903 851	376 829	1 355 546	1 325 913	1 053 827
+ Netto finansinntekt	13 586	33 533	27 631	14 600	17 225	9 979
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	1 303 376	937 384	404 460	1 370 146	1 343 138	1 063 806
- Netto finanskostnad	58 919	87 711	92 658	86 586	90 687	92 195
- Netto minoritetsresultat	10 062	-4 028	10 963	153 043	48 557	53 165
= Nettoresultat til egenkapital	1 234 395	853 700	300 839	1 130 517	1 203 893	918 445
+ Unormalt netto driftsresultat	-24 389	-24 824	-49 933	113 124	172 012	181 194
+ Unormalt netto finansresultat	-930	-5 962	-34 639	8 678	-85 785	31 017
= Fullstendig nettoresultat til EK	1 209 076	822 915	216 267	1 252 319	1 290 121	1 130 656
- Netto betalt utbytte	256 892	555 217	379 734	373 202	542 474	651 392
= Endring i egenkapital	952 184	267 698	-163 467	879 117	747 647	479 264

Tabell 27: Omgruppert og justert resultatregnskap Lerøy, 2010 – 2015

Sysselsatt kapital	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	4 299 859	5 196 439	5 165 235	5 051 558	5 558 174	5 827 467
+ Driftsrelatert arbeidskapital	2 735 317	2 390 063	2 997 977	4 028 847	4 018 716	5 048 025
= Netto driftseiendeler	7 035 176	7 586 502	8 163 212	9 080 405	9 576 890	10 875 492
+ Finansielle eiendeler	1 408 489	1 645 747	1 144 329	975 345	1 447 059	1 294 669
= Sysselsatte eiendeler	8 443 665	9 232 249	9 307 541	10 055 750	11 023 949	12 170 161
Egenkapital	5 239 279	5 506 976	5 343 509	6 222 626	6 970 273	7 449 537
+ Minoritetsinteresser	548 564	534 931	649 381	793 747	817 282	878 357
+ Finansiell gjeld	2 655 822	3 190 342	3 314 651	3 039 377	3 236 394	3 842 267
= Sysselsatt kapital	8 443 665	9 232 249	9 307 541	10 055 750	11 023 949	12 170 161

Tabell 28: Omgruppert og justert balanse (sysselsatt kapital) Lerøy, 2010 - 2015

Netto driftskapital	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	4 506 290	4 952 298	5 136 301	5 584 132	5 850 215	6 263 625
+ Driftsrelatert arbeidskapital	2 528 886	2 634 204	3 026 911	3 496 273	3 726 675	4 611 867
= Netto driftseiendeler	7 035 176	7 586 502	8 163 212	9 080 405	9 576 890	10 875 492
Egenkapital	5 239 279	5 506 976	5 343 509	6 222 626	6 970 273	7 449 537
+ Minoritetsinteresser	548 564	534 931	649 381	793 747	817 282	878 357
+ Netto finansiell gjeld	1 247 333	1 544 595	2 170 322	2 064 032	1 789 335	2 547 598
= Netto driftskapital	7 035 176	7 586 502	8 163 212	9 080 405	9 576 890	10 875 492

Tabell 29: Omgruppert og justert balanse (netto driftskapital) Lerøy, 2010 – 2015

Egenkapital, majoritet	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Inngående egenkapital	4 287 095	5 239 279	5 506 977	5 343 509	6 222 626	6 970 273
+ Fullstendig nettoresultat	1 209 076	822 915	216 267	1 252 319	1 290 121	1 130 656
- Netto betalt utbytte	256 892	555 217	379 734	373 202	542 474	651 392
= Utgående egenkapital	5 239 279	5 506 977	5 343 509	6 222 626	6 970 273	7 449 538

Tabell 30: Endring i egenkapitalen (majoriteten) etter justering Lerøy, 2010 – 2015

Tallene for komparative virksomheter er omarbeidet og justert likt med hva som er gjort for Lerøy. Slik at tallene skal være så sammenlignbare som mulig ved gjennomføringen av den strategiske regnskapsanalysen og senere utarbeidelse av fremtidsregnskap.

6: Analyse av risiko

I fundamental verdivurdering er selskapets avkastningskrav sentralt og benyttes til å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer. Verdien av selskapet i dag er lik nåverdien av verdien i fremtiden. Avkastningskravet til selskapet er typisk bestående av risikofri rente, markedsrisiko og selskapsspesifikk risiko. Markedsrisiko går under betegnelsen systematisk risiko, mens selskapsspesifikk risiko anses å være usystematisk risiko (Bøhren & Michalsen, 2006).

Usystematisk risiko er usikkerhet i en aksjes avkastning som investor kan eliminere ved å diversifisere. Kjennetegn for usystematisk risiko er at den er spesifikk for en eller bare noen få bedrifter og skriver seg til mikrohendelser (Bøhren & Michalsen, 2006). Systematisk risiko er usikkerhet som en investor ikke kan eliminere ved å diversifisere, og går ofte under betegnelsen relevant risiko. Det som kjennetegner systematisk risiko er at den skyldes usikkerhet om makrobegivenheter. Det vil si hendelser som virker på alle selskaper. I vår sammenheng er slik usikkerhet for eksempel endring i laksepris, konjunkturbevegelser, lovendringer og utstedte konsesjoner.

En investor vil i utgangspunktet stå ovenfor markedsrisiko og selskapsspesifikk risiko. En rasjonell investor vil spre sine investeringer i mange selskaper og bransjer, slik at den usystematiske risikoen diversifiseres bort, og man sitter igjen med markedsrisikoen. For en diversifisert investor vil dermed den usystematiske risikoen være irrelevant, mens relevant risiko er markedsrisikoen (Kaldestad & Møller, 2016b).

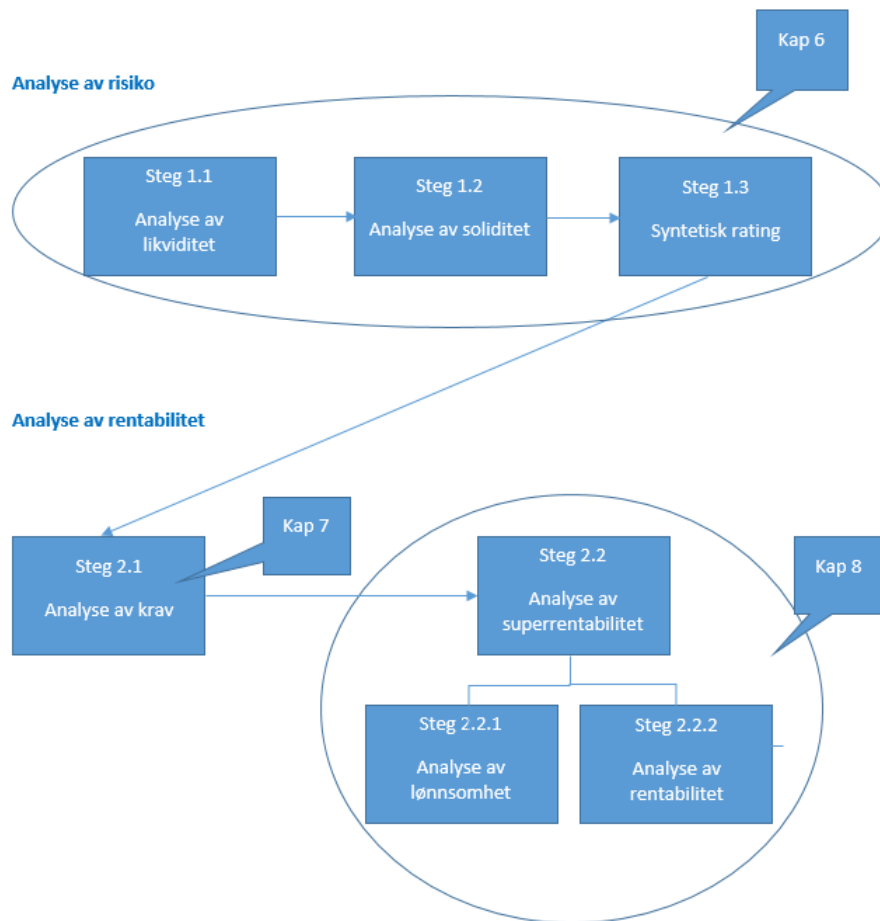
For kreditor er kredittrisiko relevant risiko. Kredittrisikoen er den faren som kreditor har for at lånet pluss avtalt rente helt eller delvis blir misligholdt. I motsetning til aksjonæren har kreditor ingen oppside, men derimot en stor nedside ved at det er en fare for at selskapet misligholder lånet (Kaldestad & Møller, 2016b). Kredittrisiko er en systematisk risiko for

kreditor og kan ikke diversifiseres bort. Kredittrisikopremien vil avhenge av konkursfaren i det enkelte selskap og forventet tap hvis konkurs inntreffer. For å vurdere den selskapsspesifikke risikoen gjennomfører vi forholdstallsanalyser. Empiriske analyser viser at det er en sammenheng mellom forholdstall og konkurs (Knivsflå, 2016j). Vi gjennomfører derfor analyser av forholdstall for likviditet og soliditet som skal danne et anslag på Lerøys syntetiske rating og selskapets kredittrisikopremie. De lånerentene og lånebetingelsene (covenants krav) Lerøy står ovenfor er avhengig av rentenivået og hva slags syntetisk rating kreditorene gir Lerøy.

6.1 Rammeverk for forholdstallsanalyse

For å analysere forholdstall tar vi utgangspunkt i de justerte og omarbeidede tallene fra kapittel 5 siden vi ønsker å ha en investororientert analyse. Vi ønsker å analysere selskapets likviditet, soliditet og lønnsomhet. Selskapets risiko analyseres ved å vurdere den kortsiktige og langsiktige kredittrisikoen til Lerøy. Målet er at analysen skal ende opp i et anslag på Lerøys syntetiske kredittring, som har betydning for lånebetingelsene til Lerøy. Videre ønsker vi å analysere Lerøys lønnsomhet (rentabilitet) i kapittel 8. Lønnsomhetsanalysen brukes videre til å beregne fremtidsregnskap og selve verdsettelsen av selskapet. I kapittel 7 vil vi beregne Lerøys historiske avkastningskrav. Avkastningskravene vil sammenlignes med avkastningen for å se om Lerøy har evnet til å produsere superprofitt.

Vi benytter oss av to hovedteknikker innenfor forholdstallsanalyse; tidsserieanalyse og bransjeanalyser. Ved bruk av tidsserieanalyser ser vi på forholdstallene bakover i tid og ser på den historiske utviklingen til relevante forholdstall. Ved bruk av bransjeanalyser sammenligner vi Lerøys forhåndstall mot bransjen. Målestokken for om et forholdstall er godt eller dårlige er bransjegjennomsnittet (Knivsflå, 2016j).



Figur 29: Rammeverk for forholdstallsanalyse (Knivsflå, 2016j)

6.2 Analyse av kortsiktig risiko – Likviditetsanalyse

Likviditetsanalyser fokuserer på kortsiktig kredittrisiko. Vi ønsker å se om selskapet har likvidider til å betjene sine kortsiktige forpliktelser etter hvert som de forfaller. Likviditetsrisikoen er faren for at selskapet på kort sikt ikke klarer å betale sine forpliktelser etter hvert som de forfaller (Knivsflå, 2016j). På kort sikt vurderer vi om selskapet har nok likvider til å betjene sin kortsiktige gjeld. Desto mer likvider selskapet har sammenlignet med kortsiktige forpliktelser, desto lavere kredittrisiko har selskapet (Palepu, Peek, & Healy, 2013c).

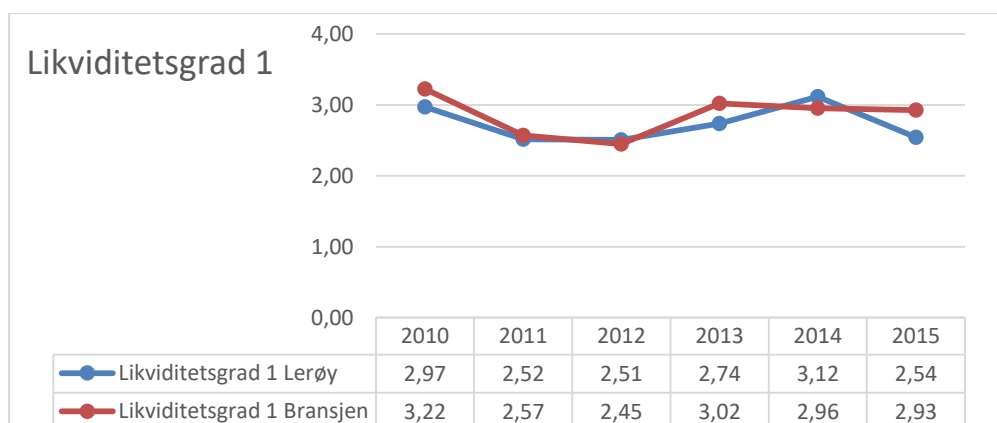
Vi analyserer Lerøys likviditetsrisiko ved å studere forholdstallene likviditetsgrad 1, likviditetsgrad 2, finansiell gjeldsdekningsgrad og rentedekningsgrad. I tillegg til

vurderingen av forholdstall analyserer vi Lerøys evne til å dekke sin gjeld ved å analysere den frie kontantstrømmen fra drift og kontantstrømmen til finansielle eiendeler.

6.2.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 utgjør forholdet mellom selskapets mest likvide eiendeler (omløpsmidlene) sammenlignet med selskapets kortsiktige gjeld. Omløpsmidlene er for eksempel kundefordringer, bank, kontanter og varelager. Selskapets kortsiktige gjeld er gjeld som forfaller innen et år, og er blant annet leverandørgjeld, skatter og avgifter. Et høyt forholdstall gir indikasjoner om at en har god tilgang til likvider og kontanter til å betjene de kortsiktige forpliktelsene. Et forholdstall under 1 betyr at en har større andel forpliktelser enn likvider. Samtidig betyr ikke en likviditetsgrad lavere enn 1 at en er nærme konkurs, men vanligvis er et forholdstall under 1 ikke et godt tegn. Ofte vil den beste målestokken for å vurdere likviditetsgrad være å sammenligne mot bransjegjennomsnittet, hvor en likviditetsgrad over bransjegjennomsnittet vil være relativt god. En likviditetsgrad på 1 anslås å være bra dersom den overstiger 2 (Knivsflå, 2016j). I fiskeoppdrettsbransjen forventer vi tall over 2 da selskapene har stor andel varelager i sine balanser. Varelagrene består av fisk på ulike stadier, men også for eksempel fôr. Vi har vurdert at en målestokk sammenlignet med bransjen vil være mest hensiktsmessig for å vurdere likviditetsgrad 1. Følgende formler benyttes (Knivsflå, 2016j):

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}} \quad \text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{DOM} + \text{FOM}}{\text{KDG} + \text{KFG}}$$



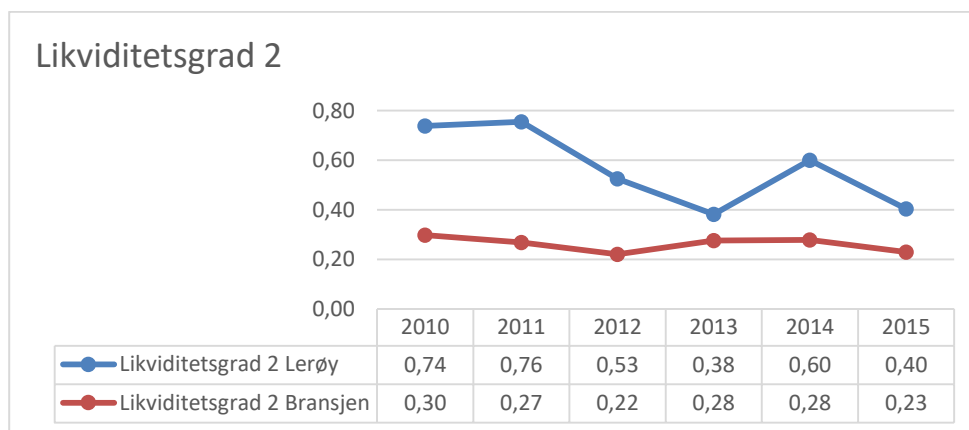
Figur 30: Likviditetsgrad 1 for Lerøy og bransjen, 2010-2015

Figur 30 viser våre beregninger av likviditetsgrad 1 for Lerøy og bransjen. Bransjen har i snitt over analyseperioden hatt en likviditetsgrad 1 som er høyere enn Lerøys. Lerøy har riktignok en høyere likviditetsgrad i 2012 og i 2014, men over hele perioden har bransjen og Lerøy hatt noenlunde lik likviditet. Likviditetsgraden har over analyseperioden ligget rundt 2,5 til 3 for både bransjen og Lerøy. Vi vurderer dette som betryggende. Basert på analyse av likviditetsgrad 1 vurderer vi det til å være liten fare for likviditetskrise i Lerøy.

6.2.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 er definert som forholdet mellom finansielle omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Vanligvis beregner en likviditetsgrad 2 ved å ta de mest likvide omløpsmidlene og sammenligne de med den kortsiktige gjelden. Da trekker en tradisjonelt ut varelageret fra omløpsmidlene. Som diskutert under likviditetsgrad 1 kan en anta at en del av varelageret i oppdrettsnæringen er lett omsettelig, men at en ønsker først å slakte laksen når den når et visst nivå. På denne måten kan en forbedre likviditeten ved å slakte tidligere enn planlagt. Etter tradisjonell målestokk bør likviditetsgrad 2 være over 1. Et forholdstall under 1 er ikke nødvendigvis et dårlig tegn, da noen bransjer er avhengig av varelagre. Noe som oppdrettsbransjen er. Formel for likviditetsgrad 2 er (Knivsflå, 2016j):

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{FOM}}{\text{KDG} + \text{KFG}}$$



Figur 31: Likviditetsgrad 2 for Lerøy og bransjen, 2010-2015

Vi har beregnet likviditetsgrad 2 for Lerøy og bransjen over analyseperioden, som vist i figur 31. Etter tradisjonell målestokk virker forholdstallene å være lave. Vi ser samtidig at Lerøy

har en likviditetsgrad 2 høyere enn bransjen gjennom hele analyseperioden. Lerøys likviditetsgrad 2 varierer mer over perioden, der trenden har vært negativ mot bransjegjennomsnittet fra 2010 til 2013. I 2014 har en hatt en økning, mens det ser ut som den går mot bransjegjennomsnittet igjen fra 2014 til 2015.

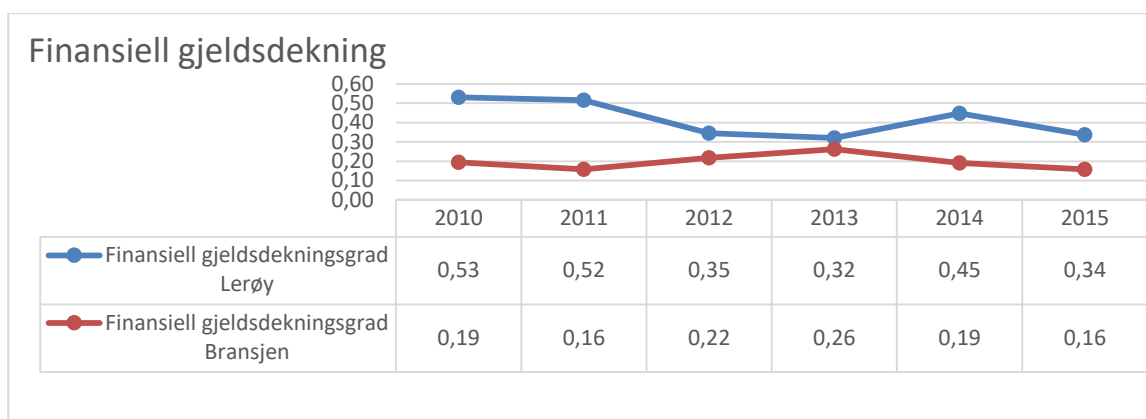
En potensiell forklaring av de lave forholdstallene for likviditetsgrad 2 er at oppdrettsbransjen kan ha en tendens til bruke overskuddslikviditet til å utbetale utbytte fremfor å sitte på overskuddsreserver (Berge, 2016). Likviditetsgrad 2 er lav for hele bransjen gjennom analyseperioden. At Lerøy ligger over bransjen gjennom denne perioden er positivt, da vi vurderer at målestokken bør være bransjen. Vi kan likevel se at likviditeten kan være utfordrende for Lerøy i perioder med lave laksepriser.

6.2.3 *Finansiell gjeldsdekningsgrad*

Kortsiktig finansiell gjeldsdekning kan defineres som selskapets finansielle eiendeler sammenlignet med selskapets finansielle gjeld. Desto større andel finansiell gjeld sammenlignet med finansielle eiendeler, jo større fare for likviditetskrise. En finansiell gjeldsdekningsgrad som er større enn 1 innebærer at selskapet har nok finansielle eiendeler til å dekke opp finansiell gjeld. Når finansiell gjeldsdekning er større enn 1, betyr det også at en har netto finansielle eiendeler i balansen i stedet for netto finansiell gjeld (Knivsflå, 2016j).

$$\text{Finansiell gjeldsdekning} = \frac{\text{Finansielle eiendeler}}{\text{Finansiell gjeld}} = \frac{FE}{FG}$$

Vi har valgt å bruke bransjen som målestokk ved vurdering av Lerøys finansielle gjeldsdekningsgrad. Oppdrettsbransjen er vurdert som kapitalsensitiv, og vi har derfor en forventning om at den kortsiktige gjeldsdekningsgraden er lavere i oppdrettsbransjen enn i andre bransjer. Oppdrettsbransjen genererer vanligvis betydlige mengder finansielle omløpsmidler gjennom daglig drift, spesielt i perioden med høye lakspriser. Derfor vil ikke nødvendigvis lave forholdstall knyttet til gjeldsdekningsgrad tilsi at det er noen likviditetsproblemer i bransjen.



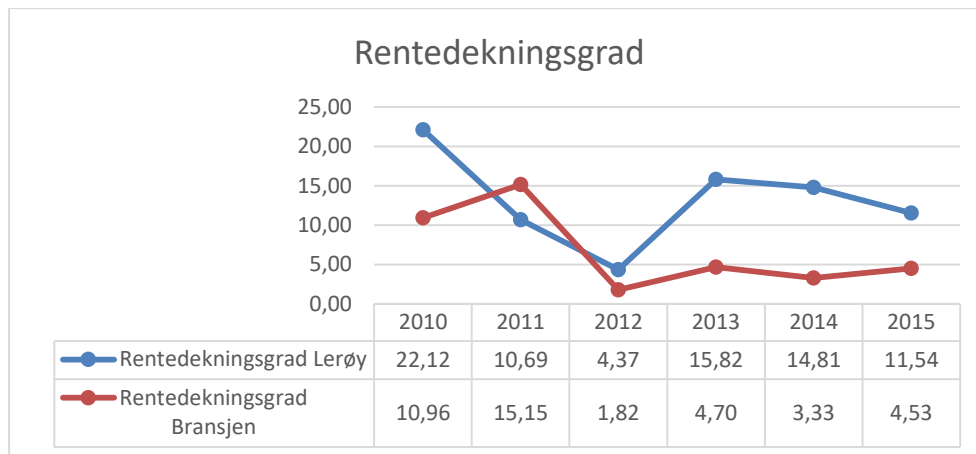
Figur 32: Finansiell gjeldsdekningsgrad for Lerøy og bransjen, 2010-2015

Vi har beregnet finansiell gjeldsdekningsgrad for Lerøy og bransjen over analyseperioden, som vist i figur 32. Bransjen har jevnt over lav finansiell gjeldsdekning i analyseperioden. Lerøy har over hele perioden høyere gjeldsdekning enn bransjen. I perioden 2010-2013 har tendensen vært en negativ utvikling for Lerøy. Det kan se ut som gjeldsdekningen har beveget seg mot bransjegjennomsnittet i denne perioden. I 2014 har en økt gjeldsdekningsgrad, før en beveger seg mot gjennomsnittet i 2015. Vi vurderer at likviditetsrisikoen hos Lerøy er lavere enn i bransjen, da gjeldsdekningen i Lerøy er gjennomgående høyere enn bransjegjennomsnittet.

6.2.4 Rentedekningsgrad

Rentedekningsgrad indikerer selskapets evne til å dekke sine nettofinanskostnader gjennom nettoresultatet selskapet har til fordeling. Problemet med å se på rentedekningsgrad er at en kun ser på evnen til å dekke netto finanskostnad, men ikke på selskapets evne til å dekke avdrag (Knivsflå, 2016j).

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Netto driftsresultat} + \text{Netto finansinntekter}}{\text{Netto finanskostnad}}$$



Figur 33: Rentedekningsgrad for Lerøy og bransjen, 2010-2015

Lerøy har gjennom hele perioden, utenom 2011, hatt en høyere rentedekning enn bransjeggjennomsnittet. Forholdstallene er høye både for Lerøy og bransjen gjennom perioden. Dette gir inntrykk av at en har god evne til å dekke sine løpende rentekostnader gjennom resultatet fra sysselsatt kapital. Netto finanskostnader for Lerøy er relativt konstant i perioden, men resultatet varierer med lakseprisen. I perioder med høy laksepris er rentedekningsgraden høyere enn perioder med lavere laksepris. Totalt sett vurderer vi rentedekningsgraden til Lerøy og bransjen som bra, men at en er sensitiv for negative endringer i prisen på laks.

6.2.5 Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm

Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm ser om selskapet har evne til å generere tilstrekkelig mengde kontanter for å dekke sine løpende forpliktelser. Forholdstallet tar utgangspunkt i selskapets frie kontantstrøm fra sysselsatt kapital sammenlignet med fri kontantstrøm til finansielle långivere (Knivsflå, 2016j).

$$\frac{\text{Fri KS fra sysselsatt kapital}}{\text{Fri KS til finansielle lånegivere}} = \frac{\text{Fri KS fra drift} + \text{Fri KS finansielle eiendeler}}{\text{Netto finanskostnad} - \Delta \text{ Finansiell gjeld}}$$

Forholdstallet er imidlertid bare meningsfylt i år der netto finanskostnad er større enn endringen i finansiell gjeld. I vår analyseperiode oppfyllet kun året 2013 dette kriteriet. Det er likevel nytte i å analysere kontantstrømmen til Lerøy.

I tabell 31, som viser den justerte kontantstrømmen til Lerøy, ser vi at alle år bortsett fra 2010, genererer frie kontanter fra sysselsatt kapital. I 2012 og 2015 har en negativ kontantstrøm fra drift men positiv kontantstrøm til sysselsatt kapital. Lerøy har tatt opp finansiell gjeld gjennom hele perioden, med unntak av året 2013. Dette må sees i sammenheng med oppkjøp og investeringer i 2010, 2012 og 2015. Samtidig betaler Lerøy ut netto utbytte i alle årene i analyseperioden, selv om de har et høyt investeringsvolum.

Lerøy genererer kontanter gjennom ren kontantstrøm fra drift i løpet av hele perioden. Vi vurderer dette som tegn på at Lerøy er i stand til å betjene sine forpliktelser gjennom driften. Dette reduserer faren for at en havner i en likviditetskrise.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Netto driftsresultat	1 289 790	903 851	376 829	1 355 546	1 325 913	1 053 827
+ Unormalt netto driftsresultat	-18 982	-24 824	-49 933	113 124	172 012	181 194
- Endring i netto driftseiendeler	1 347 414	551 326	576 710	917 193	496 485	1 298 602
= Fri kontantstrøm fra drift	-76 605	327 700	-249 814	551 477	1 001 440	-63 581
+ Netto finansinntekter	13 586	33 533	27 631	14 600	17 225	9 979
+ Unormalt netto finansresultat	-930	-5 962	-34 639	8 678	-85 785	31 017
- Endring i finansielle eiendeler	645 183	237 258	-501 418	-168 984	471 714	-152 390
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	-709 133	118 013	244 596	743 739	461 166	129 805
- Netto finanskostnad	58 919	87 711	92 658	86 586	90 687	92 195
+ Endring i finansiell gjeld	505 010	534 520	124 309	-275 274	197 017	605 873
- Netto minoritetsresultat	10 062	-4 028	10 963	153 043	48 557	53 165
+ Endring i minoritetsinteresser	529 996	-13 633	114 450	144 366	23 535	61 075
= Fri kontantstrøm til egenkapital, netto betalt utbytte	256 892	555 217	379 734	373 202	542 474	651 392

Tabell 31: Fri kontantstrøm til egenkapital Lerøy, 2010-2015

6.3 Analyse av langsiktig risiko – Soliditetsanalyse

Analyse av soliditet har som mål å kartlegge om selskapet har økonomiske ressurser til å stå imot fremtidige tap. Soliditetsrisiko er definert som faren for at selskapet ikke har finansiering til å stå imot en lengre periode med tap (Knivsflå, 2016j). For å vurdere soliditeten til Lerøy har vi valgt analysere egenkapitalprosenten i selskapet mot bransjens. Vi skal også analyse kapitalstrukturen til Lerøy, hvordan eiendelene er finansiert, og se hvordan lønnsomheten har vært i analyseperioden sammenlignet med bransjegjennomsnittet.

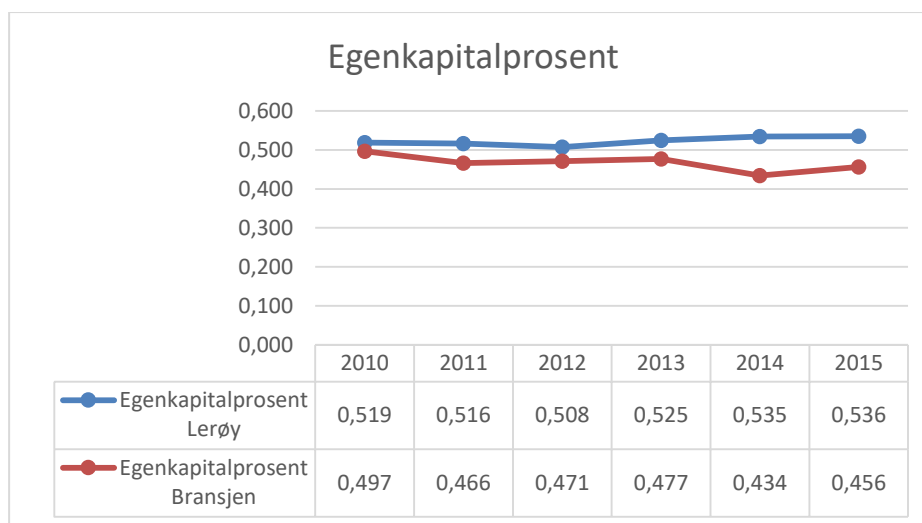
6.3.1 Analyse av egenkapitalprosent

Egenkapitalprosent måler andelen egenkapital sammenlignet med totalkapital. Jo mer egenkapital i forhold til totalkapital, jo mer skjermet er långiver for tap. Høy egenkapitalandel er regnet som bra for selskapet for å kunne takle tap. Samtidig stilles det

også krav i aksjeloven at en skal ha forsvarlig egenkapital. Andel egenkapital av totalkapitalen vil variere fra bransjen, og vi vil derfor se hvordan egenkapitalandelen til Lerøy er imot bransjegjennomsnittet.

Det er vanlig at kreditor stiller krav om egenkapitalprosent, såkalte covenants-krav. Dersom egenkapitalkravet ikke oppfylles forfaller kravet fra kreditor til betaling. Slike hendelser kan være kritisk for virksomheter, da langsiktig gjeld kommer til forfall tidligere som følge av avtalebrudd. Konsekvensen blir at langsiktig gjeld blir til kortsiktig forpliktelse for selskapet. Lerøy har ifølge note 6 i årsrapporten for 2015 et covenants-krav på 30 % egenkapital på konsernnivå. For de fem komparative virksomhetene i bransjen ligger covenants-kravet fra 30-40 % på konsernnivå. Ved vurdering av egenkapitalprosenten til Lerøy vil vi derfor bruke både bransjen og covenants-kravene som målestokk. Formelene vi benytter blir da (Knivsflå, 2016j):

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Netto driftskapital} + \text{Driftsrelatert gjeld} + \text{Finansielle eiendeler}}$$



Figur 34: Egenkapitalprosent for Lerøy og bransjen, 2010-2015

Beregnete egenkapitalandeler gjennom analyseperioden er vist i figur 34. Alle tall er beregnet inklusive minoritetsinteresser for både Lerøy og bransjen siden vi analyserer konsernet som helhet. Vi ser at Lerøy ligger over bransjegjennomsnittet gjennom hele perioden. Egenkapitalprosenten til Lerøy er over 50 % i perioden 2010-2015, som er langt over Lerøys covenants-krav på 30 % for konsernet. Vi ser også at bransjen har over 45 %

egenkapitalandel gjennom hele perioden, med unntak av 2014. Dette er også over covenants-kravene som er i bransjen. Både Lerøy og bransjen har en solid egenkapital, og ut i fra egenkapitalprosentene tyder det på at Lerøy er godt rustet mot eventuelle fremtidige tap.

6.3.2 Analyse av kapitalstruktur

For å analysere kapitalstrukturen til Lerøy har vi valgt å bruke statistisk finansieringsanalyse. Den statistiske finansieringsanalysen viser hvordan selskapet er finansiert og oppsummeres i en finansieringsmatrise. Målet er å kartlegge kildene til finansiering for selskapets eiendeler og vurdere risikoen knyttet til finansiering. Det er ønskelig at anleggsmidler er finansiert med langsiktig kapital, som for eksempel egenkapital. Finansiering med egenkapital ansees som den minst risikable, mens kortsiktig gjeldsfinansiering anses som mer risikabel. Desto raskere finansieringskurven når bunnen i matrisen, jo mindre risikabel og mer solid er finansieringen (Knivsflå, 2016j). Den statistiske finansieringsanalysen er tatt per 31.12.15. Til sammenligning er det også utarbeidet en finansieringsmatrise for bransjen.

Lerøy per 31.12.15	Egenkapital	Minoritets- interesser	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiert gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiert gjeld	Totale eiendeler
Justerte tall							
Driftsrelaterte AM	7 449 537	512 500					7 962 037
Finansielle AM		24 539					24 539
Driftsrelaterte OM		341 318	1 698 412	2 377 123	1 678 972		6 095 825
Finansielle OM					195 014	1 270 130	1 465 144
Totalkapital	7 449 537	878 357	1 698 412	2 377 123	1 873 986	1 270 130	15 547 545

Tabell 32: Finansieringsmatrise Lerøy (kr), 2010-2015

Lerøy per 31.12.15	Egenkapital	Minoritets- interesser	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiert gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiert gjeld	Totale eiendeler
Justerte tall							
Driftsrelaterte AM	93,56 %	6,44 %					51,21 %
Finansielle AM		100,00 %					0,16 %
Driftsrelaterte OM		5,60 %	27,86 %	39,00 %	27,54 %		39,21 %
Finansielle OM					13,31 %	86,69 %	9,42 %
Totalkapital	47,91 %	5,65 %	10,92 %	15,29 %	12,05 %	8,17 %	100,00 %

Tabell 33 Finansieringsmatrise Lerøy (%), 2010-2015

Per 31.12.15 er 79,78 % av alle eiendelene til Lerøy finansiert med langsiktig kapital. Med solid egenkapital finansierer Lerøy alle de langsiktige eiendelene (anleggsmidlene) med egenkapital. Andelen av eiendelene som er finansiert med kortsiktig rentebærende gjeld utgjør 8,17 %. Matrisen indikerer at det er lav fare for at selskapet havner i en umiddelbar likviditetskrise når gjelden faller til betaling. Etter vår vurdering synes Lerøys kapitalstruktur

å være solid på nåværende tidspunkt, og gir oss ingen grunn til å predikere finansieringsproblemer i nærmeste fremtid.

Bransjen per 31.12.15 Justerte tall	Egenkapital	Minoritets- interesser	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
Driftsrelaterte AM	32 793 265	1 070 020	3 176 792				37 040 077
Finansielle AM			98 056				98 056
Driftsrelaterte OM			7 082 909	17 635 541	9 876 503		34 594 953
Finansielle OM					802 615	2 154 745	2 957 360
Totalkapital	32 793 265	1 070 020	10 357 757	17 635 541	10 679 118	2 154 745	74 690 446

Tabell 34: Finansieringsmatrise bransjen (kr), 2010-2015

Bransjen per 31.12.15 Justerte tall	Egenkapital	Minoritets- interesser	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
Driftsrelaterte AM	88,53 %	2,89 %	8,58 %				49,59 %
Finansielle AM			100,00 %				0,13 %
Driftsrelaterte OM			20,47 %	50,98 %	28,55 %		46,32 %
Finansielle OM					27,14 %	72,86 %	3,96 %
Totalkapital	43,91 %	1,43 %	13,87 %	23,61 %	14,30 %	2,88 %	100,00 %

Tabell 35: Finansieringsmatrise bransjen (%), 2010-2015

Ved å sammenligne med bransjen, ser vi at Lerøy har en ganske lik finansieringsstruktur som de andre komparative virksomhetene. Eiendelene for bransjen er finansiert 82,82 % med langsiktig kapital, noe som er litt høyere enn Lerøy sin andel. Eiendelene i bransjen er finansiert med 2,88 % kortsiktig finansiell gjeld, som igjen er lavere enn hos Lerøy. Lerøy har finansiert alle sine anleggsmidler med egenkapital, mens bransjen må finansiere noe av anleggsmidlene med langsiktig gjeld. Samlet sett vurderer vi både Lerøys og bransjens kapitalstruktur som betryggende uten utpregede faresignaler.

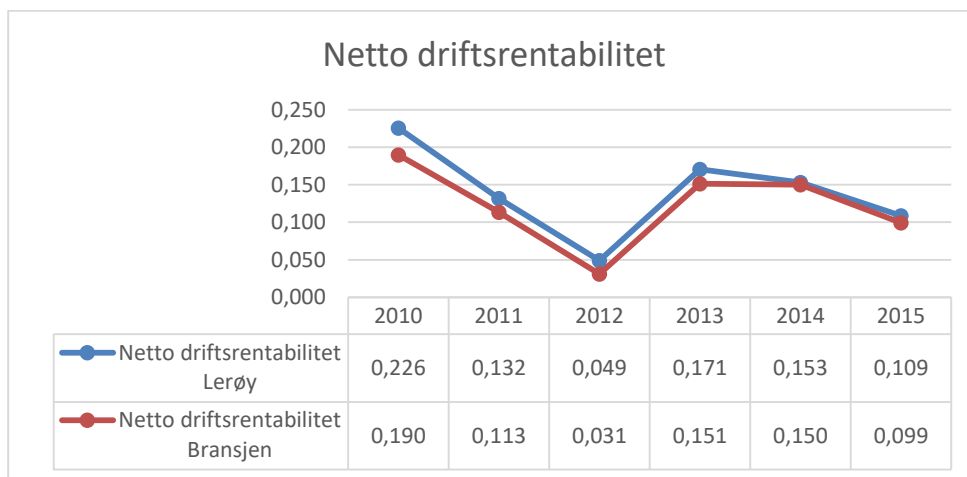
6.3.3 Analyse av netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet viser hvor mye selskapets netto driftseiendeler har av avkastning i prosent. Det er relevant å analysere lønnsomheten når en skal vurdere soliditeten til et selskap. Svak lønnsomhet over tid vil svekke egenkapitalen. Vi har valgt å ta utgangspunkt i normalisert netto driftsrentabilitet som mål på avkastningen til Lerøy. Normalisert rentabilitet er vurdert til å være mest relevant for budsjettering og fremskrivning, og dermed også kreditt- og verdivurdering (Knivsflå, 2016f). Det innebærer at en i nevneren tar utgangspunkt i gjennomsnittlig netto driftskapital, der årets opptjente netto driftsresultat

trekkes ut. Ved å trekke ut den opptjente kapitalen gjennom resultatet i perioden blir rentabiliteten en etterskuddsrentabilitet (Knivsflå, 2016k).

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

Oppdrettsbransjen er en syklisk bransje som er avhenger av lagesprisen. Det er derfor utfordrende å finne en god målestokk for selskapenes netto driftsrentabilitet. Vi har av den grunn valgt å bruke bransjeggjennomsnittet for å vurdere om Lerøys driftsrentabilitet er tilfredstillende.



Figur 35: Netto driftsrentabilitet for Lerøy og bransjen, 2010-2015

Vi ser at Lerøy over tid har oppnådd en høyere netto driftsrentabilitet enn bransjeggjennomsnittet. Dette tyder på at Lerøy har en ressursfordel. Rentabiliteten i bransjen er sterkt avhengig av lakseprisen, og vi kan se ut i fra grafen i figur 35 hvilke år prisene var gode eller dårlige. 2010 og 2013 er blitt regnet som gode år med god laksepris, mens 2012 er regnet for å være et av bunnårene med lave laksepriser. Rentabiliteten til Lerøy og bransjen følger hverandre gjennom perioden. Vår vurdering er at rentabiliteten til Lerøy er tilfredsstillende. Gjennom analyseperioden og konjunktorene har Lerøy hatt bedre avkastning enn bransjeggjennomsnittet. Det vektete gjennomsnittet over perioden for netto driftsrentabilitet er 13,13 %, som vurderes som bra også i absolutt målestokk. I kapittel 8 vil

vi analysere og vurdere netto driftsrentabilitet nærmere, og da også sammenligne opp mot selskapets netto driftskrav for å anslå Lerøys driftsfordel.

6.4 Oppsummering – Syntetisk rating

Vi ønsker å fastsette en oppsummerende karakter på den kortsiktige likviditetsrisikoen og den langsiktige soliditetsrisikoen til Lerøy og bransjen. Den oppsummerte karakteren for likviditets- og soliditetsrisiko kalles for syntetisk rating. For å fastsette syntetisk rating har vi valgt å bruke Knivsflås forslag til rammeverk for fastsettelse av karakterer, som tar utgangspunkt i Standard & Poors karaktersystem (Knivsflå, 2016j). Ratingen tar utgangspunkt i fire beregnede nøkkeltall: Likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. Den bokstavkarakteren vi kommer frem til uttrykker selskapets konkurssanssynlighet, og vil senere få betydning for fastsettelsen av selskapets kredittrisikopremie og selskapets finansielle gjeldskrav. Ved vurderingen av den syntetiske ratingen vil vi i tillegg ta hensyn til de andre nøkkeltallene og analysene som er utført tidligere i kapittel 6, men som ikke inngår i rammeverket til Knivsflå. Vi ønsker å danne oss et helhetsinntrykk slik at vi er sikre på at vi klassifiserer Lerøy og bransjen i rett risikoklasse.

Etter modell utarbeidet av Knivsflå (2016j) og ratingklasser utarbeidet av Standard & Poors gis selskapet karakterer ut i fra følgende grenseverdier:

Rating	Likviditetsgrad 1	Rentedekningsgrad	Egenkapitalprosent	Netto driftsrentabilitet
AAA	11,600	16,900	0,940	0,350
	8,900	11,600	0,895	0,308
AA	6,200	6,300	0,850	0,266
	4,600	4,825	0,755	0,216
A	3,000	3,350	0,660	0,166
	2,350	2,755	0,550	0,131
BBB	1,700	2,160	0,440	0,096
	1,450	1,690	0,380	0,082
BB	1,200	1,220	0,320	0,068
	1,050	1,030	0,270	0,054
B	0,900	0,900	0,220	0,040
	0,750	0,485	0,175	0,026
CCC	0,600	0,070	0,130	0,012
	0,550	-0,345	0,105	-0,002
CC	0,500	-0,760	0,080	-0,016
	0,450	-1,170	0,030	-0,030
C	0,400	-1,580	-0,020	-0,044
	0,350	-1,995	-0,100	0,058
D	0,300	-2,410	-0,180	0,072

Tabell 36: Modell for vurdering av syntetisk rating (Knivsflå, 2016j).

For å gi Lerøy og bransjen karakter over analyseperioden som helhet har vi valgt å beregne et vektet gjennomsnitt for forholdstallene. Dette gjøres ved at hvert av årene i analyseperioden tildeles en vekt, der de seneste forholdstallene vektlegges mer sammenlignet med de eldste. Karakteren for analyseperioden tar utgangspunkt fra det vektete gjennomsnittet. Vekten som er tillagt det enkelte år er som vist i tabell 37

Syntetisk rating anslås i tillegg i det enkelte regnskapsår.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Vekting	5 %	10 %	15 %	20 %	25 %	25 %

Tabell 37: Oversikt over vektingsprosent, 2010-2015

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gjennomsnitt for analyseperioden
Likviditetsgrad 1							
Lerøy	A	A	A	A	A+	A	A
Bransjen	A+	A	A	A+	A+	A+	A
Rentedekningsgrad							
Lerøy	AAA	AA	A	AAA	AAA	AA+	AAA
Bransjen	AA	AAA	BBB	A	A	A	AA
Egenkapitalprosent							
Lerøy	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+
Bransjen	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB	BBB+	BBB+
Netto driftsrentabilitet							
Lerøy	AA	A	B+	A	A	BBB	A-
Bransjen	A	BBB	B	A	A	BBB+	BBB+
Samlet syntetisk kredittrating							
Lerøy	AA-	A	BBB	A+	A+	A	A
Bransjen	A+	A	BBB-	A	A-	BBB	BBB+

Tabell 38: Forslag til syntetisk rating for Lerøy og bransjen, 2010-2015

Lerøy oppnår etter vår vurdering en samlet karakter A, som basert på det vektete gjennomsnittet. Lerøys gjennomsnittlige rating har vi vurdert til marginalt bedre enn bransjen, som vi har vurdert til karakteren BBB+. Plusstegnet innebærer at vi vurderer bransjen til å være nesten opp på en karakter A. Vi har valgt å klassifisere Lerøy som A og bransjen som BBB+ på grunn av at bransjen som helhet er sensitiv for endringer i lakseprisen. Både Lerøy og bransjens ratinger er stabilt høye over perioden, men det er en bunn i 2012.

Lerøy scorer i snitt bedre på rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. Likviditetsgrad 1 varierer ikke signifikant fra bransjen. På grunn av bedre score på disse områdene vurderer vi at Lerøy er noe over bransjen. Basert på statistikk fra Standard & Poors har Lerøy med en kredittrating på A en konkursrisiko på 0,1 %, noe som er svært lavt. Estimatet for konkursrisiko er sannsynligheten for konkurs ett år frem i tid (Knivsflå, 2016j). Vurderingene vi har gjort ved analyse av de fire forholdstallene viser at Lerøy og bransjen virker å være solide og likvide selskapet med stabile fremtidsutsikter.

Vi har videre vurdert vårt anslag av syntetisk rating mot analysene vi har tatt av forholdstallene likviditetsgrad 2 og finansiell gjeldsdekning, og mot vurderingene av kapitalstrukturen og gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm. Vi ønsker å vurdere disse i tillegg, da modellen ikke tar hensyn til bransjespesifikke forhold. Oppdrettsbransjen er

kapitalsensitiv, og likviditetsgrad 1 blir naturlig høy grunnet stor andel biologiske eiendeler. Likviditetsgrad 2 og gjeldsdekningsgraden hadde lave forholdstall. Likviditetsgrad 2 lå for eksempel langt under det tradisjonelle målet på 1. Samtidig lå Lerøy over bransjen på begge forholdstallene gjennom hele analyseperioden. Ved å se på kapitalstrukturen så vi at en svært liten andel av eiendelene var finansiert ved kortsiktig finansiell gjeld, og at om lag 80 % av eiendelene både i Lerøy og i bransjen var finansiert med langsiktig kapital. Vi konkluderer dermed at vi ikke ser noen store farer for likviditeten i både bransjen og Lerøy, og vurderer at likviditetsmålene fra modellen opprettholdes på sitt høye nivå.

7: Historiske avkastningskrav

7.1 Teori om avkastningskrav

Avkastningskravet er betingelsen fra en investor for å investere kapital i en bedrift. Kravet fra en investor er at avkastningen må være minst like stor som avkastningen på tilsvarende investering etter å ha tatt hensyn til relevant risiko (Knivsflå, 2016l). Avkastningen på innskutt kapital skal dekke inflasjon, tidsverdi og risiko. Det finnes flere modeller for å beregne avkastningskrav men kapitalverdimodellen er den vanligste modellen å anvende (Kaldestad & Møller, 2016b).

Et avkastningskrav har hovedsakelig to bruksområder i en verdivurderingsprosess. For det første brukes avkastningskravet som en målestokk for rentabilitet. Bedriften er lønnsom så lenge en investor får en avkastning som er større enn kravet, altså så lenge egenkapitalrentabiliteten er større enn egenkapitalkravet. I tillegg brukes avkastningskravet som diskonteringsrente for verdi ved nåverdiberegninger som brukes i forbindelse med verdsettelse av bedriften. Avkastningskravet reflekterer både tids- og risikopreferanser og binder sammen verdien i dag med fremtidig verdi (Knivsflå, 2016l).

Vi kan beregne avkastningskrav på egenkapital, fremmedkapital og totalkapital. Totalkapitalavkastningskravet kalles ofte WACC (Weighted Average Cost of Capital), og reflekterer selskapets vektete, gjennomsnittlige kapitalkostnad. Avkastningen vil variere ut ifra sammensetningen av totalkapital og forskjellig risikoprofil på ulik finansiering. Enkelte

typer finansiering som pengeposter og driftsfremmede poster holdes vanligvis utenom, slik at WACC vanligvis baseres på sysselsatt kapital eller netto driftskapital. Den beregnes ved å veie gjennomsnittet av avkastningskravet til kreditor og eier. Dette er relevant i en verdsettelsesprosess fordi den frie kontantstrømmen som selskapet generer skal dekke både egen- og fremmedkapitalkilder (Kaldestad & Møller, 2016b).

I denne oppgaven vil vi beregne WACC ut i fra netto driftskapital. Dermed blir WACC kravet til netto driftskapital, ndk. Formelen for utregning av ndk er som følger (Knivsflå, 2016l):

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

Ut ifra bruksområdet til WACC er det forskjellig utregning av vektene. Dersom kravet skal benyttes som en målestokk i henhold til rentabilitet bør vektene være balanseførte, etter omgruppering og justering. Dersom kravet skal benyttes som fremtidskrav bør kravene være estimert ut ifra virkelig verdi (Knivsflå, 2016l).

Vi vil videre i oppgaven forklare og beregne de ulike delkravene som behøves før vi tilslutt vil beregne netto driftskrav for Lerøy.

7.2 Egenkapitalkrav og minoritetskrav

Avkastningskravet til egenkapitalen skal ta hensyn til risikosituasjonen. Totalrisikoen kan videre deles inn i selskapsspesifikk risiko (usystematisk) og markedsrisiko (systematisk risiko). En investor kan ved å diversifisere sine investeringer på flere prosjekter eliminere den usystematiske risikoen. Dermed blir den relevante risikoen ved beregning av avkastningskrav for en investor den systematiske markedsrisikoen siden denne ikke kan elimineres, og kun denne vil bli kompensert (Kaldestad & Møller, 2016b).

Egenkapitalkravet utregnet ved hjelp av kapitalverdimodellen blir som følger (Knivsflå, 2016l):

$$\text{Egenkapitalkrav (ekk)} = r_f (1 - s) + \beta_{\text{EK}} (r_m - r_f (1 - s)) + \text{ilp}$$

7.2.1 Risikofri rente

Risikofri rente defineres av Kaldestad og Møller som «hypotetisk avkastning på et verdipapir eller en portefølje av verdipapirer som ikke har konkurs- eller misligholdsrisiko» (2016b). Et godt eksempel vil være statsobligasjoner som har statsgaranti og dermed tilnærmet ingen risiko. Når en beregner risikofri rente må en ta hensyn til hvilken rente som skal benyttes. Her finnes flere alternativer og ulik praksis. Alternativene er ulik rente for hver periode, kort rente, lang rente eller fast avkastningskrav, hvor metode 2 og 3 er mest aktuell (Kaldestad & Møller, 2016b).

Ved å plassere kapital i kortsiktige rentepapirer vil risikoen være tilnærmet null fordi forventet og faktisk fortjeneste blir lik. Ulempen med denne metoden er at en kort rente vil ha større svingninger og vil dermed føre til et mer ustabilt avkastningskrav. Det vanligste ved bruk av kort rente er å ta utgangspunkt i NIBOR-renten (Kaldestad & Møller, 2016b).

Benyttes en lang rente vil en få en rente med mindre svingninger og dermed også et mer stabilt avkastningskrav. Ulempen med en slik rente er at den kan også ha en likviditetspremie og inflasjonsrisikopremie skjult i renten. Dette betyr at renten reelt sett ikke er totalt risikofri (Kaldestad & Møller, 2016b).

Vi har valgt å ta utgangspunkt i en kort rente i form av NIBOR-renten. Egne beregninger viste liten forskjell mellom kort og lang rente og vi velger derfor å bruke kort rente. NIBOR-renten er den korte lånerenten banker bruker ved lån seg imellom. I tillegg gjøres et fradrag for kort kredittrisikopremie som banker vanligvis belastes for. Vi har valgt å bruke Knivsfås estimat for kredittrisikopremie på henholdsvis 0,006 og 0,005 ut ifra skattesats i respektive årene (2016l). Avslutningsvis regner vi ut den risikofrie renten etter skatt da det er denne som skal brukes videre i analysen.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010-2015
	Lerøy						
Gjennomsnittlig bankrating	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA
NIBOR-rente, 3 mnd	0,025	0,029	0,022	0,018	0,017	0,013	0,021
- kort kredittrisikopremie	0,006	0,006	0,006	0,006	0,005	0,005	0,006
= Risikofri rente før skatt	0,019	0,023	0,016	0,012	0,012	0,008	0,015
- Skatt	0,005	0,006	0,004	0,003	0,003	0,002	0,004
= Risikofri rente etter skatt	0,014	0,017	0,012	0,009	0,009	0,006	0,011

Tabell 39: Beregning av risikofri rente etter skatt, 2010-2015

7.2.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie kan defineres som den meravkastningen en investor kan forvente å oppnå dersom han investerer i markedsporteføljen i stedet for et risikofritt alternativ. Markedets risikopremie vil svinge over tid og kan være vanskelig å tallfeste. I perioder preget av optimisme vil den være lav, mens den blir høyere i mer pessimistiske tider (Kaldestad & Møller, 2016b).

Der finnes flere alternative metoder å estimere risikopremien til markedet, men det vanligste er å benytte seg av den historisk realiserte meravkastningen observerbar på Oslo Børs. En kan da velge å basere seg på kort eller lang sikt. Ulempen med å basere estimatet på historiske data er fremtidens uforutsigbarhet. Mange av faktorene som har påvirket premien historisk vil sannsynligvis ikke forekomme i fremtiden. Slik situasjonen er i dag vil premien trolig bli noe lavere enn hva den har vært historisk blant annet grunnet lavere produksjonsvekst og risikonivå (Kaldestad & Møller, 2016b). Knivsflå har beregnet markedets risikopremie etter skatt for tidshorisonten 2010-2015 ved å benytte seg av et vektet snitt av både kort og lang sikt, der den langsiktige horisonten vektlegges mest. Han kommer da frem til et snittestimat på 0,047 (2016l).

En alternativ måte å komme frem til markedets risikopremie er å estimere markedets risikopremie basert på spørreundersøkelse blant investorer og akademikere. Undersøkelsen «Risikopremien i det norske markedet 2015» til PwC og Norske Finansanalytikeres Forening (NFF) er et eksempel på dette. Undersøkelsen konkluderte med at markedets risikopremie for 2015 var på 0,052. Dette tallet har holdt seg relativt stabilt de siste årene (PwC & NFF, 2015). Ulempen med en slik metode er at estimatet direkte påvirkes av aktørene som svarer på undersøkelsen, som igjen lett lar seg påvirke av nylige tendenser i aksjemarkedet.

Vi velger å bruke Knivsflås estimat for markedets risikopremie da dette er den tradisjonelt mest anvendte metoden. I tillegg observerer vi at det ikke er store forskjeller mellom estimatene til Knivsflå for de aktuelle årene i tidshorisonten vår og PwC/NFF sin rapport.

Markedets risikopremie	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gjennomsnitt
PwC rapport		0,052	0,050	0,051	0,047	0,050	0,050
Knivsflå	0,046	0,046	0,046	0,047	0,047	0,048	0,047

Tabell 40: Estimat på markedets risikopremie etter skatt. Gjennomsnittet er beregnet for perioden 2011-2015 for begge metodene (Knivsflå, 2016l) (PwC & NFF, 2015).

7.2.3 Gjennomsnittlig egenkapitalbeta for analyseperioden

Egenkapitalbeta er et mål på den systematiske risikoen som foreligger ved investering i egenkapital i en bedrift. Den forteller dermed en aksjes systematiske risiko sett i forhold til markedsporteføljens risiko (Kaldestad & Møller, 2016b). Det vil videre si at beta til børs- eller markedsindeksen er lik 1, mens beta til en risikofri plassering vil være lik null (Knivsflå, 2016l). Betaen bestemmes av selskapets samvariasjon og dets volatilitet relativt til markedsindeksen. Det er viktig å merke seg at en betaverdi ikke er en statisk verdi, og at den kan være vanskelig å estimere. Selv om der observeres samvariasjon over en periode er det ikke en selvfølge at det er en reell korrelasjon. Tilfeldigheter kan også påvirke betaestimatet (Kaldestad & Møller, 2016b).

Fremgangsmåten for å estimere gjennomsnittlig egenkapitalbeta er avhengig av hvorvidt selskapet er børsnotert. Dersom det er børsnotert og det foreligger god kursinformasjon estimeres betaen vanligvis på bakgrunn av historiske kursdata. I tilfellene hvor selskapet ikke er børsnotert tar en utgangspunkt i tilsvarende selskap som er børsnotert og justerer dette estimatet for innbyrdes forskjeller. Dette omtales vanligvis som børskopiering (Knivsflå, 2016l).

Lerøy er et børsnotert selskap, så vi tar utgangspunkt i historisk børskurs. Vi velger en mellomlang tidshorisont på 6 år, og tar utgangspunkt i månedlige kursdata. Ved å velge en mellomlang analyseperiode får vi observert samvariasjon i både opp- og nedgangstider, og vi reduserer feilkorrelering som følge av selskapsspesifikke hendelser. Et annet argument for en mellomlang tidshorisont er at det forhåpentligvis gir oss en relevant beta. For lange horisonter kan gjøre estimatet mindre relevante for dagens situasjon. Vi velger å benytte Oslo Børs som markedsindeks, da Lerøy selv er notert på Oslo Børs. Oslo Børs er dominert av selskaper i oljebransjen, og dette gir en til dels skjev vekting. Dominansen av oljerelaterte selskaper har blitt mindre i 2016 som følge av dårligere tider i denne bransjen. For å unngå skjevvektingen fra Oslo Børs kunne vi brukt MSCI World Indeks i stedet, men med tanke på betaestimatets usikkerhet i utgangspunktet anser vi skjev vektingen til Oslo Børs som lite avgjørende for vår videre analyse (Kaldestad & Møller, 2016b). Videre beregner vi egenkapitalbeta basert på følgende regresjonsuttrykk (Knivsflå, 2016l):

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

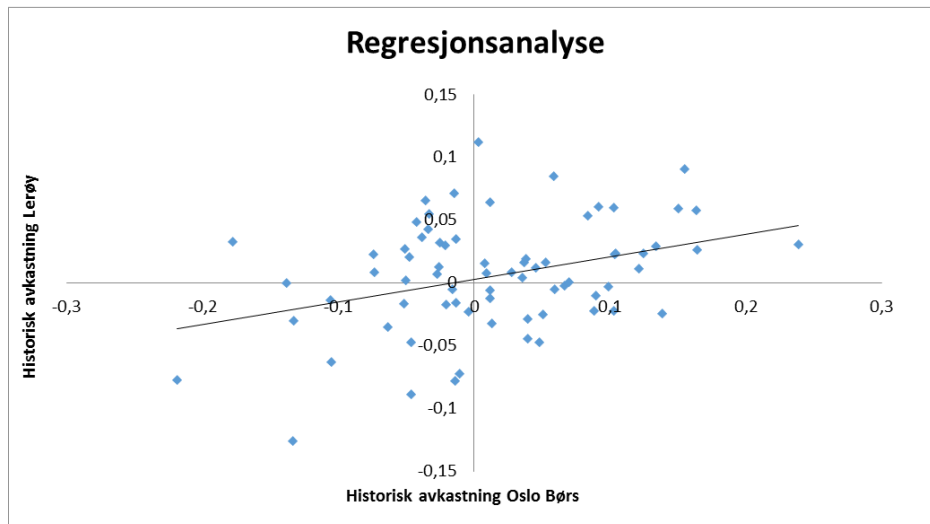
$$\beta_{EK} = \frac{\text{Kovarians Lerøy og OSEBX}}{\text{Varians OSEBX}} = \frac{\text{kov}(r_{\text{Lerøy}}, r_{\text{OSEBX}})}{\text{var}(r_{\text{OSEBX}})}$$

Resultatet av regresjonsanalysen viser at Lerøy har en egenkapitalbeta på 0,695 før justering. Regresjonen har relativt lav forklaringsgrad på 0,125. Det tilsier at kun 12,5 % av risikoen til Lerøys avkastning kan tilskrives systematisk risiko. Det vil si at Lerøys aksje i større grad påvirkes av bedriftsspesifikke forhold heller enn konjunktursvingninger i markedet. Vanskeligheten med å anslå en eksakt betaverdi kommer også tydelig frem i regresjonsanalysen. Vi får et nokså bredt 95 % konfidensintervall på 0,26-1.13.

Videre beregnet vi også betaverdi for de andre aktørene i bransjen, samt et bransjegjennomsnitt. Resultatet viser at de fleste aktørene har nokså lik betaverdi. SalMar skiller seg ut med en større betaverdi over en. Ut ifra regresjonens lave forklaringsgrad tilsier dette at det i hovedsak er bedriftsspesifikk forhold som skiller disse selskapene fra hverandre. Det er dermed forventet at betaverdiene til de komparative bedriftene ligger nokså nærme Lerøy siden de har relativt lik egenkapitalandel. Ved estimering av beta for bransjen har vi vurdert å trekke ut verdien til SalMar, da denne skiller seg ut mot de andre selskapene i bransjeutvalget. Ved å trekke ut SalMars betaestimat fikk vi en forskjell på beregnet justert beta på 6 %. Vi velger derfor å inkludere SalMar i estimatet for bransjebeta da utslaget ansees å være uvesentlig.

	Lerøy	Marine Harverst	Salmar	Grieg Seafood	Norway Royal Salmon	Gj.snitt beta
EK-beta	0,695	0,603	1,028	0,689	0,635	0,730

Tabell 41: Egenkapitalbeta for Lerøy og de andre aktørene i bransjen



Figur 36: Regresjonsanalyse. Historisk avkastning til Lerøy vs. Oslo Børs

Vi ønsker å justere verdien for egenkapital for å gjøre estimatet mindre ekstremt. Vi normaliserer dermed resultatet mot én, med vektning 2/3 betaverdi og 1/3 vektning av utgangsverdien på en (Knivsflå, 2016l). Dette gjør vi som sagt for å normalisere estimatet, da vi antar at driften heller mot én. Det vil si at vi antar at den systematiske risikoen til Lerøy korrelerer mer i henhold til Oslo Børs enn hva analysen vår konkluderer med. En annen vanlig grunn til å justere er dersom en antar at forskjellene i avkastningskravene mellom høy- og lavbetaselskaper er lavere enn det kapitalverdimodellen estimerer (Kaldestad & Møller, 2016b). Etter justering står vi igjen med følgende verdier på egenkapitalbeta til Lerøy og bransjen totalt sett:

Justert Beta Lerøy:	0,797
Justert Beta Bransje:	0,820

Vi kan utføre rimelighetstester for å få en oppfatning av betaestimatets riktighet. Diverse nyhetstjenester og databaser som Dagens Næringsliv og Datastream beregner daglig egenkapitalbeta for de fleste børsnoterte selskaper på Oslo Børs. Data hentet fra Dagens Næringsliv den 12.09.16 viste en egenkapitalbeta til Lerøy på 0,5151 (justert 0,6767), og gjennomsnittsverdi for bransjen sett under ett på 0,4509 (justert 0,6339) (Dagens Næringsliv, 2016a). Dette viser at vårt estimat virker rimelig. Det bør tilslutt nevnes at egenkapitalverdien til SalMar avviker betydelig fra vårt estimat. DN gir et estimat på 0,3485 (justert 0,5657), et avvik på 34 % ujustert (Dagens Næringsliv, 2016b). Forskjellene i estimatene på beta-verdi kan forklares noe ved hvordan de er beregnet. Vi har tatt

utgangspunkt i månedlige noteringer over en 6 års periode. DN's estimerer har tatt utgangspunkt i ukentlige noteringer de siste 12 månedene. Det er derfor naturlig å tro at estimatene ikke blir like, men at en opererer innenfor et rimelighetsintervall.

7.2.4 Illikviditetspremie

I den virkelige verden eksisterer det ikke et perfekt marked, der den eneste relevante risikoen som en ikke kan diversifisere bort er den allerede definerte systematiske risikoen slik en forutsetter i kapitalverdimodellen. En må også ta hensyn til en eventuell markedssvikt som følge av informasjonsasymmetrier. Slik asymmetri kan føre til at investorer krever ekstra kompensasjon som følge av større risiko ved at aksjen er mindre likvid eller ikke børsnotert. Slike ekstra risikopremier kalles illikviditetspremier. Illikviditetspremien kan ansees som en ekstra faktorpremie ved at illikviditet i praksis er en systematisk faktor ved markedssvikt. Illikviditetsteori estimeres vanligvis etter beste skjønn. Dette som følge av at det ikke eksisterer en enkel teoretisk modell vi kan benytte. Illikviditetspremien avhenger av graden av markedssvikt, hvor innlåst den enkelte aksjen er, eventuelle eierskatter og selskapsspesifikk risiko (Knivsflå, 2016l).

Lerøy har vært børsnotert siden 2002, og har en høy omsetningsgrad på Oslo Børs (per 16.09.16 var den på 72,4 %) (Oslo Børs, u.d.). Dette taler for at aksjen er lettomsettelig og dermed likvid. Vi velger derfor å sette den generelle illikviditetspremien til Lerøy lik null.

Ofte blir eierskatt som utbytte-, gevinst- og formueskatt inkludert i illikviditetspremien. Felles for disse postene er at de belastes eierne, og ikke selskapet. Utbytteskatt er i prinsippet ikke relevant for verdsettelsen av et selskap, og kan dermed sees bort fra. Årsaken til at enkelte inkluderer den likevel er på grunn av vridningseffekten som kan oppstå. Utbytteskatten rammer ikke systematisk likt alle investorer og investeringer og dette kan påvirke verdsettelsesestimatet. Knivsflå estimerer at effekten av en slik vridning vil være svært liten, et sted mellom 0- 1 % (2016l). Ser en på fremtidsestimat vil det virke rimelig at utbytteskatten vil øke noe som følge av at nedsatt selskapsskatt. På bakgrunn av dette velger vi å sette gevinst - og utbytteskatt lik 0 i årene 2010-2013, og 1 % i årene 2014-2015. Når det gjelder formueskatten så antar vi at den marginale investor som investerer i Lerøy vanligvis vil være utenlandsk og dermed ikke bli krevd for formueskatt. Derfor velger vi å sette formueskatt til 0,2 % for analyseperioden (Knivsflå, 2016l).

7.2.5 Årlig egenkapitalbeta

Vi har i punkt 7.2.3 regnet ut den gjennomsnittlige egenkapitalbetaen for analyseperioden 2010-2015 (0,797). For å kunne bruke egenkapitalbeta til utregning av årlige egenkapitalkrav trenger vi derimot den årlige betaverdien. For å regne ut betaverdier for hvert år i analyseperioden trenger vi å estimere betaverdi til nettodriftskapital og netto finansiell gjeld (Knivsflå, 2016l). Disse to estimerer vi i henholdsvis del 7.4 og 7.3. *Miller-Modigliani proposition 1* sier at verdien til et selskap er uavhengig av finansieringsalternativ (Miller & Modigliani, 1958). Dette tilsier at virkelig verdi av netto driftskapital er uavhengig av finansieringsprofil, og dermed er også betaverdien til netto driftskapital uavhengig. Resultatet er at beta til netto driftskapital må være konstant. Ingen regel uten unntak – dersom det foreligger finansielle krisekostnader vil ikke dette teoremet holde. I tillegg til betaverdi til netto driftskapital trenger vi også å beregne graden av netto finansiell gearing i bedriften. Det kan være verdt å merke seg at finansiell gearing har en dominerende påvirkning på egenkapitalbetaen. Den finansielle risikoen øker i takt med den finansielle gearingen og høyere risiko tilsier høyere egenkapitalbeta og -krav (Knivsflå, 2016l).

Vi anser at hverken Lerøy eller de andre komparative aktørene er i en krisetilstand gjennom vår analyseperiode og setter dermed beta til netto driftskapital konstant for alle årene. Utregningen av årlig egenkapitalbeta for Lerøy og bransjeutvalget blir da som følger:

Egenkapitalbeta

Vi bruker følgende formel (Knivsflå, 2016l):

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

$$\text{Netto finansiell gearing} = \frac{\text{Netto finansiell gjeld}}{\text{Egenkapital} + \text{Minoritetsinteresser}}$$

Lerøy	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010-2015
Netto driftsbeta	0,616	0,616	0,616	0,616	0,616	0,616	0,616
+ Netto driftsbeta - Netto finansiell gjeldsbeta	0,620	0,616	0,612	0,616	0,612	0,609	0,614
* Netto finansiell gearing (NFG/EK+MI)	0,293	0,249	0,311	0,355	0,279	0,281	0,295
= Årlig justert egenkapitalbeta	0,797	0,770	0,806	0,835	0,787	0,787	0,797

Tabell 42: Beregning av årlig justert egenkapitalbeta for Lerøy, 2010-2015

Bransjen	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010-2015
Netto driftsbeta	0,641	0,641	0,641	0,641	0,641	0,641	0,641
+ Netto driftsbeta - Netto finansiell gjeldsbeta	0,394	0,394	0,353	0,459	0,393	0,299	0,382
* Netto finansiell gearing (NFG/EK+MI)	0,414	0,554	0,476	0,393	0,500	0,481	0,470
= Årlig justert egenkapitalbeta	0,804	0,859	0,809	0,822	0,838	0,785	0,820

Tabell 43: Beregning av årlig justert egenkapitalbeta for bransjen, 2010-2015

7.2.6 Egenkapitalkrav

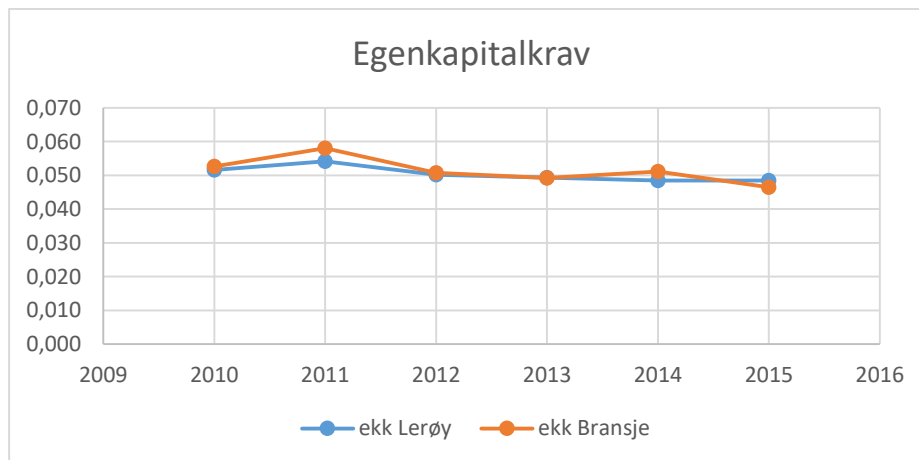
Vi har i del 7.2.1-7.2.5 regnet ut de forskjellige delkomponentene nødvendig for å kunne estimere egenkapitalkrav for Lerøy og bransjeutvalget. Vi forklarte utregningen til egenkapitalkravet under innledningen til 7.2. Dermed vil vi nå bare vise resultatet av vår beregning:

Lerøy	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010-2015
NIBOR-rente, 3 mnd	0,025	0,029	0,022	0,018	0,017	0,013	0,021
- kort kredittsikopremie	0,006	0,006	0,006	0,006	0,005	0,005	0,006
= Risikofri rente før skatt	0,019	0,023	0,016	0,012	0,012	0,008	0,015
- Skatt	0,005	0,006	0,004	0,003	0,003	0,002	0,004
= Risikofri rente etter skatt	0,014	0,017	0,012	0,009	0,009	0,006	0,011
+ Justert beta	0,797	0,770	0,806	0,835	0,787	0,787	0,797
* Markedets risikopremie etter skatt	0,046	0,046	0,046	0,047	0,047	0,048	0,047
+ Illikvidspremie	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
= Egenkapitalkrav etter skatt	0,050	0,052	0,049	0,048	0,046	0,044	0,048
+ Utbytte- og gevinstskatt	0,000	0,000	0,000	0,000	0,001	0,001	0,000
+ Formueskatt	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002
= Egenkapitalkrav før eierskatt	0,052	0,054	0,051	0,050	0,049	0,047	0,050

Tabell 44: Egenkapitalkrav for Lerøy, 2010-2015

Bransjen	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010-2015
NIBOR-rente, 3 mnd	0,025	0,029	0,022	0,018	0,017	0,013	0,021
- kort kredittsikopremie	0,006	0,006	0,006	0,006	0,005	0,005	0,006
= Risikofri rente før skatt	0,019	0,023	0,016	0,012	0,012	0,008	0,015
- Skatt	0,005	0,006	0,004	0,003	0,003	0,002	0,004
= Risikofri rente etter skatt	0,014	0,017	0,012	0,009	0,009	0,006	0,011
+ Justert beta	0,804	0,859	0,809	0,822	0,838	0,785	0,820
* Markedets risikopremie etter skatt	0,046	0,046	0,046	0,047	0,047	0,048	0,047
+ Illikvidspremie	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
= Egenkapitalkrav etter skatt	0,051	0,056	0,049	0,047	0,048	0,044	0,049
+ Utbytte- og gevinstskatt	0,000	0,000	0,000	0,000	0,001	0,001	0,000
+ Formueskatt	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002
= Egenkapitalkrav før eierskatt	0,053	0,058	0,051	0,049	0,051	0,047	0,051

Tabell 45: Egenkapitalkrav for bransjen, 2010-2015



Figur 37: Egenkapitalkrav for Lerøy og bransjen

Vi merker oss at det ikke foreligger store forskjeller i egenkapitalkravet mellom Lerøy og bransjen. Ser vi på analyseperioden under ett er det en forskjell på 0,001. Ellers observerer vi at kravet har ligget relativt stabilt rundt 0,05, med unntak av en stigning både for Lerøy og bransjen i 2011. Årsaken til stigningen i 2011 var en forhøyet NIBOR-rente i forhold til de andre årene i perioden. Små svingninger i egenkapitalkravet vil komme som følge av endringer i egenkapitalprosenten til de aktuelle selskapene.

7.2.7 Minoritetskrav

Egenkapitalkravet til minoritetene vil vanligvis være ilagt en ekstra illikviditetspremie. Denne ekstra illikviditetspremien begrunnes i at minoritetene i et selskap vanligvis har liten innflytelse på økonomisk forvaltning i selskapet, eksempelvis utbyttepolitikken. Dermed vil en minoritet i større eller mindre grad være låst til å følge majoritetens bestemmelser. Noen ganger kan også minoritetsaksjer være mer illikvide. Resultatet blir at minoritetseierne krever en ekstra form for kompensasjon. Der gjøres en forenkling ved utregning av minoritetskravet, nemlig at betaverdien til egenkapital for minoritet er lik den generelle betaverdien for egenkapitalen (Knivsflå, 2016l).

$$mik = ekk + ekstra\ illikviditetspremie$$

Vi velger å sette den ekstra illikviditetspremien lik 3 % både for Lerøy og for bransjen sett under ett. Minoritetskravet blir da som følger:

Lerøy	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010-2015
Egenkapitalkrav etter skatt	0,050	0,052	0,049	0,048	0,046	0,044	0,048
+ Ekstra illikviditetspremie	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030
= Minoritetskrav etter skatt	0,080	0,082	0,079	0,078	0,076	0,074	0,078
+ Utbytte- og gevinst skatt	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
+ Formueskatt	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002
= Minoritetskrav (mik)	0,083	0,085	0,082	0,081	0,079	0,077	0,081

Tabell 46: Minoritetskrav for Lerøy, 2010-2015

Bransjen	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010-2015
Egenkapitalkrav etter skatt	0,051	0,056	0,049	0,047	0,048	0,044	0,049
+ Ekstra illikviditetspremie	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030
= Minoritetskrav etter skatt	0,081	0,086	0,079	0,077	0,078	0,074	0,079
+ Utbytte- og gevinst skatt	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
+ Formueskatt	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002
= Minoritetskrav (mik)	0,084	0,089	0,082	0,080	0,081	0,077	0,082

Tabell 47: Minoritetskrav for bransjen, 2010-2015

7.3 Finansielle krav

Netto finansielt gjeldskrav er det vektete kravet mellom finansielt gjeldskrav og finansielt eiendelskrav. Det finansielle gjeldskravet fastsettes av långiver, mens det finansielle eiendelskravet bestemmes gjennom selskapets drift og ønske om andel av finansielle eiendeler. Kravet til netto finansiell gjeld beregnet ved vekting av kravene til finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Vektingen skjer på gjennomsnittlig kapital justert for opptjent kapital i året (Knivsflå, 2016l).

$$nfgk = fgk \frac{\text{Finansiell gjeld}}{\text{Netto finansiell gjeld}} - fek \frac{\text{Finansielle eiendeler}}{\text{Netto finansiell gjeld}}$$

Vi må også beregne beta til netto finansiell gjeld. Netto finansiell gjeldsbeta beregnes med utgangspunkt i vekting av finansiell gjeldsbeta og finansiell eiendelsbeta, som vist i formel under (Knivsflå, 2016l):

$$\beta_{nfgk} = \beta_{fgk} \frac{\text{Finansiell gjeld}}{\text{Netto finansiell gjeld}} - \beta_{fek} \frac{\text{Finansielle eiendeler}}{\text{Netto finansiell gjeld}}$$

7.3.1 Finansielt gjeldskrav

Kravet til finansiell gjeld estimeres ut i fra tidligere anslag på risikofri rente og en kredittrisikopremie. Kredittrisikopremien er anslaget av faren for konkurs som er summert til en syntetisk rating. Vi tar utgangspunkt i vår vurdering av den syntetiske ratingen for Lerøy og bransjen, som er oppsummert i kapitell 6.3. Formelen blir (Knivsflå, 2016l):

Finansielt gjeldskrav etter skatt (fgk) = Risikofri rente etter skatt + kredittrisikopremie

I motsetning til en investor har långiver ingen oppside, men derimot en stor nedside. I beste fall får kreditor tilbake avdrag med rente, men i verste fall misligholder selskapet lånet (Kaldestad & Møller, 2016b). Det finansielle gjeldskravet reflekterer selskapets kostnad ved å låne i kredittmarkedet. Som estimat for kredittrisikopremie har vi valgt å benytte Knivsflås

metodikk. Kredittrisikoen hentes ut i fra tabell 48 basert på selskapets syntetiske rating og gjeldens gjenværende levetid (2016l).

Rating	Kort krp etter skatt	Langtillegg etter skatt	Lang krp etter skatt
AAA	0,002	0,004	0,006
AA	0,004	0,004	0,008
A	0,006	0,004	0,010
BBB	0,010	0,004	0,014
BB	0,027	0,004	0,031
B	0,040	0,004	0,044
CCC	0,079	0,004	0,083
CC	0,145	0,004	0,149
C	0,210	0,004	0,214
D	0,276	0,004	0,280

Tabell 48: Kredittrisiko (Knivsflå, 2016l)

Gjeldens forfallstid kan estimeres ved å beregne forholdet mellom selskapet samlede finansielle gjeld og selskapets kortsiktige finansielle gjeld. Hvis forholdstallet er over 2, anses vanligvis lånene å være i gjennomsnitt langsiktige. I Lerøys tilfelle ligger forholdstallene i perioden i intervallet 2,6-6,2. Derfor anser vi forfallstiden den finansielle gjelden å være langsiktig (Knivsflå, 2016l).

Vi kan ut i fra kredittrisikopremien og markedets risikopremie estimere selskapets implisitte finansielle gjeldsbeta. Gjeldsbeta kan beregnes ut i fra følgende uttrykk (Knivsflå, 2016l):

$$\beta_{FG} = \frac{mrd * krp}{mrp}$$

Ved å beregne gjeldsbeta på denne måten foreligger det en antakelse om at markedsrisikodelen ligger mellom 0 og 1. Vi har valgt å benytte oss av anslaget til egenkapitalbeta for å ha et estimat på markedsrisikodelen. Det er rimelig å anta at en har en andel risikopremie som er selskapsspesifikk, men også at det er en andel av konkurstrisikoen som skriver seg fra økonomien generelt. Markedsrisikodelen som tar hensyn på den selskapsspesifikke risikopremien estimeres ut i fra forklaringsgraden R^2 fra regresjonsberegningen for å estimere β_{EK} . Vi justerer denne med en justeringsfaktor til gjeld som er antatt til å utgjøre $\frac{1}{3}$, som forelest metodikk (Knivsflå, 2016l). R^2 fra regresjonsligningen er 0,125. Justert med justeringsfaktor til gjeld på $\frac{1}{3}$, får vi et anslag på markedsrisikodelen på 0,042.

Lerøy	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010-2015
Lerøy							
Syntetisk rating	AA-	A	BBB	A+	A+	A	A
Lang kreditrisikopremie	0,008	0,010	0,014	0,010	0,010	0,010	0,010
/ Markedets risikopremie etter skatt	0,046	0,046	0,046	0,047	0,047	0,048	0,047
= Finansiell gjeldsbeta (β FG) ved mr	0,174	0,217	0,304	0,213	0,213	0,208	0,221
Markedsrisikoandel EK	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125
* Justeringsfaktor til gjeld	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333
= Markedsrisikodel FG	0,042	0,042	0,042	0,042	0,042	0,042	0,042
= Finansiell gjeldsbeta (β FG)	0,007	0,009	0,013	0,009	0,009	0,009	0,009

Tabell 49: Implisitt finansiell gjeldsbeta Lerøy, 2010-2015

Lerøy	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010-2015
Lerøy							
Syntetisk rating	AA-	A	BBB	A+	A+	A	A
Risikofri rente etter skatt	0,014	0,017	0,012	0,009	0,009	0,006	0,011
+ Lang kreditrisikopremie	0,008	0,010	0,014	0,010	0,010	0,010	0,010
= Finansielt gjeldskrav etter skatt	0,022	0,027	0,026	0,019	0,019	0,016	0,021

Tabell 50: Finansielt gjeldskrav, 2010-2015

Fra tabell 49 og 50 ser vi at gjeldskravet er på sitt høyeste nivå i 2011 og 2012, men at kravet generelt over hele perioden er lavt. Høy syntetisk rating hos Lerøy og bransjen samt et lavt rentenivå er grunnen til det lave gjeldskravet gjennom analyseperioden. Det lave gjeldskravet gjennom hele perioden indikerer at Lerøy har hatt tilgang til billig finansiering gjennom fremmedkapital i analyseperioden. Rentenivået har vært historisk lavt de senere årene samtidig som det har vært høye laksepriser, noe som har resultert i at gjeldskravet er lavere enn tidligere perioder.

7.3.2 Finansielt eiendelskrav

Finansielle eiendeler inndeles i tre undergrupper: kontanter, finansielle fordringer og investeringer. De ulike undergruppene har ulik risiko, og vi estimerer derfor krav til hver av dem. Avkastningskravet til de finansielle eiendelene beregnes ut ifra de vektete kravene til undergruppene, som vist i formel (Knivsflå, 2016l):

$$f_{ek} = r_f(1-s) * \frac{KON}{FE} + (r_f(1-s) + k_{rpfOR}) * \frac{FOR}{FE} + (r_f(1-s) + \beta_{INV} * mrp + ilp) * \frac{INV}{FE}$$

Alternativt kan en beregne beta for finansielle eiendeler ved å vekte de ulike betaene for undergruppene (Knivsflå, 2016l):

$$\beta_{FE} = \beta_{KON} * \frac{KON}{FE} + \beta_{FOR} * \frac{FOR}{FE} + \beta_{INV} * \frac{INV}{FE}$$

Videre kan en så utvikle kravet til de finansielle eiendelene. Ved estimering av kravene og betaene til finansielle eiendeler tar vi noen antagelser i modellen (Knivsflå, 2016l). Vi forutsetter at:

- Kontanter utgjør risikofrie likvider, med en kontantbeta lik 0.
- Fordringene er de finansielle eiendelene som forbindes med mest risiko for tap.
- Fordringene til Lerøy har syntetisk rating BBB, dvs si at fordringene har gjennomsnittlig kort kredittrisikopremie. BBB er den vanligste syntetiske ratingen på Oslo Børs, og utgjør derfor et estimat på konkursrisikoen til Lerøys kunder. BBB og kort risikopremie, gir $krp_{FOR} = 1\%$, hentet fra tabell 48. Fordringsbetaen utgjør sammenhengen mellom risikopremie for fordringer og markedets risikopremie etter skatt.
- Selskapets finansielle investeringer til å være vel diversifiserte. Vi forutsetter derfor at investeringsbeta, $\beta_{INV} \approx 1$.

Lerøy	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Syntetisk rating fordringer	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Kort kredittrisikopremie	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
/ Markedets risikopremie etter skatt	0,046	0,046	0,046	0,047	0,047	0,048
= Fordringsbeta (β FOR)	0,217	0,217	0,217	0,213	0,213	0,208

Tabell 51: Fordringsbeta for Lerøy, 2010-2015

Lerøy	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010-2015
Kontantbeta (β KON)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
* Kontantvekt	0,964	0,971	0,946	0,895	0,940	0,964	0,946
+ Fordringsbeta (β FOR)	0,217	0,217	0,217	0,213	0,213	0,208	0,214
* Fordringsvekt	0,020	0,015	0,038	0,100	0,054	0,031	0,043
+ Investeringsbeta (β INV)	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
* Investeringsvekt	0,016	0,014	0,016	0,006	0,006	0,006	0,011
= Finansiell eiendelsbeta (β FE)	0,021	0,017	0,024	0,027	0,017	0,012	0,020

Tabell 52: Finansiell eiendelsbeta for Lerøy, 2010-2015

Lerøy	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010-2015
Risikofri renter etter skatt	0,014	0,017	0,012	0,009	0,009	0,006	0,011
+ Finansiell eiendelsbeta	0,021	0,017	0,024	0,027	0,017	0,012	0,020
* Markedets risikopremie	0,046	0,046	0,046	0,047	0,047	0,048	0,047
= Finansielt eiendelskrav	0,015	0,017	0,013	0,010	0,010	0,006	0,012

Tabell 53: Finansielt eiendelskrav for Lerøy, 2010-2015

Lerøy	formel	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010-2015
Kontantkrav	$rf \cdot (1-s)$	0,014	0,017	0,012	0,009	0,009	0,006	0,011
* Kontantvekt	KON/FE	0,964	0,971	0,946	0,895	0,940	0,964	0,946
+ Fordringskrav	$rf \cdot (1-s) + 1\%$	0,024	0,027	0,022	0,019	0,019	0,016	0,021
* Fordringsvekt	FOR/FE	0,020	0,015	0,038	0,100	0,054	0,031	0,043
+ Investeringskrav	$rf \cdot (1-s) + mrp$	0,060	0,063	0,058	0,056	0,056	0,054	0,058
* Investeringsvekt	INV/FE	0,016	0,014	0,016	0,006	0,006	0,006	0,011
= Finansielt eiendelskrav		0,015	0,017	0,013	0,010	0,010	0,006	0,012

Tabell 54: Finansielt eiendelskrav for Lerøy med utgangspunkt i vektete krav, 2010-2015

7.3.3 Netto finansiell gjeldskrav

Etter å ha estimert Lerøys avkastningskrav til finansiell gjeld (fgk) og finansielle eiendeler (fek) kan vi beregne avkastningskravet til netto finansiell gjeld (nfgk). Kravet til netto finansiell gjeld beregnes etter metode som er presentert i kapittel 7.3 (Knivsflå, 2016l). Vektingen foretas på gjennomsnittlig kapital justert for opptjent kapital i løpet av året. Vektingen er da konsistent med beregningene av rentabilitet i kapittel 8.

Lerøy	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010-2015
Finansielt gjeldskrav (fgk)	0,022	0,027	0,026	0,019	0,019	0,016	0,021
* Finansiell gjeldsvekt (FG/NFG)	1,833	2,103	1,757	1,506	1,636	1,642	1,746
- Finansielt eiendelskrav (fek)	0,015	0,017	0,013	0,010	0,010	0,006	0,012
* Finansiell eiendelsvekt (FE/NFG)	0,833	1,103	0,757	0,506	0,636	0,642	0,746
= Netto finansiell gjeldskrav e skatt	0,028	0,037	0,035	0,023	0,025	0,022	0,028

Tabell 55: Kravet til netto finansiell gjeld for Lerøy, 2010-2015

Kravet til netto finansiell gjeld har gjennom hele perioden vært på et lavt nivå. Rentenivået har gjennom hele analyseperioden vært lavt og fallende, og oppdrettsbransjen har i tillegg høy syntetisk rating. Lavt rentenivå og høy syntetisk rating gjør utslag i lave krav til netto finansiell gjeld.

Videre er netto finansiell gjeldsbeta estimert på grunnlag av vekting. Ved å estimere netto finansiell gjeldsbeta kan vi anslå Lerøys netto driftsbeta, som igjen danner grunnlaget for å estimere den årlige egenkapitalbetaen. Estimering av årlig egenkapitalbeta er utført i kapittel 7.2.5.

Lerøy	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010-2015
Finansielt gjeldsbeta (β FG)	0,007	0,009	0,013	0,009	0,009	0,009	0,009
* Finansiell gjeldsvekt (FG/NFG)	1,833	2,103	1,757	1,506	1,636	1,642	1,746
- Finansiell eiendelsbeta (β FE)	0,021	0,017	0,024	0,027	0,017	0,012	0,020
* Finansiell eiendelsvekt (FE/NFG)	0,833	1,103	0,757	0,506	0,636	0,642	0,746
= Netto finansiell gjeldsbeta (β NFG)	-0,004	0,000	0,004	0,000	0,004	0,007	0,001

Tabell 56: Netto finansiell gjeldsbeta for Lerøy, 2010-2015

7.4 Krav til netto driftskapital

Kravet til avkastning på netto driftskapital (ndk) er vektete avkastningskrav (WACC) der vi vakter kravene til egenkapitalen (ekk), minoritetsinteressene (mik) og netto finansiell gjeld (nfgk) (Palepu, Peek, & Healy, 2013d). Vektene er beregnet ut i fra gjennomsnittlig kapital justert for opptjent kapital i året, slik at vektene er konsistente med beregningen av rentabilitet i kapittel 8. Formelen for netto driftskapital blir (Knivsflå, 2016l):

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

For å beregne netto driftskravet til Lerøy, må man anslå Lerøys årlige egenkapitalbeta og egenkapitalkrav. Vi har beregnet Lerøys gjennomsnittlige egenkapitalbeta over analyseperioden gjennom regresjonsanalyse i kapittel 7.2.3. Beregning av netto driftsbeta beregnes etter gjennomsnittstall for analyseperioden, for de ulike kravene og vektene. Vi har tatt utgangspunkt i *Miller-Modigliani proposition 1* som sier at verdien av et selskap er uavhengig av finansieringsprofil. Kravet til nettodriftskapital og netto driftsbeta er derfor konstant over tid. Etter *Miller-Modigliani proposition 2* vil egenkapitalkravet og egenkapitalbeta være avhengig av finansiering, og derfor må disse beregnes for hvert år. Vi har videre forutsatt at minoritetsbeta er lik egenkapitalbetaen (Knivsflå, 2016l).

	Gjennomsnitt 2010-2015
Lerøy	
Egenkapitalbeta	0,797
* Egenkapitalvekt (EK/NDK)	0,696
+ Minoritetsbeta	0,797
* Minoritetsvekt (MI/NDK)	0,077
+ Netto finansiell gjeldbeta	0,001
* Netto finansiell gjeldsvekt (NFG/NDK)	0,227
= Netto driftsbeta	0,616

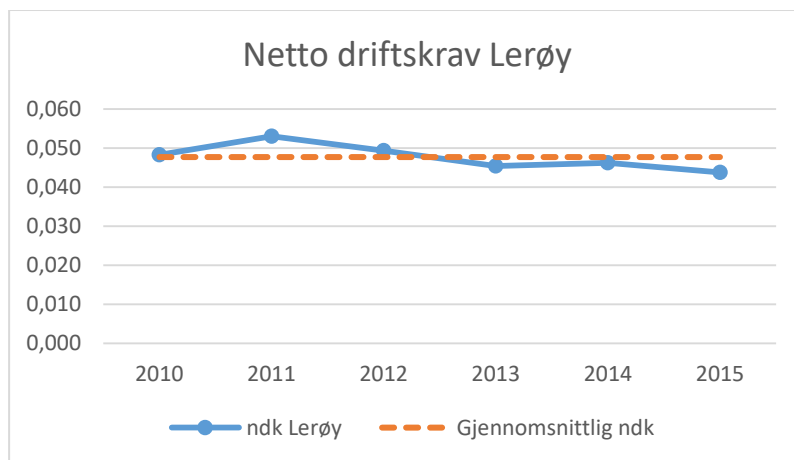
Tabell 57: Gjennomsnittlig netto driftsbeta for Lerøy, 2010-2015

Vektene er basert på gjennomsnittlig kapital justert for opptjent kapital gjennom året, som de andre beregnede kravene.

Lerøy	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010-2015
Egenkapitalkrav (ekk)	0,052	0,054	0,051	0,050	0,049	0,047	0,050
* Egenkapitalvekt (EK/NDK)	0,725	0,721	0,686	0,657	0,692	0,696	0,696
+ Minoritetsinteressekrav (mik)	0,083	0,085	0,082	0,081	0,079	0,077	0,081
* Minoritetsvekt (MI/NDK)	0,049	0,079	0,076	0,081	0,090	0,085	0,077
+ Netto finansielt gjeldskrav (nfgk)	0,028	0,037	0,035	0,023	0,025	0,022	0,028
* Netto finansiell gjeldsvekt (NFG/NDK)	0,226	0,200	0,237	0,262	0,218	0,219	0,227
= Netto driftskrav (ndk)	0,048	0,053	0,049	0,045	0,046	0,044	0,048

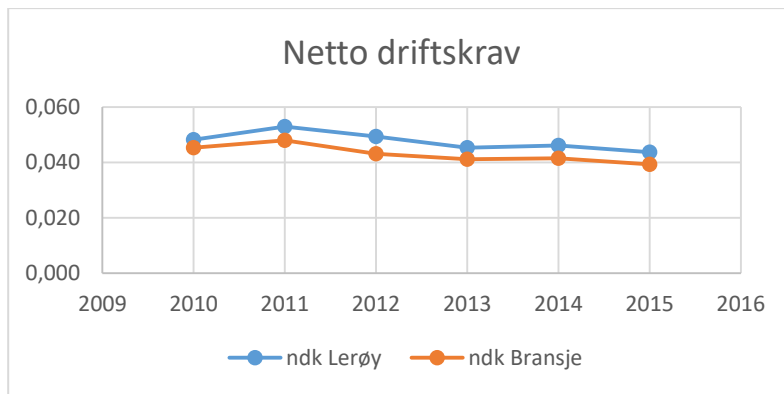
Tabell 58: Netto driftskrav for Lerøy, 2010-2015

Gjennom hele analyseperioden er kravet stabilt lavt. Netto driftskravet er under 5 % i alle år bortsett fra 2011, da kravet øker til 5,3 %. Dette skyldes i hovedsak at en andel av egenkapitalen har blitt erstattet av minoritetsinteresser. Økning i minoritet skyldes oppkjøp, samtidig er minoritetsinteressene etter 2011 på et stabilt nivå rundt 8 %. Vi anser også at *Miller-Modigliani proposition 1* å være oppfylt, ved at netto driftskrav er uavhengig av kapitalstrukturen (finansieringen). Netto driftskravet er ikke uavhengig av endringer i risikofri rente og estimatet på markedsrisikopremie, og er derfor noe av grunnen til at kravet endrer seg fra år til år. Rentenivået er lavere på slutten av analyseperioden, og vi ser samtidig at årene 2013-2015 har lavere netto driftskrav enn årene 2010-2012.



Figur 38: Netto driftskrav for Lerøy, 2010-2015

For å sammenligne Lerøys netto driftskrav har vi utarbeidet estimat på hva kravet er for bransjen. Vi ser at Lerøys netto driftskrav er høyere enn bransjens krav gjennom hele analyseperioden. Samtidig er ikke differansen mellom kravene store, og kravene er relativt like gjennom perioden. Fra figur 39 kan det se ut som kravene til Lerøy og bransjen utvikler seg likt over perioden.



Figur 39: Netto driftskrav for Lerøy og bransjen, 2010-2015

Ved å dekomponere kravene til egenkapitalkrav, minoritetskrav og kravet til netto finansiell gjeld kan vi se hvor utslaget stammer fra. Kravene er oppsummert for Lerøy og bransjen i tabell 59.

Ved å sammenligne de ulike kravene ser en at det ikke er store forskjeller på egenkapitalkravet og minoritetskravet til Lerøy og bransjen. I snitt over analyseperioden ligger Lerøy 0,1 % under begge kravene til bransjen. Ved beregning av minoritetskrav har vi benyttet samme anslag som på likviditetspremie. Vår mening er at eierskapet generelt i bransjen er på lik linje som hos Lerøy, og derfor har vi benyttet samme anslag på likviditetspremie.

Bransjen har et lavere krav til netto finansiell gjeld enn Lerøy, mens Lerøy har en høyere finansiell gjeldsdekningsgrad, som ble beregnet i kapittel 6.1.3. Finansiell gjeldsdekningsgrad viser forholdet mellom finansielle eiendeler målt mot finansiell gjeld. På grunnlag av finansiell gjeldsdekningsgraden skulle en tro at Lerøy hadde et lavere gjeldskrav enn bransjen. Siden kravet til finansiell gjeld er høyere enn kravet til finansielle eiendeler, øker derfor kravet til netto finansiell gjeld hos Lerøy.

Bransjen har større andel finansiell gearing enn Lerøy, altså ha Lerøy finansiert mer med egenkapital og minoritetsinterreser enn bransjen. Finansiell gearing presser netto driftskravet ned gjennom egenkapitalkravet, som er en del av grunnen til at Lerøy har et høyere driftskrav enn bransjen. Lerøy har også i senere tid satset i nye produkt- og markedsområder som kan ha større risiko. Risikoen forbundet med satsningen kan ha et utslag i høyere netto driftskrav.

Oppsummert sett er det ikke store forskjeller på netto driftskravene til Lerøy og bransjen. Bransjen har et noe lavere netto driftskrav, som kan knyttes til lavere krav til finansiell gjeld. Lerøy kan i tillegg ha et høyere krav til netto drift gjennom at en i senere år har satset i nye områder, som kan ha høyere risiko.

7.5 Oppsummering avkastningskrav for Lerøy

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2010-2015
Lerøy							
Egenkapitalkrav (ekk)	0,052	0,054	0,051	0,050	0,049	0,047	0,050
Minoritetskrav (mik)	0,083	0,085	0,082	0,081	0,079	0,077	0,081
Netto finansiell gjeldskrav (nfgk)	0,028	0,037	0,035	0,023	0,025	0,022	0,028
Netto driftskrav (ndk)	0,048	0,053	0,049	0,045	0,046	0,044	0,048
Bransjen							
Egenkapitalkrav (ekk)	0,053	0,058	0,051	0,049	0,051	0,047	0,051
Minoritetskrav (mik)	0,084	0,089	0,082	0,080	0,081	0,077	0,082
Netto finansiell gjeldskrav (nfgk)	0,025	0,028	0,025	0,017	0,020	0,022	0,023
Netto driftskrav (ndk)	0,045	0,048	0,043	0,041	0,042	0,039	0,043

Tabell 59: Oppsummerte avkastningskrav for Lerøy og bransjen, 2010-2015

8: Analyse av lønnsomhet og strategisk fordel

Vi gjennomførte en ekstern og intern strategisk analyse i del 4, og nå vil vi gjøre en strategisk rentabilitetsanalyse for å få dypere innsikt i Lerøys eventuelle strategiske fortrinn. Det vi ønsker å undersøke er hvorvidt Lerøy har superrentabilitet sammenlignet med bransjen, altså om rentabiliteten er høyere enn kravet.

Rentabilitet til en kapital kan defineres som hvor mye kapitalen kaster av seg i form av prosentvis avkastning. Dermed blir rentabilitet et mål på lønnsomhet for en bedrift. Får å gjøre analysen mer strategisk kan en sammenlikne rentabilitetstall både over tid og mellom bedrifter (Knivsflå, 2016f).

Ved utregning av rentabilitet kan en ta utgangspunkt i fullstendig eller normalisert nettoresultat. Førstnevnte egner seg best ved risikoanalyser da det fullstendige nettoresultatet tar hensyn til svingninger, mens det normaliserte nettoresultatet egner seg best ved kreditt-

og verdivurdering. Det skyldes at kortsiktige svingninger ikke er relevant ved budsjettering og fremskriving (Knivsflå, 2016f).

Videre er det vanlig å bruke gjennomsnittlig kapital som er justert for kapital opptjent i perioden. Dette gjøres fordi en ønsker å sammenlikne rentabiliteten med avkastningskrav, og sistnevnte regnes ut med etterskuddsrente. Derfor ønsker vi også å beregne etterskuddsrentabilitet. Eventuelle inn- og utbetalinger antar vi skjer midt i året (Knivsflå, 2016f).

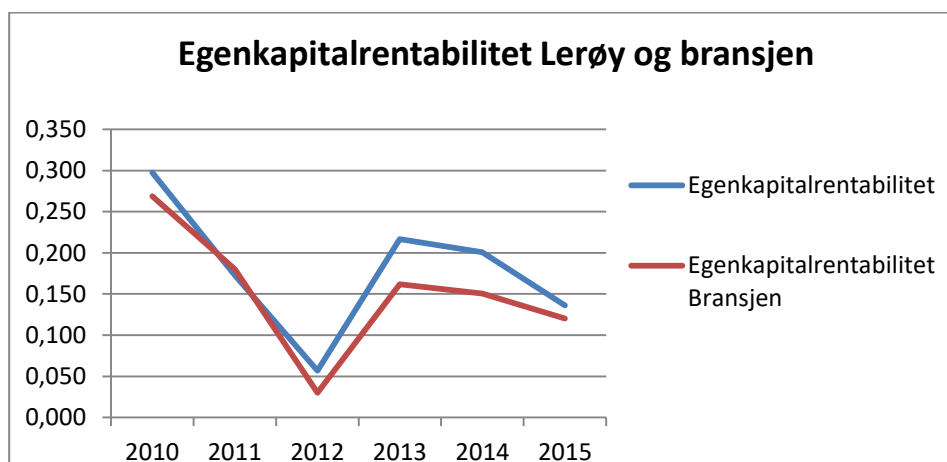
$$\text{Rentabilitet} = \frac{\text{Normalisert nettoresultat til kapitalen}}{\text{Inngående kapital} + \frac{\Delta \text{ kapital i året} - \text{normalisert nettoresultat}}{2}}$$

Vi har tatt utgangspunkt i det omgrupperte finansregnskapet til både Lerøy og bransjen og brukt analyseperioden 2010-2015. Ved beregning av gjennomsnitt over denne perioden har vi valgt å beregne et vektet gjennomsnitt. Vekten som er tillagt det enkelte år er vist i tabell 37 fra avsnitt 6.3.

8.1 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten (ekr) viser avkastningen eierne får på sin investering i selskapet. Formelen for å beregne egenkapitalrentabilitet er som følger: (Knivsflå, 2016f):

$$\text{Egenkapitalrentabilitet (ekr)} = \frac{\text{Netto resultat til egenkapital}}{\text{Egenkapital}_{IB} + \frac{\Delta \text{ Egenkapital} - \text{Netto resultat til egenkapital}}{2}}$$



Figur 40: Egenkapitalrentabilitet for Lerøy og bransjen, 2010-2015.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
Egenkapitalrentabilitet	0,298	0,173	0,057	0,217	0,201	0,136	0,168
Egenkapitalrentabilitet Bransjen	0,269	0,180	0,030	0,162	0,151	0,120	0,136

Tabell 60: Egenkapitalrentabilitet Lerøy og bransjen, 2010-2015

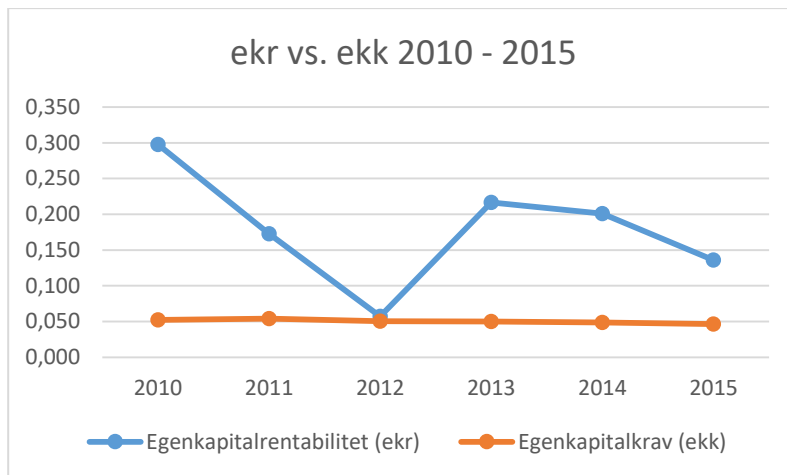
Ut i fra våre beregninger ser vi at Lerøys egenkapitalrentabilitet følger samme kurve som bransjen, men har siden 2012 ligget noe høyere. Dette er positivt for eierne. Vi noterer oss også at kurven følger prisutviklingen til laks i samme periode. 2012 var et spesielt vanskelig år for oppdrettsbransjen med lave laksepriser, mens 2010 var et år preget med høye laksepriser. Fra 2013 begynner egenkapitalrentabilitet å avvike noe fra laksepriskurven. Egenkapitalrentabiliteten hadde en synkende kurve både for Lerøy og for bransjen, mens lakseprisen hadde en svak stigning. I denne perioden opplevde bransjen en økning i kostnadssiden, hovedsakelig grunnet økte førkostnader og lakselus (Iversen, et al, 2015). Dette kan være med å forklare avviket til laksepriskurven. Det er verdt å merke seg at egenkapitalrentabilitetskurven er beregnet på normaliserte tall, der ekstreme topper og daler elimineres. Dermed er det ikke utenkelig at kurven ville sammenfalt noe bedre med lakseprisen dersom fullstendige tall hadde vært benyttet.

8.1.1 Superrentabilitet til egenkapital

Egenkapitalrentabiliteten alene sier oss ikke så mye om lønnsomheten til Lerøy. Ved å sammenlikne med avkastningskravet og mot bransjens egenkapitalrentabilitet ser en om Lerøy er lønnsom for eierne og sammenlignet med bransjen. Superrentabilitet vil si at avkastningen på egenkapitalen overstiger kravet eierne har på investert kapital. Dersom det foreligger superrentabilitet vil Lerøy være lønnsom for sine eiere.

Lerøy	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Vektet snitt	
			Lerøy				Lerøy	Bransjen
Egenkapitalrentabilitet (ekr)	0,298	0,173	0,057	0,217	0,201	0,136	0,168	0,136
- Egenkapitalkrav (ekk)	0,052	0,054	0,051	0,050	0,049	0,047	0,049	0,050
= Superrentabilitet	0,245	0,119	0,006	0,167	0,152	0,089	0,119	0,086

Tabell 61: Superrentabilitet for Lerøy, 2010-2015



Figur 41: Superrentabilitet for Lerøy, 2010-2015

Vår analyse viser at Lerøy gjennom hele perioden har hatt en solid superrentabilitet. Unntaket var i 2012 da rentabiliteten var tilnærmet lik kravet. Den tidsvektede gjennomsnittlige superrentabiliteten for Lerøy er på 12 %, noe som er 3 % over bransjegjennomsnittet. Dette tilsier at Lerøy har vært et lønnsomt selskap for sine investorer.

Videre ønsker vi å dekomponere superrentabiliteten for å se om det foreligger en felles superrentabilitet for bransjen (bransjefordel), sammenlikne Lerøys superrentabilitet mot bransjen (ressursfordel 1) og Lerøys avkastningskrav målt mot bransjekravet (ressursfordel 2).

$$\begin{aligned}
 ekr - ekk &= \text{bransjefordel} + \text{ressursfordel I} + \text{ressursfordel II} \\
 &= (ekr_B - ekk_B) + (ekr - ekr_B) + (ekk_B - ekk)
 \end{aligned}$$

8.1.2 Ekstern bransjefordel

$ekr_B - ekk_B$ = Superrentabilitet til felles for bransjen

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Vektet snitt
Egenkapitalrentabilitet Bransjen	0,269	0,180	0,030	0,162	0,151	0,120	0,136
- Egenkapitalkrav Bransjen (ekk_B)	0,053	0,058	0,051	0,049	0,051	0,047	0,050
= Superrentabilitet i Bransjen	0,216	0,122	-0,021	0,113	0,099	0,074	0,086

Tabell 62: Superrentabilitet i bransjen, 2010-2015

Vi ser at der foreligger en vektet gjennomsnittlig bransjefordel på 9 %. Alle år har hatt en positiv bransjefordel, med unntak av 2012 som tidligere nevnt var et krevende år for hele bransjen. Perioden har vært preget av svingninger, der toppåret var 2010. Basert på de siste tre årene virker det som om superrentabiliteten er på vei ned igjen forbi gjennomsnittet for perioden.

8.1.3 Intern ressursfordel

$ekr - ekr_B$ = Superrentabilitet hos Lerøy mål mot bransjen

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Vektet snitt
Egenkapitalrentabilitet Lerøy (ekr)	0,298	0,173	0,057	0,217	0,201	0,136	0,168
- Egenkapitalrentabilitet Bransjen (ekr_B)	0,269	0,180	0,030	0,162	0,151	0,120	0,136
= Superrentabilitet (Ressursfordel I)	0,029	-0,008	0,027	0,055	0,050	0,016	0,032

Tabell 63: Intern ressursfordel I for Lerøy, 2010-2015

Lerøy har gjennom analyseperioden hatt en vektet gjennomsnittlig ressursfordel på 3 %. I forhold til bransjefordelen har den dermed ikke vært særlig stor. Fordelen har variert fra -0,8 % i 2011 til 5,5 % i 2013. Dette kan tyde på at Lerøy besitter ressurser som gjorde at de klarte seg noe bedre enn resten av bransjen i de utfordrende tidene rundt 2012. I tillegg ser vi en nedadgående trend fra 2013. Dette kan tyde på at konkurransefortrinn utjevnes over tid, selv om tre år blir en svært kort tidshorisont å trekke konklusjoner fra.

8.1.4 Intern ressursfordel II

$ekk_B - ekk$ = Kravfordel i Lerøy mål mot bransjen

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Vektet snitt
Egenkapitalkrav Bransjen (ekk_B)	0,053	0,058	0,051	0,049	0,051	0,047	0,050
- Egenkapitalkrav Lerøy	0,052	0,054	0,051	0,050	0,049	0,047	0,049
= Kravfordel (Ressursfordel II)	0,000	0,004	0,000	-0,001	0,002	0,000	0,001

Tabell 64: Kravfordel (intern ressursfordel II) for Lerøy, 2010-2015

Vi observerer at det foreligger tilnærmet ingen ressursfordel II for Lerøy. Den vektete gjennomsnittlige kravfordelen er 0,1 %. Dette tilsier at avkastningskravet eierne i Lerøy stiller ikke avviker særlig fra avkastningskrav i de andre komparative selskapene.

8.1.5 Strategisk fordel

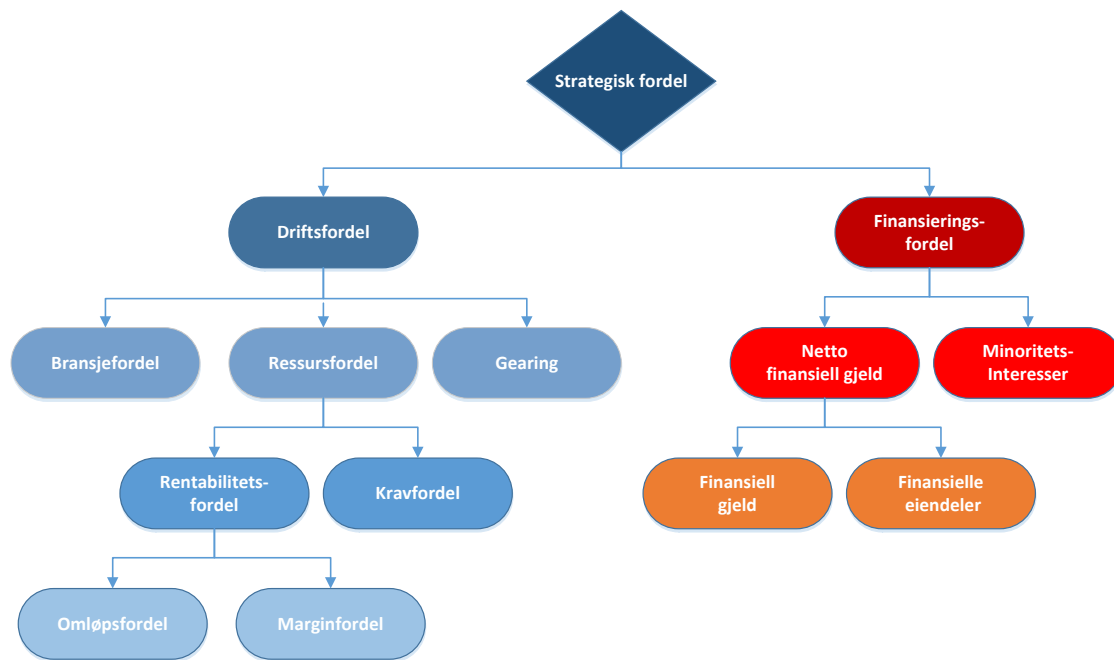
Oppsummert kan vi altså konkludere med at Lerøy besitter en gjennomsnittlig superrentabilitet på 12 % som hovedsakelig består av en bransjefordel og en ressursfordel I. Det vil si at Lerøy har de siste 6 årene hatt en strategisk fordel. Denne har variert fra toppåret 2013 da den strategiske fordelten var på 17 % til bunnivået på 0,6 % i 2012. Den strategiske fordelten har sunket siden 2013 og i 2015 var den noe lavere enn gjennomsnittet. Denne trenden observeres både i bransjefordelen og ressursfordel I, men noe mer markant reduksjon i ressursfordelen. Dette kan muligens være tegn på at konkurransefortrinn utjevnes over tid.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Vektet snitt
Superrentabilitet Bransjen	0,216	0,122	-0,021	0,113	0,099	0,074	0,086
+ Ressursfordel I ($e_{kr} - e_{kr_B}$)	0,029	-0,008	0,027	0,055	0,050	0,016	0,032
+ Kravfordel (Ressursfordel II)	0,000	0,004	0,000	-0,001	0,002	0,000	0,001
= Superrentabilitet Lerøy	0,245	0,119	0,006	0,167	0,152	0,089	0,119

Tabell 65: Superrentabilitet for Lerøy, 2010-2015

8.2 Rammeverk for strategisk drifts- og finansieringsfordel

Del 8.1 viste at Lerøy har hatt en tidsvektet gjennomsnittlig strategisk fordel i løpet av analyseperioden på 12 %. Vi dekomponerte den strategiske fordelten i en bransje- og ressursfordel (I og II). Nå ønsker vi å benytte oss av en annen dekomponeringsmal for å få dypere innsikt i kildene til den strategiske fordelten. I 8.3-8.5 vil vi dekomponere den strategiske fordelten i drifts- og finansieringsfordel, før vi dekomponerer disse kategoriene videre i henhold til rammeverket presentert under. Hovedvekten vil ligge på driftsfordelen da denne blir ansett for å være primærkilden til den strategiske fordelten. Dette skyldes at finansmarkedet er såpass velregulert at unormal avkastning sjelden inntreffer.



Figur 42: Teoretisk rammeverk for strategisk drifts- og finansieringsfordel (Knivsflå, 2016k).

8.3 Driftsanalyse – bransje, ressurs og gearing

I denne delen ønsker vi å analysere driften til Lerøy for å finne ut hvilke drivere som gir en strategisk fordel. Egenkapitalrentabilitet kan beregnes med utgangspunkt i forskjellige kapital som for eksempel total- sysselsatt eller netto driftskapital. Vi velger å benytte sistnevnte da den best legger til rette for videre dekomponering i drift og finansiering. Formelen for netto driftsrentabilitet blir da som følger (Knivsflå, 2016f):

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

Netto driftsrentabilitet viser hvor stor avkastningen er av netto driftskapital. For å finne eventuell strategisk fordel fra driften måles netto driftsrentabilitet mot netto driftskravet og bransjegjennomsnittet. Denne kan så videre dekomponeres i bransje-, ressurs- og kravfordel (Knivsflå, 2016k).

$$\text{Strategisk fordel drift} = \text{ndr} - \text{ndk}$$

$$\text{ndr} - \text{ndk} = \text{Bransjefordel} + \text{Ressursfordel} + \text{Kravfordel}$$

8.3.1 *Bransjefordel drift*

Det foreligger en driftsfordel i bransjen dersom driftsrentabiliteten i bransjen er større enn driftskravet. En økning i driftsfordel for bransjen tilsier at det foreligger muligheter og potensiale for alle aktørene innad i bransjen. Motsatt vil en reduksjon i driftsfordelen tilsi at bransjen står ovenfor trusler. Når vi skal trekke konklusjoner er det viktig å se funnene i sammenheng med den strategiske makro- og bransjeanalysen vi gjennomførte i kapittel 4. Vi benytter oss av følgende formler (Knivsflå, 2016k):

$$\text{ndr}_B - \text{ndk}_B = \text{Bransjefordel drift}$$

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Vektet snitt
Netto driftsrentabilitet Bransjen	0,190	0,113	0,031	0,151	0,150	0,099	0,118
- Netto driftskrav Bransjen	0,045	0,048	0,043	0,041	0,042	0,039	0,042
= Bransjefordel drift	0,144	0,065	-0,012	0,110	0,108	0,060	0,076

Tabell 66: *Bransjefordel drift, 2010-2015*

Vi ser at det foreligger en tidsvektet gjennomsnittlig driftsfordel for bransjen på 7,6 %. Driftsfordelen til bransjen var på sitt høyeste i 2010 og ble deretter kraftig redusert til negativ verdi i 2012. Driftsfordelen har tatt seg opp igjen fra 2012-2013, men har siden gradvis begynt å synke igjen.

Driftsfordelen har vært positiv i løpet av hele analyseperioden, med unntak av kriseåret 2012. Den positive driftsfordelen tyder på en bransje i vekst, noe makro- og bransjeanalysen vår i kapittel 4 også konkluderte med. Det faktum at driftsfordelen ikke lenger har stigende kurve kan ha sammenheng med den pågående luseproblematikken oppdrettsnæringen står ovenfor, trussel fra fôrprodusentene og de begrensende vekstmulighetene grunnet strenge konsesjonslovverk i Norge.

8.3.2 *Ressursfordel drift*

Ressursfordel fra drift skyldes interne særegne ressurser hos de enkelte aktørene i bransjen. Den rene ressursfordelen til drift består av en rentabilitets- og kravfordel (Knivsflå, 2016k).

8.3.2.1 *Rentabilitetsfordel i drift*

En ressursfordel fra drift tilsier at selskapet har en netto driftsrentabilitet som er høyere enn netto driftsrentabiliteten til bransjen (Knivsflå, 2016k).

$$\text{ndr} - \text{ndr}_B = \text{Rentabilitetsfordel drift}$$

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Vektet snitt
Netto driftsrentabilitet Lerøy	0,226	0,132	0,049	0,171	0,153	0,109	0,131
- Netto driftsrentabilitet Bransjen	0,190	0,113	0,031	0,151	0,150	0,099	0,118
= Rentabilitetsfordel drift	0,036	0,018	0,018	0,019	0,003	0,009	0,013

Tabell 67: Rentabilitetsfordel drift, 2010-2015

Vi observerer at Lerøy de siste 6 årene har hatt en rentabilitetsfordel i forbindelse med drift. Det tidsvektede gjennomsnittet er på 1,3 %. Rentabilitetsfordelen har blitt mindre siden 2013 og var nesten utslettet i 2014. Fordelen økte igjen i 2015. Dette tyder på at Lerøy besitter særegne ressurser som gir dem konkurransefortrinn innad i bransjen. SVIMA-analysen i del 4 konkluderte med at Lerøys egen merkevare og økt produktbredde potensielt kunne gi varig konkurransefortrinn. Det bør merkes at SVIMA-analysen bare peker på enkelte ressurser som kan gi konkurransefortrinn, og ikke alle mulige kilder.

8.3.2.2 Kravfordel

Formelen for å regne ut kravfordelen er (Knivsflå, 2016k):

$$\text{Kravfordel} = \text{ndk}_B - \text{ndk}$$

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Vektet snitt
Netto driftskrav Bransjen	0,045	0,048	0,043	0,041	0,042	0,039	0,042
- Netto driftskrav Lerøy	0,048	0,053	0,049	0,045	0,046	0,044	0,047
= Kravfordel drift	-0,003	-0,005	-0,006	-0,004	-0,005	-0,004	-0,005

Tabell 68: Ressursfordel drift, 2010-2015

Det andre elementet i den rene ressursfordelen utgjøres av kravfordel, som er differansen mellom netto driftskrav i bransjen mot kravet i Lerøy. Lerøy har i analyseperioden en gjennomsnittlig kravulempe i form av 0,5 % høyere netto driftskrav sammenlignet med bransjen, og at Lerøy har en kravulempe gjennom hele perioden. Netto driftskravet vil avhenge av blant annet finansieringsstruktur og risiko. Det virker noe merkelig at Lerøy har høyere avkastningskrav enn bransjen da selskapet har god soliditet og trolig ikke noe særlig høyere risikoprofil enn de andre aktørene. Gjennomgang av covenants-kravene i del 6 viste også at Lerøy hadde lavere krav til egenkapitalandel enn de andre aktørene i bransjen. Samtidig virker det rimelig at komparative aktører i samme bransje har tilnærmet lik

avkastningskrav. Usikkerhet rundt estimatene for beregning av netto driftskrav gjør at vi velger å anse Lerøys kravulempa av mindre betydning, spesielt siden den utgjør såpass liten andel av den totale ressursfordelen.

8.3.3 Dekomponering av rentabilitetsfordelen: Marginfordel og omløpsfordel

Vi ønsker å dekomponere rentabilitetsfordelen i drift videre for å undersøke hvilke underliggende kilder som gir denne strategiske fordel. Vi tar utgangspunkt i Du Pont modellen hvor netto driftsrentabilitet kan forklares som produktet mellom netto driftsmargin (ndm) og omløpet til netto driftseiendeler (onde). Ved beregning av onde, benytter vi gjennomsnittlig netto driftseiendeler (Knivsflå, 2016k).

Netto driftsrentabilitet (ndr) = nettodriftsmargin * Omløpet til netto driftseiendeler

$$\text{Netto driftsmargin (ndm)} = \frac{\text{Netto driftsresultat (NDR)}}{\text{Driftsinntekter (DI)}}$$

Lerøy	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
Netto driftsresultat (NDR)	1 289 790	903 851	376 829	1 355 546	1 325 913	1 053 827	
/ Driftsinntekter (DI)	8 884 915	9 162 813	9 097 146	10 764 714	12 579 465	13 450 725	
= Netto driftsmargin (ndm)	0,145	0,099	0,041	0,126	0,105	0,078	0,094

Tabell 69: Netto driftsmargin for Lerøy, 2010-2015

$$\text{Omløpet til netto driftseiendeler (onde)} = \frac{\text{Driftsinntekter (DI)}}{\text{Netto driftseiendeler (NDE)}}$$

Lerøy	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
Driftsinntekter (DI)	8 884 915	9 162 813	9 097 146	10 764 714	12 579 465	13 450 725	
/ Netto driftseiendeler (NDE)	5 719 277	6 858 914	7 686 443	7 944 036	8 665 691	9 699 278	
= Omløpet til netto driftseiendeler (onde)	1,554	1,336	1,184	1,355	1,452	1,387	1,369

Tabell 70: Omløpet til netto driftseiendeler for Lerøy, 2010-2015

Videre kan vi så dekomponere rentabilitetsfordelen i drift i en margin- og omløpsfordel (Knivsflå, 2016k).

$$\begin{aligned} \text{ndr} - \text{ndr}_B &= \text{Marginfordel} + \text{Omløpsfordel} \\ &= (\text{ndm} - \text{ndm}_B) * \text{onde} + (\text{onde} - \text{onde}_B) * \text{ndm}_B \end{aligned}$$

8.3.3.1 Marginfordel

En marginfordel medfører lavere driftskostnad per krone driftsinntekt i forhold til bransjen. Det vil altså medføre en kostnadsfordel per krone omsatt som følge av ressursen den enkelte bedrift besitter (Knivsflå, 2016k).

$$\text{Marginfordel} = (ndm - ndm_B) * onde$$

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
Netto driftsmargin (ndm)	0,145	0,099	0,041	0,126	0,105	0,078	0,094
- Netto driftsmargin bransjen (ndm _B)	0,158	0,107	0,032	0,128	0,116	0,080	0,098
= Uvektet marginfordel	-0,013	-0,009	0,009	-0,002	-0,010	-0,001	-0,003
* Omløpet til netto driftseiendeler (onde)	1,554	1,336	1,184	1,355	1,452	1,387	1,369
= Marginfordel	-0,020	-0,012	0,011	-0,003	-0,015	-0,002	-0,005

Tabell 71: Marginfordel for Lerøy, 2010-2015

Vi observerer at Lerøy har hatt en negativ marginfordel 5 av de siste 6 årene, og har en gjennomsnittlig marginfordel på - 0,5 %. Dette impliserer at Lerøy har større kostnader per krone de tjener enn de andre komparative bedriftene, og at de ikke har noen marginfordel men derimot en marginulempe.

Sett i sammenheng med SVIMA-analysen gjennomført i del 4 sammenfaller dette med konklusjonen at produktutvalget til Lerøy ikke er viktig (lønnsomt), og at mobiliseringen av merkevare-ressursen er for dårlig. Lerøys finansielle styrke gav ikke noe konkurransefortrinn. Her er det viktig å ta i betraktning at Lerøy har et bredere produktutvalg enn de andre i bransjen. Det kan dermed tenkes at Lerøy har en høyere omsetning uten tilvarende superprofitt som følge av hvitfisksatsingen. Dermed er det ikke nødvendigvis en marginulempe for Lerøy siden sammenlikningsgrunnlaget er noe ulikt. Lerøys bevisste satsing på hvitfisk gjør at det blir vanskelig å beregne en eventuell marginfordel, og det er dermed vanskelig å konkludere om det foreligger en marginfordel eller ulempe.

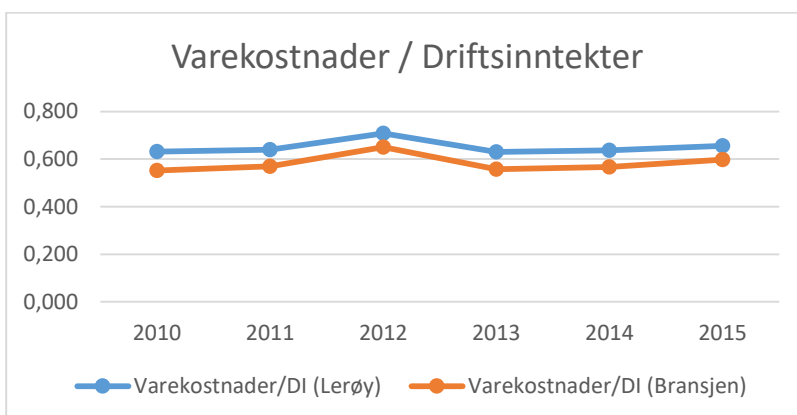
Common size

Vi ønsker å undersøke denne eventuelle marginulempen nærmere for å se fordelingen etter de forskjellige forretningsområdene til Lerøy. Vi velger da å gjennomføre en common size analyse hvor vi uttrykker alle resultatpostene i netto driftsresultatet som en prosent av driftsinntektene (Knivsflå, 2016k).

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet	Bransjen
Driftsinntekter	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
- Varekostnader	0,632	0,640	0,708	0,630	0,636	0,655	0,651	0,585 Rødt flagg
- Lønn og personalkostnader	0,088	0,106	0,113	0,102	0,101	0,105	0,104	0,117 Grønt flagg
- Andre driftskostnader	0,078	0,094	0,094	0,093	0,100	0,108	0,098	0,135 Grønt flagg
- Avskrivninger	0,025	0,030	0,032	0,029	0,029	0,032	0,030	0,037 Grønt flagg
= Driftsresultat egen virksomhet	0,178	0,131	0,052	0,147	0,133	0,100	0,117	0,126 Rødt flagg
- Driftsrelatert skatt	0,047	0,034	0,014	0,038	0,035	0,026	0,031	0,037 Grønt flagg
= Netto driftsresultat i egen virksomhet	0,131	0,096	0,039	0,108	0,098	0,074	0,087	0,089 Rødt flagg
+ Nettoresultat fra tilknyttet virksomhet	0,014	0,002	0,003	0,018	0,007	0,005	0,008	0,009 Rødt flagg
= Netto driftsresultat	0,145	0,099	0,041	0,126	0,105	0,078	0,094	0,098 Rødt flagg

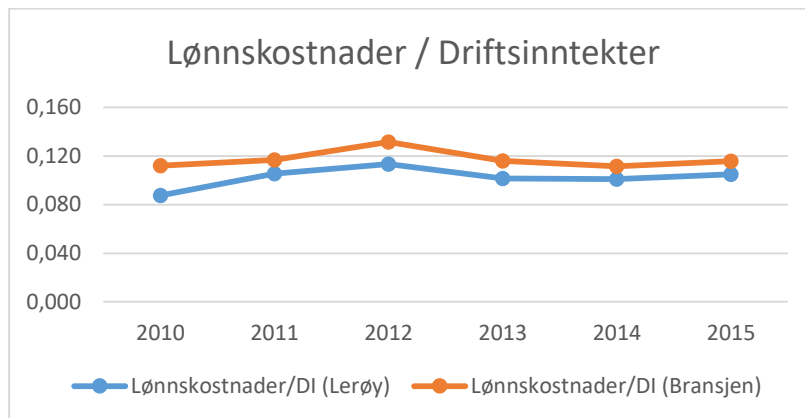
Tabell 72: Common size analyse for Lerøy og bransjen, 2010-2015

Common size analysen viser at hovedproblemet for Lerøy er varekostnadene. Ser vi på perioden under ett har Lerøy et tidsvektet gjennomsnitt som er 0,066 høyere enn bransjen. Varekostnader er alle utgifter i forbindelse med salg og innkjøp av produkter. For oppdrettsbransjen innebærer det blant annet fôrkostnader som har vært en av de store kostnadsdriverne i bransjen de siste årene. At Lerøy har en marginulempe i forhold til bransjen trenger ikke å være bekymringsfullt for selskapet, siden det er usikkert om det foreligger noen ulempe. En årsak til lavere marginer kan være den økte leverandørmakten produsentene av marine råvarer innehar, men denne påvirker også flere andre aktører i bransjen. Den største aktøren, Marine Harvest, produserer derimot noe marine råvarer selv slik at leverandørmakten reduseres. Det kan også her være greit å merke seg at Lerøys satsing på større bredde hva angår produktutvalg foreløpig ikke er lønnsomt, og dermed kan være med å drive varekostnadene deres opp. Som tidligere diskutert vil Lerøys bevisste satsning på hvitfisk føre til økt salgsinntekt og økte varekostnader i forhold til de andre aktørene siden det foreløpig er lav superrentabilitet forbundet med denne satsningen.



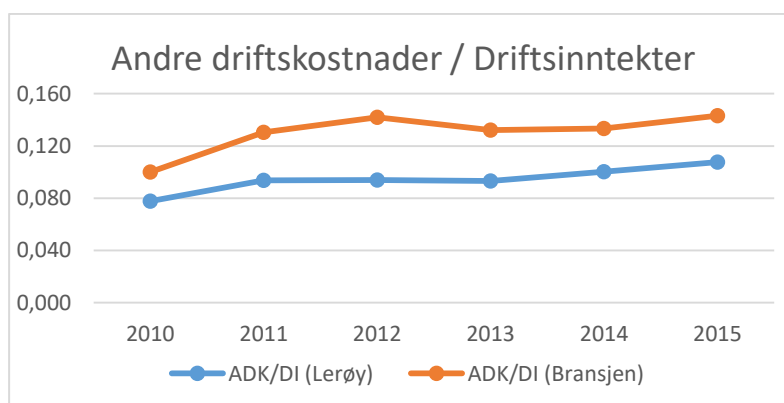
Figur 43: Varekostnader/Driftsinntekter for Lerøy og bransjen, 2010-2015

Samtidig noterer vi oss at Lerøy har positiv marginfordel hva angår lønn- og personalkostnader, andre driftskostnader og avskrivninger. At Lerøy klarer å holde lønn- og personalkostnadene lavere enn bransjegjennomsnittet er positivt med tanke på at flere av de komparative bedriftene har store deler av sin produksjon i utlandet hvor lønnskostnadene vanligvis er lavere. Lerøy har over 93 % av sin drift i Norge (Lerøy Seafood Group, 2016c), hvor lønnsnivået ansees som relativt høyt sammenlignet med andre vanlige produksjonsland som for eksempel Chile.



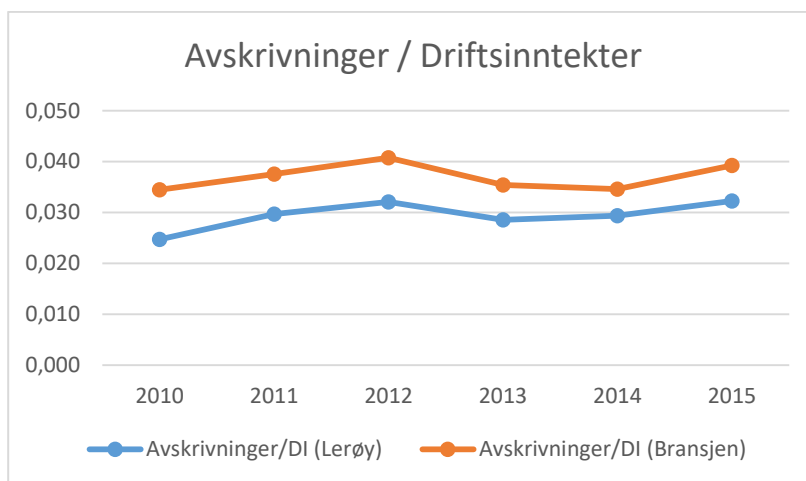
Figur 44: Lønnskostnader/Driftsinntekter for Lerøy og bransjen, 2010-2015

Lerøy har en negativ marginfordel hva angår varekostnadene, men klarer å opprettholde en nokså stor differanse fra bransjen når det gjelder andre driftskostnader. Denne regnskapsposten inkluderer blant annet forebygging og behandling av luseplager. Luseproblemtikken har vært hovedutfordringen for bransjen de siste årene og har ført til store kostnader for alle aktørene. At Lerøy dermed klarer å få en positiv marginfordel på denne regnskapsposten er svært positivt.



Figur 45: Andre driftskostnader/Driftsinntekter for Lerøy og bransjen, 2010-2015

Til slutt ser vi at Lerøy også har en positiv marginfordel på avskrivningsposten. Dette betyr at Lerøy har hatt en kostnadsfordel igjennom perioden, men vi observerer at fordelene har blitt mindre siden 2013. Avskrivninger utgjør en liten andel av produksjonskostnadene, vanligvis omlag 2-5 % og de forskjellige aktørene har forskjellig utvikling i denne resultatposten. Bransjen har vært karakterisert av økte investeringer for å optimalisere driftsprosessen og økt behov for ny teknologi, og dette observeres ved at andelen avskrivninger av driftsinntekter har økt utenom året det krevende året 2012 for både Lerøy og bransje. I tillegg ser vi at diskrepansen mellom Lerøy og bransjen har blitt mindre også siden 2013. Marginfordelen til Lerøy kan tyde på smarte investeringer forut eller under perioden som har gitt lavere avskrivning og driftkostnader. Men det kan også være et tegn på mindre investeringsaktivitet fra Lerøy sin side i forhold til de andre komparative bedriftene, og bør således sees på som et mulig rødt flagg. Det vil uansett være vanskelig å forutsi om denne marginfordelen til Lerøy vil bestå eller om den er av midlertidig karakter.



Figur 46: Avskrivninger/Driftsinntekter for Lerøy og bransjen, 2010-2015

Oppsummert ser vi at marginulempen til Lerøy hovedsakelig skyldes varekostnadsposten i regnskapet. Denne ulempen utjevnes noe grunnet Lerøys marginfordel i postene lønn, andre driftskostnader og avskrivninger. Men det bør påpekes at det muligens ikke er en reell marginulempe som følge av ulikt produktutvalg.

8.3.3.2 Omløpsfordel

Omløpsfordelen er et effektivitetsmål som måler andelen driftsinntekter per krone investert. Formelen for beregning er som følger (Knivsflå, 2016k):

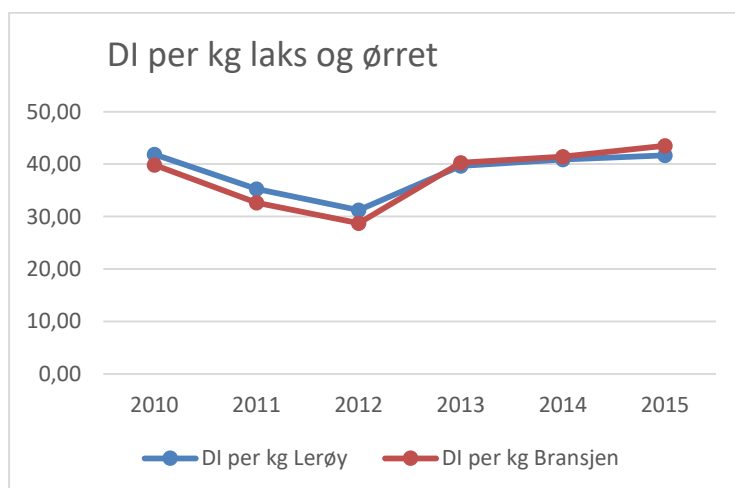
$$\text{Omløpsfordel} = (\text{onde} - \text{onde}_B) * \text{ndm}_B$$

Lerøy	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
Omløpet til netto driftseiendeler (onde)	1,554	1,336	1,184	1,355	1,452	1,387	1,369
- Omløpet til netto driftseiendeler bransjen (	1,198	1,056	0,973	1,183	1,298	1,248	1,184
= Uvektet omløpsfordel	0,355	0,280	0,210	0,172	0,154	0,139	0,185
* Netto driftsmargin bransjen (ndmB)	0,158	0,107	0,032	0,128	0,116	0,080	0,098
= Omløpsfordel	0,056	0,030	0,007	0,022	0,018	0,011	0,018

Tabell 73: Omløpsfordel for Lerøy, 2010-2015

Lerøy har en tidsvektet gjennomsnittlig omløpsfordel på 1,8 %. Fordelen har variert i løpet av de 6 årene, men har vært positiv i hele perioden. Ellers observerer vi at svingningene følger mønsteret til ressursfordelen totalt, og at differansen fra gjennomsnittet til den totale driftsfordelen er på 0,5 %. Dette tilsier at størstedelen av ressursfordelen til Lerøy består av større effektivitet enn bransjen. Lerøy klarer å skape større inntekter per krone investert enn de andre komparative bedriftene.

For å få en dypere innsikt ønsker vi å se på omløpsfordelen per forretningsområde eller segment. Dette gjør vi ved å dekomponere omløpsfordelen i underomløp, der vi velger å se på driftsinntekter og netto driftseiendeler i forhold til antall kg laks og ørret som er slaktet. Ved å sammenligne med bransjesnittet kan vi dermed observere om Lerøy klarer å opprettholde en god pris på sine varer i markedet.



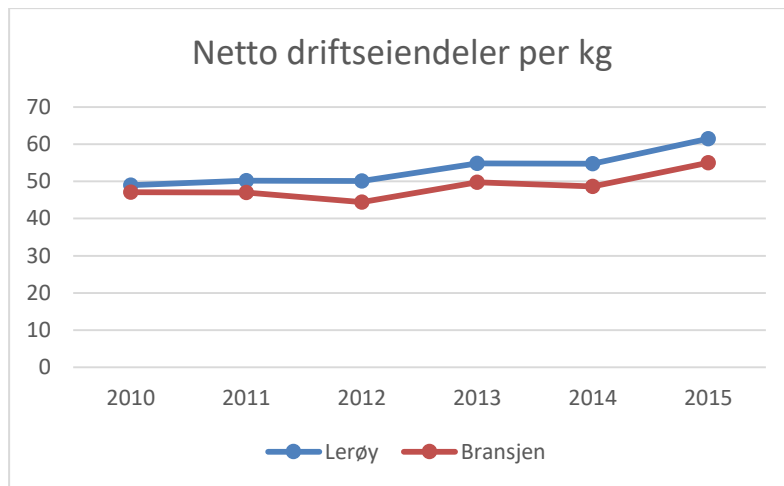
Figur 47: Driftsinntekter per kg laks og ørret for Lerøy og bransjen, 2010-2015

Figur 47 viser at Lerøy gjennom hele analyseperioden har omtrent samme driftsinntekter per slaktet kilo laks og ørret i forhold til bransjesnittet. I perioden 2010-2013 har Lerøy hatt et

høyere nivå enn bransjen, mens bransjen og Lerøy har tilnærmet samme nivå fra 2013 til 2015. Funnene samstemmer med det faktum at størstedelen av solgt laks og ørret selges som en «commodity» gode, der prisen bestemmes av markedet uavhengig av produsent.

Likevel observerer vi at Lerøy klarer å oppnå en høyere omløpsfordel i årene 2010 til 2013. Mulige forklaringer på dette kan være at segmenter av Lerøys produksjon selges som spesialvarer, hvor merkenavn eller andre særegne egenskaper gjør at de kan sette en høyere pris enn generell markedspris. Ett eksempel på dette vil være premiumlaks som selges til sushi-markedet i Japan. Andre forklaringer kan være at de ulike aktørene operer i forskjellig grad i de forskjellige markedene. Lerøy har større omsetningsandel i Norge og Asia i forhold til bransjens største aktør Marine Harvest som selger mer i USA. Likevel har begge aktørene størstedelen av salget i Europa. Selv om laks og ørret ansees som en commodity vil prisen en oppnår per kilo være forskjellig ut i fra markedet varen selges i, og dette kan forklare omløpsfordelen til Lerøy.

SVIMA-analysen i del 4 pekte på produktspekteret, deriblant bearbeidede lakseprodukter, som en kilde til et potensielt fortrinn for Lerøy. Årsaken til at denne ressursen ble ansett som potensiell var manglende lønnsomhet. Her er det viktig å poengtere at det ikke ble skilt mellom hvitfisk og bearbeidede produkter i analysen, og det er dermed vanskelig å si noe om lønnsomheten til de forskjellige bearbeidede produktene separat. Samtidig kom SVIMA-analysen frem til at merkevaren til Lerøy potensielt kunne gi et varig konkurransefortrinn, men at denne ressursen ikke var fullt ut mobilisert enda. Funnene i den strategiske analysen i del 4 kan dermed være med å forklare omløpsfordelen, men hvorvidt de vil skape et fortrinn i fremtiden er mer usikkert. Lerøy kan ha en viss førstetrekksfordel ved å være tidlig ute med større produktspekter og benyttelse av egne merkevarer gjennom hele kjeden, men det er ressurser som kan imiteres av andre i bransjen.



Figur 48: Netto driftseiendeler for Lerøy og bransjen, 2010-2015

Ved å se på netto driftseiendeler per kilo slaktet laks og ørret kan vi analysere kapitalbruken til selskapet i forhold til antall enheter som produseres. Resultatet målt opp mot bransjetall gir oss en pekepinn på hvor gode investeringer selskapet har gjort i løpet av analyseperioden. Vi ser at Lerøy produserer mindre sammenlignet med investeringsnivå. Det tidsvektede gjennomsnittet viser at Lerøys kapitalbruk i forhold til kilo slaktet laks og ørret er 11 % høyere enn bransjesnittet. Dette impliserer at effektiviteten av Lerøys investeringer ikke er like bra som bransjesnittet. Når vi analyserte Lerøys marginfordel var et av funnene lavere avskrivning i forhold til bransjen, noe som kan være et tegn på smartere investeringer. Dette må sees i sammenheng med funnet her, hvor vi ser at investeringene til Lerøy ikke er like effektive som bransjens investeringer. Analysen støtter dermed hypotesen om manglende stordriftsfordeler i bransjen, da Lerøy som nest største aktør burde hatt bedre effektivitet dersom slike fordeler eksisterte. Samtidig bør det understrekes at dette er en bransje som preges av store investeringer og hyppige oppkjøp. At Lerøy for analyseperioden ikke har en effektivitetsfordel utelukker ikke at investeringene fremover kan bli mer effektive. Samtidig må en imidlertid ta hensyn til konsesjonenes ulike kjøpesummer. Det kan tenkes at Lerøy har betalt mer for sine konsesjoner enn bransjegjennomsnittet.

Oppsummering omløpsfordel:

Lerøys totale omløpsfordel på 2 % skyldes hovedsakelig at de klarer å oppnå høyere driftsinntekter i forhold til slaktevolum. De har samtidig en effektivitetsulempe i form av høyere kapitalbinding i forhold til slaktevolum som senker omløpsfordelen. En forklaring på

denne omløpsfordelen kan være markedsforskjeller mellom aktørene i bransjen, høyere pris på Lerøys nisse- og bearbeidede produkter. Faktorer som lite effektive investeringer per dags dato for Lerøy kan redusere denne fordelten, men samtidig kan det tenkes at ulike konsesjonspriser er årsaken til effektivitetsulempen og dermed ikke er en reell ulempe i denne analysen.

8.3.3.4 Oppsummering ressursfordel drift

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
Omløpsfordel	0,056	0,030	0,007	0,022	0,018	0,011	0,018
+ Marginulempe	-0,020	-0,012	0,011	-0,003	-0,015	-0,002	-0,005
+ Kravfordel	-0,003	-0,005	-0,006	-0,004	-0,005	-0,004	-0,005
= Ressursfordel drift	0,033	0,013	0,012	0,015	-0,002	0,005	0,009

Tabell 74: Ressursfordel drift for Lerøy, 2010-2015

Lerøys ressursfordel på 0,9 % forårsakes av selskapets omløpsfordel på 1,8 %. Selskapet har en marginulempe og kravulempe på 0,5 % hver som reduserer driftsfordelen. Vår analyse viste at Lerøy har en negativ marginfordel. Det settes for øvrig spørsmålsteget til denne konklusjonen da Lerøy har et bredere produktspekter enn resten av bransjen. Salg og bearbeiding av hvitfisk gir foreløpig lav superprofitt, men utgjør en liten andel av totalomsetningen og bidrar dermed til å øke inntjeningen. Å sammenligne netto driftsmargin til Lerøy med de andre aktørene blir derfor vanskelig og vår konklusjon om marginulempe er av den grunn muligens ukorrekt. Samtidig ser vi at omløpsfordelen skyldes høye inntekter per kilo slaktevolum noe som betyr at kapitalinntjeningen er effektiv, selv om fordelten bare kan tilskrives årene 2010-2013. Analysen konkluderer også med at effektiviteten i kapitalbruken ikke er like effektiv, men det kan skyldes ulike konsesjonspriser.

Gearingfordel drift

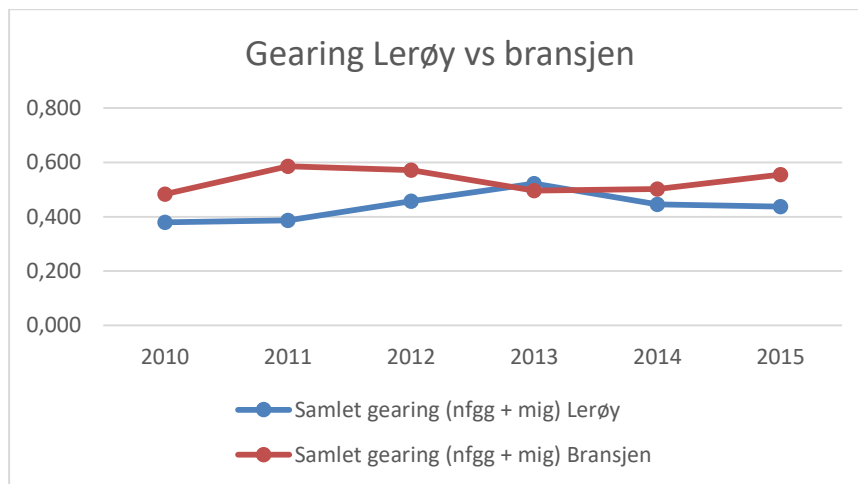
En ren driftsfordel kan forsterkes ved hjelp av økt andel fremmedkapital i forhold til egenkapital. Dette omtales vanligvis som gearing. Årsaken til at denne skaleringen ansees som driftsrelatert og ikke finansiell, til tross for at den omhandler finansieringskilder, er at gearingen påvirker driftsfordelen direkte. Forutsetningen for å oppnå en gearingsfordel er at driften er lønnsom. En ren driftsulempe vil forsterkes ved økt fremmedkapitalfinansiering. Det er viktig å understreke at gearing vanligvis ikke vil øke verdien på selskapet da økende andel fremmedkapital medfører økt risiko. Økt risiko tilsier at eierne vil kreve større avkastning på sin investering (Miller & Modigliani, 1958).

Gearingfordel	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
Ren driftsfordel (ndr - ndk)	0,177	0,079	0,000	0,125	0,107	0,065	0,085
* Netto finansiell gjeldsgrad (nfgg)	0,312	0,277	0,346	0,399	0,315	0,315	0,333
+ Ren driftsfordel (ndr - ndk)	0,177	0,079	0,000	0,125	0,107	0,065	0,085
* Minoritetsgrad (mig)	0,067	0,110	0,111	0,124	0,130	0,122	0,119
= Gearingfordel drift	0,067	0,030	0,000	0,065	0,048	0,028	0,038

Tabell 75: Gearingfordel drift for Lerøy, 2010-2015

Vi ser at den tidsvektede gjennomsnittlige gearingfordelen i løpet av analyseperioden har vært på 3,8 %. Gearingfordelen følger naturlig nok svingningene til den rene driftsfordelen.

Sammenligner vi gearingen til Lerøy med bransjen ser vi at bransjen, med unntak av 2013, har hatt en større gearing enn Lerøy. Lerøy har hatt en ren driftsfordel alle år i analyseperioden, med unntak av 2014.



Figur 49: Andel gearing for Lerøy og bransjen, 2010-2015

8.3.4 Total driftsfordel

Lerøys totale driftsfordel består av en ren driftsfordel som kan påvirkes ved hjelp av gjeldsbelastning. Den rene driftsfordelen utgjøres av bransje- og ressursfordel, som igjen kan dekomponeres i en margin-, omløps- og kravfordel.

Driftsfordel	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
Bransjefordel	0,144	0,065	-0,012	0,110	0,108	0,060	0,076
+ Marginulempe	-0,020	-0,012	0,011	-0,003	-0,015	-0,002	-0,005
+ Omløpsfordel	0,056	0,030	0,007	0,022	0,018	0,011	0,018
+ Kravfordel	-0,003	-0,005	-0,006	-0,004	-0,005	-0,004	-0,005
= Ren driftsfordel	0,177	0,079	0,000	0,125	0,107	0,065	0,085
+ Gearingfordel	0,067	0,030	0,000	0,065	0,048	0,028	0,038
= Driftsfordel	0,245	0,109	0,000	0,191	0,154	0,093	0,123

Tabell 76: Driftsfordel for Lerøy, 2010-2015

Den totale driftsfordelen for Lerøy i løpet av analyseperioden var på 12,3 %. Den rene driftsfordelen utgjorde 8,5 % av denne, noe som er positivt for Lerøy. Når vi dekomponerer ressursfordelen ser vi at Lerøy har negativ margin- og kravfordel. Dette medfølger at Lerøy har større kostnader i forhold til de andre aktørene i bransjen. Gjennom common size analysen kom det også frem at dette hovedsakelig skyldes økte varekostnader. I en tid der økte kostnader er det største problemet for oppdrettsbransjen er dette et bekymringstegn for Lerøy. Likevel greier Lerøy å oppnå en positiv ren driftsdel, hovedsakelig grunnet bransjefordel på 7,6 % og en omløpsfordel på 1,8 %. Totalt sett med gearing på 3,8 % oppnår Lerøy en god strategisk fordel for perioden og tyder på at selskapet har vært lønnsomt for sine eiere. Spørsmålet blir om de klarer å oppnå samme fordel fremover, gitt at hoveddelen av den strategiske fordel i denne perioden skyldes en bransjefordel som er lik for alle aktørene i bransjen.

8.4 Finansieringsanalyse

Den strategiske fordel til et selskap kan deles inn i en driftsfordel og en finansieringsfordel. Driftsfordelen ble utdypet i del 8.3, mens vi nå skal ta for oss finansieringsfordelen. Finansieringsfordelen vil ikke bli ytterligere dekomponert. Dette skyldes at markedet er velregulert og at det dermed sjelden er muligheter for unormal avkastning. Dermed forventer vi ikke å finne en høy finansieringsfordel i denne analysen og ser det som lite hensiktsmessig å dekomponere en eventuell fordel noe videre.

Finansieringsfordelen består av finansieringsfordel til netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser og beregnes etter følgende formel (Knivsflå, 2016f):

$$\text{Finansieringsfordel} = [(nfgk - nfg) * nfgg + (mik - mir) * mig]$$

Forventningen til denne analysen er å finne finansieringsfordel tilnærmet lik null fordi mindre- eller merrenten på finansiell gjeld vanligvis er tilnærmet null. Det tilsier at netto finansielt gjeldskrav og netto finansielt gjeldsrentabilitet er lik null, og dermed foreligger det ingen superrentabilitet. Årsaken til denne forutsetningen er at finansmarkedet er effisient og med stor konkurranse. Dermed vil renten en finansiell investor kan forvente å oppnå være tilnærmet lik kravet. I tillegg vil netto finansiell gjeld i prinsippet være rapportert eller justert etter virkelig verdi slik at normalisert rente da vil være et mål på kravet eller den alternative renten (Knivsflå, 2016f).

8.4.1 Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

Vi kan dele opp finansieringsfordelen til netto finansiell gjeld i finansieringsfordel til finansiell gjeld pluss finansieringsfordel til finansielle eiendeler (Knivsflå, 2016f).

$$\text{Finansieringsfordel NFG} = \text{FF Finansiell gjeld} + \text{FF Finansielle eiendeler}$$

8.4.1.1 Finansieringsfordel – Finansiell gjeld (FFFG)

Der foreligger en finansieringsfordel for eierne av et selskap dersom gjeldskravet er større enn lånerenten. Dersom det eksisterer en slik fordel vil det være positivt for bedriften å nytte mer finansiell gjeld (Knivsflå, 2016f).

$$\text{Finansieringsfordel FG} = (\text{fgk} - \text{fgr}) * \text{fgg}$$

$$\text{Finansiell gjeldsrentabilitet (fgr)} = \frac{\text{Netto finanskostnader (NFK)}}{\text{FG}_{IB} + \frac{\Delta \text{FG} - \text{NFK}}{2}}$$

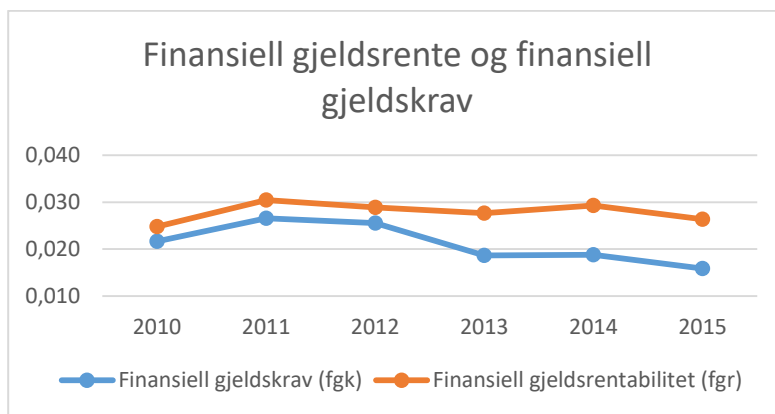
$$\text{Finansiell gjeldsgrad (fgg)} = \frac{\text{Finansiell gjeld}}{\text{Egenkapital}} = \frac{\text{FG}_{IB} + (\Delta \text{FG} + \text{NFK})/2}{\text{EK}_{IB} + (\Delta \text{EK} + \text{NRE})/2}$$

Lerøy	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
Finansiell gjeldskrav (fgk)	0,022	0,027	0,026	0,019	0,019	0,016	0,020
- Finansiell gjeldsrentabilitet (fgr)	0,025	0,030	0,029	0,028	0,029	0,026	0,028
* Finansiellgjeldsgrad (fgg)	0,573	0,582	0,608	0,601	0,516	0,517	0,556
= Finansieringsulempe finansiell gjeld	-0,002	-0,002	-0,002	-0,005	-0,005	-0,005	-0,005

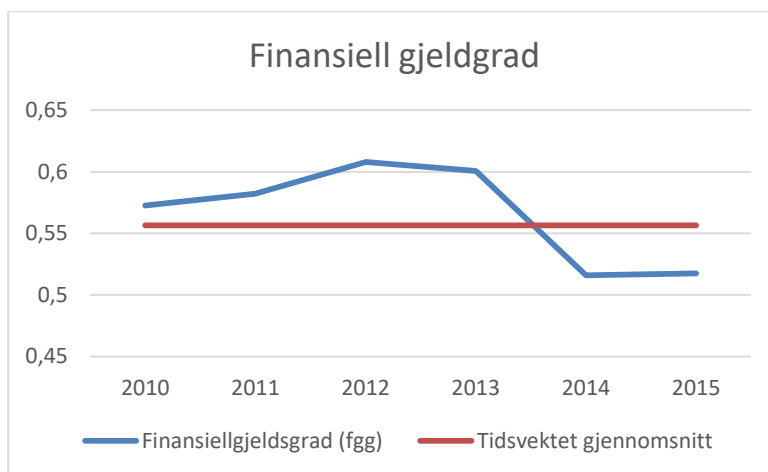
Tabell 77: Finansieringsulempe finansiell gjeld for Lerøy, 2010-2015

Vi ser at Lerøy gjennom hele perioden har hatt en gjeldsrente som har vært tidsvektet gjennomsnittlig 0,5 % høyere enn gjeldskravet. Lerøy har dermed en finansieringsulempe. Ulempen kan skyldes to ulike forhold: enten er det finansielle gjeldskravet undervurdert på grunn av for god kredittrating, eller så har ikke Lerøy vært flinke nok til å oppnå gode lånevilkår hos kreditorene sine.

Vi merker oss at avstanden mellom gjeldsrente og krav har økt siden 2013, men at Lerøy har redusert gjeldsgraden slik at ulempen ikke ble høyere. Siden 2013 har den lagt stabil på 0,5 %.



Figur 50: Finansiell gjeldsrente og finansiell gjeldskrav for Lerøy, 2010-2015.



Figur 51: Finansiell gjeldsgrad for Lerøy, 2010-2015

8.4.1.2 Finansieringsfordel – Finansielle eiendeler (FFFE)

Lerøy kan besitte en finansieringsfordel fra sine finansielle eiendeler dersom situasjonen er motsatt fra den finansielle gjelden, altså at rentabiliteten er større enn kravet. Forvaltningen av de finansielle eiendelene vil da være lønnsom (Knivsflå, 2016f).

$$\text{Finansieringsfordel FE} = (\text{fer} - \text{fek}) * \text{feg}$$

$$\text{Finansiell eiendelsrentabilitet(fer)} = \frac{\text{Netto finansinntekter (NFI)}}{\text{FE}_{IB} + \frac{\Delta \text{FE} - \text{NFI}}{2}}$$

Finansiell eiendelskrav (fek)

$$= r_f(1 - s) * \frac{\text{KON}}{\text{FE}} + (r_f(1 - s) + \text{krp}_{\text{FOR}}) * \frac{\text{FOR}}{\text{FE}} + (r_f(1 - s) + \beta_{\text{INV}} * \text{mrp} + \text{ilp}) * \frac{\text{INV}}{\text{FE}}$$

$$\text{Finansiell eiendelsgrad (feg)} = \frac{\text{Finansielle eiendeler}}{\text{Egenkapital}} = \frac{\text{FE}_{IB} + (\Delta \text{FE} + \text{NFI})/2}{\text{EK}_{IB} + (\Delta \text{EK} + \text{NRE})/2}$$

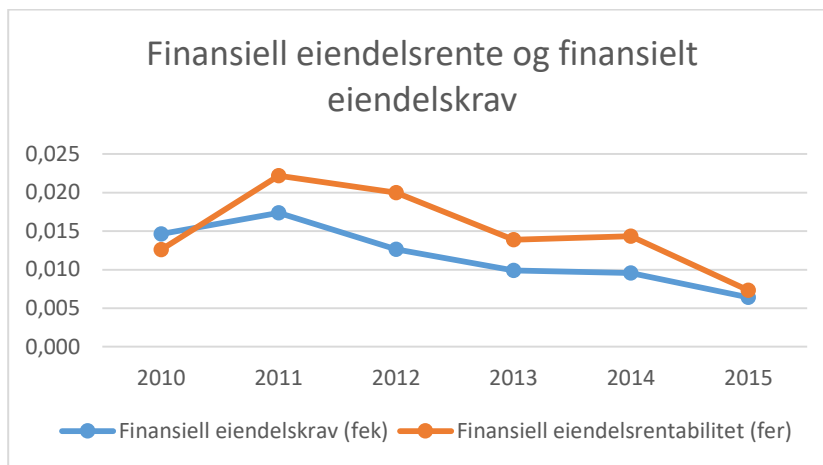
Merk at vi allerede har forklart begrepet og beregnet det finansielle eiendelskravet i del 7.3.2.

Lerøy	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
Finansiell eiendelsrentabilitet (fer)	0,013	0,022	0,020	0,014	0,014	0,007	0,014
- Finansiell eiendelskrav (fek)	0,015	0,017	0,013	0,010	0,010	0,006	0,010
* Finansiell eiendelsgrad (feg)	0,260	0,305	0,262	0,202	0,201	0,202	0,224
= Finansieringsfordel finansielle eiendeler	-0,001	0,001	0,002	0,001	0,001	0,000	0,001

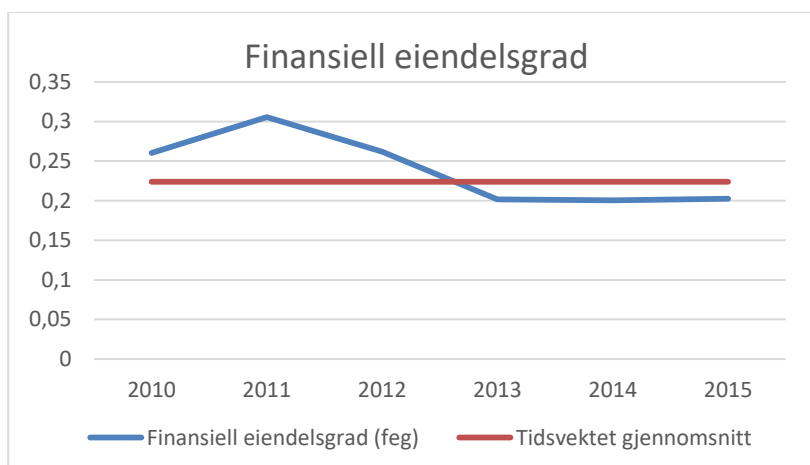
Tabell 78: Finansieringsfordel finansielle eiendeler for Lerøy, 2010-2015

Lerøy har for analyseperioden 2010-2015 hatt en tidsvektet gjennomsnittlig finansieringsfordel på 0,1 % fra sine finansielle eiendeler. Fra å starte perioden med en finansieringsulempe klarte de å oppnå en fordel på 0,2 % i 2012 men fra da av har fordelene blitt redusert. I 2015 var det finansieringsfordelen null. Lerøy har valgt en lite strategisk tilnærming ved å redusere eiendelsgraden sin i perioden 2011-2013 når de faktisk har en finansieringsfordel, mens de i perioden 2013-2015 hvor finansieringsfordelen har gradvis blitt redusert har de valgt å holde eiendelsgraden stabil. Ut ifra et strategisk synspunkt burde de økt sin finansielle eiendelsgrad i 2011-2013, for å så redusere den i takt med redusert finansieringsfordel. Forøvrig bør det bemerkes at fordelene og ulempene Lerøy har hatt har

vært svært liten, og det er mulig at finansieringsfordelen forekommer på grunn av støy. Vi anser dermed som usannsynlig at den har utgjort signifikant betydning.



Figur 52: Finansiell eiendelsrente og finansielt eiendelskrav for Lerøy, 2010-2015



Figur 53: Eiendelsgrad for Lerøy, 2010-2015

8.4.1.3 Finansieringsfordel – Netto finansiell gjeld (FFNFG)

Finansieringsfordelen fra netto finansiell gjeld beregnes ved å finne differansen mellom netto finansiell gjeldskrav og netto finansiell gjeldsrente, og multiplisere denne differansen med netto finansiell gjeldsgrad. Trekker en dermed finansieringsfordel for finansielle eiendeler fra finansieringsfordel for gjeld blir resultatet finansieringsfordelen for netto finansiell gjeld (Knivsflå, 2016f).

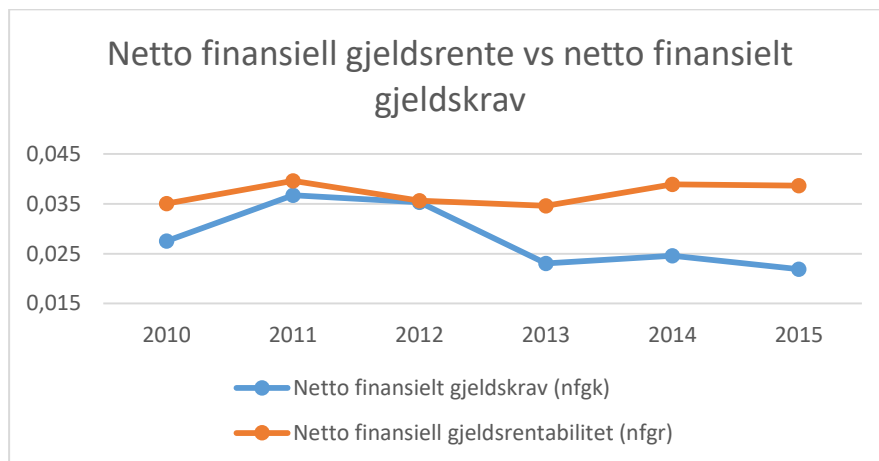
$$\text{Finansieringsfordel NFG} = (\text{nfgk} - \text{nfggr}) * \text{nfgg}$$

$$\text{nfggr} = \frac{\text{NFK} - \text{NFI}}{\text{NFG}_{IB} + \frac{\Delta\text{NFG} - (\text{NFK} - \text{NFI})}{2}}$$

$$\text{nfgg} = \frac{\text{Netto finansiell gjeld}}{\text{Egenkapital}} = \frac{\text{NFG}_{IB} + (\Delta\text{NFG} - (\text{NFK} - \text{NFI})/2)}{\text{EK}_{IB} + (\Delta\text{EK} + \text{NRE})/2}$$

Lerøy	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
Netto finansielt gjeldskrav (nfgk)	0,028	0,037	0,035	0,023	0,025	0,022	0,027
- Netto finansiell gjeldsrentabilitet (nfggr)	0,035	0,040	0,036	0,035	0,039	0,039	0,037
* Netto finansiell gjeldsgrad (nfgg)	0,312	0,277	0,346	0,399	0,315	0,315	0,333
= Finansieringsulempe netto finansiell gjeld	-0,002	-0,001	0,000	-0,005	-0,004	-0,005	-0,004

Tabell 79: Finansieringsulempe netto finansiell gjeld for Lerøy, 2010-2015

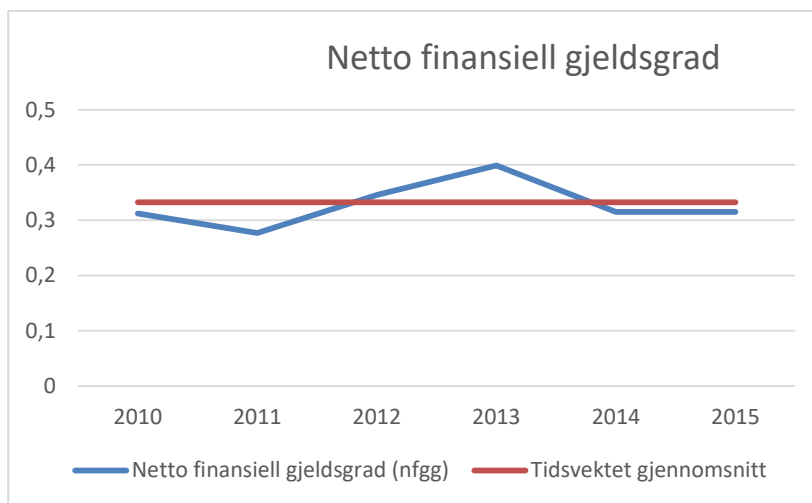


Figur 54: Netto finansiell gjeldsrente og netto finansielt gjeldskrav for Lerøy, 2010-2015.

Fra tidligere vet vi at Lerøy for analyseperioden 2010-2015 har hatt en tidsvektet gjennomsnittlig finansieringsulempe for sin finansielle gjeld på -0,5 %, og en finansiell fordel for sine finansielle eiendeler på 0,1 %. Tidsvektet gjennomsnittlig finansieringsulempe for netto finansiell gjeld blir dermed -0,4 %.

Ser vi nærmere på analyseperioden ser vi at Lerøy i alle år utenom 2012 har hatt et lavere netto finansielt gjeldskrav i forhold til netto finansiell gjeldsrentabilitet. I 2012 var kravet lik

renten. Finansieringsulempen har økt siden 2012, og medfører at Lerøy burde redusere sin netto finansielle gjeldsgrad. Figur 54 viser at Lerøy økte sin netto finansielle gjeldsgrad i perioden 2011-2013 som kan ha sammenheng med at krav var lik renten i 2012. Det hadde vært strategisk lurt av Lerøy å holde sin netto finansielle gjeldsgrad stabil i denne perioden eller redusert den. Vi merker oss at Lerøy i perioden 2014-2015 har holdt sin finansielle gjeldsgrad stabil. Ut i fra vår analyse burde de redusert sin netto finansielle gjeldsgrad. Et argument for å holde gjeldsgraden stabil kan være grunnet gearingfordeler i forbindelse med strategisk fordel fra drift.



Figur 55: Netto finansiell gjeldsgrad for Lerøy, 2010-2015

8.4.2 Finansieringsfordel – Minoritetsinteresser

Det kan foreligge en finansieringsfordel for majoritetseierne i en bedrift dersom kravet til minoritetsinteressene er høyere enn tilhørende rentabilitet. Dette vil være gunstig for majoriteten fordi da vil negativ superprofitt deles med minoriteten. Motsatt er det negativt for driften dersom minoritetskravet er mindre enn renten fordi da vil minoriteten kapre en del av den strategiske fordelen. Dermed vil vi forvente at minoritetskravet er nokså likt minoritetsrentabiliteten da det virker usannsynlig at majoriteten vil ønske å presse minoritetsinteressene for merrentabilitet (Knivsflå, 2016f).

$$\text{Finansieringsfordel minoritet} = (\text{mik} - \text{mir}) * \text{mig}$$

$$\text{Minoritetsrentabilitet (mir)} = \frac{\text{Netto minoritetsresultat (NMR)}}{MI_{IB} + \frac{\Delta MI - NMR}{2}}$$

$$\text{Minoritetskrav (mik)} = \text{ekk} + \text{ilp}_{MI}$$

$$\text{Minoritetsgrad (mig)} = \frac{\text{Minoritetsinteresser}}{\text{Egenkapital}} = \frac{MI_{IB} + (\Delta MI + NMR)/2}{EK_{IB} + (\Delta EK + NRE)/2}$$

Minoritetskrav ble forklart og beregnet i del 7.2.7.

Lerøy	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
Minoritetskrav (mik)	0,083	0,085	0,082	0,081	0,079	0,077	0,080
- Minoritetsrentabilitet (mir)	0,036	-0,007	0,019	0,237	0,062	0,065	0,083
* Minortietsandel (mig)	0,067	0,110	0,111	0,124	0,130	0,122	0,119
= Finansieringsfordel minoritetsinteresser	0,003	0,010	0,007	-0,019	0,002	0,001	0,000

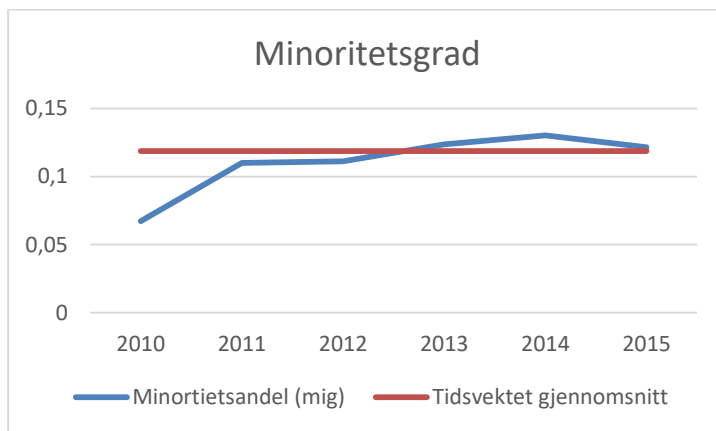
Tabell 80: Finansieringsfordel minoritetsinteresser for Lerøy, 2010-2015.



Figur 56. Minoritetskrav og minoritetsrentabilitet for Lerøy, 2010-2015

Vi ser at minoritetsrentabiliteten var klart høyere enn minoritetskravet i perioden 2012. I denne perioden var minoriteten er byrde for selskapet, og Lerøy burde ha redusert andelen i denne perioden. Vi observerer derimot av figur 57 at Lerøy i stedet valgte å øke andelen. Fra 2014-2015 hvor minoritetskravet var høyere enn rentabilitetene velger Lerøy å redusere

andelen. Dette kan tyde på at Lerøy blir oppmerksom på minoritetsproblematikken og tar grep for sent.



Figur 57: Minoritetsgrad for Lerøy, 2010-2015

Det tidsvektede gjennomsnittet til finansieringsfordelen fra minoritetsinteressene var null. I løpet av analyseperioden har den vært veldig variabel, og majoritetseiernes reaksjon underveis i perioden kan settes enkelte spørsmåltegn ved. Likevel bør det merkes at de fleste år har finansieringsfordelen vært positiv. Det kan også tenkes at Lerøy velger å beholde eller øke minoritetsinteressene i perioder når det strategisk kanskje ville vært bedre å redusere for å kunne fordele mer risiko. Dette aspektet fanger ikke denne analysen opp.

8.4.3 Oppsummering – Strategisk finansiell fordel

Lerøys strategiske finansielle fordel utgjøres dermed av deres finansieringsulempe til netto finansiell gjeld på -0,4 % og finansieringsfordel på 0 % fra minoritetsinteressene. Konklusjonen er at Lerøy har en finansieringsulempe som dermed reduserer deres strategiske fordel. Denne skyldes i hovedsak finansieringsulempe i forbindelse med deres finansielle gjeld og økende krav i forhold til rentabilitet. Likevel må det understrekes at ulempen er svært liten og dermed lite utslagsgivende for strategifordelen til Lerøy.

8.5 Oppsummering – Strategisk fordel

Vi har i dette delkapittelet sett på Lerøys strategiske fordel og dekomponert denne for å få innsikt i hvor Lerøy har strategiske fortrinn og hvilke områder de bør fokusere på fremover.

Vi ser at Lerøy i løpet av analyseperioden 2010-2015 har hatt et tidsvektet gjennomsnittlig strategisk fordel på 12 %. Ved å dekomponere den strategiske fordelten i fordel fra drift og finans, ser vi at det er driften alene som gir positiv strategisk bidrag. Lerøy har en negativ finansiell fordel.

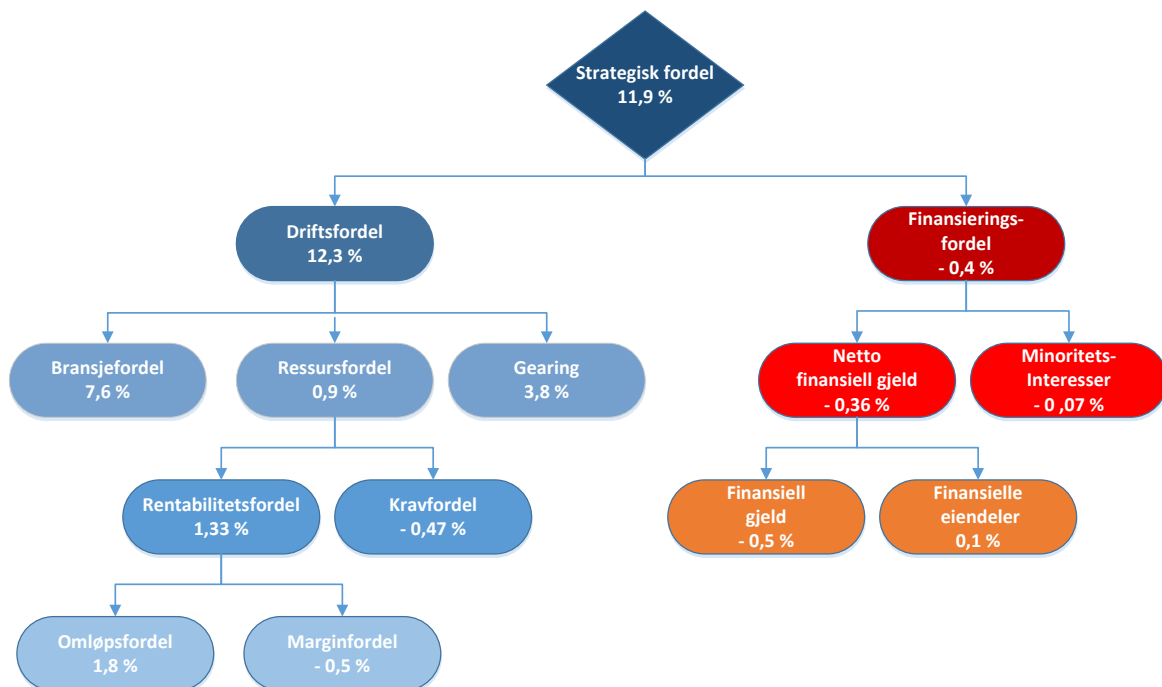
Driftsfordelen utgjøres hovedsakelig av bransjefordelen på 8 %. Dette tilsier at oppdrettsbransjen i denne perioden har hatt gode år med vekstmuligheter som har gagnet alle aktørene. Prognosene fremover er ikke like positive. Konsesjonssystemet i Norge gjør at bransjen anser vekstmulighetene i Norge som svært begrenset. Dette gjør at aktørene fremover må satse på andre strategier for å vokse, deriblant andre produksjonsmarkeder eller større differensiering med tanke på spesialiserte og bearbeidede produkter. Videre ser vi at Lerøy har nokså lav ressursfordel på 1 %. Dette bør føre til røde flagg hos ledelsen da det betyr at Lerøys ressurser ikke gir noe konkurransefortrinn i bransjen. Ekstra bekymringsfullt blir dette med tanke på at bransjefordelen ikke forventes å være like god fremover og at det da blir viktigere med egne ressursfordeler. SVIMA-analysen i del 4 konkluderte med at Lerøy besitter ressurser i form av merkevare og produktutvalg som potensielt kan gi varige konkurransefortrinn men det krever bedre lønnsomhet og mobilisering. Lerøy klarer også å øke driftsfordelen ved hjelp av gearing, 4 %. Likevel er det tvilsomt at gearingen bidrar til økt lønnsomhet for eierne ut i fra Miller-Modigliani teoremet og det faktum at økt gjeldsbelastning vanligvis også øker risikoprofilen.

Lerøy har i analyseperioden en finansieringsulempe på 0,4 %. Hovedsakelig utgjøres dette av en negativ netto finansiell gjeld, -0,36 %. Lerøys finansiering gir dermed ingen strategiske fordeler, men ulempen er relativt liten og ansees ikke som en stor utfordring fremover.

Strategisk fordel	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
Bransjefordel drift	0,144	0,065	-0,012	0,110	0,108	0,060	0,076
+ Ressursfordel drift	0,033	0,013	0,012	0,015	-0,002	0,005	0,009
= Strategisk fordel drift	0,177	0,079	0,000	0,125	0,107	0,065	0,085
+ Gearingfordel drift	0,067	0,030	0,000	0,065	0,048	0,028	0,038
= Driftsfordel	0,245	0,109	0,000	0,191	0,154	0,093	0,123
+ Finansieringsfordel NFG	-0,002	-0,001	0,000	-0,005	-0,004	-0,005	-0,004
+ Finansieringsfordel MI	0,003	0,010	0,007	-0,019	0,002	0,001	-0,001
= Strategisk fordel	0,245	0,119	0,006	0,167	0,152	0,089	0,119

Tabell 81: Oppsummering Lerøys strategiske fordel, 2010-2015

Til slutt har vi plassert de utregnede verdiene inn i rammeverket slik vi presenterte det i del 8.2.



Figur 58: Oppsummering strategisk fordel for Lerøy, 2010-2015

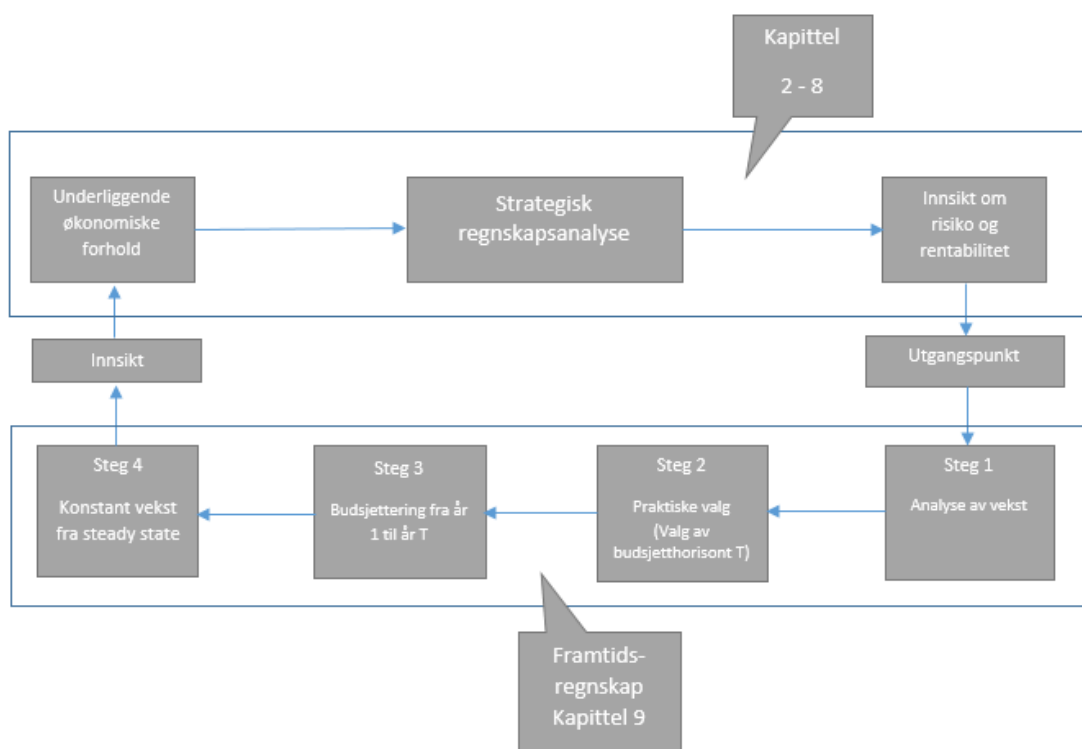
9: Fremtidsregnskap

Utarbeidelse av fremtidsregnskap og fremtidig kontantstrøm er sentralt i fundamental verdsettelse. Fremtidsregnskapet utarbeidelse på grunnlag av analyse og innsikt som vi har opparbeidet oss fra og med kapittel 4. Den historiske utviklingen danner grunnlaget for projiseringen av 2016, og prognosene for resten av budsjettperioden. I kapittel 10 utarbeider

vi relevante fremtidige avkastningskrav, som sammen med de fremtidige resultatene og kontantstrømmene danner grunnlaget for den fundamentale verdsettelsen som blir presentert i kapittel 11.

9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap

Fremtidsregnskapet til Lerøy utarbeides i følgende 4 steg, som vist i figur 59. Rammeverket for utarbeidelse av fremtidsregnskap er hentet fra Knivsflå sine forelesninger (Knivsflå, 2016m) og Penman sitt rammeverk for utarbeidelse av fremtidsregnskap (Penman, 2013c)



Figur 59: Teoretisk rammeverk for fremtidsregnskap (Knivsflå, 2016m)

Å analysere den historiske utviklingen er ikke nyttig for å kunne spå fremtiden (Penman, 2013d). Lønnsomhetsanalysen fra kapittel 8 er sentral ved at vi bruker rentabilitetsmål og forholdstall til å predikere fremtiden.

For å kunne utarbeide fremtidsregnskap er det viktig å finne og identifisere de viktige budsjettdriverne til selskapet. Noen budsjettdriverer kan endre seg noe over budsjettperioden, mens andre kan endre seg signifikant. Budsjettdriverene som vi ønsker å se spesielt på kalles

Key driver (Penman, 2013c). For Lerøy ønsker vi å se på veksten gjennom en vekstanalyse. Veksten analyseres i kapittel 9.2 og fremskrives sammen med de andre viktige budsjettdriverne i kapittel 9.4.

I steg 2 tar vi praktiske valg for fremtidsregnskapet. Her vurderes blant annet hvor lang fremskrivingsperioden (budsjetthorisonten) skal være før man når konstant vekst i driftsinntekter, men også når de andre budsjettdriverne er antatt å være konstante («steady state»). Vi vil også vurdere hvor detaljert fremtidsregnskapet skal være og hvilken fremskrivningsteknikk vi skal benytte.

I steg 3 gjøres selve budsjetteringen av fremtidsregnskapet på basis av budsjettdriverne. I steg 4 gjør vi anslag på hva årlig vekst vil være når Lerøy er i «steady state», og hva budsjettdriverne vil være når vi venter at de er konstante.

9.2 Vekstanalyse

Historisk vekst gir innsikt om fremtidig vekst, og er en av inputene man bruker for å budsjettere fremtidsregnskapet (Knivsflå, 2016n). Det er to typer vekstanalyser: analyse av resultatvekst og analyse av kapitalvekst. Ved analyse av veksten vil vi først og fremst fokusere på den historiske driftsinntektsveksten. Ved analyse av driftsinntektsveksten vil vi også se nærmere på veksten av slaktet volum, for å analysere hva kildene til driftsinntektsveksten.

Ved beregning av gjennomsnitt over denne perioden har vi valgt å beregne et vektet gjennomsnitt. Vekten som er tillagt det enkelte år er som vist i tabell 37 i avsnitt 6.3.

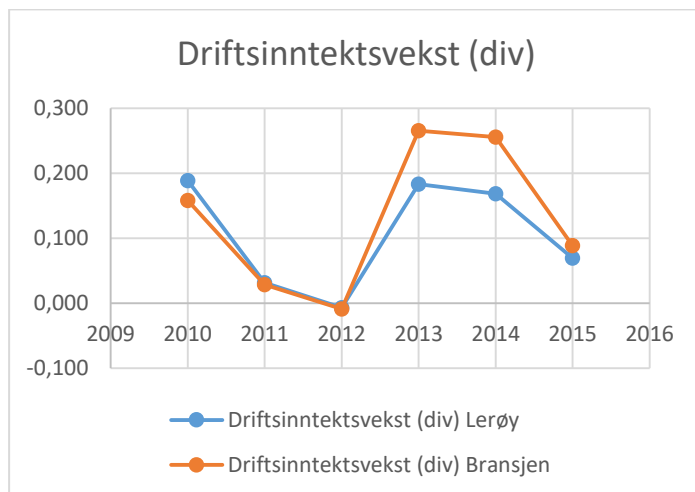
9.2.1 *Analyse av historisk driftsinntektsvekst*

Veksten i driftsinntektene er hovedårsaken til vekst i resultatet til et selskap, og uten kunder og salg er det vanskelig å predikere verdi til selskapet i fremtiden (Penman, 2013c). Driftsinntektsanalyse er grunnleggende budsjettdriver for å kunne se utviklingen til selskapet, og budsjettering av fremtidsregnskapet starter derfor med analyse av den historiske driftsinntektsveksten.

Vekst i driftsinntektene er ikke den eneste måten man har for å oppnå høyere resultat. En annen måte å øke resultatet er å redusere eller bremse kostnadene, altså å øke marginene sine ved å se på kostnadene. Problemet med å analysere driftsinntektsveksten som kilde til vekst, er at driftsinntektsveksten kan være ustabil. Vanligvis kan analyse av resultatet være mer stabilt enn driftsinntektsveksten (Knivsflå, 2016n).

Driftsinntektsveksten finnes ved følgende formel (Knivsflå, 2016n):

$$\text{Driftsinntektsvekst (div)} = \frac{\Delta \text{ Driftsinntekter}}{\text{Driftsinntekt}_{t-1}}$$



Figur 60: Driftsinntektsvekst for Lerøy og bransjen, 2010-2015

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
Driftsinntektsvekst (div) Lerøy	0,189	0,031	-0,007	0,183	0,169	0,069	0,108
Driftsinntektsvekst (div) Bransjen	0,158	0,029	-0,009	0,265	0,256	0,089	0,149

Tabell 82: Driftsinntektsvekst for Lerøy og bransjen, 2010-2015

Den historiske driftsinntektsveksten i perioden viser at det er store svingninger gjennom analyseperioden, men at bransjen og Lerøy har tilnærmet lik trendutvikling. Hovedforklaringen på utviklingen i driftsinntektsvekst er den volatile lakseprisen, men det er verdt å merke seg at Lerøy stort sett gjennom hele perioden har lavere vekst enn bransjen. Det tidsvektede gjennomsnittet viser også at Lerøy har lavere vekst enn bransjen, der veksten i 2013 og 2014 viser en betydelig lavere vekst enn bransjen. Oppdrettsbransjen har i de siste

årene hatt høy grad av oppkjøp av mindre aktører, noe som kan forklare den høyere veksten i bransjen totalt sett (Kvaløy & Tveterås, 2006). SalMar hadde i motsetning til de andre selskapene i bransjen vekst i sin driftsinntekt i 2012. SalMar hadde i 2012 et stort oppkjøp av konsesjoner og biomasse fra Villa Arctic, noe som kan være medvirkende årsak til inntektsveksten til SalMar dette året (SalMar, 2013). Grieg Seafood har en høyere økning enn bransjen i 2014, noe som skyldes i hovedsak at selskapet Ocean Quality er fullt konsolidert i konsernregnskapet fra og med 2014 tallene (Grieg Seafood, 2015).

Vi har innhentet rapporterte tall for 2.kvartal 2016 for Lerøy og de komparative selskapene. Tallene viser at Lerøy har en driftsinntektsvekst i 2. kvartal på 22,5 %, sammenlignet med driftsinntektene for 2. kvartal 2015. Bransjen har tilsvarende en vekst på 21 %. Per 2. kvartal har både Lerøy og bransjen en økning i driftsinntekter fra 2015. Lakseprisen har i denne perioden hatt en all-time-high som er med på å forklare den store økningen i driftsinntekter.

Vekstraten hos Lerøy og bransjen er på et høyt nivå i analyseperioden, et nivå det er vanskelig og tro kan vedvare over tid. Det er samtidig lite som tyder på at Lerøy og bransjen er i nærheten av «steady state». For å nærmere analysere grunnlaget for veksten har vi valgt å se på veksten i slaktet volum.

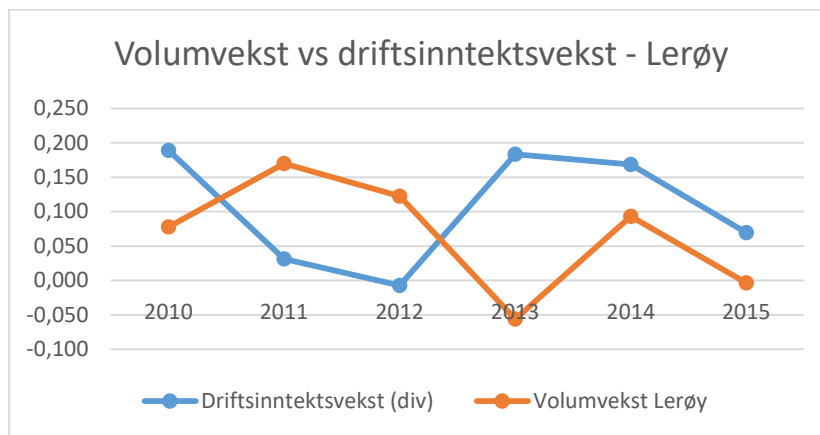
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
Volumvekst Lerøy	0,078	0,170	0,122	-0,056	0,093	-0,004	0,050
Volumvekst Bransjen	0,058	0,152	0,129	-0,063	0,173	-0,009	0,066

Tabell 83: Volumvekst for Lerøy og bransjen, 2010-2015

Vi har tatt utgangspunkt i slaktede salmonide arter ved beregning av volumvekst. Ved å analysere veksten i slaktet volum ser man at Lerøy og bransjen har sammenfallende trend. Samtidig er det interessant å se at volumvekst de fleste år har motsatt utvikling i forhold til utviklingen av driftsinntekter, da en vanligvis ville forvente at økt volum ville gi økt inntekt. Vi har tidligere i kapittel 2.2.1 diskutert at oppdrettsbransjen er en syklisk næring grunnet lang produksjonstid og sesongpåvirket tilbud og etterspørsel. Den sykliske naturen kan også forklare forskjellen mellom volum- og inntektsvekst. Når det er lavere tilbud i markedet vil etterspørselen øke og dette vil igjen gi økt pris. Gunstig valutaforhold vil også kunne påvirke driftsinntektsveksten positivt.

Konklusjonen ved å sammenligne volumveksten med driftsinntektsveksten er at hovedkilden til vekst i driftsinntekt er prisvekst og utvikling i valuta.

Ved å sammenligne driftsinntektsveksten og veksten i volum for Lerøy får vi følgende utvikling:



Figur 61: Vekst i driftsinntekter og vekst slaktet volum for Lerøy, 2010-2015.

I årene 2010 – 2013 har utviklingen i driftsinntektsvekst og volumvekst motsatt trend. I 2015 er veksten i volum om lag 0, men driftsinntektsveksten er positiv med om lag 7 %. Veksten i 2015 skyldes hovedsakelig høy laksepris og heldig euro-kurs mot norske kroner. I kvartalsrapporten for 2. kvartal 2016, opplyser Lerøy at de forventer en økning i slaktet salmonide arter fra 158 000 tonn til 173 000 tonn. Per 2. kvartal 2016, har slaktet volum økt med 5,3 % i Lerøy sammenlignet med 2. kvartal 2015. I samme periode har driftsinntektsveksten vært på 22,5 % i Lerøy. Dermed har Lerøy per 2. kvartal hatt en økning i både driftsinntektsvekst og i volum. Sammenlignet har bransjen kun hatt en økning i driftsinntekt på 21 %, mens volumet har blitt redusert med 5,4 % i forhold til 2015.

9.3 Praktiske valg for utarbeidelse av fremtidsregnskap

Steg 2 i rammeverket for utarbeidelse av fremtidsregnskap innebærer at man må ta noen nødvendige praktiske valg før man utarbeider selve fremtidsregnskapet. Herunder kommer valg av budsjettperiode (prognoseperiode), detaljnivå og hvilken metode vi skal benytte for å fremskrive budsjettdriverne (Knivsflå, 2016n).

9.3.1 Valg av budsjettperiode

Budsjetthorisonten er det året der budsjetteringen går fra å være basert på «fullstendig» fremskrivning til en enklere behandling av budsjettdriverne. Ved valg av budsjettperiode er det viktig å vurdere to forhold (Knivsflå, 2016n):

- Hvor lang tid er det til selskapet er i «steady state»?
- Hvordan er kvaliteten i regnskapsføringen i selskapet?

Begrepet «steady state» er det tidspunktet der selskapet ikke lenger klarer å oppnå meravkastning på fremtidige ekspansjonsinvesteringer, og en har en enkel fremskriving av budsjettdriverne. I «steady state» er årlig vekst i inntekter ikke høyere enn den langsiktige vekstraten i økonomien generelt, og marginene i selskapet er på et normalisert nivå. Lengden på budsjettperioden er avhengig av hvor langt selskapet og bransjen er unna konstant vekst. Dersom selskapet er i en vekstfase vil «steady state» være lengre frem i tid. Dette tilsier at budsjettperioden da må være lengre. Kaldestad og Møller understreker at bransjer som er sykliske, bransjer i vekst og bransjer med stor superprofitt bør ha en lengre prognoseperiode ved utarbeidelse av fremtidsregnskap (Kaldestad & Møller, 2016c). Som allerede nevnt kjennetegnes oppdrettsbransjen av sin sykliske pris- og volumvekst. I tillegg avdekket våre analyser i kapittel 8 og kapittel 9.2 at bransjen har en stor andel superprofitt og fortsatt stor vekst.

Budsjettperioden avhenger i tillegg av kvaliteten på regnskapsføringen. Dersom regnskapet er verdibasert kan en benytte en kortere budsjetthorisont og likevel fange opp verdiene (Knivsflå, 2016n). Verdibaserte regnskap tar utgangspunkt i virkelig verdier, og i Lerøys tilfelle vil vi ha en blanding av virkelig verdig og historisk kost. Lerøy er et børsnotert selskap som dermed regnskapsfører etter IFRS. IFRS både tillater og krever en stor andel av verdibasert måling. Samtidig må det påpekes at vi i kapittel 5 justerte de biologiske eiendelene fra virkelig verdi tilbake til historisk kost. Vi får dermed en blanding av virkelig verdi og historisk kost.

Etter å ha vurdert Lerøys stilling mot teori velger vi å gå for en budsjettperiode på 10 år, fra 2016 til 2025. Vi er likevel av den formening om at oppdrettsbransjen vil ha superprofitt utover 10 år, men vurderer at en lengre budsjettperiode ikke gir ytterligere informasjon til

verdsettelsesformålet. De viktigste momentene for at vi velger en lengre periode er listet nedenfor.

Lerøy og bransjen har en positiv driftsinntektsvekst i analyseperioden. I tillegg har vi avdekket at bransjen har stor andel superprofitt i kapittel 8. Bransjen er også vurdert til å fortsatt ha ytterligere vekstpotensial, og i 2016 har lakseprisen vært på et historisk høyt nivå. Dette taler for at bransjen ikke er ved «steady state» for øyeblikket, og en lengre prognoseperiode som tar hensyn til vekstpotensialet.

Vi har justert de biologiske eiendelene fra virkelig verdi til historisk kost i kapittel 5. Regnskapstillene har derfor mindre grad av virkelig verdi, som også taler for en lengre prognoseperiode (Knivsflå, 2016n).

Det er samtidig viktig å påpeke at selv om vi har justert de biologiske eiendelene tilbake til historisk kost, er fortsatt regnskapene til Lerøy i stor grad verdibaserte. Detaljnivået i regnskapene til Lerøy er også vurdert som høyt. Både virkelig verdi og detaljnivå taler for en kortere tidshorisont enn 10 år, men i vurderingen sammen med vekstpotensialet i bransjen velger vi å falle ned på budsjettperioden 2016 – 2025.

9.3.2 *Valg av detaljnivå*

Ved utarbeidelse av fremtidsregnskap er det knyttet en del usikkerhet rundt fremtiden. Denne usikkerheten gjør at det er viktig å fokusere på de viktigste verdidriverne, fordi man fokuserer på de driverne som gir oss bred informasjon (Penman, 2013d). Ved budsjettering bør vi konsentrere oss om de viktigste faktorene slik at antall budsjett drivere blir begrenset (Knivsflå, 2016n).

Detaljnivået avhenger av budsjett horisonten. Ved et høyt detaljnivå budsjetterer man regnskapslinje for regnskapslinje. Et høyt detaljnivå passer best hvis man har en kort budsjett horisont (Knivsflå, 2016n). Vi har i kapittel 9.3.1 valgt en lang budsjett horisont på 10 år. Det er derfor mer aktuelt å ha et lav detaljnivå, da et stort antall budsjett drivere gjennom et lavt detaljnivå kan skape komplekse og usikre budsjett modeller. Ut i fra denne argumentasjonen velger vi å fokusere på tre budsjett drivere som predikeres, mens man har 6 trivielle budsjett drivere som predikeres ut i fra netto driftseiendeler. Det er driftsinntektsveksten som danner grunnlaget for de ulike budsjett driverne, dette er naturlig da driftsinntektsveksten bestemmer veksten i selskapet.

De tre verdidriverne vi har valgt å benytte oss av ved budsjettering av fremtidsregnskapet er: driftsinntektsveksten, omløpet til netto driftseiendeler, netto driftsmargin. De seks andre verdidriverne som beregnes ut ifra netto driftseiendeler er finansiell gjeldsdel, finansielle eiendelsdeler, finansiell gjeldsrente, finansiell eiendelsrente, minoritetsandel og minoritetsrentabilitet.

9.3.3 *Valg av fremskrivningsteknikk*

Når man skal fremskrive de ulike verdidriverne vil man hovedsakelig ta utgangspunkt i den historiske utviklingen til den aktuelle budsjettdriveren. Den strategiske regnskapsanalysen som er basert på det omgrupperte og justerte finansregnskapet danner grunnlaget for vår tolkning av hva som skjer fremover. På kort sikt, kanskje to eller tre perioder frem i tid, har man basert regnskapsanalysen på en konkret formening angående budsjettdriverens utvikling. Dette er derimot vanskeligere å predikere på lang sikt (Knivsflå, 2016n).

Mange regnskapstall har en tendens til å være tilbakevendende til gjennomsnittet i bransjen eller gjennomsnittet i økonomien over tid («mean reversion»). For eksempel er det vanlig at driftsinntektsveksten og netto driftsmargin konvergerer mot bransjegjennomsnittet på grunn av konkurranse. Forholdstallene til bransjen og økonomien kan også overstyres dersom en gjennom kvalitativ strategisk analyse har kommet frem til at det historiske snittet for bransjen eller økonomien er for høyt. Dette kalles strategisk overstyring (Knivsflå, 2016n).

Usikkerhet rundt de ulike budsjettdriverne håndteres vanligvis på to ulike måter: scenariobudsjettering og simulering og sensitivitetsanalyse. Ved scenariobudsjettering utarbeider en flere ulike budsjetter med forskjellig fremtidig utvikling. Hvert utfall tilegnes sannsynlighet for at det skal inntreffe basert på analytikerens subjektive vurdering. Denne metoden er ikke så vanlig i praksis. Vanligvis benytter en simulering og sensitivitetsanalyse hvor en utarbeider et budsjett med den mest ventede og sannsynlige utviklingen (Knivsflå, 2016n). Vi velger også denne siste metoden ved budsjettering av fremtidsregnskapet, hvor vi altså legger til grunn vår vurdering av fremtidig utvikling hos Lerøy.

Ved budsjettering etter forventet utvikling budsjetterer vi under forutsetning om fortsatt drift. Et scenario om konkurs holdes da utenfor. Avslutningsvis i kapittel 11 vil vi derfor utføre en nedjustering av verdiestimatet for å ta hensyn til konkursscenarioet.

9.4 Budsjett drivere fra 2016 til år 2025

Vi har som tidligere drøftet valgt å utarbeide fremtidsregnskapet på grunnlag av totalt ni budsjett drivere. Budsjett driverne studeres nærmere i de etterfølgende avsnittene.

9.4.1 *Driftsinntektsvekst*

I kapittel 9.2.1 har vi analysert driftsinntektsveksten i analyseperioden. I perioden 2010-2015 har Lerøy en nominell vekst i driftsinntekter på 10,6 %, mens bransjen har en vekst på 13,1 %. Veksten i driftsinntekter må tilskrives selskapets reelle vekst og til dels inflasjon i perioden.

På kort og mellomlang sikt vil veksten til en virksomhet være avhengig av vekst i bransjen eller vekst i interne ressurser. Hvis bransjen fortsatt vokser kan selskapet vokse videre uten å være avhengig av å kapre eksisterende markedsandeler. Dette vil være positivt, blant annet ved at selskapet da kan slippe og bruke penger på å posisjonere seg i markedet. Dersom det er ingen vekst i bransjen er selskapet avhengig av interne ressurser for å skape vekst. I tillegg betyr det at selskapet må konkurrere om de markedsandelene som allerede eksisterer. Det kan føre til hard konkurranse i bransjen som igjen kan ha stor påvirkning på lønnsomhet og driftsmargin (Knivsflå, 2016n).

Et selskap opplever ulik grad av vekst i løpet av sin livssyklus. Vanligvis vil et selskap starte med en fase karakterisert av høy vekst i driftsinntekter. Vekstfasen vil deretter flate ut over tid og gå over i en modningsfase. Her har man fortsatt vekst i driftsinntekter, men ikke på samme nivå som i vekstfasen. Tilslutt havner man vanligvis i en stagnasjonsfase. Siden ingen selskaper kan vokse raskere enn økonomien samlet, vil vanligvis virksomheter som vokser raskt oppleve at veksten over tid blir redusert mot gjennomsnittet i bransjen (Knivsflå, 2016n).

Veksten på lang sikt kan ikke være større enn forventet realvekst i verdensøkonomien pluss forventet global inflasjon. I kurset BUS440 estimerer Knivsflå veksten i verdensøkonomien på lang sikt. Han tar utgangspunkt i IMF sine prognoser på vekst i verdensøkonomien på 3,3 % og legger til forventet global inflasjon på 1,9. Resultatet blir et vekstestimat på ca. 5 %. Dette estimatet kan økes til rundt 7,5 % dersom en forventer en «ny økonomi» (Knivsflå, 2016n).

I oppdrettsbransjen står man ovenfor flere utfordringer til vekst på sikt. Det er få land som oppfyller de klimatiske forutsetningene for å kunne drive oppdrett. Av de landene som har gode produksjonsmuligheter er det igjen få som har en infrastruktur som fremmer produksjonen på linje med hva man har i Norge. Samtidig er det naturlig å anta at konsesjonssystemet i Norge vil fortsette å fungere som en betydelig inngangsbarriere (Marine Harvest, 2016b). Utfordringene ved arealbruk kan løses ved utvikling av havbaserte anlegg. Ny teknologi gjør det mulig å ha produksjon ute til havs i stedet for inne langs kysten. Å sette anleggene på land er i seg selv en arealutfordring, da anleggene er veldig store. Flere av aktørene i oppdrettsbransjen jobber med å utvikle slike havanlegg, blant annet fikk SalMar i 2015 innvilget utviklingskonsesjon for sin havmerd (Fiskeridirektoratet, 2016b).

Det finnes flere andre veksthemmende faktorer i bransjen der spesielt lakselus, sykdommer og arealbruk har vært dominerende de siste årene. Videre vekst er avhengig av at en klarer å løse disse problemene. Tilgang på fôrressurser kan også være en faktor som reduserer veksten i bransjen. Spesielt gjelder dette med tanke på tilgang av marine råstoffer til fiskefôret. Som allerede diskutert i del 4.3.4 ansees ikke «fish meal trap» å være en reel trussel blant annet fordi en så langt har klart å omstille seg bra og bruke mindre andeler marine råstoffer enn tidligere (Shepherd & Jackson, 2012).

Lerøy skriver i sin årsrapport for 2015 at de ikke forventer vekst i norsk produksjon i perioden 2012-2018, og at utsiktene etter denne perioden også er usikker. Årsaken til dette er det strenge konsesjonsreglementet i Norge. I følge «Verdiskapning på produktive hav i 2050» fra Det Kongelige Norske Videnskabers Selskab (DKNVS) og Norges Tekniske Vitenskapsakademi (NTVA) er det reelle behovet for vekst i global akvakultur på 5,6 % fremover mot 2050. Premissene for økt vekst i etterspørselen er blant annet økende knapphet på mat, ønsker om sunne produkter og økt kjøpekraft i middelklassen (Olafsen, Winther, Olsen, & Skjermo, 2012).

Utenom muligheter for vekst i bransjen generelt foreligger det potensiale i Lerøys interne ressurser. Som vår strategiske analyse i del 4 viste eksisterer det vekstmuligheter forbundet med Lerøys produktutvalg og merkevare. Lerøy anslår selv at det er gode vekstmuligheter i markedet for bearbejdede produkter og når det gjelder satsning på flere produktområder. I 2016 har Lerøy kjøpt opp Havfisk ASA og Norway Seafood Group som et tydelig tegn på at hvitfisk er et viktig satsningsområde for selskapet (Lerøy Seafood Group, 2016bb). Dette

oppkjøpet skjedde for øvrig i 2016 og var dermed ikke tilgjengelig informasjon ved årsslutt 2015. Det har dermed ingen direkte påvirkning på vårt estimat.

Oppsummert vil faktorer som få egnede arealmuligheter, strenge konsesjonsregler og begrenset tilgjengelig marine råstoff kunne virke veksthemmende for oppdrettsbransjen. Likevel vil økt etterspørsel, teknologiske fremskritt og økt mobilisering av egne interne ressurser tale for en høyere driftsinntektsvekst i perioden. For Lerøy sitt tilfelle vil økt satsing på produktutvalg og bredde vært eksempler på interne ressurser som kan fremme vekst. Vi mener derfor at det er rimelig å anta en driftsinntektsvekst på om lag 4,5 % i «steady state». Anslaget vårt tar utgangspunkt i Norges Banks langsiktige inflasjonsmål på 2,5 % (Norges Bank, u.d.) og en forventning om 2 % reell vekst. Denne økte veksten antar vi vil komme hovedsakelig fra nye produkter.

Driftsinntektsvekst over budsjettperioden:

Over budsjettperioden er det naturlig å anta at driftsinntektene vil oppleve betydelige svingninger. I 2016 har lakseprisen vært historisk høy slik at vi vil forvente en økning i driftsinntekter. Grunnet høye laksepriser i 2016 viser den historiske analysen at det er sannsynlig at lakseprisen synker igjen når det blir større tilbud enn etterspørsel. Økt pris har ført til økt smoltproduksjon, og man må også regne med at tilbudet øker ytterligere når produksjonen i Chile er tilbake til normaltilstand (Høvik & Kvamme, 2016). Med de høye lakseprisene en har i 2016 er bransjen inne i en oppgangskonjunktur. Vi ønsker samtidig å vurdere om dagens rekordhøye priser vil vedvare, og om til hvilken grad de vil vedvare.

2016: Høy driftsinntektsvekst

Driftsinntektsveksten i 2016 kan fastsettes på 2 ulike måter. Ene metoden er å fastsette driftsinntektsveksten indirekte ved å fremskrive omløpet til netto driftseiendeler fra 2015. Ved å fremskrive onde for 2015, får man en driftsinntektsvekst på 9 % i 2016. Alternativt kan man fastsette driftsinntektsveksten direkte, og da implisitt beregne onde for 2016 (Knivsflå, 2016n).

I 2016 har bransjen hatt en god prisoppnåelse på både laks og ørret. I andre kvartal 2016 har det vært en nedgang i tilgjengelig volum i det globale laksemarkedet. Dette sammen med høy betalingsvillighet og svak norsk krone har gitt rekordhøye priser. Lerøy forventer i 2016

tillegg en økning i slakting på 9,7 % fra 2015. Forventet slaktet volum er 173 000 tonn (Lerøy Seafood Group, 2016d).

Ved fastsettelse av driftsinntektsvekst for 2016 har vi to kvartalsrapporter for 2016 tilgjengelige, Q1 og Q2. Vi har valgt å ta hensyn til veksten for første halvår av 2016, ved fastsettelse av driftsinntektsveksten. Per første halvår 2016 ligger driftsinntektsveksten på 22,5 % målt mot første halvår av 2015 (Lerøy Seafood Group, 2016e). Etter andre kvartal har forward prisene på laks falt (FishPool, 2016). Den norske kronen har i samme periode styrket seg mot viktige valutaer som euro og dollar (Halvorsen, 2016). Styrket krone mot viktige valutaer for bransjen fører til lavere prisoppgåelse ved eksport. Vi forventer derfor at driftsinntektsveksten blir lavere enn 22,5 % gjennom hele 2016. Samtidig i lys av første halvår forventer vi at en har høyere vekst enn 9 %, som er driftsinntektsveksten gitt indirekte ved å fremskrive 2015.

I lys av forholdene diskutert mener vi at driftsinntektsveksten i 2016 ligger mellom 16-20 %, og valgt å fastsette en vekst i driftsinntektene på 18,5 %. Vi velger å overstyre veksten en får ved å fremskrive omløpet fra netto driftseiendeler og lar 2016 bli bestemt implisitt. Anslaget bygger på at en har en rekordhøy prisoppgåelse i 2016, men at forwardprisene er noe synkende mot slutten av 2016.

2017 – 2018: Markert reduksjon i driftsinntektsveksten

De høye lakseprisene i 2013-2016 antas å heve investeringsvolumet internasjonalt. Noe av grunnen til de høye prisene har skyldtes den giftige algeoppblomstringen i Chile (Marine Harvest, 2016a). Grunnet lang tilvirkningstid for laks tar det tid før produsert laks kommer ut i markedet. Økt investeringsrate ved de høye prisene og at Chile kommer på banen igjen etter problemene med algeoppblomstringen er med på å redusere prisene. Samtidig vil konsesjonssystemet dempe tilbudsveksten fra norske anlegg. Den norske krona fortsetter i 2017 og 2018 å styrke seg mot viktige valutaer som dollar og euro (Dagens Næringsliv, 2016c). Utviklingen er med på å redusere oppnådd pris og dermed lavere driftsinntekt.

Selv om driftsinntektsveksten er fallende fra 2016 forventes fortsatt etterspørselssiden å være sterk. Som diskutert tidligere er det reelle behovet for vekst 5,6 % frem til 2050, slik at vi forventer ikke noen reduksjon i etterspørsel (Olafsen, et al., 2012). Etterspørselen forventes å vokse videre i de asiatiske-markedene. Volumveksten hos Lerøy antas å gradvis øke ved

oppkjøp av konsesjoner og mindre aktører. Vi forventer samtidig at Lerøys omløpsfordel konvergerer mot bransjegjennomsnittet i denne perioden.

Samlet sett antar vi at veksten i driftsinntekter gradvis faller nedover. Driftsinntektsveksten faller først ned til 2015-nivå i 2017 (6,5 %), mens veksten reduseres ytterligere til 2 % i 2018. Anslagene skyldes i hovedsak forventet økning på tilbudssiden globalt som presser lakseprisene nedover. Tilbudssiden forventes å overgå etterspørselssiden, spesielt når produksjonen i Chile forventes å være tilbake på normalt nivå. Den norske kronen forventes å styrke seg mot dollar og euro, som reduserer inntekten for bransjen.

2019 – 2025: Moderat årlig økning i driftsinntektsveksten

Gjennom perioden fra 2019 til 2025 forventes Lerøy å oppleve en moderat årlig økning i driftsinntekter. Vi antar at etterspørselen fortsatt er økende, mye på grunn av økt etterspørsel i de asiatiske markedene. Veksten forventes blant annet å generes fra merkevaren Aurora Salmon i det japanske sushimarkedet. På sikt forventes det at gode oppkjøpsmuligheter av laksekonsesjoner og mindre selskaper blir begrenset. Lerøy har likevel etablert seg som et kjent merkenavn. I vår SVIMA-analyse i del 4 konkluderte vi at Lerøy besitter muligheter for varig konkurransefortrinn på grunn av deres merkenavn og muligens produktutvalg. Innen produktutvalg anser vi spesielt mulighetene innenfor produksjon av hvit fisk for å være lovende. Foreløpig er ikke dette lønnsomme produkter for Lerøy, men på sikt vil teknologiske og biologiske fremskritt trolig muliggjøre en mer effektiv produksjon. Dermed foreligger det et potensiale for økt markedsandeler for Lerøy til tross for svekkede muligheter til økt slaktevolum av laks og ørret. Konsekvensen er dermed at vi antar en avflatning av den totale veksten i driftsinntekter og at denne går mot «steady state».

Samlet sett antas driftsinntektsveksten å øke årlig fra 2018-nivået frem til «steady state»-nivået i 2025 på 4,5 %. Vår antagelse er at driftsinntekten øker mer i 2019-2021, mens veksten flater ut fra 2022 til 2025. Utviklingen i pris og volum på lakseprodukter antas å stabilisere seg da vår antagelse er at produktet går inn i en moden fase.

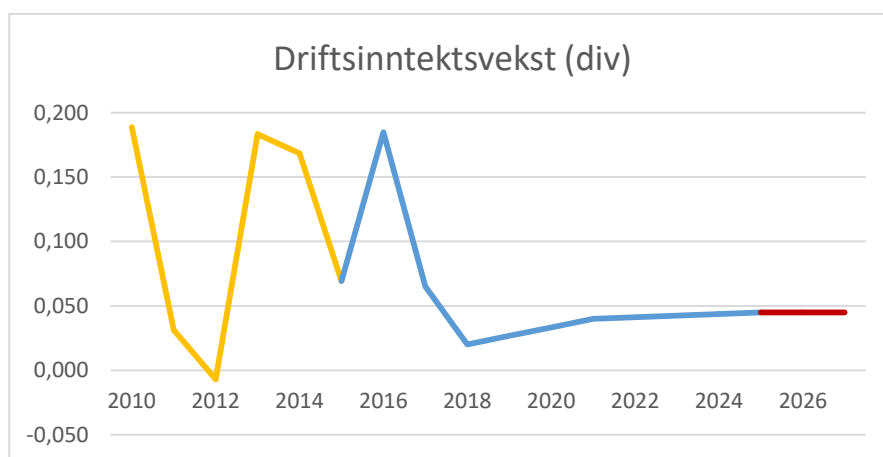
2026: Driftsinntektsvekst på 4,5 % i «steady state»

Som tidligere drøftet har vi antatt en konstant vekst i «steady state» på 4,5 %, som består av 2 % reell vekst mens 2,5 % relaterer seg til inflasjon. Samtidig forventes et reelt behov for vekst på 5,6 % frem mot 2050, mye grunnet befolkningsvekst i fremtiden (Olafsen, et al.,

2012). Det økte behovet for vekst gjør at etterspørselen er høyere enn vekst i tilbud. Tilbudsveksten blir hemmet blant annet grunnet mangel på gunstige oppdrettslokasjoner og strenge konsesjonsregler, mens teknologiske fremskritt som havanlegg og bedre fraktemuligheter vil kunne påvirke tilbudssiden positivt. Begrenset vekstmuligheter vil øke konkurranseintensiteten mellom aktørene. I tillegg vil det faktum at etterspørselen overgår tilbudssiden føre til økte priser, og vi antar dermed en moderat økning i lakseprisene. Samtidig tror vi at produksjonsmetodene i fremtiden medfører et høyere kostnadsnivå, som også slår ut i marginene i «steady state». Faktorene større konkurranse, høyere kostnadsnivå og betingelsene for langsiktig nominell vekst i den samlede økonomien er etter vår mening de viktigste faktorene som begrenser Lerøys vekst til 4,5 % i «steady state».

Oppsummering driftsinntektsvekst:

Vi har oppsummert drøftingene for den fremtidige driftsinntektsveksten i figur 62 og tabell 84.



Figur 62: Vekst i driftsinntekter for Lerøy, 2010-2028

Figur 62 viser den historiske driftsinntektsveksten i gult i perioden 2010-2015, mens i blått er den antatte utviklingen i driftsinntektsvekst i budsjettperioden. Rød andel viser veksten i driftsinntekt ved antatt «steady state».

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekt IB	12 579 465	13 450 725	15 939 109	16 975 151	17 314 654	17 776 378	18 368 924
* div	0,069	0,185	0,065	0,020	0,027	0,033	0,040
= Driftsinntekt UB	13 450 725	15 939 109	16 975 151	17 314 654	17 776 378	18 368 924	19 103 681
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Driftsinntekt IB	19 103 681	19 891 708	20 737 106	21 644 354	22 618 350	23 636 176	24 699 804
* div	0,041	0,043	0,044	0,045	0,045	0,045	0,045
= Driftsinntekt UB	19 891 708	20 737 106	21 644 354	22 618 350	23 636 176	24 699 804	25 811 295

Tabell 84: Driftsinntektsvekst og driftsinntekter for Lerøy, 2015-2028

9.4.2 Netto driftseiendeler

Det neste steget ved budsjettering av fremtidsregnskapet er å predikere netto driftseiendeler gjennom budsjettperioden. Utviklingen i netto driftseiendeler avhenger av utviklingen i Lerøys driftsinntekter og det fremskrevne beløpet til omløpet til netto driftseiendeler (onde). I budsjettperioden beregner vi omløpet til netto driftseiendeler på grunnlag av inngående kapital, siden vi forutsetter at kontantstrømmene blir realisert i slutten av hvert år (Knivsflå, 2016m).

$$\text{Netto driftseiendeler}_t \text{ (NDE}_t\text{)} = \frac{\text{Driftsinntekter}_{t+1}}{\text{Omløpet til netto driftseiendeler}_{t+1}}$$

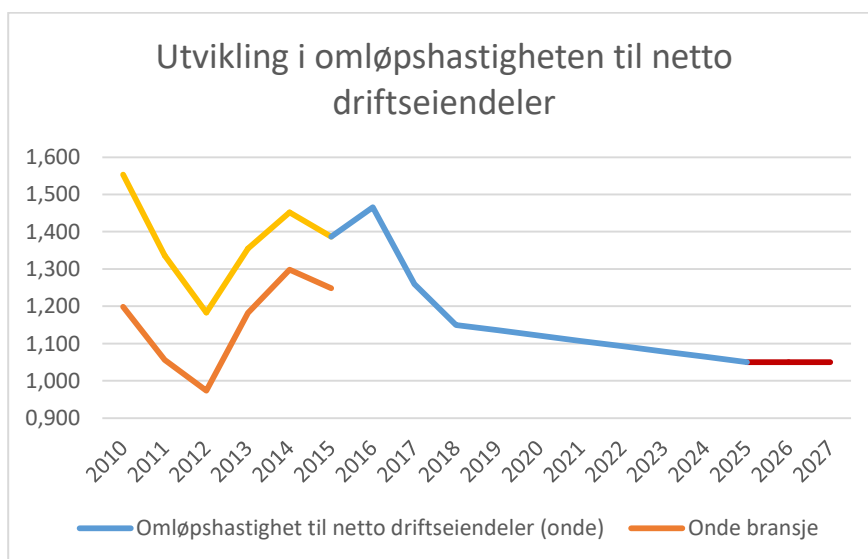
Omløpet til netto driftseiendeler i budsjettperioden:

Fra kapittel 8.3.3.2 fant vi at Lerøy hadde en tidsvektet omløpsfordel på 1,8 % gjennom analyseperioden relativt til bransjegjennomsnittet. Bransjens tidsvektede onde var 1,184 gjennom hele analyseperioden, mens bransjens onde var 1,248 i 2015 isolert sett. Til sammenligning var Lerøys tidsvektede onde var 1,369 over analyseperioden, mens 1,387 i 2015. Vår formening er at omløpsfordelen til Lerøy ikke er varig fordel. Vi forventer at Lerøys onde vil falle ned mot bransjegjennomsnittet i «steady state» (mean reverting).

Lerøy har hatt en omløpsfordel hele analyseperioden. Vi har tidligere drøftet i del 4 at Lerøys produktmiks og merkevare kan gi en liten fordel i høyre oppnådde priser i fremtiden, samtidig som salg av hvitfisk kan være noe av grunnen til høyere andel onde. Omløpsfordelen til Lerøy ble i kapittel 8 understøttet ved at Lerøy oppnådde høyere andel driftsinntekter per kg laks enn bransjen. Siden størstedelen av solgt volum av laks selges som en commodity må denne fordelens skyldes Lerøys spesialprodukter, som for eksempel Aurora Salmon. Disse spesialproduktene utgjør en liten andel av totalsalget til Lerøy, og vi antar dermed en svak avflatning av de prisrelaterte fortrinnene som Lerøy tidligere har besittet.

For å kunne si hva vi tror om utviklingen i omløpshastigheten må vi definere hva normalt bransjegjennomsnitt er i «steady state». Etter vår mening ligger dagens nivå på onde noe høyt for bransjen. Sykdomssituasjonen i Chile kan ha hatt en positiv innvirkning på Lerøys onde siden Lerøy ikke har noe produksjonsanlegg der. Det tidsvektede bransjegjennomsnittet for analyseperioden ligger på 1,18. I denne perioden hadde Lerøy en tidsvektet gjennomsnittlig onde på 1,38 mens Marine Harvest og SalMar hadde noe lavere med henholdsvis 1,06 og 1,08. Fremover er det naturlig å anta at Marine Harvest sin onde vil øke noe når produksjonen i Chile normaliserer seg igjen. Sett i sammenheng med forventet reduksjon i driftsinntektsveksten antar vi at bransjegjennomsnittet til omløpshastigheten fremover ligger nærmere forholdstallene til SalMar og Marine Harvest enn de beregnede forholdstallene for bransjen utført i kapittel 8. I netto driftseiendeler inngår konsesjoner. Hva de ulike selskapene har betalt for konsesjonene påvirker omløpshastigheten. Det kan likevel tenkes at priseffekten på konsesjonene utjevnes noe når vi beregner bransjegjennomsnittet, og at bransjens onde dermed er en god målestokk i «steady state».

I «steady state» antar vi at bransjegjennomsnittet er 1,03. Vi tror samtidig at Lerøy vil ha en liten varig omløpsfordel som knytter seg til produktspekteret og markedsføring. Lerøys omløpshastighet er dermed antatt å være 1,05 i «steady state».



Figur 63: Utvikling i omløpshastighet til netto driftseiendeler for Lerøy, 2010-2028.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
onde Lerøy	1,466	1,260	1,150	1,136	1,121	1,107
	2022	2023	2024	2025	2026	2027
onde Lerøy	1,093	1,079	1,064	1,050	1,050	1,050

Tabell 85: Omløpet til netto driftseiendelene for Lerøy, 2016 – 2027.

2016 – 2018: Økning, for så markert fall i omløpet til netto driftseiendeler

I treårsperioden fra 2016 til 2018 forventes først en økning i onde før en har et markert fall mot bransjegenomsnittet. Omløpet til netto driftseiendeler for 2016 blir bestemt indirekte ved at man allerede har estimert driftsinntektene for 2016. Omløpet til netto driftseiendeler forventes å være 1,26 i 2017 og 1,15 i 2018. Historisk sett har onde og vekst i driftsinntekter vist seg å ha tilsvarende lik utvikling. I 2016 forventes det fortsatt høy vekst i driftsinntekter, mens driftsinntektene forventes å falle i 2017 og 2018. Økt konkurranseintensitet og en sterkere krone bidrar til at fallet i omløpshastighet er betydelig i 2017 og 2018. Selv om konkurransen styrkes forventes etterspørselen å være sterk

2019 – 2025: Stabilisering av omløpet til netto driftseiendeler

I perioden frem mot «steady state» forventer vi at reduksjonen i onde stabiliserer seg mot et nivå på 1,05 i 2025. Fallet i onde fra og med 2018 er på 0,01 årlig til man når forventet verdi i 2025. Utviklingen i omløpshastighet flater i denne perioden ut siden prisene forventes å øke noe mot slutten av perioden. Tidligere investeringer under høye priser forventes også å ha utslag på effektiviteten i bransjen og dermed dempe reduksjonen i onde.

2026: «Steady state»

I «steady state» forventes det at Lerøy har en marginal omløpsfordel. Som diskutert tidligere knytter omløpsfordelen seg til Lerøys førstetrekksfordel ved å være tidlig ute med et større produktspekter og egne merkevarer i hele verdikjeden. Vi forventer at Lerøys omløpshastighet til netto driftseiendeler vil være 1,05 i «steady state», mens bransjen har en onde på 1,03.

Budsjetterte netto driftseiendeler 2016-2027

Tabell 86 viser budsjetterte netto driftseiendeler for budsjettperioden. Ved utviklingen i onde og driftsinntekter forventer vi at netto driftseiendeler øker med om lag 9 millioner innen

2025. Gjennom budsjetteringsperioden er det budsjettert med en gjennomsnittlig årlig vekst på 7,7 % i netto driftseiendeler. I analyseperioden fra 2010 – 2015 var det tilsvarende gjennomsnittlig 11,5 % årlig vekst.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekt t_{+1}	16 975 151	17 314 654	17 776 378	18 368 924	19 103 681	19 891 708
/ Onde t_{+1}	1,260	1,150	1,136	1,121	1,107	1,093
= Netto driftseiendeler t	13 472 342	15 056 221	15 652 157	16 379 932	17 254 938	18 201 563
	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Driftsinntekt t_{+1}	20 737 106	21 644 354	22 618 350	23 636 176	24 699 804	25 811 295
/ Onde t_{+1}	1,079	1,064	1,050	1,050	1,050	1,050
= Netto driftseiendeler t	19 226 456	20 336 977	21 541 286	22 510 644	23 523 623	24 582 186

Tabell 86: Driftsinntektsvekst og driftsinntekter for Lerøy, 2016-2028

9.4.3 Netto driftsresultat

Neste steg i budsjetteringen av fremtidsregnskapet er å estimere netto driftsresultat. Netto driftsresultatet estimeres ved å fremskrive en netto driftsmargin (ndm), som uttrykker hvor stor andel av driftsinntektene selskapet sitter igjen med etter skatt. Netto driftsmarginen er en årlig prognose som tar utgangspunkt i den strategiske regnskapsanalysen. Sammenhengen mellom netto driftsmargin og driftsinntekter er oppsummert i følgende uttrykk (Knivsflå, 2016m):

$$\text{Netto driftsresultat}_t = \text{Netto driftsmargin}_t * \text{Driftsinntekter}_t$$

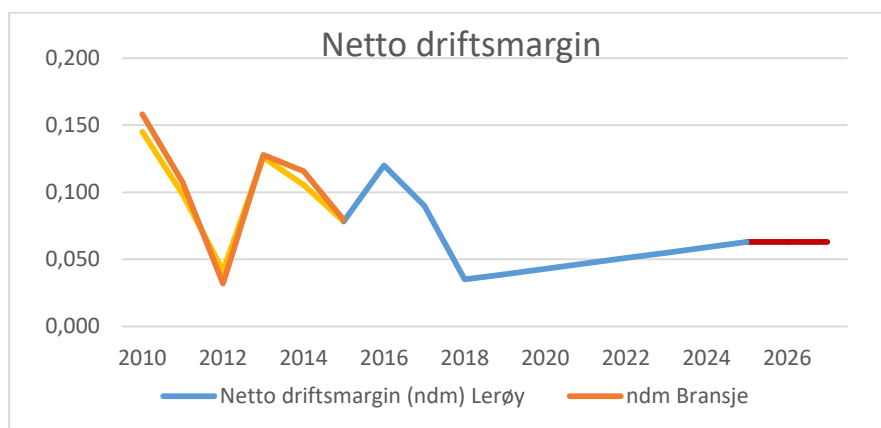
I kapittel 8.3.3.1 identifiserte vi at Lerøy har en tidsvektet marginalulempe på 0,5 % over analyseperioden. Analysen av kostnadene viste at marginalulempen kunne knyttes til en høyere andel varekostnader hos Lerøy sammenlignet med bransjen. Marginulempen utjevnes noe ved at Lerøy har en marginfordel knyttet til lønnskostnader, andre driftskostnader og avskrivninger. I kapittel 8 har vi argumentert for at Lerøys marginulempe vil utlignes over tid ved at driftsmarginen går mot bransjegjennomsnittet. Gjennomsnittlig driftsmargin hos Lerøy var 9,9 % i analyseperioden, mens den var på 7,8 % i 2015. Bransjens gjennomsnitt i samme periode var 10,3 %, mens netto driftsmarginen var 8 % i 2015.

Den største kostnadsposten for både Lerøy og bransjen er varekostnader, som har økt de siste årene. En av hoveddriverne til varekostnader for bransjen har vært fôrkostnader. Noe av økningen skyldes at fôrinnekjøpet skjer i euro, som har vært sterk målt mot norske kroner

gjennom analyseperioden (Iversen, et al., 2015). Tidligere har vi også diskutert at leverandørmakten til fôrprodusentene er økende. Substituttene til fiskefôr er begrenset da fôret inneholder marine råstoff som er viktig for fiskens helse. Den økte leverandørmakten er med på å presse marginene til oppdrettsbransjen ned, og resultatet er økende grad av nedstrøms vertikal integrasjon.

Fremtidens produksjon hemmes blant annet av konsesjonsbegrensninger. Vi forventer derfor at produksjonen i fremtiden blir dyrere enn dagens nivå. Vekst forventes å komme som følge av teknologiske fremskritt hva angår produksjonsprosessen og økende produkt differensiering. Vår mening er at investeringsnivået vil øke i bransjen, noe som også vil øke blant annet fremtidige avskrivninger. Vi tror at den antatte veksten i kostnader er høyere enn veksten i inntekter, slik at netto driftsmargin vil reduseres. Samtidig er vi av den formening at bransjen vil ha et økt effektivitetsnivå fremover. Det økte effektivitetsnivået vil øke netto driftsmargin og gjøre at fallet i netto driftsmargin ikke er like stort.

I «steady state» forventes det at bransjen sin marginfordel sammenlignet med Lerøy er utlignet. Vi forventer at Lerøy hverken har fordeler eller ulemper knyttet til netto driftsmarginen sammenlignet med bransjen og antar dermed at netto driftsmargin er på 6,3 % i «steady state». En netto driftsmargin i denne størrelsesorden er også konsistent med vårt anslag på strategisk driftsfordel på om lag 1,5 % i «steady state».



Figur 64: Utvikling i netto driftsmargin for Lerøy, 2010-2028.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
ndm Lerøy	0,120	0,090	0,035	0,039	0,043	0,047
	2022	2023	2024	2025	2026	2027
ndm Lerøy	0,051	0,055	0,059	0,063	0,063	0,063

Tabell 87: Netto driftsmargin for Lerøy, 2016 – 2027.

2016-2018: Økning, markert fall i netto driftsmargin

I 2016 forventer vi en netto driftsmargin på 12 %, som er på nivå med hva Lerøy hadde i 2013. Grunnlaget for økningen fra og med 2015 skyldes rapporterte tall til og med andre kvartal 2016. Her rapporteres det om god inntjening og høye oppnådde priser i markedet. Det forventes at prisene for resten av 2016 forblir på omtrentlig likt nivå. I 2017 forventes netto driftsmarginen å reduseres. Vi har tidligere diskutert at vi tror prisene vil falle, og driftsmarginen er forventet å falle mot nivået som var i 2015. Årene 2013-2017 med høye priser og gode marginer har satt fart på investeringene hos Lerøy. Vår antagelse er at fallende priser vil slå ut i en lavere driftsmargin. Historisk har oppdrettsbransjen investert mye i år med høy laksepris. For å vokse i fremtiden er det nødvendig å investere i teknologi, anlegg, konsesjoner og andre selskaper. Økt investeringsrate sammen med lavere priser presser driftsmarginen ned til et nivå på 3,5 % i 2018, som er på samme linje som 2012.

2019-2025: Gradvis økning i netto driftsmargin

I perioden fra 2019 anser vi at Lerøy vil begynne å høste frukter av investeringene man har gjennomført tidligere. Vår antagelse er at Lerøy får en økt produksjonseffektivisering som kommer fra de tidligere investeringene. Den økte effektiviteten er med på å øke driftsmarginen frem mot «steady state». Tidligere har vi antatt at fôrleverandørenes makt over oppdrettsselskapene øker. Den økte makten har gått utover kostnadene til bransjen. Det vil derfor være ønskelig for Lerøy å inngå langsiktige avtaler for leveranser av fôr eller å starte opp egen fôrvirksomhet. Vår forventning er at Lerøy klarer å forhandle frem nye avtaler med sine viktigste leverandører. Tidligere har Lerøy hatt en større andel varekostnader enn bransjen. De nye avtalene med leverandørene reduserer ulempen sammenlignet med bransjen gradvis, slik at varekostnadene i «steady state» blir utlignet.

Samlet sett forventes Lerøys netto driftsmargin å gradvis øke mot det antatte bransjegjennomsnittet i «steady state» på 6,5 %. Hovedårsakene til bedret driftsmargin er at

nye avtaler senker varekostnadene, samtidig som en kan forvente en bedret effektivitet fra tidligere investeringer.

2026: «Steady state» 6,3 %

Vi forventer at Lerøys og bransjens netto driftsmargin i «steady state» er 6,3 %. Estimatet for netto driftsmargin er dermed konsistent med vår forventning til Lerøys superrentabilitet i «steady state» på om lag 1,5 % (kapittel 10.4). Vi forventer at oppdrettsbransjen etter hvert vil gå over i en moden fase. Samtidig bør det nevnes at våre anslag over budsjettperioden er et antatt gjennomsnittsnivå på driftsmarginen. Vår forventning er at Lerøys marginer vil svinge mer enn vi har budsjettert over prognoseperioden. Ved å se perioden som et gjennomsnitt antar vi at fremtidige oppgangs- og nedgangskonjunkturer utligner hverandre.

Budsjettert netto driftsresultat

På grunnlag av forventet utvikling i driftsmargin har vi beregnet netto driftsresultat for budsjettperioden. Økningen i driftsinntektene over perioden gjør at forventet driftsresultat i «steady state» er på linje med estimatene tidlig i budsjettperioden. Netto driftsresultat er på sitt laveste nivå i 2018, mens vi forventer en gradvis økning i driftsresultat frem mot «steady state».

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekt _t	15 939 109	16 975 151	17 314 654	17 776 378	18 368 924	19 103 681
* ndm _t	0,120	0,090	0,035	0,039	0,043	0,047
= Netto driftsresultat	1 912 693	1 527 764	606 013	693 279	789 864	897 873
	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Driftsinntekt _t	19 891 708	20 737 106	21 644 354	22 618 350	23 636 176	24 699 804
* ndm _t	0,051	0,055	0,059	0,063	0,063	0,063
= Netto driftsresultat	1 014 477	1 140 541	1 277 017	1 424 956	1 489 079	1 556 088

Tabell 88: Netto driftsmargin og netto driftsresultat for Lerøy, 2016-2027

9.4.4 Netto finansiell gjeld

Neste steg i budsjetteringen av fremtidsregnskapet er å budsjettere Lerøys netto finansielle gjeld. Estimeringen gjøres ved å budsjettere finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Netto finansiell gjeld vil utgjøre differansen mellom verdien av finansiell gjeld og finansielle eiendeler.

Finansiell gjeld

Finansiell gjeld estimeres ved å fremskrive finansiell gjeldsdel (fgd). Finansiell gjeldsdel er Lerøys andel finansiell gjeld målt mot netto driftseiendeler (Knivsflå, 2016m). Historisk sett har oppdrettsbransjen en høy andel egenkapital og dermed en mindre andel finansiell gjeld. Gjennom analyseperioden har Lerøy en gjennomsnittlig finansiell gjeldsdel på 39 %, mens bransjen har en gjennomsnittlig finansiell gjeldsdel på 40 %. Lerøys finansielle gjeldsdel er 35 % i 2015, mens bransjen har en andel finansiell gjeld på 38 % i samme periode. Vår antagelse er at Lerøys gjeldsandel vil ligge på samme nivå som bransjens historiske nivå. Vi forventer samtidig at andel gjeld vil øke noe. Som tidligere drøftet er vi av den formening at Lerøy må kjøpe konsesjoner og mindre selskaper for å vokse videre, i tillegg vil det være nødvendig med investeringer i teknologiske nyvinninger. Oppkjøpene forventes å være mindre finansiert av egenkapital enn det historisk har vært. Vår forventning er at Lerøy øker sin finansielle gearing. Økningen i finansiell gjeldsdel antas å ikke forverre Lerøys soliditet (kapittel 10.2.1).

Et mål på fremtidig andel finansiell gjeld er bransjegjennomsnittet. I perioden 1999 – 2014 har selskapene på Oslo Børs i gjennomsnitt hatt andel finansiell gjeld på rundt 50 % (Knivsflå, 2016m). Etter vår formening vil både bransjen og Lerøys ha en litt høyere gjeldsandel, men at gjennomsnittet på Oslo Børs er en for høy andel gearing for oppdrettsselskapene. Vi forventer at andelen finansiell gjeld øker fra 2015-nivå på 35 % til et nivå på 41 % i «steady state». En andel på 41 % er noe over den historiske finansielle gjeldsdelen og en del opp fra nivået i 2015. Økningen forventes å fortsette i perioden 2016-2021. I denne perioden har Lerøy et økt kapitalbehov grunnet investeringer. I 2021 forventes det at Lerøy har nådd ønsket andel finansiell gjeld og at de forsetter med en 41 % andel finansiell gjeld i resten av budsjettperioden.

Finansielle eiendeler

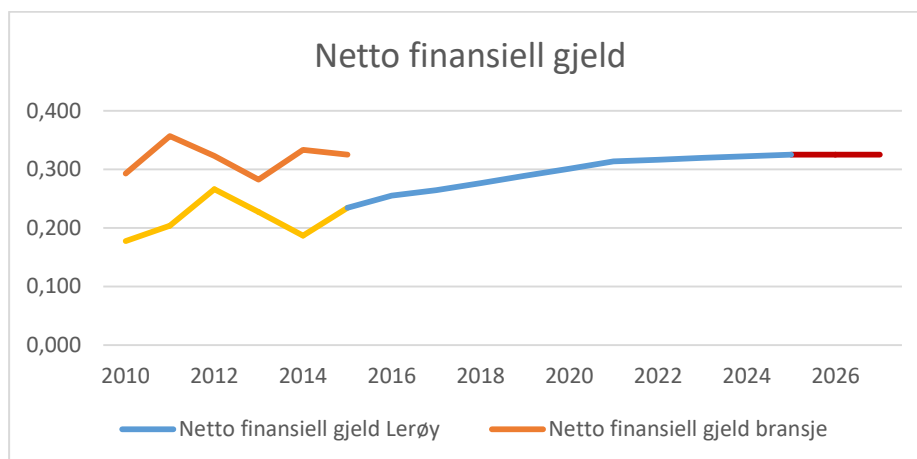
Finansielle eiendeler estimeres på grunnlag av forventet utvikling i finansiell eiendelsdel (fed) i fremtiden. Finansiell eiendelsdel er andelen finansielle eiendeler av selskapets driftseiendeler (Knivsflå, 2016m). Historisk i perioden 2010-2015 har Lerøy en gjennomsnittlig eiendelsandel på 16,7 %, mens andelen i 2015 var på 12 %. En naturlig målestokk for andelen finansielle eiendeler er bransjen. Bransjens andel finansielle eiendeler var 6 % i 2015, mens gjennomsnittlig over perioden hadde bransjen en andel på 8 %.

Gjennomsnittlig andel finansielle eiendeler på Oslo børs i perioden 1999-2014 er på om lag 22 %.

Gjennomsnittet på Oslo Børs vurderes for å være for høy «benchmark» for oppdrettsbransjen, og en økning mot Oslo Børs vil ikke være forenlig med vår forventning om investeringsnivået gjennom budsjettperioden. Vår antagelse er at bransjegjennomsnittet er en god målestokk på nivået på finansielle eiendeler i «steady state». Vi antar dermed at andelen finansielle eiendeler utgjør 8,5 % av netto driftseiendeler i «steady state», og at en har en lineær sammenheng gjennom budsjettperioden. Oppdrettsbransjen har en god evne til å skape likvider gjennom driften og har ikke behov for like stor kontantbeholdning i fremtiden som på dagens nivå. Optimal selskapsstyring er å redusere tilgjengelige kontanter når disse ikke brukes til å investere (Knivsflå, 2016m). Vi forventer derfor at Lerøy ikke vil sitte igjen med unødvendig mye overskuddslikviditet fremover, og at ledelsen fokuserer på de investeringsmulighetene som gir størst potensial for å heve selskapsverdien.

Netto finansiell gjeld

Basert på anslagene for finansiell gjeld og finansielle eiendeler får man anslaget på netto finansiell gjeld. I analyseperioden var gjennomsnittlig netto finansiell gjeld for bransjen 32 %. Vår forventning var at Lerøys netto finansiell gjeld ville bevege seg mot bransjegjennomsnittet. Våre anslag på finansiell gjeld og finansielle eiendeler er konsistente med tanke på utviklingen i netto finansiell gjeld. I «steady state» utgjør netto finansiell gjeld 32,5 % av netto driftseiendeler. Utviklingen i budsjettperioden er som vist i figur 65, og estimerte verdier for finansiell gjeld, finansielle eiendeler og netto finansiell gjeld er vist i tabell 89 for budsjettperioden.



Figur 65: Utvikling i NFG som andel av NDE for Lerøy 2010-2028.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Netto driftseiendeler (NDE)	13 472 342	15 056 221	15 652 157	16 379 932	17 254 938	18 201 563
* Finansiell gjeldsandel (fgd)	0,365	0,372	0,382	0,391	0,401	0,410
= Finansiell gjeld (FG)	4 917 405	5 600 914	5 971 298	6 404 554	6 910 603	7 462 641
Netto driftseiendeler (NDE)	13 472 342	15 056 221	15 652 157	16 379 932	17 254 938	18 201 563
* Finansiell eiendelssandel (fed)	0,110	0,108	0,105	0,102	0,099	0,097
= Finansielle eiendeler (FE)	1 481 958	1 626 072	1 645 433	1 674 848	1 714 709	1 756 451
= Netto finansiell gjeld (NFG)	3 435 447	3 974 842	4 325 865	4 729 706	5 195 893	5 706 190
	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Netto driftseiendeler (NDE)	19 226 456	20 336 977	21 541 286	22 510 644	23 523 623	24 582 186
* Finansiell gjeldsandel (fgd)	0,410	0,410	0,410	0,410	0,410	0,410
= Finansiell gjeld (FG)	7 882 847	8 338 161	8 831 927	9 229 364	9 644 685	10 078 696
Netto driftseiendeler (NDE)	19 226 456	20 336 977	21 541 286	22 510 644	23 523 623	24 582 186
* Finansiell eiendelssandel (fed)	0,094	0,091	0,088	0,085	0,085	0,085
= Finansielle eiendeler (FE)	1 800 077	1 845 581	1 892 940	1 913 405	1 999 508	2 089 486
= Netto finansiell gjeld (NFG)	6 082 770	6 492 580	6 938 987	7 315 959	7 645 177	7 989 210

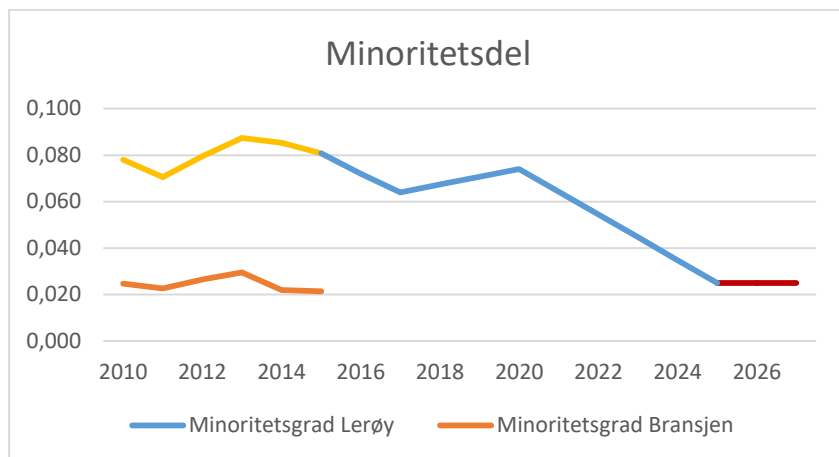
Tabell 89: Netto finansiell gjeld for Lerøy, 2016-2027.

9.4.5 Minoritetsinteresser

Andelen minoritetsinteresser tar utgangspunkt i fremskrivningen av minoritetsdelen (mid). Minoritetsdelen er andelen minoritetsinteresser av netto driftseiendeler og utviklingen i den budsjetterte minoritetsdelen bør basere seg på den strategiske regnskapsanalysen (Knivsflå, 2016m). Lerøy har historisk hatt en høyere minoritetsandel enn bransjen. Gjennomsnittlig minoritetsdel for Lerøy i perioden 2010-2015 er 8 %, mens bransjens gjennomsnitt i samme periode er 2,4 %. I 2015 var Lerøys andel minoritetsinteresser 8,1 %, mens bransjen hadde 2,1 % andel minoritetsinteresser i 2015.

Normalt er det en vanlig antagelse at hvis datterselskapene er lønnsomme, er det optimalt å «skvise ut» minoriteten (Knivsflå, 2016m). På sikt er det ønskelig «å presse ut» minoritetene for å kunne ta en større andel av resultatene. Datterselskapene i oppdrettsbransjen har historisk vært lønnsomme og forventes å fortsatt være lønnsomme i fremtiden. Av denne grunn er vi av den formening at det er ønskelig for Lerøy å redusere sin andel minoritetsinteresser og at minoritetsandelen vil nærme seg bransjegjennomsnittet. I «steady state» forventer vi at bransjegjennomsnittet er 2,5 %. Vi har tidligere drøftet at veksten til Lerøy i driftsinntekter kommer til dels gjennom oppkjøp av konsesjoner og små selskaper. Våre antagelser er at store oppkjøp gjennomføres i perioden frem til 2020, og vi forventer

dermed en økning i minoritetsinteressene. Fra 2020 til «steady state» i 2025 forventer vi at Lerøy gradvis presser ut minoritetene for å ta større del i fortjenesten i datterselskapene. Fra 2020 antar vi en lineær utvikling til anslaget vårt på 2,5 % minoritetsdel i 2025.



Figur 66: Utvikling i MI som andel av NDE for Lerøy, 2010-2028.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Netto driftseiendeler (NDE)	13 472 342	15 056 221	15 652 157	16 379 932	17 254 938	18 201 563
* Minoritetsdel (mid)	0,072	0,064	0,067	0,071	0,074	0,064
= Minoritetsinteresser (MI)	970 009	963 598	1 053 912	1 157 515	1 276 865	1 168 540
	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Netto driftseiendeler (NDE)	19 226 456	20 336 977	21 541 286	22 510 644	23 523 623	24 582 186
* Minoritetsdel (mid)	0,054	0,045	0,035	0,025	0,025	0,025
= Minoritetsinteresser (MI)	1 045 919	907 029	749 637	562 766	588 091	614 555

Tabell 90: Minoritetsinteresser for Lerøy, 2016-2027

9.4.6 Netto finanskostnad

Budsjetteringen av fremtidig finansinntekter og finanskostnader tar utgangspunkt i en forutsetning om at årlig rentabilitet (rente) tilsvarer avkastningskravet. I kapittel 8.4.1 fant vi ut at Lerøy hadde en tidsvektet finansieringsulempe på 0,4 % som stammer fra den finansielle gjelden. Vi forutsetter at netto finansiell rentabilitet er lik kravet til netto finansiell gjeld i fremtiden. Det medfører at vi antar ingen finansieringsfordel eller ulempe i budsjettperioden. Grunnlaget for denne forventningen er vi antar et velfungerende kapitalmarked. Lerøy regnskapsfører etter IFRS der virkelig verdi er hovedidealet. Vi forventer derfor at netto finansiell gjeld er balanseført til virkelig verdies estimat. Ved

beregning av finansinntekter, finanskostnader og netto finanskostnader anser vi det derfor rimelig å budsjettere med renter lik kravet. Kravene til finansiell gjeld, finansielle eiendeler og netto finansiell gjeld beregnes i kapittel 10.2. Kravene og rentabiliteten er beregnet basert på inngående kapital.

Netto finanskostnad

Beregningen av netto finanskostnader kan gjøre på to ulike måter som begge gir samme resultat. I fremtidsregnskapet har vi valgt å splitte netto finanskostnader opp for å vise finansinntekter og finanskostnader. I den første metoden beregner vi finanskostnader og finansinntekter ut i fra kravene til finansiell gjeld og finansielle eiendeler, for deretter å beregne netto finanskostnader. Den andre metoden beregnes netto finanskostnader direkte ved kravet til netto finansiell gjeld (Knivsflå, 2016m).

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Finansiell gjeld IB (FG _{IB})	3 842 267	4 917 405	5 600 914	5 971 298	6 404 554	6 910 603
* Finansiell gjeldsrente (fgr)	0,012	0,012	0,013	0,015	0,017	0,018
= Finanskostnader	47 932	57 677	72 592	88 738	106 766	127 708
Finansielle eiendeler IB (FE _{IB})	1 294 669	1 481 958	1 626 072	1 645 433	1 674 848	1 714 709
* Finansiell eiendelsrente (fer)	0,005	0,005	0,005	0,008	0,011	0,013
= Finansinntekter	6 541	7 637	8 508	13 129	17 813	22 792
= Netto finanskostnader	41 391	50 040	64 084	75 609	88 953	104 916

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Finansiell gjeld IB (FG _{IB})	7 462 641	7 882 847	8 338 161	8 831 927	9 229 364	9 644 685
* Finansiell gjeldsrente (fgr)	0,021	0,024	0,027	0,029	0,029	0,029
= Finanskostnader	158 149	188 432	221 930	259 024	270 681	282 861
Finansielle eiendeler IB (FE _{IB})	1 756 451	1 800 077	1 845 581	1 892 940	1 913 405	1 999 508
* Finansiell eiendelsrente (fer)	0,017	0,020	0,024	0,028	0,028	0,028
= Finansinntekter	29 598	36 740	44 237	52 109	52 673	55 043
= Netto finanskostnader	128 550	151 692	177 693	206 915	218 008	227 818

Tabell 91: FK, FI og NFK for Lerøy, 2016-2027

9.4.7 Netto minoritetsresultat

I kapittel 9.4.5 anslo vi utviklingen i minoritetsinteresser over budsjettperioden. I kapittel 10.1.5 beregner vi kravet til minoritetsinteressene. I utgangspunktet vil en forvente at minoritetskravet er nokså likt minoritetsrentabiliteten, da det virker usannsynlig at majoriteten ønsker å presse minoritetsinteressene for merrentabilitet. I kapittel 8.4.2 konkluderte vi med at den tidsvektede finansieringsfordelen fra minoritetsinteressene var lik

null i analyseperioden. Gjennomsnittlig finansieringsfordel over analyseperioden var på 0,1 %, som vi vurderer som en uvesentlig fordel.

Generelt er minoritetsrentabiliteten tilnærmet lik minoritetskravet når enten majoriteten klarer å «skvise» minoriteten, eller når minoritetsinteressene er balanseført til tilnærmet virkelig verdi (Knivsflå, 2016m). I Lerøys tilfelle har man en dominerende majoritetsaksjonær og regnskapsfører etter IFRS. Finansieringsfordelen fra analyseperioden er i tillegg vurdert til å være tilnærmet lik null. Fra disse momentene forutsetter vi derfor at minoritetsrentabiliteten er lik det tilhørende minoritetskravet som beregnes i kapittel 10.1.5.

Beregning av minoritetsresultat (NMR) og minoritetsrentabilitet er basert på inngående kapital (Knivsflå, 2016m) Sammenhengen mellom NMR og mir er vist i formel, og beregning av netto minoritetsresultat over budsjettperioden er vist i tabell 92.

$$\text{Netto minoritetsresultat}_t = \text{minoritetsrentabilitet}_t * \text{Minoritetsinteresser}_{t-1}$$

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Minoritetsinteresser IB (MI _{IB})	878 357	970 009	963 598	1 053 912	1 157 515	1 276 865
* Minoritetsrentabilitet (mir)	0,076	0,076	0,076	0,079	0,081	0,085
= Netto minoritetsresultat	66 542	73 916	73 226	82 961	94 189	108 065
	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Minoritetsinteresser IB (MI _{IB})	1 168 540	1 045 919	907 029	749 637	562 766	588 091
* Minoritetsrentabilitet (mir)	0,088	0,091	0,094	0,098	0,098	0,098
= Netto minoritetsresultat	103 147	95 503	85 573	73 581	55 328	57 818

Tabell 92: Netto minoritetsresultat for Lerøy, 2016-2027.

9.5 Fremtidsregnskap

De foregående avsnittene resulterer i Lerøys forventede fremtidsregnskap. Beregnet resultatregnskap, balanseoppstilling og kontantstrøm danner sammen med fremtidskravene i kapittel 10 grunnlaget for utarbeidelser av estimater på Lerøys egenkapitalverdi i kapittel 11.

9.5.1 Resultatregnskap gjennom budsjettperioden

Netto betalt utbytte utgjør bindeleddet mellom resultat og balanse og fastsettes residuelt. Netto betalt utbytte er differansen mellom selskapets fullstendige nettoresultat og den estimerte endringen i egenkapitalen hentet fra fremtidsbalansen (Knivsflå, 2016m).

Unormale poster er vanskelig å predikere. I fremtidsregnskapet antar vi at fremtidige unormale resultater i snitt vil utligne hverandre, og vi velger derfor å sette disse til verdi lik 0.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekter	15 939 109	16 975 151	17 314 654	17 776 378	18 368 924	19 103 681
= Netto driftsresultat	1 912 693	1 527 764	606 013	693 279	789 864	897 873
+ Netto finansinntekt	6 541	7 637	8 508	13 129	17 813	22 792
= Nettoresultat til SSK	1 919 234	1 535 401	614 521	706 408	807 677	920 665
- Netto finanskostnader	47 932	57 677	72 592	88 738	106 766	127 708
- Netto minoritetsresultat	66 542	73 916	73 226	82 961	94 189	108 065
= Nettoresultat til EK	1 804 761	1 403 808	468 703	534 709	606 722	684 893
+ Unormalt driftsresultat	0	0	0	0	0	0
+ Unormalt finansresultat	0	0	0	0	0	0
- Unormalt minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig nettoresultat	1 804 761	1 403 808	468 703	534 709	606 722	684 893
- Netto betalt utbytte	187 411	352 913	314 103	314 377	317 254	140 239
= Endring i egenkapital	1 617 349	1 050 894	154 600	220 332	289 468	544 653

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Driftsinntekter	19 891 708	20 737 106	21 644 354	22 618 350	23 636 176	24 699 804
= Netto driftsresultat	1 014 477	1 140 541	1 277 017	1 424 956	1 489 079	1 556 088
+ Netto finansinntekt	29 598	36 740	44 237	52 109	52 673	55 043
= Nettoresultat til SSK	1 044 075	1 177 281	1 321 254	1 477 065	1 541 752	1 611 130
- Netto finanskostnader	158 149	188 432	221 930	259 024	270 681	282 861
- Netto minoritetsresultat	103 147	95 503	85 573	73 581	55 328	57 818
= Nettoresultat til EK	782 779	893 346	1 013 751	1 144 459	1 215 743	1 270 452
+ Unormalt driftsresultat	0	0	0	0	0	0
+ Unormalt finansresultat	0	0	0	0	0	0
- Unormalt minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig nettoresultat	782 779	893 346	1 013 751	1 144 459	1 215 743	1 270 452
- Netto betalt utbytte	11 845	53 745	98 457	365 203	557 307	582 386
= Endring i egenkapital	770 934	839 601	915 294	779 256	658 436	688 066

Tabell 93: Fremtidsregnskap for Lerøy, 2016-2027.

9.5.2 Fremtidsbalanse gjennom budsjettperioden

Forventet fremtidig egenkapital er beregnet ved å trekke fra finansiell gjeld og minoritetsinteresser fra sysselsatte eiendeler. Tilsvarende verdi på egenkapitalen kommer frem ved å trekke fra verdien på netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser fra netto driftseiendeler (Knivsflå, 2016m). Beregnet fremtidig balanser er som vist i tabellene 94 og 95.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Netto driftseiendeler	13 472 342	15 056 221	15 652 157	16 379 932	17 254 938	18 201 563
+ Finansielle eiendeler	1 481 958	1 626 072	1 645 433	1 674 848	1 714 709	1 756 451
= Sysseisatte eiendeler	14 954 300	16 682 293	17 297 590	18 054 781	18 969 647	19 958 014
Egenkapital	9 066 886	10 117 781	10 272 380	10 492 712	10 782 179	11 326 833
+ Minoritetsinteresser	970 009	963 598	1 053 912	1 157 515	1 276 865	1 168 540
+ Finansiell gjeld	4 917 405	5 600 914	5 971 298	6 404 554	6 910 603	7 462 641
= Sysseisatt kapital	14 954 300	16 682 293	17 297 590	18 054 781	18 969 647	19 958 014

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Netto driftseiendeler	19 226 456	20 336 977	21 541 286	22 510 644	23 523 623	24 582 186
+ Finansielle eiendeler	1 800 077	1 845 581	1 892 940	1 913 405	1 999 508	2 089 486
= Sysseisatte eiendeler	21 026 533	22 182 558	23 434 226	24 424 048	25 523 130	26 671 671
Egenkapital	12 097 767	12 937 368	13 852 662	14 631 918	15 290 355	15 978 421
+ Minoritetsinteresser	1 045 919	907 029	749 637	562 766	588 091	614 555
+ Finansiell gjeld	7 882 847	8 338 161	8 831 927	9 229 364	9 644 685	10 078 696
= Sysseisatt kapital	21 026 533	22 182 558	23 434 226	24 424 048	25 523 130	26 671 671

Tabell 94: Fremtidsbalanse – Sysseisatt kapital for Lerøy, 2016 – 2027.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Netto driftseiendeler	13 472 342	15 056 221	15 652 157	16 379 932	17 254 938	18 201 563
= Netto driftseiendeler	13 472 342	15 056 221	15 652 157	16 379 932	17 254 938	18 201 563
Egenkapital	9 066 886	10 117 781	10 272 380	10 492 712	10 782 179	11 326 833
+ Minoritetsinteresser	970 009	963 598	1 053 912	1 157 515	1 276 865	1 168 540
+ Netto finansiell gjeld	3 435 447	3 974 842	4 325 865	4 729 706	5 195 893	5 706 190
= Netto driftskapital	13 472 342	15 056 221	15 652 157	16 379 932	17 254 938	18 201 563

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Netto driftseiendeler	19 226 456	20 336 977	21 541 286	22 510 644	23 523 623	24 582 186
= Netto driftseiendeler	19 226 456	20 336 977	21 541 286	22 510 644	23 523 623	24 582 186
Egenkapital	12 097 767	12 937 368	13 852 662	14 631 918	15 290 355	15 978 421
+ Minoritetsinteresser	1 045 919	907 029	749 637	562 766	588 091	614 555
+ Netto finansiell gjeld	6 082 770	6 492 580	6 938 987	7 315 959	7 645 177	7 989 210
= Netto driftskapital	19 226 456	20 336 977	21 541 286	22 510 644	23 523 623	24 582 186

Tabell 95: Fremtidsbalanse – Netto driftskapital for Lerøy, 2016 – 2027.

9.5.3 Fri kontantstrøm gjennom budsjettperioden

Basert på fremtidsresultat og fremtidsbalanse utarbeides Lerøys forventede kontantstrøm til egenkapital. Den generelle definisjonen på fri kontantstrøm tar utgangspunkt i fullstendig nettoresultat til kapitalen, justert for den årlige endringen i den aktuelle kapitalen (Knivsflå, 2016m). Vi har utarbeidet fri kontantstrøm til egenkapital (FKE). Det er verdt å merke seg at fri kontantstrøm til egenkapital er lik netto betalt utbytte. Generelt over budsjettperioden ser

en at vi forventet positiv kontantstrøm fra drift, men at noen år har man også negative bidrag. Vi forventer at Lerøy gjennom hele budsjettperioden betaler netto utbytte, ved at fri kontantstrøm til egenkapital er positiv hele perioden. Kontantstrømmen synliggjør samtidig at økningen i netto driftseiendeler forventes å finansieres av større andel finansiell gjeld.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Netto driftsresultat	1 912 693	1 527 764	606 013	693 279	789 864	897 873
+ Unormal netto driftsresultat	0	0	0	0	0	0
- Endring i netto driftseiendeler	2 596 850	1 583 879	595 936	727 775	875 005	946 625
= Fri kontantstrøm fra drift	-684 157	-56 115	10 077	-34 497	-85 142	-48 752
+ Netto finansinntekt	6 541	7 637	8 508	13 129	17 813	22 792
+ Unormal netto finansinntekt	0	0	0	0	0	0
- Endring i finansielle eiendeler	187 289	144 114	19 361	29 415	39 861	41 741
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	-864 904	-192 592	-776	-50 783	-107 190	-67 701
- Netto finanskostnad	47 932	57 677	72 592	88 738	106 766	127 708
+ Endring i finansiell gjeld	1 075 138	683 509	370 384	433 256	506 049	552 038
- Netto minoritetsresultat	66 542	73 916	73 226	82 961	94 189	108 065
- Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0
+ Endring i minoritetsinteresser	91 652	-6 410	90 314	103 603	119 350	-108 325
= Fri kontantstrøm til egenkapital	187 411	352 913	314 103	314 377	317 254	140 239

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Netto driftsresultat	1 014 477	1 140 541	1 277 017	1 424 956	1 489 079	1 556 088
+ Unormal netto driftsresultat	0	0	0	0	0	0
- Endring i netto driftseiendeler	1 024 893	1 110 521	1 204 309	969 358	1 012 979	1 058 563
= Fri kontantstrøm fra drift	-10 416	30 019	72 708	455 598	476 100	497 525
+ Netto finansinntekt	29 598	36 740	44 237	52 109	52 673	55 043
+ Unormal netto finansinntekt	0	0	0	0	0	0
- Endring i finansielle eiendeler	43 626	45 504	47 360	20 464	86 103	89 978
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	-24 443	21 256	69 585	487 243	442 669	462 590
- Netto finanskostnad	158 149	188 432	221 930	259 024	270 681	282 861
+ Endring i finansiell gjeld	420 206	455 314	493 767	397 437	415 321	434 011
- Netto minoritetsresultat	103 147	95 503	85 573	73 581	55 328	57 818
- Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0
+ Endring i minoritetsinteresser	-122 621	-138 890	-157 392	-186 871	25 324	26 464
= Fri kontantstrøm til egenkapital	11 845	53 745	98 457	365 203	557 307	582 386

Tabell 96: Fremtidig fri kontantstrøm for Lerøy, 2016 – 2027.

10. Fremtidskrav og strategisk fordel

I denne delen skal vi estimere fremtidskrav som vi trenger til verdivurderingen i del 11. Avkastningskravene er nødvendig for å kunne diskontere de fremtidige kontantstrømmene, og fungerer i den forbindelse som en diskonteringsrente. Vi beregnet historiske krav i del 7,

hvor vi baserte oss på historisk tallmateriale. Nå når vi skal beregne de fremtidige kravene må vi basere oss på trender og utviklingstrekk som kan tenkes å påvirke kravene.

Hvilke avkastningskrav som en nødvendige bestemmes ut i fra hvilken verdsettelsesmetode en benytter og forutsetningene som legges til grunn under utarbeidelsen av fremtidsregnskapet. Vi velger å estimere følgende avkastningskrav: egenkapital, minoritetsinteresser, netto driftskapital, sysselsatt kapital, finansielle eiendeler, finansiell gjeld og netto finansiell gjeld.

Metoden som benyttes er lik den som ble anvendt i del 7, og dermed vil det teoretiske rammeverket ikke bli presentert her. Likevel kan det være viktig å understreke at de foreløpige avkastningskravene baseres på budsjetterte vekter, og således ikke er korrekte. Fordelen ved å vekte krav på basis av budsjetterte vekter er at kravet da egner seg for sammenligning med rentabilitet på investert krav. Ved å oppdatere vektene sekvensielt etter dette oppnår vi avkastningskrav basert på verdi vekter (Knivsflå, 2016o). Verdi vektene tar utgangspunkt i estimatene på egenkapital i kapittel 11. Vektene blir oppdatert etter hvert steg i verdsettelsen med egenkapitalverdien man kommer frem til.

10.1 Egenkapital og minoritetskrav

Egenkapitalkravet bestemmes ut i fra estimatet på risikofri rente, markedsrisikopremie, egenkapitalbeta og illikviditetspremie (Knivsflå, 2016o). Prognose for de ulike variablene vil bli estimert for alle årene i budsjettperioden. Minoritetsbeta antas fortsatt å være lik egenkapitalbeta, sånn som i kapittel 7.

10.1.1 Fremtidig risikofri rente

Analysen i kapittel 4.2.3 viste at oppdrettsbransjen er en kapitalsensitiv bransje, der en stor andel av finansiering skjer via rentebærende lån. Lånene har i stor grad flytende rente, noe som innebærer at renteutviklingen påvirker lånebelastningen og lønnsomheten i selskapene (Lerøy Seafood Group, 2016c).

Siden kontantstrømmen til egenkapital er etter skatt, må egenkapitalkravet derfor være etter selskapsskatt (Knivsflå, 2016o). Derfor må vi ha et anslag for skattenivået i fremtiden.

Skattesatsen for 2016 er fastslått til 25 % i statsbudsjettet for 2016. Det foreslåtte statsbudsjettet for 2017 foreslår en skattesats på 24 % for 2017 og 23 % for 2018 (Finansdepartementet, 2016). Det nedsatte Sheelutvalget foreslår en skattesats på 22 % fra 2018 (Finansdepartementet, 2015). Vi tar utgangspunkt i Sheelutvalgets innstilling for perioden 2019-2027. Vedlagt estimat for skattesats i budsjettperioden er som vist i tabell 97.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Selskapsskattesatsen (sss)	0,250	0,240	0,230	0,220	0,220	0,220	0,220	0,220	0,220	0,220	0,220	0,220

Tabell 97: Utviklingen i skattenivået, 2016-2027

Årlig risikofri rente gjennom budsjettperioden estimeres på grunnlag av antagelse om at dagens lave rentenivå gradvis vil reverseres mot ei normalrente i «steady state» (Knivsflå, 2016o). Sentralbanksjef Øystein Olsen opplyste ved rentemøte 22. september 2016 at styringsrenten mest sannsynlig vil ligge på dagens nivå den nærmeste tiden (E24.no, 2016b). For estimat på NIBOR (3mnd) for 2016 har vi valgt å benytte dagens, 07.10.16, som estimat (Oslo Børs, 2016c). Risikofri rente før skatt 2016 settes til 1,13 %. For 2017 og 2018 tror vi at rentenivået fortsatt vil være lavt, og at vi i disse to årene får lavere rente enn i 2016. 2017 antas å utgjøre 90 % av 2016, 1,02 %, mens 2018 antas å utgjøre 80 % av 2016-nivået, 0,90 %. Anslaget er i tråd med Knivsflås estimat for renteutviklingen inntil 2018 (2016o).

Fra 2018 antar vi en økning i rentenivået frem til 2021. I 2021 er vårt NIBOR-estimat på 1,6 %. Fra 2021 ventes renten gradvis å reversere seg mot normalrenten som forventes nådd i «steady state» i 2025. Estimert normalrente er estimert til 3 % i 2025. Estimeringen er basert på gjennomsnittlig 3-måneders NIBOR for perioden 2006 per august 2016 (Norges Bank, 2015) og 10-årig statsobligasjonsrente i dag (Dagens Næringsliv, 2016d). Beregningen er som vist i tabell 98, der NIBOR er tillagt $\frac{2}{3}$ vekt, mens 10-årig statsobligasjonsrente er vektlagt med $\frac{1}{3}$.

Estimert rente i steady state	Rente	Faktor	
Gjennomsnittlig månedlig NIBOR 2006-2016	0,0383	0,67	0,026
+ 10 årig statsobligasjon i dag	0,0132	0,33	0,004
= Estimert på langsiktig rente, steady state			0,030

Tabell 98: Estimert normalrente i «steady state», 2025

Vi tar utgangspunkt i at den tidligere benyttede kredittrisikopremien på 0,5 % årlig, da vi antar at Lerøy låner fra banker med AA-rating. Vi antar også at dette er gjeldende i tiden fremover.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
	Lerøy				Lerøy							
Gjennomsnittlig bankrating	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA
Skattesats, s	0,250	0,240	0,230	0,220	0,220	0,220	0,220	0,220	0,220	0,220	0,220	0,220
NIBOR-rente, 3 mnd	0,011	0,010	0,009	0,011	0,014	0,016	0,019	0,023	0,026	0,030	0,030	0,030
- kort kredittrisikopremie	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
= Risikofri rente før skatt	0,006	0,005	0,004	0,006	0,009	0,011	0,014	0,018	0,021	0,025	0,025	0,025
- Skatt	0,001	0,001	0,001	0,001	0,002	0,002	0,003	0,004	0,005	0,005	0,005	0,005
= Risikofri rente etter skatt	0,004	0,004	0,003	0,005	0,007	0,008	0,011	0,014	0,017	0,019	0,019	0,019

Tabell 99: Utviklingen i risikofrirente etter skatt, 2016 - 2027.

10.1.2 Markedsrisikopremie

Der finnes flere alternative metoder å estimere risikopremien til markedet, men det vanligste er å benytte seg av den historiske premien. En ulempe med å benytte den historiske premien er at risikopremien sannsynligvis vil bli lavere enn den har vært historisk. Dette skyldes at den historiske premien er påvirket av faktorer som sannsynligvis ikke vil inntreffe på nytt, som for eksempel svært høy produktivitetsvekst (Kaldestad & Møller, 2016b).

Gjennomsnittlig markedsrisikopremie var 4,7 % i analyseperioden. Den observerte normaliserte risikopremien etter skatt i perioden 1958-2015 var på 5 %, mens Damodaran sitt anslag på verdenspremie er på 4,8 % (Knivsflå, 2016o). Kaldestad og Møller skriver at «I sum ligger markedspremie i intervallet 4-5 %, men der den i perioder kan ligge både over og under dette» (2016b).

Vi velger å bruke Knivsflås estimat for markedets risikopremie etter skatt. Knivsflå tar utgangspunkt i den historiske premien, og vekter denne på et kortsiktig og langsiktig perspektiv. Å ta utgangspunkt i den historiske premien er den tradisjonelt mest anvendte metoden i praksis. Den beste prediksjonen på markedspremie i fremtiden er dagens nivå. (Knivsflå, 2016o). Fremtidige renteutvikling antas å ikke ha påvirkning på nivået på markedets risikopremie.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Estimert markedsrisikopremie	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048

Tabell 100: Markedspremie etter skatt, 2016 - 2027.

10.1.3 Årlig egenkapitalbeta

I kapittel 7 benyttet vi Miller og Modigliani for å beregne årlig egenkapitalbeta og gjennomsnittlig beta til netto driftskapital. Som i kapittel 7.2.3 tar vi utgangspunkt i at den årlige egenkapitalbetaen anslås med utgangspunkt i at netto driftsbetaen er konstant gjennom budsjettperioden. Forventet konstant driftsbeta er 0,616. Forventet netto finansiell gjeldsbeta beregnes i kapittel 10.2.3, samtidig som minoritetsbetaen antas å være lik egenkapitalbetaen. Beregnet egenkapitalbeta er vist i tabell 101.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Egenkapitalbeta (β_{EK})	0,803	0,828	0,839	0,856	0,873	0,891	0,909	0,914	0,920	0,925	0,929	0,929
* EK_{IB} / NDE_{IB}	0,685	0,673	0,672	0,656	0,641	0,625	0,622	0,629	0,636	0,643	0,650	0,650
+ Minoritetsbeta (β_{MI})	0,803	0,828	0,839	0,856	0,873	0,891	0,909	0,914	0,920	0,925	0,929	0,929
* MI_{IB} / NDE_{IB}	0,081	0,072	0,064	0,067	0,071	0,074	0,064	0,054	0,045	0,035	0,025	0,025
+ Netto finansiell gjeldsbeta (β_{NFG})	0,004	-0,003	-0,007	-0,013	-0,017	-0,022	-0,025	-0,029	-0,032	-0,036	-0,034	-0,034
* NFG_{IB} / NDE_{IB}	0,234	0,255	0,264	0,276	0,289	0,301	0,314	0,316	0,319	0,322	0,325	0,325
= Netto driftsbeta (β_{NDE})	0,616	0,616	0,616	0,616	0,616	0,616	0,616	0,616	0,616	0,616	0,616	0,616

Tabell 101: Fremtidig årlig egenkapitalbeta, 2016 - 2027.

Egenkapitalbetaen ventes å øke gjennom budsjettperioden. Økningen skyldes at vi forventer at netto finansiell gjeld vil øke. Vår antagelse er at Lerøy øker sin finansielle gearing ved å investere i små selskaper og teknologi med større andel gjeld enn tidligere år. I «steady state» forventes egenkapitalbetaen å være 0,929.

10.1.4 Illikviditetspremie, utbytte- og formueskatt

Lerøy-aksjen har en høy omsetningsgrad på Oslo Børs siden børsnoteringen i 2002. I kapittel 7.2.4 vurderte vi dermed aksjen til å være lett omsettelig og likvid, og derfor en illikviditetspremie lik null. Illikviditetspremie for minoriteten er antatt til å være 3 %, som er likt som i analyseperioden. Vi forventer at hovedaksjonær Austevoll Seafood opprettholder sin dominerende posisjon på eiersiden gjennom budsjettperioden.

Ofte blir eierskatt som utbytte-, gevinst- og formueskatt inkludert i illikviditetspremien. Felles for disse postene er at de belastes eierne, og ikke selskapet. Utbytteskatten rammer ikke systematisk likt alle investorer og investeringer, og dette kan påvirke verdsettelsesestimatet. Ser en på fremtidsestimat vil det virke rimelig at utbytteskatten vil øke noe som følge av at nedsatt selskapsskatt. Vi har antatt en effektiv utbytteskatt etter Knivsflås estimer for perioden (Knivsflå, 2016o). Effektiv utbytteskatt og beregnet virkning på egenkapitalkravet er som vist i tabell 102.

Utbytteskatt	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Effektiv utbyttesats	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,017	0,017	0,017	0,017	0,025	0,025	0,025
Virkning utbytteskatt	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,001	0,001	0,001	0,001	0,002	0,002	0,002

Tabell 102: Effektiv utbytteskatt i budsjettperioden, 2016-2027.

Vi har antatt at formueskatten er på samme nivå som i analyseperioden, lik 0,2 %.

Utbytteskatt	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Effektiv formueskatt	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002

Tabell 103: Effektiv formueskatt, 2016-2027.

10.1.5 Egenkapital- og minoritetskrav

Lerøys egenkapitalkrav forventes å øke jevnt utover budsjettperioden. Økningen skyldes i hovedsak to forhold. Forventet risikofri rente forventes å øke jevnt, mens egenkapitalbetaen også forventes å øke utover perioden på grunn av høyere andel finansiering med gjeld.

Lerøy	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
NIBOR-rente, 3 mnd	0,011	0,010	0,009	0,011	0,014	0,016	0,019	0,023	0,026	0,030	0,030	0,030
- kort kredittsikopremie	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
= Risikofri rente før skatt	0,006	0,005	0,004	0,006	0,009	0,011	0,014	0,018	0,021	0,025	0,025	0,025
- Skatt	0,001	0,001	0,001	0,001	0,002	0,002	0,003	0,004	0,005	0,005	0,005	0,005
= Risikofri rente etter skatt	0,004	0,004	0,003	0,005	0,007	0,008	0,011	0,014	0,017	0,019	0,019	0,019
+ Justert beta	0,803	0,828	0,839	0,856	0,873	0,891	0,909	0,914	0,920	0,925	0,929	0,929
* Markedets risikopremie etter skatt	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048
+ Illikviditetspremie	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
= Egenkapitalkrav etter skatt	0,043	0,043	0,043	0,046	0,049	0,051	0,055	0,058	0,061	0,064	0,064	0,064
+ Utbytte- og gevinstskatt	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,001	0,001	0,001	0,001	0,002	0,002	0,002
+ Formueskatt	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002
= Egenkapitalkrav før eierskatt	0,045	0,046	0,046	0,048	0,051	0,054	0,058	0,061	0,064	0,067	0,068	0,068

Tabell 104: Fremtidig egenkapitalkrav for Lerøy, 2016-2027.

Lerøys minoritetskrav er anslått med utgangspunkt i egenkapitalkravet, men tillagt en ekstra illikviditetspremie på 3 %. Minoritetens illikviditetspremie knyttes til at minoritetsaksjene blir låst inne. Resultatet er at minoritetsaksjonærene krever en ekstra form for kompensasjon. Egenkapitalkravet er i tillegg til illikviditetspremie tillagt estimater knyttet til utbytte- og formueskatt.

Lerøy	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Egenkapitalkrav etter skatt	0,043	0,043	0,043	0,046	0,049	0,051	0,055	0,058	0,061	0,064	0,064	0,064
+ Ekstra illikviditetspremie	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030
= Minoritetskrav etter skatt	0,073	0,073	0,073	0,076	0,079	0,081	0,085	0,088	0,091	0,094	0,094	0,094
+ Utbytte- og gevinst skatt	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002
+ Formueskatt	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002
= Minoritetskrav (mik)	0,076	0,076	0,076	0,079	0,081	0,085	0,088	0,091	0,094	0,098	0,098	0,098

Tabell 105: Fremtidig minoritetskrav for Lerøy, 2016-2027.

10.2 Finansielle krav

De finansielle fremtidskravene utarbeides på tilsvarende måte som i kapittel 7, og benyttes som grunnlag for å estimere finansinntekter og finanskostnader i fremtidsbudsjettet. Anslag på fremtidig risikofri rente og fremtidig markedspremie er utarbeidet i kapittel 10.1.1 og 10.1.2.

10.2.1 Finansielt gjeldskrav

I kapittel 7 definerte vi at finansielt gjeldskrav er lik risikofri rente inkludert kredittrisikopremie. Kredittrisikopremie avhenger av Lerøys syntetiske rating, og vi har derfor beregnet den fremtidige syntetiske ratingen for hvert år i budsjettperioden. På grunn av manglende budsjett drivere er likviditetsgrad 1 fremskrevet med det tidsvektede gjennomsnittet fra analyseperioden. Rentedekningsgraden er beregnet for hvert år i perioden på samme måte som i kapittel 6.1.4. Lerøy har historisk høy rentedekningsgrad, men forventede lavere marginer og økt finansiell gearing og rente trekker forholdstallet ned i løpet av budsjettperioden. Lerøys netto finanskostnad vil avhenge av estimert fremtidsrating. Netto driftsrentabilitet er beregnet ut i fra estimatene på netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler fra kapittel 9. Ved beregningen av egenkapitalprosent har vi tatt utgangspunkt i fremtidsregnskapet og fremskrevet den historiske gjennomsnittlige andelen sysselsatt kapital målt mot totalkapital for budsjettperioden. Lang kredittrisikopremie er hentet fra Knivsflås rammeverk (2016o).

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Netto driftsrentabilitet	0,176	0,113	0,040	0,044	0,048	0,052	0,056	0,059	0,063	0,066	0,066	0,066
Netto driftsrentabilitetsrating	AA	A	B	B	B	B	BB	BB	BB	BB	BB	BB
Egenkapitalprosent	0,518	0,512	0,505	0,498	0,490	0,483	0,482	0,481	0,480	0,480	0,480	0,480
Egenkapitalrating	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A
Likviditetsgrad 1	2,739	2,739	2,739	2,739	2,739	2,739	2,739	2,739	2,739	2,739	2,739	2,739
Likviditetsrating	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A
Rentedekningsgrad	40,04	26,62	8,47	7,96	7,56	7,21	6,60	6,25	5,95	5,70	5,70	5,70
Rentedekningsgradsrating	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA
Gjennomsnittlig rating	AA	AA	A-	A-	A-	A-	A	A	A	A	A	A
Lang kredittrisikopremie	0,008	0,008	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010

Tabell 106: Fremtidig syntetisk rating for Lerøy, 2016-2027

Lerøys fremtidige syntetiske rating er på linje med den beregnede historiske ratingen fra kapittel 6. Den tidsvektede ratingen fra analyseperioden var karakteren A, som også er lik gjennomsnittlig fremtidig rating. Stabilt høye karakterer for egenkapitalprosent,

likviditetsgrad 1 og rentedekningsgrad er grunnlaget for de høye karakterene. Netto driftsrentabilitet varierer noe mer, og ender opp med en karakter BB i «steady state». Grunnen for at netto driftsrentabilitet reduseres er at vi forventer reduksjon i både netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler i budsjettperioden. Samtidig ser en at våre antagelser om at Lerøy kommer til å øke sin gjeldsandel ikke svekker soliditeten i selskapet. Lerøy har fortsatt en solid egenkapital i «steady state» på om lag 50 %. Trolig vil den syntetiske ratingen variere mer enn vår forventning. Driften er følsom for variasjonene i laksepris og andre uforutsette hendelser. Et kraftig fall i lakseprisen kan påvirke den syntetiske ratingen negativt, sånn som i 2012.

Fremtidig finansielt gjeldskrav er beregnet i tabell 107. Kravet er beregnet på samme måte som i kapittel 7. Ved beregning av finansiell gjeldsbeta er estimatet på markedsrisikopremie hentet fra kapittel 10.1.2.

Lerøy	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
	Lerøy				Lerøy							
Syntetisk rating	AA	AA	A-	A-	A-	A-	A	A	A	A	A	A
Risikofri rente etter skatt	0,004	0,004	0,003	0,005	0,007	0,008	0,011	0,014	0,017	0,019	0,019	0,019
+ Lang kredittisikopremie	0,008	0,008	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
= Finansielt gjeldskrav etter skatt (fgk)	0,012	0,012	0,013	0,015	0,017	0,018	0,021	0,024	0,027	0,029	0,029	0,029

Tabell 107: Fremtidig finansielt gjeldskrav for Lerøy, 2016-2027.

Vi forventer at markedsrisikodelen holder seg på samme nivå som i analyseperioden, kapittel 7.3.1. Den implisitte finansielle gjeldsbetaen er beregnet i tabell 108 under.

Lerøy	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
	Lerøy				Lerøy							
Syntetisk rating	AA	AA	A-	A-	A-	A-	A	A	A	A	A	A
Lang kredittisikopremie	0,008	0,008	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
/ Markedets risikopremie etter skatt	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048
= Finansiell gjeldsbeta (β_{FG}) ved mrd=1	0,167	0,167	0,208	0,208	0,208	0,208	0,208	0,208	0,208	0,208	0,208	0,208
Markedsrisikoandel EK	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125	0,125
* Justeringsfaktor til gjeld	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333
= Markedsrisikodel FG	0,042	0,042	0,042	0,042	0,042	0,042	0,042	0,042	0,042	0,042	0,042	0,042
= Finansiell gjeldsbeta (β_{FG})	0,007	0,007	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009

Tabell 108: Fremtidig implisitt finansiell gjeldsbeta for Lerøy, 2016-2027

10.2.2 Finansielt eiendelskrav

Som i kapittel 7 beregnes finansiell eiendelsbeta på basis av vektig. Finansielle eiendeler deles opp i tre kategorier; kontanter, fordringer og investeringer. Betaen til kontanter er

antatt som tidligere til 0, mens betaen til investeringer er antatt å være 1. Betaen til fordringer er tidligere basert på en kort risikopremie for BBB-ratede selskaper. Med en markedspremie på 4,8 % anslås Lerøys årlige fordringsbeta til 0,208. Over analyseperioden har Lerøys finansielle eiendeler hovedsakelig bestått av kontanter. I «steady state» antar vi at kontanter, fordringer og investeringer vil utgjøre 75 %, 10 % og 15 % av Lerøys totale finansielle eiendeler. Endringen til den antatte fordelingen i «steady state» endres ved en lineær utvikling. Anslaget for større andel investeringer og fordringer er i tråd med vår forventning om større investeringer for videre vekst i perioden 2016-2027. Den nye fordelingen av finansielle eiendeler resulterer i en stigende estimert finansiell eiendelsbeta over budsjettperioden.

Lerøy	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Kontantbeta (β KON)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
* Kontantvekt	0,964	0,940	0,916	0,892	0,869	0,845	0,821	0,797	0,774	0,750	0,750	0,750
+ Fordringbeta (β FOR)	0,208	0,208	0,208	0,208	0,208	0,208	0,208	0,208	0,208	0,208	0,208	0,208
* Fordringsvekt	0,031	0,038	0,046	0,054	0,062	0,069	0,077	0,085	0,092	0,100	0,100	0,100
+ Investeringsbeta (β INV)	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
* Investeringsvekt	0,006	0,022	0,038	0,054	0,070	0,086	0,102	0,118	0,134	0,150	0,150	0,150
= Finansiell eiendelsbeta (β FE)	0,012	0,030	0,047	0,065	0,083	0,100	0,118	0,136	0,153	0,171	0,171	0,171

Tabell 109: Fremtidig finansiell eiendelsbeta for Lerøy, 2016-2027

Lerøy	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Risikofri rente etter skatt	0,004	0,004	0,003	0,005	0,007	0,008	0,011	0,014	0,017	0,019	0,019	0,019
+ Finansiell eiendelsbeta	0,012	0,030	0,047	0,065	0,083	0,100	0,118	0,136	0,153	0,171	0,171	0,171
* Markedets risikopremie	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048
= Finansielt eiendelskrav	0,005	0,005	0,005	0,008	0,011	0,013	0,017	0,020	0,024	0,028	0,028	0,028

Tabell 110: Fremtidig finansielt eiendelskrav for Lerøy, 2016-2027.

10.2.3 Netto finansielt gjeldskrav

Netto finansiell gjeldskrav beregnes ved å vekte kravet til finansiell gjeld og kravet til finansielle eiendeler med budsjetterte balansevekter. Netto finansiell gjeldsbeta beregnes på tilsvarende måte (Knivsflå, 2016o). Anslaget på netto finansiell gjeldsbeta benyttes i forbindelse med beregningen av Lerøys årlige forventede egenkapitalbeta i kapittel 10.1.3.

Lerøy	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Finansielt gjeldskrav (fgk)	0,012	0,012	0,013	0,015	0,017	0,018	0,021	0,024	0,027	0,029	0,029	0,029
* Finansiell gjeldsvekt (FG/NFG)	1,508	1,431	1,409	1,380	1,354	1,330	1,308	1,296	1,284	1,273	1,262	1,262
- Finansielt eiendelskrav (fek)	0,005	0,005	0,005	0,008	0,011	0,013	0,017	0,020	0,024	0,028	0,028	0,028
* Finansiell eiendelsvekt (FE/NFG)	0,508	0,431	0,409	0,380	0,354	0,330	0,308	0,296	0,284	0,273	0,262	0,262
= Netto finansiell gjeldskrav	0,016	0,015	0,016	0,017	0,019	0,020	0,023	0,025	0,027	0,030	0,030	0,030

Tabell 111: Fremtidig netto finansiell gjeldskrav for Lerøy, 2016-2027.

Lerøy	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Finansielt gjeldsbeta (β_{FG})	0,007	0,007	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009
* Finansiell gjeldsvekt (FG/NFG)	1,508	1,431	1,409	1,380	1,354	1,330	1,308	1,296	1,284	1,273	1,262	1,262
- Finansiell eiendelsbeta (β_{FE})	0,012	0,030	0,047	0,065	0,083	0,100	0,118	0,136	0,153	0,171	0,171	0,171
* Finansiell eiendelsvekt (FE/NFG)	0,508	0,431	0,409	0,380	0,354	0,330	0,308	0,296	0,284	0,273	0,262	0,262
= Netto finansiell gjeldsbeta (β_{NFG})	0,004	-0,003	-0,007	-0,013	-0,017	-0,022	-0,025	-0,029	-0,032	-0,036	-0,034	-0,034

Tabell 112: Fremtidig netto finansiell gjeldsbeta for Lerøy, 2016-2027.

10.3 Fremtidig selskapskrav

Kravet til selskapskapitalen er det vektete kravet til de som finansierer selskapet (Knivsflå, 2016o). De selskapskravene vi har fokusert på å beregne er kravet til netto driftskapital og kravet til sysselsatt kapital. Kravene er beregnet på basis av inngående kapital.

Lerøy	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Egenkapitalkrav (ekk)	0,045	0,046	0,046	0,048	0,051	0,054	0,058	0,061	0,064	0,067	0,068	0,068
* Egenkapitalvekt (EK/NDK)	0,685	0,673	0,672	0,656	0,641	0,625	0,622	0,629	0,636	0,643	0,650	0,650
+ Minoritetsinteressekrav (mik)	0,076	0,076	0,076	0,079	0,081	0,085	0,088	0,091	0,094	0,098	0,098	0,098
* Minoritetsvekt (MI/NDK)	0,081	0,072	0,064	0,067	0,071	0,074	0,064	0,054	0,045	0,035	0,025	0,025
+ Netto finansielt gjelds krav (nfgk)	0,016	0,015	0,016	0,017	0,019	0,020	0,023	0,025	0,027	0,030	0,030	0,030
* Netto finansiell gjeldsvekt (NFG/NDK)	0,234	0,255	0,264	0,276	0,289	0,301	0,314	0,316	0,319	0,322	0,325	0,325
= Netto driftskrav (ndk)	0,041	0,040	0,040	0,042	0,044	0,046	0,049	0,051	0,054	0,056	0,056	0,056

Tabell 113: Fremtidig netto driftskrav for Lerøy, 2016-2027.

Lerøy	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Egenkapitalkrav (ekk)	0,045	0,046	0,046	0,048	0,051	0,054	0,058	0,061	0,064	0,067	0,068	0,068
* Egenkapitalvekt (EK/SSK)	0,612	0,606	0,606	0,594	0,581	0,568	0,568	0,575	0,583	0,591	0,599	0,599
+ Minoritetsinteressekrav (mik)	0,076	0,076	0,076	0,079	0,081	0,085	0,088	0,091	0,094	0,098	0,098	0,098
* Minoritetsvekt (MI/SSK)	0,072	0,065	0,058	0,061	0,064	0,067	0,059	0,050	0,041	0,032	0,023	0,023
+ Netto finansielt gjelds krav (fgk)	0,012	0,012	0,013	0,015	0,017	0,018	0,021	0,024	0,027	0,029	0,029	0,029
* Netto finansiell gjeldsvekt (FG/SSK)	0,316	0,329	0,336	0,345	0,355	0,364	0,374	0,375	0,376	0,377	0,378	0,378
= Kravet til sysselsatt kapital (ssk)	0,037	0,037	0,036	0,039	0,041	0,043	0,046	0,048	0,051	0,054	0,054	0,054

Tabell 1138: Fremtidig krav til sysselsatt kapital for Lerøy, 2016-2027.

10.4 Fremtidig strategisk fordel

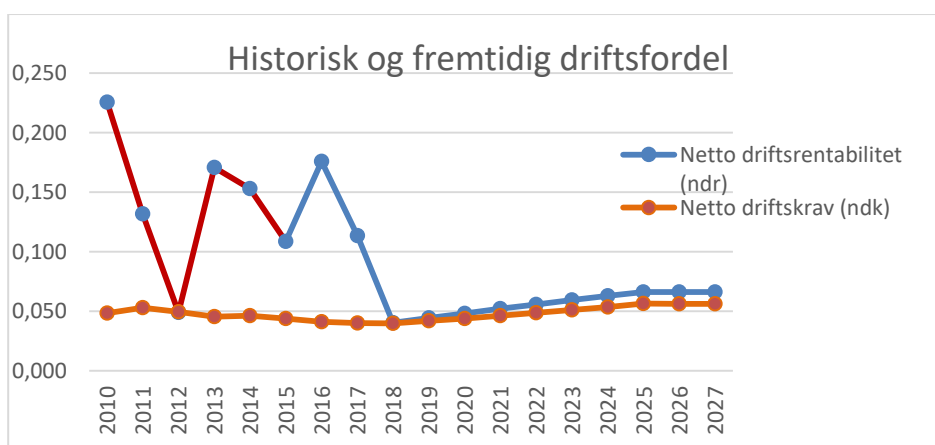
Etter å ha utarbeidet og presentert Lerøys fremtidsregnskapet i kapittel 9 og beregnet relevante avkastningskrav tidligere i kapittel 10, gjør vi et anslag på selskapets fremtidige fordel. Fremtidig strategisk fordel er beregnet som tidligere, og er sammenhengende mellom Lerøys forventede egenkapitalrentabilitet og egenkapitalkrav gjennom budsjettperioden og i «steady state» (Knivsflå, 2016f). Fremtidig nivå på strategisk fordel er støttet opp av tallmaterialet som er utarbeidet etter tidligere regnskapsanalyser og drøftelser. Vi har som nevnt i kapittel 9 antatt at det er vanskelig å oppnå strategisk fordel knyttet til finansiering. Forutsetningen er ivaretatt i fremtidsregnskapet ved at rentabiliteten er antatt å tilsvare kravet til finansiell gjeld og finansielle eiendeler.

Lerøys fremtidige strategiske fordel gjennom budsjettperioden vil være relatert til selskapets driftsaktiviteter. Første anslag vil derfor gjøres på Lerøys fremtidige driftsfordel. Driftsfordeler oppnås dersom selskapets netto driftsrentabilitet overgår netto driftskravet, og vil så bli gearet opp ved hjelp av netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser (Knivsflå, 2016k). Avkastningskravene er beregnet på grunnlag av inngående kapital. For å være konsistent med beregningen av kravene er derfor Lerøys netto driftsrentabilitet beregnet på basis av inngående netto driftskapital:

Lerøy	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Netto driftsrentabilitet (ndr)	0,176	0,113	0,040	0,044	0,048	0,052	0,056	0,059	0,063	0,066	0,066	0,066
- Netto driftskrav (ndk)	0,041	0,040	0,040	0,042	0,044	0,046	0,049	0,051	0,054	0,056	0,056	0,056
= Strategisk fordel drift	0,135	0,073	0,000	0,002	0,004	0,006	0,007	0,008	0,009	0,010	0,010	0,010
+ Gearingfordel drift	0,062	0,036	0,000	0,001	0,002	0,004	0,004	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
= Strategisk driftsfordel	0,197	0,109	0,001	0,004	0,007	0,009	0,011	0,013	0,015	0,015	0,016	0,016

Tabell 115: Strategisk driftsfordel for Lerøy, 2016-2027.

Fra våre tidligere strategiske analyser har vi forventet at Lerøys strategiske driftsfordel reduseres over budsjettperioden. I «steady state» antar vi at Lerøys strategisk varige driftsfordel utgjør om lag 1,6 %. Den varige fordelen består av selskapets strategiske fordel knyttet til driften på 1 %, og del av gearingfordeler som er anslått til 0,5 %. Fordelen antas hovedsakelig å være knyttet til forhold som er felles i bransjen, mens vi er av den formening at Lerøy klarer å opprettholde en ressursfordel tilknyttet drift. Fordelen vil være knyttet til en høyere omløpsfordel knyttet til produktmiksen, samt at marginulempen er forventet å være utlignet.



Figur 67: Historisk og fremtidig driftsfordel for Lerøy, 2016-2027.

Vi har predikert toppen til å være 2016, som diskutert i kapittel 9. Etter 2016 ser en et fall i 2017 og 2018. Deretter konvergerer selskapets netto driftsrentabilitet mot et gjennomsnitt av

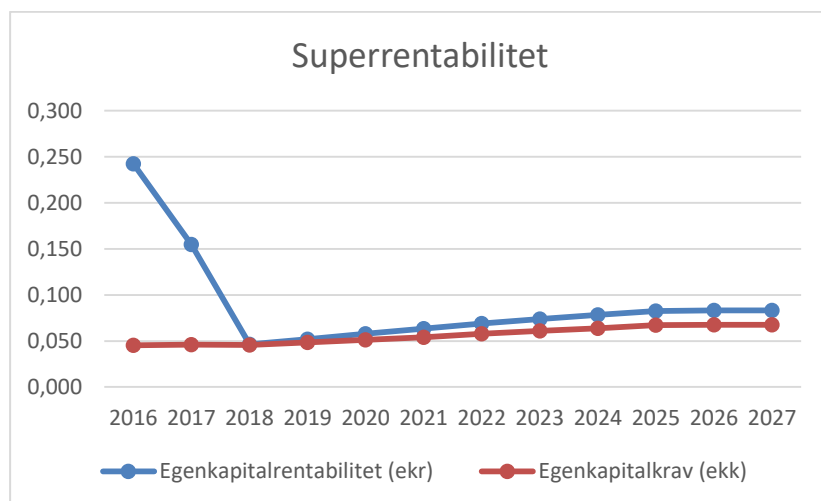
fremtidige oppgangs- og nedgangskonjunkturer frem mot «steady state» i 2025. Lerøys varige strategiske fordel knytter seg til selskapets strategiske driftsfordel og delvis til driftsrelaterte gearingfordeler. Dette skyldes at vi har antatt at Lerøy ikke ville oppnå noen finansierings fordeler eller ulemper i budsjettperioden.

Fremtidig superrentabilitet

Ved beregning av superrentabilitet gjennom budsjettperioden har vi beregnet egenkapitalrentabiliteten på grunnlag av inngående kapital. Dermed oppnås konsistens med måten vi tidligere har beregnet Lerøys egenkapital krav i avsnitt 10.1.5.

Lerøy	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Egenkapitalrentabilitet (ekr)	0,242	0,155	0,046	0,052	0,058	0,064	0,069	0,074	0,078	0,083	0,083	0,083
- Egenkapitalkrav (ekk)	0,045	0,046	0,046	0,048	0,051	0,054	0,058	0,061	0,064	0,067	0,068	0,068
= Superrentabilitet	0,197	0,109	0,001	0,004	0,007	0,009	0,011	0,013	0,015	0,015	0,016	0,016

Tabell 116: Årlig superrentabilitet for Lerøy, 2016-2027.



Figur 68: Superrentabilitet over budsjettperioden for Lerøy, 2016-2027.

Lerøys egenkapitalkrav stiger gradvis i perioden, blant annet på grunn av at vi forventer et høyere rentenivå. Egenkapitalrentabiliteten forventes å stige mer enn kravet fra og med 2019 frem til «steady state». I «steady state» forventer vi at Lerøy skal ha en varig strategisk fordel på 1,6 %.

11. Fundamental verdivurdering

Fundamental verdsettelsesteknikk ble valgt som den foretrukne metoden av oss i kapittel 3. Vi har gjennomført strategiske regnskapsanalyser i de foregående kapitlene, for å oppnå bedre innsikt i Lerøys underliggende økonomiske forhold. I denne delen skal vi benytte fremtidsregnskapet vi utarbeidet i kapittel 9 med fremtidskravene fra kapittel 10 til å gjøre anslag på Lerøys virkelige egenkapitalverdi og et tilhørende verdiestimat per aksje.

I kapittel 3 presenterte vi de to hovedmodellene innenfor fundamental verdsettelsesteknikk; egenkapital- og selskapskapitalmetoden. Ved selskapskapitalmetoden skiller man videre på sysselsatt kapitalmetoden og netto driftskapitalmetoden. Hver av de ulike metodene har undermodeller som alle skal gi samme verdiestimat ved konsistent bruk. Ved bruk av budsjetterte vektorer vil de tre hovedmetodene (egenkapitalmetoden, sysselsatt kapitalmetoden og netto driftskapitalmetoden) gi ulike verdiestimat. Derfor gjennomføres en verdikonvergeringsprosess der fremtidsregnskap og fremtidskrav oppdateres ved bruk av gjennomsnittlige egenkapitalverdier fra de ulike modellene fra foregående steg i prosessen (Knivsflå, 2016p). Denne prosessen gjennomføres og beskrives i avsnitt 11.4. Tilslutt vil en ha et konvergent verdiestimat, der alle de ulike hoved- og undermetodene gir samme verdiestimat. Det vil typisk knytte seg noe usikkerhet til verdiestimatet. Vi vil derfor analysere usikkerheten før vi tilslutt fastsetter et endelig verdiestimat på Lerøy-aksjen.

11.1 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden innebærer direkte verdsettelse av egenkapitalen. Egenkapitalverdien beregnes ut ifra fremtidig tilflyt av verdier til egenkapital, diskontert med egenkapitalkravet. De ulike undermodellene tar utgangspunkt i forskjellige typer verdistrømmer. De fire undermodellene som brukes til å anslå Lerøys egenkapitalverdi er: utbyttmodellen, frikontantstrøm til egenkapital-modellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen. Ved riktig og konsistent bruk vil alle de fire undermodellene gi opphav til nøyaktig det samme verdiestimatet (Knivsflå, 2016a). Ved bruk av modellene forventer vi konstant vekst i «steady state». Gordons vekstformel benyttes for å beregne horisontverdien i modellene.

11.1.1 Utbyttmodellen

Basert på utbyttmodellen utgjør egenkapitalverdien nåverdien av fremtidig utbytte til egenkapitalinvestorene. Egenkapitalverdien er summen av nåverdien av fremtidig utbytte, pluss nåverdien av horisontverdien (Knivsflå, 2016a). Relevante avkastningskrav i utbyttmodellen er årlige egenkapitalkrav, mens horisontverdien er basert på varig egenkapitalvekst på 4,5 %.

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{NBU_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{NBU_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekk - ekv)}$$

11.1.2 Fri kontantstrøm-modellen

Verdien av egenkapitalen i dag er lik nåverdien av forventede fremtidig frie kontantstrømmer til egenkapital (Palepu, Peek, & Healy, 2013e). Egenkapitalverdien er summen av nåverdien av fri kontantstrøm til egenkapital, pluss nåverdien av horisontverdien (Knivsflå, 2016a). Relevante avkastningskrav er årlige egenkapitalkrav. Siden vi i kapittel 9 antok at Lerøys netto betalte utbytte var lik fri kontantstrøm til egenkapital, vil denne modellen og utbyttmodellen være lik tallmessig.

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

11.1.3 Superprofittmodellen

Verdien av egenkapital i dag er balanseført verdi av egenkapitalen i dag, pluss forventet fremtidig superprofitt til egenkapital (Palepu, et al., 2013e). Horisontverdien estimeres ut i fra konstant vekst på 4,5 %. Relevant avkastningskrav er årlige egenkapitalkrav. Formelen for superprofittmodellen er (Knivsflå, 2016a):

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{(ekr_t - ekk_t) * EK_{t-1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{(ekr - ekk) * EK_T}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekk - ekv)}$$

11.1.4 Superprofittvekstmodellen

Verdien av egenkapitalen er lik den kapitaliserte verdien av nettoresultatet til egenkapital uten vekst, pluss nåverdien av fremtidig vekst. Fremtidig vekst er justert superprofittvekst. Dette tilsier at vekten bare gir verdi dersom den fører til økt superprofitt (Palepu, et al., 2013e). I superprofittvekstmodellen har vi estimert en ekstra periode i fremtidsregnskapet for å kunne beregne horisontverdien og være sikker på at alle relevante verdier er inkludert i tallmaterialet (Knivsflå, 2016a).

$$VEK_0 = \frac{NRE_1}{ekk_1} + \frac{1}{ekk_1} \left\{ \sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_{t-1})} + \frac{\Delta SPE_{T+2}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_{T+1}) * (ekk - ekv)} \right\}$$

11.2 Selskapskapitalmetoder

I selskapskapitalmetoden verdsettes egenkapitalen indirekte ved å fokusere på netto driftskapital eller sysselsatt kapital. Deretter gjøres det fradrag for gjeld og eventuelle minoritetsinteresser. Ved bruk av sysselsatt kapitalmetoden beregner en verdien av sysselsatt kapital og gjør fratrekk for finansiell gjeld og minoritetsinteresser. Relevant avkastningskrav er kravet til sysselsattkapital (ssk). I netto driftskapitalmetoden har en fratrekk for netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser, og relevant avkastningskrav er kravet til netto driftskapital (ndk) (Knivsflå, 2016p).

Vi velger å benytte begge metodene som mål på verdien av selskapet. I beregningene forutsetter vi at netto finansiell gjeld og finansielle gjeld er balanseført til virkelig verdi. Det medfører at netto finansiell gjeldsrente og finansiell gjeldsrente er lik kravet til netto finansiell gjeld og finansiell gjeld gjennom budsjettperioden. Minoritetsinteressene verdsettes på samme måte som egenkapitalen verdsettes etter egenkapitalmetoden. Verdien av sysselsatt kapital og netto driftskapital kan beregnes på tre ulike metoder: fri kontantstrømmmodell, superprofittmodell og superprofittvekstmodell. Utrekningene følger samme fremgangsmåte som for egenkapitalmetoden. Relevante verdistrømmer for beregning av metodene er fri kontantstrøm til sysselsatt kapital, fri kontantstrøm fra drift, superprofitt til sysselsatt kapital, superprofitt fra drift, superprofittvekst til sysselsatt kapital og superprofittvekst fra drift (Knivsflå, 2016p).

11.3 Første verdiestimat ved bruk av budsjetterte vekter

Første verdiestimat beregnes etter egenkapitalmetodene og gir anslag på verdien av egenkapitalen ut i fra budsjetterte vekter. Antall ordinære aksjer per 31.12.15 er opplyst i Lerøys årsrapport til å være 54 577 368. Note 20 i årsregnskapet viser at Lerøy har en beholdning av egne aksjer på 329 776. (Lerøy, 2016). Antall utestående aksjer per 31.12.15 er dermed 54 247 592. Verdiestimat per aksje tar utgangspunkt i anslått verdi på egenkapitalen fra egenkapitalmetodene og antallet utestående aksjer. Forholdet er vist i formel (Knivsflå, 2016a).

$$\text{Verdiestimat per aksje} = \frac{\text{Estimert egenkapitalverdi}}{\text{Antall utestående aksjer}}$$

Første verdiestimat ved bruk av de ulike metodene og modellene er presentert under.

NBU	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Netto betalt utbytte		187 411	352 913	314 103	314 377	317 254	140 239	11 845	53 745	98 457	365 203	557 307	582 386
/ $(1+ekk_1) * \dots * (1+ekk_t)$		1,045	1,093	1,143	1,199	1,260	1,328	1,405	1,490	1,585	1,692	1,807	1,929
= Nåverdi fra 1 til T+1	2 027 280	179 263	322 755	274 710	262 254	251 794	105 590	8 432	36 064	62 103	215 815	308 499	301 984
+ Nåverdi av horisontverdi	14 299 421												14 299 421
= Verdien av egenkapitalen	16 326 700												
Verdi per aksje	300,97												

Tabell 117: EK-metoden – Utbyttmodellen

FKE	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Fri kontantstrøm til EK		187 411	352 913	314 103	314 377	317 254	140 239	11 845	53 745	98 457	365 203	557 307	582 386
/ $(1+ekk_1) * \dots * (1+ekk_t)$		1,045	1,093	1,143	1,199	1,260	1,328	1,405	1,490	1,585	1,692	1,807	1,929
= Nåverdi fra 1 til T+1	2 027 280	179 263	322 755	274 710	262 254	251 794	105 590	8 432	36 064	62 103	215 815	308 499	301 984
+ Nåverdi av horisontverdi	14 299 421												14 299 421
= Verdien av egenkapitalen	16 326 700												
Verdi per aksje	300,97												

Tabell 118: EK-metoden – Fri kontantstrøm-modellen

Superprofitt til EK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Balanseført egenkapital	7 449 537												
Nettoresultat til egenkapital (NRE)		1 804 761	1 403 808	468 703	534 709	606 722	684 893	782 779	893 346	1 013 751	1 144 459	1 215 743	1 270 452
- $ekk_t * EK_{t-1}$		338 610	416 158	462 272	497 326	535 848	583 466	654 142	735 434	825 731	933 487	988 314	1 032 788
= Superprofitt til egenkapital		1 466 151	987 649	6 430	37 382	70 874	101 427	128 637	157 912	188 021	210 972	227 429	237 663
/ $(1+ekk_1) * \dots * (1+ekk_t)$		1,045	1,093	1,143	1,199	1,260	1,328	1,405	1,490	1,585	1,692	1,807	1,929
= Nåverdi fra 1 til T+1	3 041 775	1 402 406	903 251	5 624	31 184	56 250	76 367	91 566	105 963	118 597	124 673	125 894	123 235
+ Nåverdi av horisontverdi	5 835 388												5 835 388
= Verdien av egenkapitalen	16 326 700												
Verdi per aksje	300,97												

Tabell 119: EK-metoden – Superprofittmodellen

Superprofittvekst	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Nettoresultat til egenkapital (NRE) år 1	1 804 761													
Kapitalisert NRE	39 705 410													
$(1+ekk_t) * SPE_t$			1 032 542	6 722	39 082	74 095	106 037	134 484	165 090	196 567	220 562	237 766	248 466	259 647
- $(1+ekk_t) * SPE_{t-1}$		1 533 445	1 032 774	6 741	39 291	74 709	107 284	136 457	167 991	200 691	225 222	242 791	253 716	
= Superprofittvekst		-500 904	-1 026 052	32 340	34 804	31 328	27 200	28 633	28 576	19 871	12 544	5 675	5 931	
/ $(1+ekk_t)$			1,046	1,046	1,048	1,051	1,054	1,058	1,061	1,064	1,067	1,068	1,068	1,068
= Superprofittvekst til EK			-478 922	-981 221	30 847	33 113	29 720	25 715	26 992	26 861	18 617	11 750	5 316	5 555
/ $(1+ekk_t) * \dots * (1+ekk_t)$			1,045	1,093	1,143	1,199	1,260	1,328	1,405	1,490	1,585	1,692	1,807	1,929
= Nåverdi fra 2 til T+2	-26 379 638	-1 199 054	-458 100	-897 371	26 978	27 623	23 588	19 362	19 213	18 025	11 743	6 944	2 943	2 881
Horisontverdien	136 403													136 403
Kapitalisert horisontverdi	3 000 928													
= Verdien av egenkapitalen	16 326 700													
= Verdi per aksje	300,97													

Tabell 120: EK-metoden – Superprofittvekstmodellen

FKS-modellen	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Fri kontantstrøm til SSK (FKS)		-864 904	-192 592	-776	-50 783	-107 190	-67 701	-24 443	21 256	69 585	487 243	442 669	462 590
/ (1+ssk _t) * ... * (1+ssk _t)		1,037	1,075	1,114	1,158	1,205	1,257	1,314	1,378	1,449	1,527	1,609	1,696
= Nåverdi fra 1 til T+1	-561 277	-833 860	-179 118	-697	-43 872	-88 972	-53 869	-18 596	15 423	48 038	319 123	275 124	272 823
+ Nåverdi av horisontverdi	32 624 043												32 624 043
= Verdien av sysselsatt kapital	32 062 766												
- Finansiell gjeld	3 842 267												
- Minoritetsinteresser	878 357												
= Verdien av egenkapitalen	27 342 142												
Verdi per aksje	504,02												

Tabell 121: SSK-metoden – Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital-modellen

Superprofitt fra sysselsatt kapital	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Balanseført sysselsatt kapital	12 170 161												
Netto resultat til ssk (NRS)		1 919 234	1 535 401	614 521	706 408	807 677	920 665	1 044 075	1 177 281	1 321 254	1 477 065	1 541 752	1 611 130
- ssk _t * SSK _{tB}		453 083	547 752	608 091	669 026	736 803	819 239	915 438	1 019 368	1 133 233	1 266 093	1 314 323	1 373 467
= Superprofitt fra NDK		1 466 151	987 649	6 430	37 382	70 874	101 427	128 637	157 912	188 021	210 972	227 429	237 663
/ (1+ssk _t) * ... * (1+ssk _t)		1,037	1,075	1,114	1,158	1,205	1,257	1,314	1,378	1,449	1,527	1,609	1,696
= Nåverdi fra 1 til T+1	3 131 451	1 413 527	918 555	5 770	32 295	58 828	80 703	97 865	114 582	129 798	138 177	141 349	140 167
+ Nåverdi av horisontverdi	16 761 153												16 761 153
= Verdien av netto driftskapitalen	32 062 766												
- Netto finansiell gjeld	3 842 267												
- Minoritetsinteresser	878 357												
= Verdien av egenkapitalen	27 342 142												
= Verdi per aksje	504,02												

Tabell 122: SSK-metoden – Superprofitt fra sysselsatt kapital-modellen

Superprofittvekst	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Nettoresultat til SSK (NRS) år 1	1 919 234													
Kapitalisert SSK	51 552 086													
$(1+ssk_t) * SPS_t$			1 024 418	6 670	38 774	73 512	105 203	133 426	163 791	195 020	218 827	235 896	246 511	257 604
- $(1+ssk_t) * SPS_{t-1}$		1 519 854	1 023 650	6 679	38 908	73 934	106 079	134 874	165 980	198 179	222 325	239 667	250 453	
= Superprofittvekst		-495 435	-1 016 981	32 095	34 604	31 268	27 348	28 918	29 041	20 648	13 571	6 844	7 152	
/ $(1+ssk_t)$			1,037	1,036	1,039	1,041	1,043	1,046	1,048	1,051	1,054	1,054	1,054	1,054
= Superprofittvekst til ssk			-477 930	-981 214	30 900	33 247	29 974	26 148	27 580	27 629	19 589	12 878	6 494	6 786
/ $(1+ssk_t) * \dots * (1+ssk_t)$			1,037	1,075	1,114	1,158	1,205	1,257	1,314	1,378	1,449	1,527	1,609	1,696
= Nåverdi fra 2 til T+2	-32 345 305	-1 204 184	-460 775	-912 570	27 728	28 723	24 879	20 806	20 983	20 048	13 523	8 434	4 036	4 002
Horisontverdien	478 616													478 616
Kapitalisert horisontverdi	12 855 984													
= Verdien av netto driftskapitalen	32 062 766													
- Netto finansiell gjeld	3 842 267													
- Minoritetsinteresser	878 357													
= Verdien av egenkapitalen	27 342 142													
= Verdi per aksje	504,02													

Tabell 123: SSK-metoden – Superprofittvekst fra sysselsatt kapital-modellen

FKD-modellen	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Fri kontantstrøm fra drift (FKD)		-684 157	-56 115	10 077	-34 497	-85 142	-48 752	-10 416	30 019	72 708	455 598	476 100	497 525
/ $(1+ndk_{11}) * \dots * (1+ndk_t)$		1,041	1,083	1,126	1,173	1,225	1,281	1,343	1,412	1,488	1,572	1,660	1,753
= Nåverdi fra 1 til T+1	-197 897	-657 174	-51 824	8 950	-29 407	-69 527	-38 054	-7 753	21 258	48 871	289 897	286 865	283 864
+ Nåverdi av horisontverdi	27 136 633												27 136 633
= Verdien av netto driftskapitalen	26 938 736												
- Netto finansiell gjeld	2 547 598												
- Minoritetsinteresser	878 357												
= Verdien av egenkapitalen	23 512 781												
Verdi per aksje	433,43												

Tabell 124: NDK-metoden – Fri kontantstrøm fra drift-modellen

Superprofitt FRA DRIFT	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Balanseført netto driftskapital	10 875 492												
Netto driftsresultat (NDR)		1 912 693	1 527 764	606 013	693 279	789 864	897 873	1 014 477	1 140 541	1 277 017	1 424 956	1 489 079	1 556 088
- $ndk_t * NDK_{1B}$		446 542	540 114	599 583	655 896	718 990	796 446	885 840	982 629	1 088 996	1 213 984	1 261 650	1 318 424
= Superprofitt fra NDK		1 466 151	987 649	6 430	37 382	70 874	101 427	128 637	157 912	188 021	210 972	227 429	237 663
/ $(1+ndk_1) * \dots * (1+ndk_t)$		1,041	1,083	1,126	1,173	1,225	1,281	1,343	1,412	1,488	1,572	1,660	1,753
= Nåverdi fra 1 til T+1	3 100 309	1 408 326	912 128	5 711	31 866	57 875	79 171	95 750	111 826	126 380	134 242	137 033	135 599
+ Nåverdi av horisontverdi	12 962 935												12 962 935
= Verdien av netto driftskapitalen	26 938 736												
- Netto finansiell gjeld	2 547 598												
- Minoritetsinteresser	878 357												
= Verdien av egenkapitalen	23 512 781												
= Verdi per aksje	433,43												

Tabell 125: NDK-metoden – Superprofitt fra drift-modellen

Superprofittvekst	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Netto driftsresultat (NDR) år 1		1 912 693												
Kapitalisert NDR	46 583 474													
(1+ndk _t)*SPD _t			1 028 202	6 694	38 917	73 784	105 591	133 919	164 396	195 741	219 635	236 767	247 422	258 556
- (1+ndk _t)*SPD _{t-1}			1 524 930	1 026 980	6 700	39 023	74 145	106 363	135 212	166 368	198 617	222 797	240 176	250 983
= Superprofittvekst			-496 728	-1 020 286	32 218	34 760	31 446	27 556	29 184	29 372	21 018	13 970	7 246	7 572
/ (1+ndk _t)			1,040	1,040	1,042	1,044	1,046	1,049	1,051	1,054	1,056	1,056	1,056	1,056
= Superprofittvekst til drift			-477 582	-981 211	30 922	33 299	30 059	26 277	27 765	27 880	19 897	13 229	6 861	7 170
/ (1+ndk ₁) * ... * (1+ndk _t)			1,041	1,083	1,126	1,173	1,225	1,281	1,343	1,412	1,488	1,572	1,660	1,753
= Nåverdi fra 2 til T+2	-29 169 562	-1 197 687	-458 746	-906 183	27 464	28 385	24 546	20 511	20 667	19 743	13 374	8 418	4 134	4 091
Horisontverdien		391 084												391 084
Kapitalisert horisontverdi	9 524 825													
= Verdien av netto driftskapitalen	26 938 736													
- Netto finansiell gjeld	2 547 598													
- Minoritetsinteresser	878 357													
= Verdien av egenkapitalen	23 512 781													
= Verdi per aksje	433,43													

Tabell 126: NDK-metoden – Superprofittvekst fra drift-modellen

Oppsummering av første verdiestimat

Anslag på egenkapitalverdi og verdiestimat på Lerøy-aksjen er oppsummert i tabeller 127-128 nedenfor. Ved å sammenligne de tre hovedmetodene ser man at de gir veldig ulikt estimat når en benytter budsjetterte vekter. Alle undermodellene til de ulike hovedmodellene gir samme estimat. Gjennomsnittlig egenkapitalverdi etter første estimat er 22 393 874, og

danner grunnlag for verdijusteringen av vektene i steg 1. Gjennomsnittlig verdiestimat på Lerøy-aksjen er 412,81.

Verdi av egenkapitalen	NBU-modell	FK-Modell	SP-modell	Δ SP-modell	Gjennomsnitt
EK-Metode	16 326 700	16 326 700	16 326 700	16 326 700	16 326 700
NDK-metode	23 512 781	23 512 781	23 512 781	23 512 781	23 512 781
SSK-metode	27 342 142	27 342 142	27 342 142	27 342 142	27 342 142
Gjennomsnitt	22 393 874	22 393 874	22 393 874	22 393 874	22 393 874

Tabell 127: Første estimat på Lerøys egenkapitalverdi, budsjetterte vekter

Verdi per aksje	NBU-modell	FK-Modell	SP-modell	Δ SP-modell	Gjennomsnitt
EK-Metode	300,97	300,97	300,97	300,97	300,97
NDK-metode	433,43	433,43	433,43	433,43	433,43
SSK-metode	504,02	504,02	504,02	504,02	504,02
Gjennomsnitt	412,81	412,81	412,81	412,81	412,81

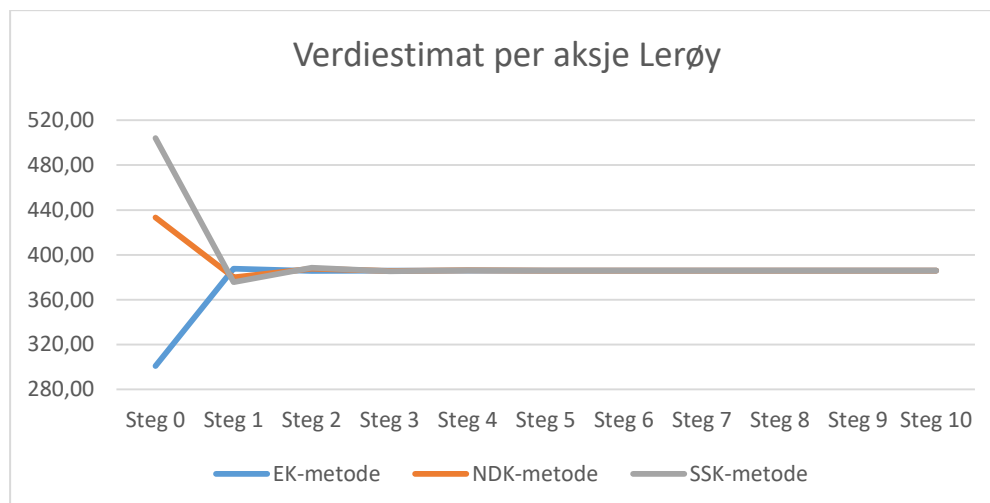
Tabell 128: Første verdiestimat på Lerøy-aksjen, budsjetterte vekter

11.4 Konvergens mot felles verdiestimat

Gjennomsnittlig egenkapitalverdi fra de ulike metodene benyttes som input i neste steg av konvergeringsprosessen. Ved å gjennomføre prosessen endres vektingen fra å være budsjettbasert, til å bli verdibasert. Egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetodene gir samme verdiestimat hvis fremtidskravene er vektet på verdivekter og ikke budsjetterte vekter (Knivsflå, 2016a). Når vektene ikke er basert på virkelig verdi påvirkes egenkapital- og minoritetskravet gjennom egenkapitalbetaen, mens kravet til netto driftskapital og sysselsatt kapital påvirkes gjennom det vektete avkastningskravet (WACC). Konvergeringsprosessen utføres etter Knivsflås fremgangsmåte i følgende steg (2016p):

1. Oppdater og gjennomfør all vekting av krav med utgangspunkt i gjennomsnittlig verdiestimat fra foregående steg av konvergeringsprosessen.
2. Beregne nytt gjennomsnittlig verdiestimat basert på de oppdaterte vektene ved hjelp av de tre hovedmetodene.
3. Avstanden mellom verdiestimatet fra de tre hovedmetodene er mindre. Gjennomfør punkt 1 og 2 på nytt, helt til avviket mellom egenkapitalmetoden og de to selskapskapitalmetodene er minimalt.

Endringen i verdiestimat per aksje for egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetodene gjennom konvergeringsprosessen er vist i figur 69 nedenfor. I figuren ser vi at i de to første stegene endret verdiestimatet seg relativt mye, men konvergente mot endelig verdiestimat i steg 10. I steg 10 er egenkapitalverdien på 20 939 215, som gir et verdiestimat per aksje på 385,99.



Figur 69: Verdikonvergens Lerøy-aksjen

	Steg 0	Steg 1	Steg 2	Steg 3	Steg 4	Steg 5	Steg 6	Steg 7	Steg 8	Steg 9	Steg 10
EK-metode	300,97	387,54	385,70	386,07	385,97	386,00	385,99	385,994	385,9933	385,9935	385,9935
NDK-metode	433,43	379,90	387,72	385,52	386,12	385,96	386,00	385,991	385,9941	385,9933	385,9935
SSK-metode	504,02	375,73	388,61	385,29	386,19	385,94	386,01	385,990	385,9945	385,9932	385,9935

Tabell 129: Stegvis konvergering mot felles verdiestimat, Lerøy aksjen

Verdiestimatet inneholder usikkerhetsmomenter som vi ønsker å ta hensyn til i avsnitt 11.5. I realiteten reflekterer vårt verdiestimat verdien av hele selskapet inkludert kontrollpremie. Verdiestimat per aksje benyttes for å kunne sammenligne med børskurs. Estimatet bygger på vår analyse og forutsetninger, og er nødvendigvis ikke en replikering av markedets analyse (Knivsflå, 2016a).

Ved beregning av verdiestimat har vi valgt å justere minoritetsinteressene mot virkelig verdi på lik linje som egenkapitalen (Knivsflå, 2016p). Minoritetsinteressene inneholder egenkapitalinvesteringer i de samme datterselskapene som majoriteten. Siden vi har sett at egenkapitalrentabiliteten for de enkelte år har overgått egenkapitalkravet, er det derfor

rimelig å forvente at minoritetsrentabiliteten overgår minoritetskravet. Det kan likevel være relevant å justere for manglende kontroll hos minoritetsinteressene.

11.5 Analyse av usikkerhet

Verdiestimatet fra avsnitt 11.4 er basert på den forventede utviklingen i forskjellige budsjett- og verdidrivere. Det er betydelig usikkerhet knyttet til utviklingen til de ulike driverne. Større usikkerhet i budsjett- og verdidriverne medfører større usikkerhet i verdiestimatet (Knivsflå, 2016q). På grunn av usikkerheten knyttet til driverne, ønsker vi å analysere hvordan endringer i drivere slår ut på verdiestimatet.

11.5.1 Konkursrisiko

Konkurssannsynlighet kan tas hensyn til på to ulike metoder. En metode er å bygge inn en sannsynlighet for konkurs i forventet fremtidsregnskap. Alternativt kan en utarbeide fremtidsregnskapet med utgangspunkt i fortsatt drift for så å håndtere konkursscenarioet separat (Knivsflå, 2016q). I del 9 utarbeidet vi fremtidsregnskapet med forutsetning om fortsatt drift. Forutsetningen om fortsatt drift er ikke urimelig da vi i del 6 kom frem til at Lerøy er et solid selskap med en god syntetisk rating. Konkurs sannsynligheten ble derfor ikke hensyntatt ved utarbeidelsen av fremtidsregnskapet. Konkursrisikoen må derfor vurderes separat, og tas hensyn til direkte ved bruk av følgende formel (Knivsflå, 2016q):

$$\text{Verdiestimat per aksje} = (1 - p) * \text{FVEK} + p * \text{LVEK}$$

Fundamentalverdi av EK er vårt konvergente verdiestimat fra avsnitt 11.4, mens likvidasjonsverdien er en substansverdi der realiseringen av verdien skjer raskt. Rask realisering innebærer at eventuelt konkursbo selger eiendelene til en pris som er lavere enn dersom avviklingen av selskapet ble styrt for å kunne få maksimal verdi ved salg av eiendelene (Knivsflå, 2016q). Vi antar at likvidasjonsverdien er tilnærmet lik null.

Lerøys budsjetterte fremtidige syntetiske rating er satt til A, og tilsier en konkurssannsynlighet på om lag 0,1 %. Endelig verdiestimat per aksje nedjusteres på grunn av konkursrisikoen til 385,608, som vist i tabell 130 (Knivsflå, 2016q).

Framtidig rating p, for gitt rating	A 0,001
FVEK	385,993
* (1 - p)	0,999
+ p	0,001
* LVEK	0,000
= Verdiestimat per aksje	385,608

Tabell 130: Verdiestimat per aksje justert for konkursrisiko, Lerøy

11.5.2 Simuleringsanalyse

Simulering er å synliggjøre usikkerhet i verdiestimatet gjennom å gjøre kritiske budsjett- og verdidrivere til usikre eller stokastiske variabler for å få en fordeling over verdiestimatet i stedet for et punkttestimat (Knivsflå, 2016q). De ulike punkttestimatene som ble benyttet ved utarbeidelsen av fremtidsregnskapet i kapittel 9 ble fastsatt basert på skjønn og innsikt fra den strategiske analysen. Vi benytter Crystal Ball som er et tilleggsprogram i Excel for å gjennomføre simuleringsanalysen.

Det første steget i simuleringsanalysen er å definere kritiske budsjett- og verdidrivere. Driftsrelaterte drivere er mest kritisk å ha med i en simuleringsanalyse siden Lerøys fremtidige verdi antas i stor grad å være avhengig av driften. I avsnitt 9.3.2 valgte vi å fokusere særlig på tre budsjett drivere: driftsinntektsvekst, netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler. Disse budsjett driverne vil vi gjøre om til stokastiske variabler i de ulike budsjett punktene. Det gir oss tre kritiske drivere. Ofte vil det være tilstrekkelig å ta utgangspunkt i tre, maksimalt fem forutsetninger. Ved å velge flere, vil det være en fare for at forklaringskraften forsvinner i kompleksiteten (Kaldestad & Møller, 2016c).

Lerøy	2010	2011	2012	2013	2014	2015	$\sigma_{\text{Lerøy}}$	σ_{Bransje}
Driftsinntektsvekst	18,88 %	3,13 %	-0,72 %	18,33 %	16,86 %	6,93 %	8,54 %	11,50 %
Netto driftsmargin	14,52 %	9,86 %	4,14 %	12,59 %	10,54 %	7,83 %	3,64 %	4,35 %
Omløpet til netto driftseiendeler	1,554	1,336	1,184	1,355	1,452	1,387	0,124	0,122

Tabell 131: Historiske standardavvik for kritiske budsjett drivere

Ved vurdering av relevant standardavvik for budsjett driverne har vi tatt utgangspunkt i de historiske verdiene fra analyseperioden. Vi har vurdert at det bør foretas skaleringer av

standardavviket til enkelte av de ulike budsjettdriverne, da vi forventer at de skal bli noe lavere i fremtiden enn det har vært historisk.

I «steady state» antar vi at veksten i driftsinntekter ikke kan være lavere enn Norges Bank sitt inflasjonsmål på 2,5 %, men samtidig kan ikke veksten være høyere enn antatt vekst i verdensøkonomien (se avsnitt 9.4.1). Driftsinntektsveksten i «steady state» settes derfor til en uniform fordeling mellom 3 % og 5 %. Vi har også vurdert at netto driftsmargin i «steady state» ikke har like høyt standardavvik som det har historisk. Vi forventer at marginene vil være rimelig konstante for hele bransjen per 2025. Tabellene 132-134 nedenfor viser forventningsverdier, standardavvik og sannsynlighetsfordeling for de valgte kritiske verdidriverne:

Driftsinntektsvekst	Forventet	STD	S.h. fordeling
Budsjettpunkt 2016	18,50 %	4,00 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt 2017	6,50 %	3,00 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt 2025	4,50 %	U(3%;5%)	Uniformfordeling

Tabell 132: Forventningsverdier, standardavvik og sannsynlighetsfordeling (div)

Netto driftsmargin	Forventet	STD	S.h. fordeling
Budsjettpunkt 2016	12,00 %	2,00 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt 2017	9,00 %	3,00 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt 2025	6,30 %	1,50 %	Normalfordeling

Tabell 133: Forventningsverdier, standardavvik og sannsynlighetsfordeling (ndm)

Omløpet til NDE	Forventet	STD	S.h. fordeling
Budsjettpunkt 2016	1,466	5,00 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt 2017	1,260	6,00 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt 2025	1,050	7,00 %	Normalfordeling

Tabell 134: Forventningsverdier, standardavvik og sannsynlighetsfordeling (onde)

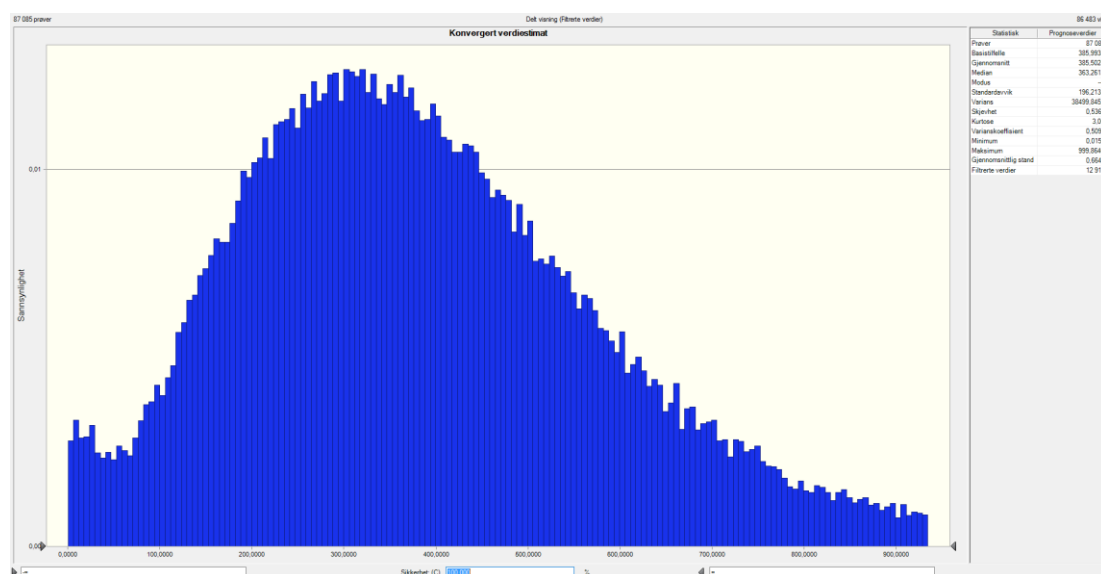
Vi har valgt å la netto driftsmargin korrelere med omløpet til netto driftseiendeler i simuleringen. Grunnen er at de to forholdstallene har korrelert sterkt med hverandre over analyseperioden. I perioden 2010 til 2015 har korrelasjonen mellom ndm og onde vært på 84,3 %. Samvariasjonen mellom dem kan forklares ved at lakseprisen i stor grad påvirker både netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler i samme retning. Samtidig er korrelasjonen mellom onde og ndm på 57,1 % i bransjen, som er en del lavere enn

korrelasjonen mellom Lerøys forholdstall. I fremtiden har vi valgt å sette korrelasjonen til et lavere nivå, 30 %.

I tillegg til de valgte kritiske verdidriverne kan det være aktuelt å gjennomføre simuleringer med kravrelaterte verdidrivere. De kravrelaterte drivere det kunne være aktuelt å se på er egenkapitalbeta, risikofri rente og markedets risikopremie. Vi har vurdert at risikofri rente er den mest kritiske av disse. Vi vil derfor se litt nærmere på denne i sensitivitetsanalysen i avsnitt 11.5.3.

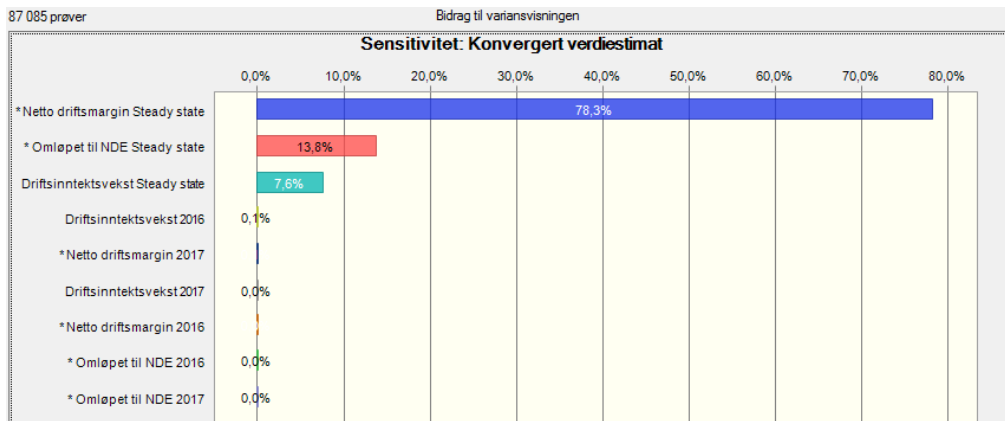
Resultater fra simuleringsanalyse

Det har blitt gjennomført 100 000 trekninger med Monte Carlo-metoden i Crystal Ball. Vi har satt både en øvre og nedre grense for hvor verdiestimatet har lov til å vandre. Nedre grense er satt lik 0, som vil tilsi et verdiestimat der en kan anta at selskapet er konkurs. Øvre grense er satt mer skjønnsmessig der vi har valgt 1000 kr per aksje. Fordelingen, som vist i figur 70, har en tilnærmet normalfordeling. Skjevheten er på 0,5363, mens kurtosen er på 3. Gjennomsnittsverdien fra simuleringsanalysen er på kr 385, som er på linje med vårt endelige verdiestimat korrigert for konkurs på 385,608. Det må samtidig nevnes at gjennomsnittet er dratt opp av estimerer på over 600 kr per aksje, som vurderes som urealistiske. Videre er det verdt å merke seg at varianskoeffisienten, det årlige prosentvise standardavviket, utgjør 50,1 %. Forholdstallet reflekterer forholdet mellom standardavviket til verdiestimatene og det gjennomsnittlige verdiestimatet.



Figur 70: Frekvensfordeling for Lerøys verdiestimat

De ulike verdidriverne har påvirket simuleringen i forskjellig grad. Figur 71 nedenfor viser i hvor stor grad hvordan de ulike budsjett- og verdidriverne påvirker variansen i verdiestimatet. Figuren avdekker de viktigste driverne som er av betydning for verdiestimatet.



Figur 71: Bidrag til forklaringen av variasjon i verdiestimatet

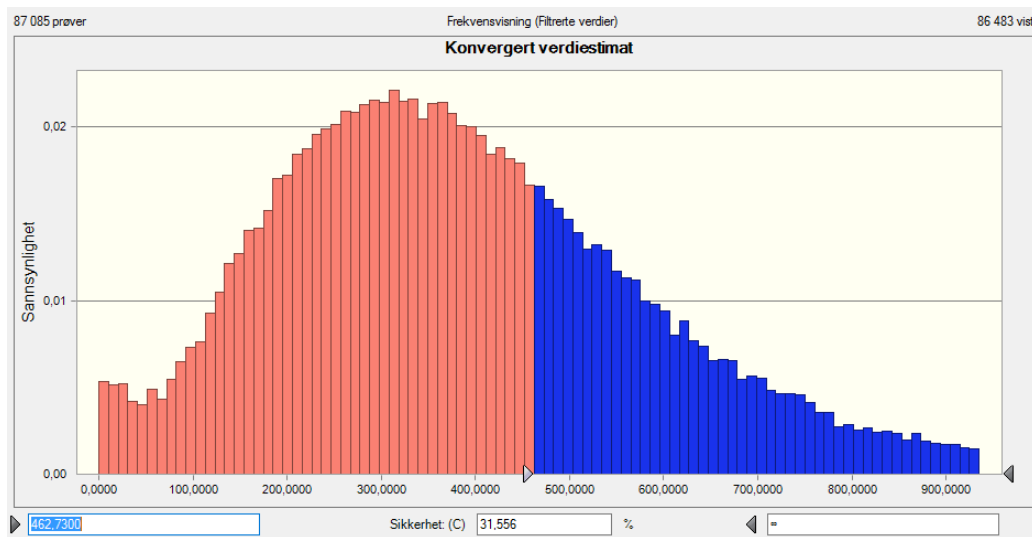
Vi ser fra oversikten av verdiestimatet er følsomt for endringer i budsjett drivere i konstantvekst. En trend en kan trekke fra simuleringen er at budsjett punkt sent i budsjettperioden er av større betydning for verdiestimatet enn budsjett punkter tidligere i perioden. Netto driftsmargin i «steady state» forklarer hele 78,3 % av variansen i verdiestimatet. Utviklingen i verdiestimatet avhenger i stor grad om Lerøy er i stand til å beholde eller øke sin driftsmargin i fremtiden. I del 8.3.3 diskuterte vi om Lerøy har en høyere omsetning på grunn av produktvalget uten tilsvarende superprofitt. Hvitfisksegmentet har historisk ikke hatt like gode marginer som laks og ørret. Lerøy skiller seg ut fra de andre i bransjen på produktutvalget, og det kan være mulig for Lerøy å øke sine marginer på sikt gjennom satsningen på dette området.

Omløpet til netto driftseiendeler i «steady state» forklarer 13,8 % av variasjonen. Det vil si at dersom Lerøy evner å øke driftsinnektene per krone driftskapital, så kan det gi positive utslag for verdien. I del 8.3.3 så vi at Lerøy i perioden 2010-2013 hadde en større omløpshastighet enn de andre aktørene i bransjen. Mulige årsaker til denne fordelene kan være et større produktspekter og økt bruk av egen merkevare. En annen mulig årsak er at Lerøy kan ha betalt mindre for sine konsesjoner enn bransjegjennomsnittet. Det vil derfor være positivt for Lerøy å satse på flere typer bearbeide lakse- og ørretprodukter i fremtiden.

Vi ser også at driftsinntektsveksten i «steady state» forklarer 7,6 % var variasjonen i verdiestimatet. Ut i fra forventningene våre på forhånd trodde vi at driftsinntektsveksten skulle ha større forklaringskraft. Vi tror samtidig at forklaringskraften til driftsinntektsveksten kan henføres til at vi har antatt en uniform fordeling, med en begrensning på øvre og nedre grense. Verdien på den konstante veksten vil avhenge av hvor langt den teknologiske utviklingen har kommet. Er det reelt at havbaserte og landbaserte anlegg skal ta en del av den nødvendige veksten for å følge fremtidig etterspørsel. En løsning på lakselusproblematikken eller en endring i konsesjonsutdelingen kan være med på å øke inntektene til selskapene i bransjen. Samtidig kan prisutviklingen på substituttene til laks ha stor påvirkning på hvordan driftsinntekten utvikler seg i fremtiden. De resterende budsjett- og verdidriverne utover de nevnte har mindre eller ingen innflytelse på variansen i verdiestimatet.

Oppsiderisiko

Aksjeverdiens oppsidepotensial gir informasjon om hvor stor sannsynlighet det er for at den virkelige verdien er betydelig høyere enn forventet verdi (Knivsflå, 2016q). Vi har valgt å sette grenseverdien til 120 % av endelig verdiestimat.

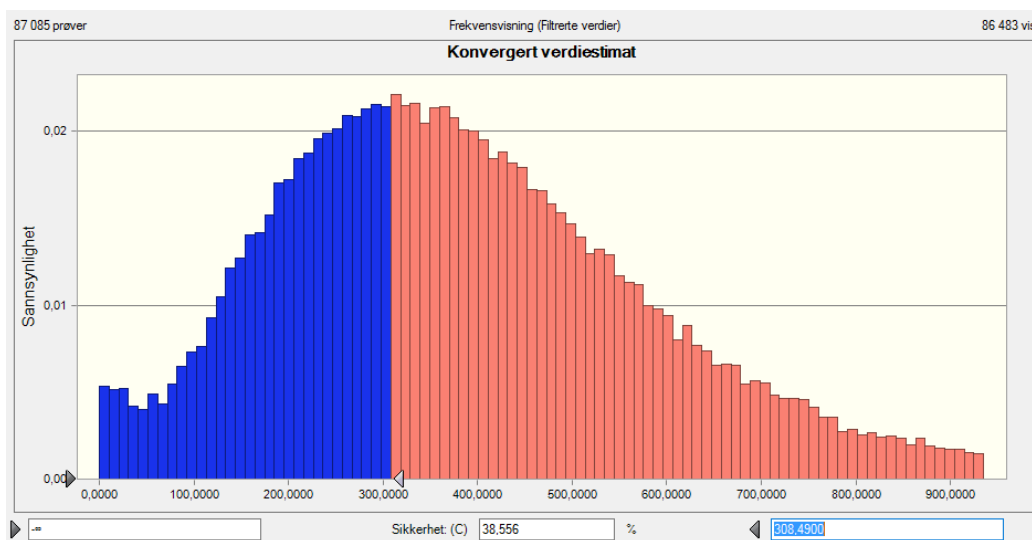


Figur 72: Oppsiderisiko på det konvergente verdiestimatet til Lerøy

Figur 74 viser at det er en sannsynlighet lik 31,56 % for at aksjeverdien er over 20 % høyere enn forventet aksjeverdi. Dette innebærer at det er betydelig oppside potensial for Lerøy-aksjen.

Nedsiderisiko

Nedsiderisikoen er sannsynligheten for at den virkelige verdien er betydelig lavere enn forventet verdi (Knivsflå, 2016q). Vi har satt grenseverdien konsistent med oppsidepotensiale slik at den er beregnet til å være 80 % av endelig verdiestimat. Figur 73 nedenfor viser at sannsynligheten for at aksjeverdien er lavere enn 80 % av forventet verdi utgjør 38,56%. Dette viser at Lerøy-aksjen også har en betydelig nedsiderisiko.



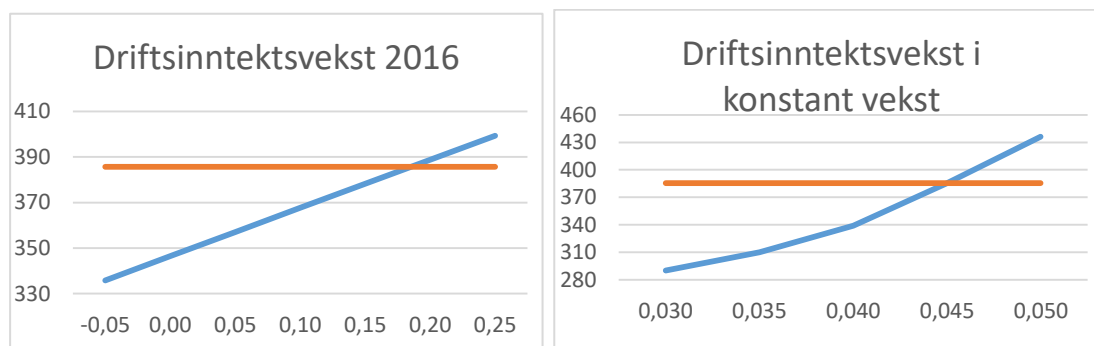
Figur 73: Nedsiderisiko på det konvergente verdiestimatet til Lerøy

11.5.3 Sensitivitetsanalyse

Sensitivitetsanalyse er å synliggjøre usikkerhet gjennom å endre kritiske verdi- og budsjett drivere, og så illustrere partielt hva som skjer med verdiestimatet. I motsetning til simuleringsanalyse endres her bare én driver om gangen. Vanligvis er det en korrelasjon mellom de kritiske verdidriverne. Ved å ta utgangspunkt i en verdidriver om gangen blir sensitivitetsanalysen oppdelt, noe som medfører at en ikke vil få et fullstendig bilde av årsaksfaktorene og deres påvirkning på verdiestimatet. Selv om dette er en svakhet ved analysen mener vi likevel at analysen gir informasjonsverdi om hvor følsomt verdiestimatet er for endring. I sensitivitetsanalysen har vi tatt utgangspunkt i de kritiske budsjett driverne fra simuleringsanalysen (Knivsflå, 2016q).

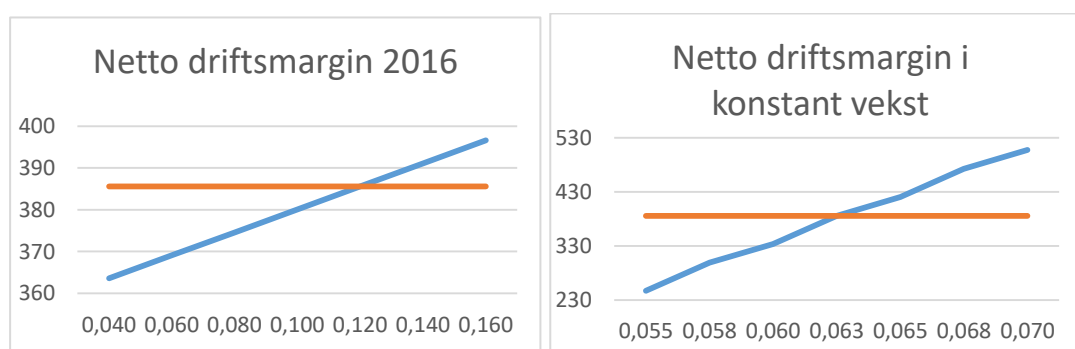
Vi analyserer driftsinntektsveksten på kort og lang sikt. Det er verdt å merke seg at endringer på kort sikt i driftsinntektsvekst ikke utgjør relativt store endringer i verdiestimatet, mens på

lang sikt er effekten av endringer betydelig større. På lang sikt har vi operert i samme intervallet som ved utarbeidelsen av simuleringsanalysen. Det kan tyde på at endringer i driftsinntektsveksten utover dette intervallet vil ha store påvirkninger på verdiestimatet.



Figur 74: Sensitivitetsanalyse – driftsinntektsvekst i 2016 og i konstant vekst

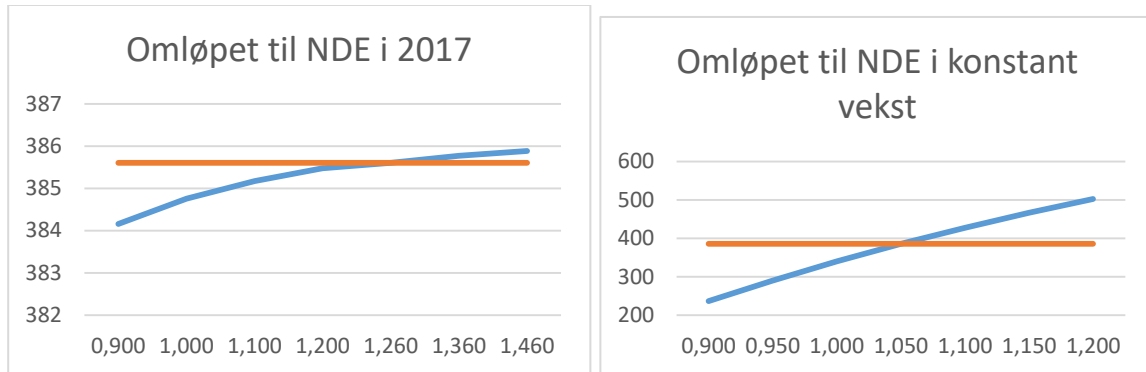
I likhet med driftsinntektsveksten har en endring i netto driftsmargin liten påvirkning på verdiestimatet på kort sikt. Størrelsen på netto driftsmargin i «steady state» er kilde til store endringer i verdiestimatet, på lik linje med funnene i simuleringsanalysen. Vi ser at marginale endringer i driftsmarginer har store utslag i verdiestimatet. Sensitivitetsanalysen viser at netto driftsmargin i «steady state» er kanskje den viktigste faktoren som kan påvirke verdiestimatet.



Figur 75: Sensitivitetsanalyse – Netto driftsmargin i 2016 og i konstant vekst

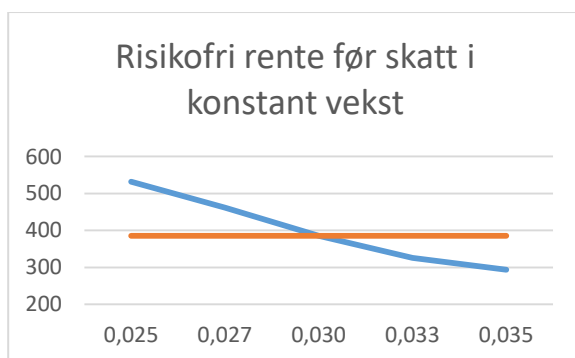
En endring i omløpet til netto driftseiendeler viser seg å ha svært liten påvirkning på verdiestimatet på kort sikt. I «steady state» ser vi at endring i omløpet til netto driftseiendeler er en av de viktigste kildene til endringer i verdiestimatet. Sammen med netto driftsmargin er omløpet til netto driftseiendeler den budsjettdriveren som påvirker verdiestimatet mest. De to

budsjettdriverne har også historisk hatt en sterk korrelasjon, noe som kan tyde på at de påvirker verdiestimatet enda sterkere enn hva som kommer fram i sensitivitetsanalysen. Funnene i sensitivitetsanalysen samsvarer med observasjonene vi gjorde i simuleringsanalysen.



Figur 76: Sensitivitetsanalyse – Omløpet til netto driftseiendeler i 2016 og i konstant vekst

I tillegg til de kritiske verdidriverne er det aktuelt å se på hvor følsomt verdiestimatet er for endringer i den risikofrie renten. Rentenivået i «steady state» er vanskelig å predikere, og det er derfor interessant å se variasjonene i verdiestimatet selv med små endringer i den risikofrie renten. Sensitivitetsanalysen viser at verdiestimatet er veldig følsomt for endringer i renten. Avkastningskravene er i utgangspunktet lave, og det kan derfor aktuelt å justere kravene noe opp hvis rentenivået blir på et lavere nivå. Dagens historiske lave rente er ikke forenelig med prissettingen på børs, og det lave rentenivået betyr ikke at selskapene er mer verd enn tidligere (Kaldestad & Møller, 2016b). Det kan derfor være aktuelt å justere avkastningskravene opp for å ta hensyn til dette.



Figur 77: Sensitivitetsanalyse – risikofri rente før skatt i konstant vekst

11.6 Oppsummering – verdiestimat og usikkerhet

Basert på fremtidsregnskapet som ble utarbeidet i del 9 og fremtidskravene i del 10 har vi gjort estimater på Lerøys egenkapitalverdi. For å beregne et endelig verdiestimat tok vi utgangspunkt i egenkapitalmetoden, sysselsatt kapitalmetoden og netto driftskapitalmetoden, og beregnet estimater på egenkapitalverdi med utgangspunkt i balansevekter. Deretter ble de tre estimatene stegvis konvertert gjennom prosess der vi oppdaterte fremtidsregnskapet til å bli verdibasert, med utgangspunkt i den gjennomsnittlige egenkapitalen fra forutgående steg. Det konvergente verdiestimatet bli i avsnitt 11.4 beregnet til 385,994 per aksje.

Vår forventning er at det knytter seg en del usikkerhet til det endelig verdiestimatet. Vi har derfor gjennomført en simuleringsanalyse og en sensitivitetsanalyse. Simuleringsanalysen avdekket at verdiestimatet hadde et årlig standardavvik på 50,9 %, som bekreftet at estimatet inneholder usikkerhet. Ved å ta hensyn til konkurrisikoen estimerte vi verdi per aksje til å være 385,608. Både simuleringsanalysen og sensitivitetsanalysen viste at verdiestimatet var sensitivt ovenfor Lerøys netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler i «steady state». Tendensen viste også at kritiske verdi- og budsjett drivere på lang sikt har større betydning enn på kort sikt. Sensitivitetsanalysen avdekket også at verdiestimatet er sensitivt for endringer i risikofri rente. Det kan derfor være nødvendig å justere kravene hvis de blir for lave, da det kan se ut som om at selskaper er mer verdifulle ut enn de er.

12. Komparativ verddivurdering

For å komplementære verddivurderingen vil vi i tillegg til den fundamentale verddivurderingen gjennomføre en komparativ verdsettelse av Lerøy. Det finnes to metoder komparativ verddivurdering, der *multiplikatormodellen* er en direkte metode som tar utgangspunkt i børs- eller markedsverdien til komparative selskaper, mens *substansverdimetoden* er en indirekte metode ved å sammenligne markeds- eller salgsverdier av individuelle eiendeler og gjeld. Den indirekte metoden forutsetter at markedsverdien på eiendelene og gjelden kan estimeres, noe som kan være vanskelig når andelen av gjeld og immaterielle eiendeler er høy. Derfor egner denne metoden seg best når et selskap er konkurstruet. Med bakgrunn på disse

argumentene velger vi å basere vår komparative verdivurdering på multiplikatormodellen (Knivsflå, 2016c).

Multiplikatormodellen tar utgangspunkt i et forholdstall, multiplikatoren, og en skaleringsfaktor, ofte kalt for basis. Ved å multiplisere disse to faktorene får et estimat på egenkapitalverdien. Der er en del forutsetninger som må ligge til grunn for at vurderingen skal bli korrekt. Hovedsakelig gjelder dette at det må være konsistens mellom de to faktorene og mellom de ulike selskapene som inkluderes i utvalget. Dette innebærer at skaleringsfaktoren beregnes på lik måte både i selskapet vi ønsker å undersøke og de komparative selskapene, at det bør korrigeres for ulike regnskapsprinsipper og at skaleringsfaktoren er beregnet for samme tidsperiode (Dyrnes, 2004).

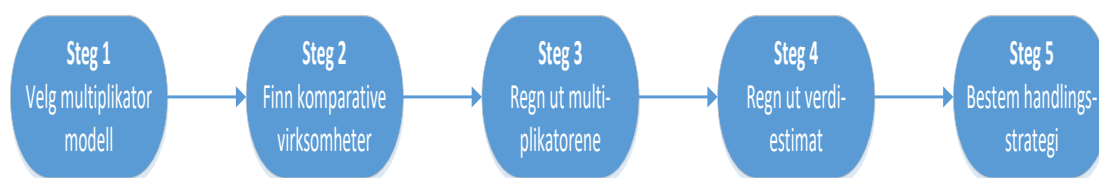
Der finnes to typer multiplikatormodeller (Knivsflå, 2016c):

EK – metoden: $\text{Egenkapitalverdi} = \text{multiplikator} * \text{basis}$

SK – metoden: $\text{Egenkapitalverdi} = \text{multiplikator} * \text{basis} - \text{netto gjeld}$

Multiplikatormodellen har en rekke fordeler, deriblant at den er enkel og lite tidkrevende og er dermed mye brukt i praksis. Metoden gir en innsikt i hva markedet mener selskapet er verdt og gir en nyttig benchmark i forhold til andre typer verdivurderingsmetoder. På den andre siden er fokuset ved en slik metode relativ kortsiktig sammenlignet med en fundamental metode. Forutsetningene som ligger til grunn ved metoden er vanskelig å kontrollere, og medfører på den måten en stor feilkilde. Det bør også nevnes at metoden lett kan manipuleres (Kaldestad & Møller, 2016d).

Komparativ verdsettelse kan inndeles i 5 trinn, presentert i figur 78 (Knivsflå, 2016c):



Figur 78: Rammeverk for komparativ verdsettelse (Knivsflå, 2016c).

12.1 Valg av multiplikatormodell

Det første trinnet i en komparativ verdsettelsesprosess er å velge hvilke multiplikatormodell som skal benyttes, det vil si hvilken verdsettelsesbasis modellen skal baseres på. En multiplikator (m) er forholdet mellom aksjekurs (P) og verdsettelsesbasis (B). Basis må være et mål på egenkapital per aksje, eller resultat/ kontantstrøm til egenkapital per aksje. I tillegg må basis være positiv og konsistent med aksjekursen. For å få et fremadskuende estimat bør også basis være normalisert slik at unormale forhold ikke påvirker estimatet (Knivsflå, 2016c).

Multiplikatoren kan videre forklares som et forholdstall hvor telleren er verdigrunnlaget mens nevneren er skaleringsfaktoren. For multiplikatoren pris/bok er dermed markedsverdien til egenkapitalen verdigrunnlaget mens bokført egenkapitalverdi utgjør skaleringsfaktoren. Multiplene kan ta utgangspunkt i markedsverdi til egenkapital eller markedsverdi til totalkapital (egenkapital pluss rentebærende gjeld). Multipler basert kun på markedsverdien til egenkapital tar ikke høyde for finansieringsstrukturen til de ulike selskapene, noe som kan føre til svekket gyldighet av multiplene i bruk dersom det er store ulikheter hva angår finansiering mellom de selskapene som er inkludert. Ved å benytte multipler som tar utgangspunkt i totalkapital utelukkes denne feilkilden (Knivsflå, 2016c).

Der finnes en rekke forskjellige multipler som er vanlig å benytte, og de kan kategoriseres som resultat- og kontantstrømorienterte, balanseorienterte eller ikke-finansielle. I denne verdsettelsen ønsker vi å benytte oss av den resultatorienterte multiplikatoren pris/fortjeneste (P/E) og $EV/EBIT$. I tillegg vil vi se på den balanseorienterte multiplikatoren pris/bok (P/B) (Kaldestad & Møller, 2016d).

For å beregne markedsverdi per aksje og bokført verdi av egenkapital per aksje velger vi å ta utgangspunkt i antall utestående aksjer i de aktuelle selskapene. Beregningen er vist i tabell 135.

	Lerøy	Marine Harvest	SalMar	Grieg Seafood	Norway Royal Salmon
Utstedte aksjer	54 577	450 086	113 300	111 662	43 572
Egne aksjer	330	0	1 180	1 250	71
Utestående aksjer	54 248	450 086	112 120	110 412	43 501

Tabell 135: Oversikt over utestående aksjer per 31.12.2015. (Tall i 1 000)

12.2 Komparative virksomheter

Ved valg av komparative selskaper er det viktig å velge selskaper som er sammenlignbare med selskapet som skal verdsettes. Dette forutsetter at de driver i samme bransje, og et utsatt for de samme vekstutsikter og driftsforhold. Samtidig er det viktig å merke seg at selv om selskaper opererer i samme bransje innebærer det ikke automatisk at de er sammenlignbare. Det kan for eksempel være konkurransefortrinn og førstetrekksfordeler som gjør at selskapet ikke er sammenlignbart. Ulik finansieringsstruktur vil også innebære forskjellig risikoprofil. En annen utfordring vil være dersom det eksisterer få aktører innen den aktuelle bransjen. I små land som Norge er det derfor lett å inkludere aktører globalt, noe som kan gjøre selskapsutvalget mindre komparativt. Undersøkelser har vist at dersom en velger sammenlignbare selskaper basert på sentrale verdidrivere i stedet for bransjetilhørighet vil det gi bedre resultater ved bruk av komparativ verdsettelse. Eksempel på slike verdidrivere er forventet vekst i fremtidige resultater og egenkapitalrentabilitet. Siden denne metoden baserer seg på markedsverdier til de komparative selskapene er det viktig at selskapene som blir valgt ut antas å være korrekt priset i markedet (Kaldestad & Møller, 2016d).

Vi velger å benytte bransjeutvalget benyttet til den fundamentale verdivurderingen også i denne delen. Det kan argumenteres for at selskapene har en noe forskjellig finansieringsprofil, men de er utsatt for mye av de samme vekstutsiktene og driftsforhold. Analysen i del 8 konkluderte også med at størstedelen av driftsfordelen til Lerøy utgjøres av bransjefordelen. Dermed foreligger det i Lerøys tilfelle i alle fall ikke store konkurransefortrinn per dags dato. Vi antar at situasjonen er lik for de andre aktørene i bransjen.

De komparative aktørene som benyttes i denne verdivurderingen er altså: Marine Harvest, SalMar, Grieg Seafood og Norway Royal Salmon. I tillegg vil Lerøy være inkludert i bransjeutvalget, på lik linje som ved den fundamentale verdsettelsen.

12.3 Utvalgte multiplikatorer

I dette delkapittelet skal vi beregne de multiplikatorene vi ønsker å benytte for komparativ verdsettelse. Alle beregningene tar utgangspunkt i de omgrupperte regnskapstallene fra 2015 for aktørene, samt aksjekurs fra den 04.01.16.

12.3.1 Pris/bok

Pris/bok multiplikatoren sammenligner markedsverdien av egenkapital med bokført egenkapitalverdi. Multiplikatoren forteller i hvilken grad selskapet evner å skape verdi. Formelen for pris/bok multiplikatoren er som følger (Kaldestad & Møller, 2016d):

$$\frac{\text{Pris}}{\text{Bok}} = \frac{\text{Markedsverdi EK}}{\text{Bokført verdi EK}}$$

	Lerøy	Marine Harvest	SalMar	Grieg Seafood	Norway Royal Salmon
Markesverdi EK pr aksje	327,00	117,10	152,00	30,00	80,00
Bokført verdi EK pr aksje	157,44	40,39	55,91	19,99	28,21
Pris/Bok	2,08	2,90	2,72	1,50	2,84

Tabell 136: Ujustert pris/bok-estimat for Lerøy og de komparative virksomhetene, år 2015.

Pris/Bok multiplikatoren påvirkes av de ulike aktørenes kapitalstruktur, og dette bør det justeres for. Ved å benytte selskapsmetoden som tar hensyn til netto finansiell gjeld og netto driftskapital vil vi da få en mer nøyaktig multiplikator. Pris/bok multiplikatoren blir da VNDK/NDK med tilhørende basis netto driftskapital (Knivsflå, 2016c). Til tross for justering vil der være forskjeller som kan gi unøyaktighet i multiplikatoren. Eksempler på dette vil være konsesjoner kjøpt til ulik pris, ulike forventninger om vekst og utvikling og forskjellige regnskapsprinsipper. For oppdrettsbransjen vil beholdningen av konsesjoner utgjøre en vesentlig feilkilde ved beregning av P/B- multiplikator fordi konsesjonene er en forutsetning for verdiskapning for oppdrettene, men er kjøpt til ulik pris uten direkte sammenheng med deres verdipotensial.

Først vil vi beregne netto finansiell gjeldsgrad for både bransjeutvalget og Lerøy (Knivsflå, 2016c).

	Lerøy	Bransje
NFG	2 547 598	13 751 114
EK	7 885 695	26 646 606
nfgg	0,3231	0,5161

Tabell 137: Utrekning av nfgg for Lerøy og bransjen, år 2015.

Deretter kan vi beregne VNDK/NDK multiplikatoren for bransjen, med utgangspunkt i følgende formel (Knivsflå, 2016c):

$$\frac{\text{VNDK}}{\text{NDK}} = \frac{\frac{\text{VEK}}{\text{EK}} + \text{nfgg}}{1 + \text{nfgg}}$$

Bransje	
VEK/EK	1,99
nfgg	0,5161
VNDK/NDK	1,6537

Tabell 138: Utregning av VNDK/NDK multiplikator for bransjen, år 2015.

Tilslutt kan vi dermed vekte VNDK/NDK multiplikatoren for bransjen med Lerøys netto finansielle gjeldsgrad for å finne den justerte VEK/EK multiplikatoren for Lerøy (Knivsflå, 2016c).

$$\left(\frac{\text{VEK}}{\text{EK}}\right)_v = \left(\frac{\text{VNDK}}{\text{NDK}}\right)_B + \left(\left(\frac{\text{VNDK}}{\text{NDK}}\right)_B - 1\right) * \text{nfgg}_v$$

Den justerte VEK/EK multiplikatoren for Lerøy blir dermed **1,8648**. Dette er en økning på 13 % fra det ujusterte estimatet.

12.3.2 Pris/Fortjeneste

Pris/Fortjeneste multiplikatoren er en populær multiplikator grunnet sin enkelthet. Samtidig er det en multiplikator som ofte mistolkes. Multiplikatoren forteller forholdet mellom markedsverdien til egenkapitalen og resultatet etter skatt, altså hvor mye en investor er villig til å betale for en krone av selskapets fortjeneste. På lik linje som pris/bok multiplikatoren tar heller ikke dette estimatet hensyn til kapitalstrukturen til det aktuelle selskapet (Kaldestad & Møller, 2016d).

$$\frac{\text{Pris}}{\text{Fortjeneste}} = \frac{\text{Markedsverdi EK}}{\text{Resultat etter skatt}}$$

Vi ønsker å beregne multiplikatoren på gjeldsfri basis, og vil derfor beregne multiplikatoren med fokus på netto driftskapital og netto driftsresultat. Formelen blir da (Knivsflå, 2016c):

$$\frac{\text{VNDK}}{\text{NDR}} = \frac{\text{VEK}_B + \text{NFG}_B}{\text{NDR}_B}$$

Bransje	
VEK	15 307 944
NFG	2 750 223
NDR	685 360
VNDK/NDR	26,35

Tabell 139: Utregning av pris/fortjeneste multiplikator for bransjen, år 2015.

Den justerte pris/fortjeneste multiplikatoren er dermed **26,35**.

12.3.3 EV/EBIT

EV/EBIT multiplikatoren utgjøres av forholdet mellom markedsverdien sammen med gjeldsandelen delt på driftsresultatet etter avskrivninger. Metoden sammenligner selskapenes underliggende drift, men tar ikke hensyn til ulike risikoprofiler hos selskapene. Ved å inkludere avskrivninger blir investeringsbehovet hensynstatt, men samtidig bør det understrekes at forskjeller som kan oppstå grunnet forskjellig avskrivningsprofil eller goodwill er inkludert (Kaldestad & Møller, 2016d). Vi velger likevel å velge EV/EBIT i stedet for EV/EBITDA fordi EV/EBIT er et mye anvendt nøkkeltall for oppdrettsbransjen.

$$\frac{\text{EV}}{\text{EBIT}} = \frac{\text{Markedsverdi EK} + \text{Netto rentebærende gjeld} + \text{Minoritetsinteresser}}{\text{Driftsresultat}}$$

Enterprise value (EV) utgjøres av markedsverdi til egenkapital pluss kort- og langsiktig gjeld. I tillegg trekkes det fra kontantbeholdning. Earnings before interest and taxes (EBIT) er et mål på bedriftens lønnsomhetsgrad og tilsier driftsresultat etter avskrivninger (Knivsflå, 2016c). Som for de andre multiplene benyttes antall utestående aksjer.

	Lerøy	Marine Harvest	SalMar	Grieg Seafood	Norway Royal Salmon	Bransje
Markedsverdi EK	17 738 963	52 705 030	17 042 228	3 312 360	3 480 104	15 307 944
Netto rentebærende gjeld	2 594 653	9 592 100	2 628 100	1 907	498 541	2 544 130
Minoritetsinteresser	878 357	8 900	79 684	30 349	72 730	38 333
EV	21 211 973	62 306 030	19 750 012	3 344 616	4 051 375	17 890 407
EBIT	1 053 827	2 063 055	1 092 816	92 771	178 157	685 360
EV/EBIT	20,13	30,20	18,07	36,05	22,74	21,41

Tabell 140: Utregning av EV/EBIT multiplikator for Lerøy og de komparative virksomhetene, år 2015.

EV/EBIT multiplikatoren blir dermed **21,41**.

12.4 Komparativ verdiestimat

12.4.1 Pris/Bok

Verdiestimatet for Lerøy ved bruk av Pris/Bok multiplikatoren utregnet i del 12.3.1 blir som følger (Knivsflå, 2016c):

$$VEK = m * NDK - NFG$$

Lerøy	
m	1,86
NDK	11 311 650
NFG	2 547 598
VEK	18 546 619
Utestående ak	54 248
VEK/aksje	341,89

Tabell 141: Pris/bok verdiestimat for Lerøy

12.4.2 Pris/Fortjeneste

Verdiestimatet for Lerøy ved bruk av Pris/Fortjeneste multiplikatoren utregnet i del 12.3.2 blir som følger (Knivsflå, 2016c):

$$VEK = m * NDR - NFG$$

	Lerøy
m	26,35
NDR	1 053 827
NFG	2 547 598
VEK	25 219 113
Utestående aksjer	54 248
VEK/aksje	464,89

Tabell 142: Pris/fortjeneste verdiestimat for Lerøy

12.4.3 EV/EBIT

Verdiestimatet for Lerøy ved bruk av EV/EBIT multiplikatoren utregnet i del 12.3.3 blir som følger (Knivsflå, 2016c):

$$\text{VEK} = m * \text{EBIT} - (\text{NFG} + \text{MI})$$

	Lerøy
m	21,41
EBIT	1 053 827
NFG	2 547 598
MI	878 357
VEK	19 139 947
Utestående aksjer	54 248
VEK/aksje	352,83

Tabell 143: EV/EBIT verdiestimat for Lerøy

12.5 Oppsummering

Vi har i dette delkapitlet gjennomført en komparativ verdivurdering av Lerøy som et supplement til det fundamentale verdiestimatet vårt. Vi valgte å bruke multiplikatormodellen, med hensyn på **multiplikatorene** P/B, P/E og EV/EBIT. Ved valgt av komparative virksomheter valgte vi å benytte bransjeutvalget som resten av oppgaven baserer seg på. Lerøy ble også inkludert i dette utvalget.

Multippell	Verdiestimat
P/B	341,89
P/E	464,89
EV/EBIT	352,83
Gjennomsnitt	386,53

Tabell 144: Oversikt over de komparative verdiestimatene

Ved å ta utgangspunkt i de tre forskjellige komparative verdiestimatene får vi et gjennomsnittlig estimat på 386,53 per aksje. Markedsverdi per 04.01.16 var på 327 så dermed tilsier resultatet at Lerøy kan forvente økt lønnsomhet fremover. I tillegg er estimatet fra vår komparative analyse tilnærmet likt det vi kom frem til ved bruk av fundamental verdsettelsesmetode (385,6). Dermed underbygger vår komparativ verdsettelse vårt estimat fra del 11. Til slutt bør det understrekes at enkelte av multiplikatorene brukt i denne delen innehar en stor usikkerhet. Spesielt gjelder dette multiplikatoren pris/bok.

13. Oppsummering og handelsstrategi

Målsetningen med denne oppgaven var å utarbeide en antatt omsetningsverdi for Lerøy, og deretter sammenligne denne med børskursen. Verdsettelsestidspunktet ble satt til å være 04.01.16. Vi vil i denne delen først komme med en oppsummering av de viktigste funnene i utredningen før vi tilslutt formulerer en handlingsstrategi basert på våre resultater.

13.1 Oppsummering

Oppgavens første del bestod av en introduksjon av oppdrettsbransjen og bransjespesifikke forhold som påvirker næringen. Bransjeutvalget ble valgt til å inkludere Marine Harvest, SalMar, Grieg Seafood og Norway Royal Salmon og selskapene ble kort presentert. Verdsettelsesobjektet vårt for utredningen, Lerøy, ble deretter grundig presentert.

Neste steg var å gjennomføre en strategisk regnskapsanalyse. PESTEL-analysen ble utført for å avdekke makroforhold som påvirker bransjen. Bransjen har oppnådd midlertidige

fordeler som følge av gunstige økonomiske forhold. Etterspørselen etter laks og ørret har vært stigende, og er forventet å fortsette å stige som følge av økende trend etter sunne matvarer og generell befolkningsvekst. De største makroutfordringene er strengt konsesjonsreglement og luseproblematikk. I Porters five forces ble det avdekket at de største truslene mot bransjen kom fra leverandørenes (egentlig underleverandørene) og kundenes makt. Bransjen har en moderat rivalisering og substitutt-trussel og er relativt godt beskyttet av etableringsbarrierer. Lerøy besitter selv en rekke ressurser som kan tenkes å gi konkurransefortrinn. Vår analyse viste at ressursene merkevare og produktutvalg har potensiale til å gi varige konkurransefortrinn. Lerøy skiller seg fra sine andre konkurrenter på disse ressursene, og satser stort blant annet innen hvitfisk for å sikre videre vekst.

For å gjennomføre regnskapsanalysen ble først finansregnskapet til Lerøy omgruppert og justert for målefeil. Vi ønsker å gjennomføre en investororientert verdsettelse ved hjelp av fundamental verdsettelsesteori. Deretter ble analysesituasjonen til Lerøy vurdert hvor vi konkluderte med en syntetisk rating på A-, mens bransjen klassifiseres som BBB+. Historisk avkastningskrav ble utregnet og deretter ble Lerøys lønnsomhet dekomponert. Lerøy hadde i analyseperioden en vektet gjennomsnittlig fordel på 12 %, som hovedsakelig skyldes en bransjefordel (8 %).

Basert på innsikt fra det historiske tallmateriale og avkastningskrav ble fremtidsregnskapet og fremtidskravene utarbeidet. Deretter ble egenkapitalverdien beregnet ved hjelp av egenkapital-, sysselsatt kapital- og netto driftskapitalmetoden, hvor første verdiestimat kom på henholdsvis 300,97, 504,02 og 443,33 per aksje. Etter å ha utført en konvergeringsprosess og tatt hensyn til konkurrisiko kom det endelige verdiestimatet på 385,608 per aksje.

For å belyse usikkerhet rundt verdiestimatet ble det gjennomført simulerings og sensitivitetsanalyser. Det kom frem at standardavviket var på hele 50,9 % noe som tilsier at det foreligger betydelig usikkerhet rundt vårt estimat. Analysene viste at verdiestimatet var sensitivt ovenfor netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler i «steady state». De viste også at kritiske verdi- og budsjett drivere har større betydning på lang enn kort sikt. I tillegg viste sensitivitetsanalysen at estimatet var sensitivt for risikofri rente.

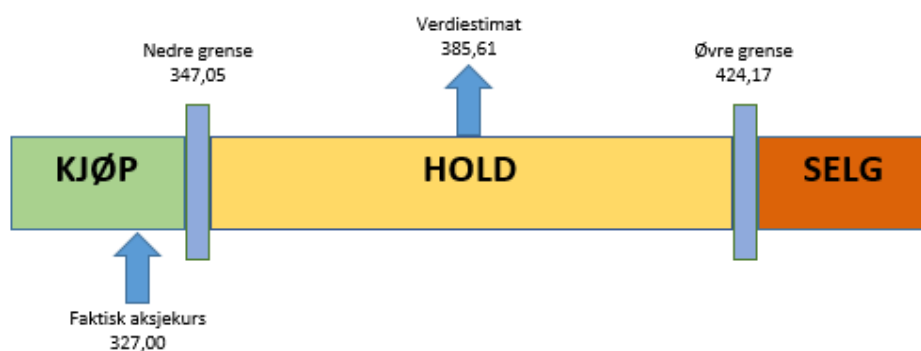
For å komplementere verdivurderingen av Lerøy valgte vi å gjennomføre en komparativ verdsettelse ved bruk av multiplikatormodellen. Vi tok utgangspunkt i multiplikatorene pris/bok, pris/fortjeneste og EV/EBIT. Gjennomsnittlig verdiestimat ved bruk av denne

metoden kom på 386,53, noe som er tilnærmete lik estimatet vårt fra den fundamentale verdsettelsen.

13.2 Handlingsstrategi

Formålet med oppgaven vår var å estimere en egenkapitalverdi ved hjelp av fundamental verdsettelsesmetoden. Deretter ønsker vi å formulere en handlingsstrategi basert på vår analyse. Handlingsstrategien blir formulert ved å sammenligne vårt estimat med børsverdien på det valgte verdsettelsestidspunktet. Siden en slik analyse medfører relativt stor usikkerhet velger vi å legge til en sikkerhetsmargin på 10 %. Det medfører at dersom estimatet inkludert en 10 % sikkerhetsmargin overstiger børskursen anbefaler vi investorer å kjøpe aksjen, og motsatt å selge dersom estimatet er mindre. Skulle estimatet falle innenfor vår valgte sikkerhetsmargin anbefaler vi å avvente (Knivsflå, 2016r).

Vi valgte 04.01.16 som verdsettelsestidspunkt. Børskursen denne dagen for Lerøy var på 327 NOK. Vårt verdiestimat ved hjelp av fundamental verdsettelsesmetoden kom på 385,61 NOK. Ved å tillegge en sikkerhetsmargin på 10 % får vi en nedre grense på 347,05 og øvre grense på 424,17. Vi ser dermed at vårt estimat er høyere enn børskursen. Fastsatte nedre grense er 6 % høyere enn børskurs på gitt dato. Ut i fra vår analyse medfører dette at Lerøy sine underliggende verdier og fremtidsutsikter er undervurdert i markedet. Anbefalingen blir dermed å **kjøre** aksjen.



Figur 79: Handlingsstrategi per 04.01.16 (Knivsflå, 2016r).

Vi valgte i tillegg å gjennomføre en komparativ verdsettelse, hvor vi fikk et estimat på 386,53 NOK. Estimatet er tilnærmet likt det fundamentale verdiestimatet og underbygger dermed vår analyse.

Den endelige handlingsstrategien ut i fra vår analyse er dermed **kjøpsanbefaling** av Lerøy aksjen. Sett i lys av aksjekursen til Lerøys utvikling i løpet av 2016 ser vi at den har steget med 43 %. Aksjekursen den 16. desember 2016 var på 467,98 (Oslo Børs, 2016b). Dette samsvarer med våre konklusjoner angående lønnsomhetsutviklingen for Lerøy.

14. Referanseliste

- Aadland, C. (2015a, Mai 15). *Alt du trenger å vite om lakselus*. Hentet fra Sysla.no: http://sysla.no/2015/05/15/havbruk/alt-du-trenger-a-vite-om-lakselus_46018/
- Aadland, C. (2015b, Juli 2). *Her satser de på lønnsom oppdrett av kveite*. Hentet fra <http://ilaks.no/her-satser-de-pa-lonnsom-oppdrett-av-kveite/>
- Aadland, C. (2016, Februar 18). *Nå gjør Grieg Seafood grep for å bedre svake resultater*. Hentet fra http://sysla.no/2016/02/18/havbruk/na-gjor-grieg-seafood-grep-for-a-bedre-resultatene_77987/
- ASC. (2016, August 10). *Certified*. Hentet fra <http://www.asc-aqua.org/index.cfm?act=tekst.item&iid=4&iids=204&lng=1>
- Asche, F., & Bjørndal, T. (2011). 4.2 Scale. I *The Economics of Salmon Aquaculture, 2nd edition* (ss. 45-48). Cichester: Wiley-Blackwell.
- Asche, F., & Tveterås, R. (2011, August). *En kunnskapsbasert sjømatnæring*. Hentet fra [http://web.bi.no/forskning/papers.nsf/0/7eeb9a1b68820278c125790300427fea/\\$FILE/2011-08-Asche&Tveteras.pdf](http://web.bi.no/forskning/papers.nsf/0/7eeb9a1b68820278c125790300427fea/$FILE/2011-08-Asche&Tveteras.pdf)
- Asche, F., & Øglend, A. (2013, Mai 9). *Økende prisvariasjon FOR LAKS1*. Hentet fra <http://kyst.no/nyheter/kende-prisvariasjon-for-laks1/>
- Baardsen, T. Ø., Knudsen, E. S., & Lien, L. B. (2015, Januar 26). 4: Ressursbasert teori. I *Upublisert manuskript*. . Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Bendiksen, B. I. (2013). *Driftsundersøkelsen i fiskeindustrien. Driftsåret 2011*. Nofirma.
- Berge, A. (2016, Februar 5). *Her er Lerøys visjon om merkevarer*. Hentet fra <http://ilaks.no/her-er-lerøys-visjon-om-merkevarer/>
- Berge, A. (2016, April 13). *Klok av skade*. Hentet fra iLaks: <http://ilaks.no/klok-av-skade/>
- Bernhoft, A.-C., & Fardal, A. (2007, Juni). *IFRS og fiskeoppdrett*. Hentet fra Magma: <https://www.magma.no/ifrs-og-fiskeoppdrett>
- Bjørnstad, S. (2010, Septemer 4). *Middelklassen i Asia stormer frem*. Hentet fra <http://www.aftenposten.no/okonomi/Middelklassen-i-Asia-stormer-frem-211805b.html>
- Bøhren, Ø., & Michalsen, D. (2006). 2. Diversifiserbar og ikke-diversifiserbar risiko. I *Finansiell økonomi: Teori og praksis* (ss. 44-49). Oslo: Fagbokforlaget.
- Dagens Næringsliv. (2016a). *Lerøy Seafood Group*. Hentet September 12, 2016 fra DN Investor: http://investor.dn.no/?&_ga=1.44377572.1986549947.1461070534#!/Aksje/S140/LSG/Ler%C3%B8ySeafoodGroup

- Dagens Næringsliv. (2016b). *SalMar*. Hentet September 12, 2016 fra DN Investor:
http://investor.dn.no/?&_ga=1.44377572.1986549947.1461070534#!/Aksje/S84/SALM/SaIMar
- Dagens Næringsliv. (2016c, Oktober 10). *Årsbeste på Oslo Børs*. Hentet fra
<http://www.dn.no/nyheter/2016/10/10/1704/STLOSE/arsbeste-pa-oslo-bors>
- Dagens Næringsliv. (2016d). *Norsk stat 10 år*. Hentet fra
<http://www.dn.no/finans/#/detaljer/OMS:NST10Y.OSE-SYNTHETIC>
- Den Store Danske. (2016, Desember 1). *Bilateral kontrakt*. Hentet fra
http://denstoredanske.dk/Sprog,_religion_og_filosofi/Sprog/Fremmedord/b-bk/bilateral_kontrakt
- Digre, H., Bar, E. M., Mathiassen, J. R., Standal, D., Grimsmo, L., Henriksen, K., et al. (2014). *Lønnsom foredling av sjømat i Norge*. SINTEF.
- Dyrnes, S. (2004). Verdssettelse med bruk av multiplikatorer. *Praktisk økonomi og finans*(1), 43-52.
- E24.no. (2014, Mars 6). *Marine Harvest ber regjeringen skape lakse-Statoil*. Hentet fra
<http://e24.no/makro-og-politikk/marine-harvest-ber-regjeringen-skape-lakse-statoil/22796781>
- E24.no. (2016a). *Lerøy Seafood Group*. Hentet fra Børs: <https://bors.e24.no#!/instrument/LSG.OSE>
- E24.no. (2016b, September 22). *Tror kronehopp tok Norges Bank på sengen*. Hentet fra
<http://e24.no/makro-og-politikk/norges-bank/tror-kronehopp-tok-norges-bank-paa-sengen/23801191>
- Finansdepartementet. (2014, Desember 02). *NOU 2014: 13. Kapitalbeskatning i en internasjonal økonomi*. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/NOU-2014-13/id2342691/>
- Finansdepartementet. (2015, September 25). *Meld. St. 4 (2015–2016)*. Hentet fra
<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld.-st.-4-20152016/id2456324/sec1>
- Finansdepartementet. (2016, Oktober 06). *Regjeringens forslag til skatte- og avgiftsopplegg for 2017*. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/regjeringens-forslag-til-skatte--og-avgiftsopplegg-for-2017/id2514819/>
- Finanstilsynet. (2015, November 17). *RAPPORT FRA TEMATILSYN - Oppdrettsforetak*. Hentet fra
http://www.finanstilsynet.no/Global/Venstremeny/Aktuelt_vedlegg/2015/4_kvartal/Tematilsyn_oppdrettsforetak_11_2015.pdf
- FishPool. (2016, Oktober 16). *Forward price history*. Hentet Oktober 16, 2016 fra
<http://fishpool.eu/price-information/forward-prices-3/forward-closing-prices-history/>
- Fiskeri- og havbruksnæringens forskningsfond . (2009). *Moderne slakting av laks*. Oslo: Fiskeri- og havbruksnæringens forskningsfond .

- Fiskeri- og kystdepartementet. (2013, Mars 22). *Meld. St. 22 (2012–2013)*. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/contentassets/435e99fc39b947d79ca929eff484ac75/no/pdfs/stm201220130022000dddpdfs.pdf>
- Fiskeridirektoratet. (2015). *Lønnsomhetsundersøkelse for produksjon av laks og regnbueørret*. Bergen: Fiskeridirektoratet.
- Fiskeridirektoratet. (2016a). *Nøkkeltall fra norsk havbruksnæring 2015*. Hentet fra <http://www.fiskeridir.no/statistikk/akvakultur/statistiske-publikasjoner/noekkeltall-fra-norsk-havbruksnaering>
- Fiskeridirektoratet. (2016b, August 18). *Oversikt over søknader om utviklingstillatelser per 15. august 2016*. Hentet fra <http://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Saertillatelser/Utviklingstillatelser/Soekere-antall-og-biomasse>
- Fiskeridirektoratet. (2016c, August 1). *Oversikt over søknader om utviklingstillatelser*. Hentet fra <http://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Saertillatelser/Utviklingstillatelser/Soekere-antall-og-biomasse>
- FN-Sambandet. (2016, Juli 5). *Verdens befolkning*. Hentet fra <http://www.fn.no/Tema/Befolkning/Verdens-befolkning>
- Gjendemsjø, A. M. (2014, Mai 11). *Tidenes beste kvartal for norske oppdrettere*. Hentet fra http://sysla.no/2014/05/11/meninger/tidenes-beste-kvartal-for-norske-oppdrettere_13279/
- Gramstad, K. (2012, November 21). *Grønn vekst i lakseoppdrett*. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/gronn-vekst-i-lakseoppdrett/id708319/>
- Grieg Seafood . (2015, April 30). *Årsrapport 2014*. Hentet fra <http://grieg14.digirapport.no/wp-content/uploads/2015/06/GSF-2014-NORSK-FINAL1.pdf>
- Grieg Seafood . (2016, April 29). *Årsrapport 2015*. Hentet fra <http://www.griegseafood.no/wp-content/uploads/2016/06/GSF2015aarsrapportNO3.pdf>
- Guttormsen, A. G. (2015). *Fisk er fisk og kjøtt er mat? Lakseproduksjon versus andre proteinkilder* . Hentet fra <http://sjomatnorge.no/wp-content/uploads/2015/02/Atle-Guttormsen.pdf>
- Guttormsen, A. G. (u.d.). *Hva påvirker lakseprisen?* Hentet fra <http://www.europharma.no/downloads/lofotseminar/presentasjoner/Guttormsen.pdf>
- Hallenstvedt, A. (2015, Juni 12). *Fiskeoppdrett*. Hentet fra Store Norske leksikon: <https://snl.no/fiskeoppdrett>
- Halvorsen, M. T. (2016, Oktober 05). *Kronen styrket seg*. Hentet fra DN.no: <http://www.dn.no/nyheter/okonomi/2016/10/05/0800/Valuta/kronen-styrket-seg>
- Havbruksinstituttet. (2016, Mai 19). *Lakselus*. Hentet fra <http://www.imr.no/temasider/parasitter/lus/lakselus/nb-no>

- Helsedirektoratet. (2016, Mai 04). *Helsedirektoratets kostråd*. Hentet fra <https://helsenorge.no/kosthold-og-ernaring/kostrad/helsedirektoratets-kostrad>
- Hosteland, L. T. (2016, Mars 17). – *Muligheten for lønnsomhet i torskeoppdrett har aldri vært bedre*. Hentet fra <http://kyst.no/nyheter/muligheten-for-lonnsomhet-i-torskeoppdrett-aldri-har-vaert-bedre/>
- Høvik, T., & Kvamme, L. (2016, Januar 08). *Laks i krise*. Hentet fra bt.no: <http://www.bt.no/btmagasinet/Laks-i-krise-310623b.html>
- IG Group Limited. (u.d.). *Råvarer*. Hentet fra https://www.ig.com/no/ravarer-forklart#main_title_h2
- Iversen, A., Hermansen, Ø., Andreassen, O., Brandvik, R. K., Marthinussen, A., & Nystøy, R. (2015, Oktober 13). *Kostnadseksplasjon i lakseoppdrett? - En studie av kostnadsdriverne i oppdrett*. Hentet fra Presentasjon FHF's Havbrukssamling 2015: http://www.fhf.no/media/109408/14_-_drivere_for_kostnadsutvikling_i_norsk_havbruksn_ring_-_audun_iversen_nofima.pdf
- Jackson, A. (2012, September). *Fishmeal and Fish oil and their role in Sustainable Aquaculture*. Hentet fra <http://www.iffonet.org/system/files/International%20Aquafeed%20Article%20September%202012.pdf>
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2016a). 4. Analyse av historisk informasjon. I *Verdivurdering* (ss. 60-96). Bergen: Fagbokforlaget.
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2016b). 8. Avkastningskrav. I *Verdivurdering* (ss. 150-190). Bergen: Fagbokforlaget.
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2016c). 6. Prognostisering av kontantstrøm. I *Verdivurdering* (ss. 113-130). Bergen: Fagbokforlaget.
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2016d). 10. Multiplervurderinger. I *Verdivurdering* (ss. 221-240). Bergen: Fagbokforlaget.
- Knivsflå, K. H. (2016a). 16. *Fundamental verdivurdering: Eigenkapitalmetoden*. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Knivsflå, K. H. (2016b). 1. *Finansrekneskap*. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Knivsflå, K. H. (2016c). 21. *Komparativ verdivurdering*. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Knivsflå, K. H. (2016d). 03. *Rekneskapsanalyse ramme og "trailing"*. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Knivsflå, K. H. (2016e). 10. *Strategisk rentabilitetsanalyse*. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Knivsflå, K. H. (2016f). 04. *Omgruppering for analyse*. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Knivsflå, K. H. (2016g). 05. *Omgruppering balanse og kontantstrøm*. Bergen: Norges Handelshøyskole.

- Knivsflå, K. H. (2016h). *07. Justering av målefeil*. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Knivsflå, K. H. (2016i). *06. Rekneskapsbasert måling og målefeil*. Bergen: Norges Handelsbøyskole.
- Knivsflå, K. H. (2016j). *08. Kredittvurdering syntetisk rating*. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Knivsflå, K. H. (2016k). *11. Strategisk driftsanalyse*. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Knivsflå, K. H. (2016l). *09. Avkastningskrav = Målestokk for rentabilitet*. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Knivsflå, K. H. (2016m). *14. Framtidsrekneskap. Andre budsjettdriverar*. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Knivsflå, K. H. (2016n). *13. Framtidsrekneskap. Ramme og driftsinntekter*. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Knivsflå, K. H. (2016o). *15. Framtidskrav og strategisk rentabilitetsanalyse*. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Knivsflå, K. H. (2016p). *17. SK-metoden og verdikonvergens*. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Knivsflå, K. H. (2016q). *18. Uvisse i verdiestimatet og "some topics in valuation"*. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Knivsflå, K. H. (2016r). *20. Oppsummering. Eksamen og kursevaluering*. Bergen: Norges Handelshøyskole.
- Knudsen, E. S. (2015, Januar 15). *Bransjeanalyse 1*. Bergen: Norges Handelshøyskole
- Kvaløy, O., & Tveterås, R. (2006). Den integrerte oppdrettsnæringen. *Økonomisk forum*.
- Laksefakta. (2016, Mai 9). *Hvorfor rømmer laksen?* Hentet fra <https://laksefakta.no/laks-og-miljo/romming/>
- Lerøy Seafood Group . (2016a, Juni 20). *Største aksjonærer*. Hentet fra <https://www.leroyseafood.com/no/Investor/Investor-/Storste-aksjonarer/>
- Lerøy Seafood Group. (2016b, Oktober 27). *Tvungen overføring av aksjer i Havfisk ASA og Norway Seafoods Group AS*. Hentet fra <https://ir.asp.manamind.com/products/html/companyDisclosuresArchive.do?key=lsg&lang=no&externalCss=&referenceId=0000-HUG2051820>
- Lerøy Seafood Group . (2016c, April 29). *Årsrapport 2015*. Hentet fra <http://hugin.info/131537/R/2007871/742441.pdf>
- Lerøy Seafood Group. (2016d, August 18). *Delårsrapport 2 kvartal 2016*. Hentet fra <http://hugin.info/131537/R/2035775/758254.pdf>

- Lerøy Seafood Group. (2016e, Mai 12). *Delårsrapport 1 kvartal 2016*. Hentet fra <http://hugin.info/131537/R/2011769/745178.pdf>
- Lerøy Seafood Group . (u.d.). *Historikk*. Hentet fra <https://www.leroyseafood.com/no/Investor/Om-Leroy/Historikk/>
- Lerøy Seafood Group. (2015). *Årsrapport 2014*. Hentet fra <http://hugin.info/131537/R/1912100/682394.pdf>
- Lysvold, S. (2015, Mars 18). *Kina innfører nye restriksjoner på import av norsk laks*. Hentet fra NRK Nordland: <https://www.nrk.no/nordland/kina-innforer-nye-restriksjoner-pa-import-av-norsk-laks-1.12267803>
- Marine Harvest . (2016a). *First quarter*. Marine Harvest Group.
- Marine Harvest. (2016b, Juni 23). *Salmon Farming Industry Handbook 2016*. Hentet fra <http://www.marineharvest.com/globalassets/investors/handbook/2016-salmon-industry-handbook-final.pdf>
- Marine Harvest . (2016c). *Integrated annual rapport 2015*. Hentet fra [file:///C:/Users/Rachel/Downloads/737534%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/Rachel/Downloads/737534%20(1).pdf)
- Marine Harvest. (u.d.). *Historie*. Hentet fra <http://www.marineharvest.no/about/historie/>
- McGahan, A. M., & Porter, M. E. (1997). How much does industry matter, really? *Strategic Management Journal*, ss. 15-30.
- Medhaug, I. (2015, November 25). *El Niño*. Hentet fra Store norske leksikon: https://snl.no/El_Ni%C3%B1o
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1958, Juni). The cost of capital, corporation finance. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Nissen-Meyer, J. (2015, Februar 24). *Russisk importforbud preger Lerøy-resultatet*. Hentet fra <http://e24.no/naeringsliv/russisk-importforbud-preger-leroy-resultatet-40-prosent-av-det-ene-markedet-forsvant/23402457>
- Nofirma . (2013). *Råvarebruk og effektivitet i norsk lakseoppdrett*. Hentet fra http://www.fhf.no/media/31952/faktaark_aquanor_2013-21082013.pdf
- Norges Bank. (2015, Januar 21). *Short term interest rates*. Hentet fra <http://www.norges-bank.no/en/Statistics/Historical-monetary-statistics/Short-term-interest-rates/>
- Norges Bank. (2016, Oktober 27). *Endringer i styringsrenten*. Hentet fra <http://www.norges-bank.no/pengepolitikk/Styringsrenten/Styringsrenten-Oversikt-over-rentemoter-og-endringer-i-styringsrenten-/>
- Norges Bank. (u.d.). *Inflasjon*. Hentet fra <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Inflasjon/>
- Norges forskningsråd. (2008, April 08). *Norsk mat fra sjø og land - MATPROGRAMMET. Handlingsplan 2009*. Hentet fra

<http://www.forskningsradet.no/servlet/Satellite?blobcol=urldata&blobheader=application%2Fpdf&blobheadervalue1=Content-Disposition%3A&blobheadervalue1=+attachment%3B+filename%3DHandlingsplan200908.04.2008endeleg.pdf&blobkey=id&blobtable=MungoBlobs&blobwhere>

- Norges sjømatråd. (2016). *Laks og ørret for 50 milliarder i 2015*. Hentet fra <http://www.seafood.no/Nyheter-og-media/Nyhetsarkiv/Pressemeldinger/Laks-og-%C3%B8rret-for-50-milliarder-i-2015>
- Norges sjømatråd. (u.d.). *Norsk eksport av sjømat i 2015*. Hentet Juni 18, 2016 fra <file:///C:/Users/Rachel/Downloads/Poster%20norsk%20sj%C3%B8mateksport%202015.pdf>
- Norsk Havbrukssenter. (u.d.). *Laksens liv*. Hentet fra <http://www.havbrukssenter.no/index.php/81-forskning/79-laksens-liv>
- Norway Royal Salmon. (2015). *Årsrapport 2014*. Hentet fra http://norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS_Aarsrapport_2014.pdf
- Norway Royal Salmon. (2016). *Årsrapport 2015*. Hentet fra http://norwayroyalsalmon.com/getfile.php/542/NRS_Aarsrapport2015.pdf
- NRK Hordaland. (2014, Mai 21). *El Niño kan sende norske laksepriser i været*. Hentet fra <https://www.nrk.no/hordaland/el-nino-kan-oke-norske-laksepriser-1.11732670>
- Nyrud, T., Bendiksen, B. I., & Dreyer, B. (2016). *Valutaeffekter i norsk sjømatindustri*. Nofirma.
- Nærings- og fiskeridepartementet. (2013, Oktober 15). *Sjømatindustrien – oppdrett*. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/dep/nfd/ryddemappe/rydde/sjomatindustrien--oppdrett/id742606/>
- Nærings- og fiskeridepartementet. (2015a, Mars 20). *Meld. St. 16 (2014-2015)*. Hentet fra Forutsigbar og miljømessig bærekraftig vekst i norsk lakse- og ørretoppdrett: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld.-st.-16-2014-2015/id2401865/>
- Nærings- og fiskeridepartementet. (2015b, November 20). *Nye konsesjoner skal utvikle framtidens oppdrett*. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/nye-konsesjoner-skal-utvikle-framtidens-oppdrett/id2462544/>
- Nærings- og fiskeridepartementet. (2015c, November 13). *Meld. St.10 (2015-2016) En konkurransekraftig sjømatindustri*. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld.-st.-10-20152016/id2461010/?ch=4>
- Olafsen, T., Winther, U., Olsen, Y., & Skjermo, J. (2012). *Verdiskaping basert på produktive hav i 2050*. Hentet fra https://www.sintef.no/globalassets/upload/fiskeri_og_havbruk/publikasjoner/verdiskaping-basert-pa-produktive-hav-i-2050.pdf
- Oslo Børs. (2010, Oktober 25). *6/2010: Plikt til å anvende IFRS i årsregnskapet for norske utstedere som ikke har konsernregnskapsplikt. Plikt til å etablere revisjonsutvalg for alle utstedere*. Hentet fra <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Boerssirkulaerer/6-2010-Plikt->

til-aa-anvende-IFRS-i-aarsregnskapet-for-norske-utstedere-som-ikke-har-konsernregnskapsplikt.-Plikt-til-aa-etablere-revisjonsutvalg-for-alle-utstedere

Oslo Børs. (2016a, April 12). *Ny omsettelig sjømatindeks*. Hentet fra <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Om-Oslo-Boers/Nyheter-fra-Oslo-Boers/Ny-omsettelig-sjoematindeks>

Oslo Børs. (2016b, Desember 16). *Lerøy Seafood Group*. Hentet fra <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/LSG.OSE/overview>

Oslo Børs. (2016b). *Nibor (Norwegian Interbank Offered Rate)*. Hentet fra <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/list/nibor/quotelist>

Oslo Børs. (u.d.). *Lerøy Seafood Group*. Hentet September 15, 2016 fra <http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/LSG.OSE/data>

Palepu, K. G., Peek, E., & Healy, P. (2013a). 1. Framework. I *Business analysis and valuation: Text & cases*. (ss. 3-43). United Kingdom: Cengage Learning EMEA.

Palepu, K. G., Peek, E., & Healy, P. (2013b). 4. Accounting analysis: Accounting adjustments. I *Business analysis and valuation: Text & cases* (ss. 136-180). United Kingdom: Cengage Learning EMEA.

Palepu, K. G., Peek, E., & Healy, P. (2013c). 5. Financial analysis. I *Business analysis and valuation: Text & cases* (ss. 181-238). United Kingdom: Cengage Learning EMEA.

Palepu, K. G., Peek, E., & Healy, P. (2013d). 8. Prospective analysis: Valuation implementation. I *Business analysis and valuation: Text and cases* (ss. 330-377). United Kingdom: Cengage Learning EMEA.

Palepu, K. G., Peek, E., & Healy, P. (2013e). 7. Prospective analysis: Valuation theory and concepts. I *Business analysis and valuation: Text and cases* (ss. 278-329). United Kingdom: Cengage Learning EMEA.

Penman, S. H. (2013a). 3. How Financial Statements Are Used in Valuation. I *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. New York: McGraw-Hill.

Penman, S. (2013b). 1. Introduction to Investing and Valuation. I *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (ss. 2-22). New York: McGraw-Hill Education.

Penman, S. H. (2013c). 10. The Analysis of the Balance Sheet and Income Statement. I *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (ss. 292-323). New York: McGraw-Hill Education.

Penman, S. H. (2013d). 16. Full-Information Forecasting, Valuation, and Business Strategy Analysis. I *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (ss. 504-532). New York: McGraw-Hill Education.

Penman, S. H. (2013e). 15. Anchoring on the Financial Statements: Simple Forecasting and Simple Valuation. I *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (ss. 480-492). New York: McGraw-Hill Education.

-
- Porter, M. E. (1979, Mars-April). How competitive forces shape strategy. *Harvard Business Review*, ss. 137-145.
- PwC, & NFF. (2015 Desember). *Risikopremien i det norske markedet 2015*. Hentet fra <http://www.pwc.no/no/publikasjoner/deals/rapport/risikopremie-2015.pdf>
- Riksrevisjonen. (2012, Mars 6). *Riksrevisjonens undersøkelse av havbruksforvaltningen*. Hentet fra https://www.riksrevisjonen.no/rapporter/Documents/2011-2012/Dokumentbase_3_9_2011_2012.pdf
- Roos, G., Von Krogh, G., & Roos, J. (2010). *Strategi - en innføring*. Bergen: Fagbokforlaget.
- SalMar. (2013, April 30). *Årsrapport 2012*. Hentet fra <http://hugin.info/138695/R/1697772/559610.pdf>
- SalMar. (2015, April 30). *Årsrapport 2014*. Hentet fra <http://hugin.info/138695/R/1917404/685879.pdf>
- SalMar. (2016, April 24). *Årsrapport 2015*. Hentet fra <http://hugin.info/138695/R/2008392/742847.pdf>
- Schmid, M., & Helseth, P. (u.d.). *IFRS i Norge 7. utgave*.
- Shepherd, C., & Jackson, A. J. (2012, Mai 9). *Global fishmeal and fish oil supply - inputs, outputs, and markets*. Hentet fra http://www.seafish.org/media/594329/wfc_shepherd_fishmealtrends.pdf
- Skivenes, I. (2012, November 19). *SSB*. Hentet fra Eksport og import fra Kina - Minde eksport til Kina, men mer laks: <http://www.ssb.no/utenriksokonomi/artikler-og-publikasjoner/mindre-eksport-til-kina-men-mer-laks>
- Soltveit, T. (2016, Mai 09). *Status utviklingskonsesjoner – Innovasjonsbølgen slår inn over oppdretterne*. Hentet fra Kyst.no: <http://kyst.no/nyheter/status-pa-utviklingskonsesjoner-innovasjonsbolgen-slar-inn-over-oppdretterne/>
- SSB. (2016a, Juli 17). *Akvakultur*. Hentet fra <https://www.ssb.no/statistikkbanken/selectvarval/saveselections.asp>
- SSB. (2016b, Juni 2). *Akvakultur 2015, endelige tall*. Hentet fra <http://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/statistikker/fiskeoppdrett/aar-forelopige>
- SSB. (2016c, September 15). *Økonomiske analyser 4/2016*. Hentet fra http://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/oa/_attachment/278302?_ts=1574c145b28
- SSB. (2016d, Juli 21). *Utenrikshandel med varer*. Hentet fra Tabell: 09283: Eksport av fisk, etter land/handelsområde/verdensdel: <https://www.ssb.no/statistikkbanken/SelectVarVal/saveselections.asp>

- SSB. (2016e, Juni 2). *Konjunkturtendensene til Norge og utlandet: Arbeidsledigheten litt ned i 2017*. Hentet fra <http://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/arbeidsledigheten-litt-ned-i-2017>
- SSB. (2016f, Juni 2). *Konjunkturtendensene til Norge og utlandet: Arbeidsledigheten litt ned i 2017*. Hentet fra <http://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/arbeidsledigheten-litt-ned-i-2017>
- Store norske leksikon. (2013, Oktober 13). *Konsesjon*. Hentet fra <https://snl.no/konsesjon>
- Storholm, L. (2015, Juni 02). *Reduserer eksportavgiften for laks og ørret*. Hentet fra <http://www.highnorthnews.com/reduserer-eksportavgiften-for-laks-og-orret/>
- Sunnmørsposten. (2013, Oktober 24). – *Grønne konsesjoner er idiotisk*. Hentet fra <http://www.smp.no/naeringsliv/article8502035.ece>
- Tveterås, R. (2002). Industrial Agglomeration and Production Costs in Norwegian Salmon Aquaculture. *Marine Resource Economics*, Vol. 17, ss. 1-22.
- Tønnesen, T. (2014, Februar 5). *Store Norske Leksikon*. Hentet fra <https://snl.no/opsjon>
- Universitetet i Bergen. (u.d.). *Band 5: Havbruk*. Hentet fra Havbruksnæringen - et eventyr i Kyst-Norge: <https://norges-fiskeri-og-kysthistorie.b.uib.no/bokverket/bind-5-havbrukshistorie/>
- vphl. (2007). § 5-6. Halvårsrapport. I *Lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven)*.
- Winther, U., Sandberg, M. G., Richardsen, R., Olafsen, T., Brandvik, R. K., & Hauvik, J.-H. (2011, Juli 01). *Potensial for økt verdiskaping i lakse- og ørretoppdrettsnæringen*. Hentet fra https://www.sintef.no/globalassets/upload/fiskeri_og_havbruk/internasjonalt_radgivning/rappport_verdiskaping_endelig_010711.pdf
- WWF. (u.d.). *ASC – en global standard for miljøsertifisert havbruk*. Hentet fra http://www.wwf.no/dette_jobber_med/hav_og_kyst/havbruk/miljostandard/asc/

15. Ordforklaringer

Vi vil her forklare forkortelsene brukt i oppgaven.

AFR – Annet fullstendig resultat

AM - Anleggsmidler

DE – Driftsrelaterte eiendeler

DG – Driftsrelatert gjeld

DI - Driftsinntekter

div - Driftsinntektsvekst

DOM – Driftsrelaterte omløpsmidler

DSR – Dirty surplus

dss – Driftsskattesats

EBIT – Earnings before interest and taxes

EBITDA – Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization

EK – Egenkapital

ekk – Egenkapitalkrav

ekp - Egenkapitalprosent

ekr – Egenkapitalrentabilitet

ekv - Egenkapitalvekst

FAM – Finansielle anleggsmidler

FE – Finansielle eiendeler

feg – Finansiell eiendelsgrad

fek – Finansielt eiendelskrav

fer – Finansiell eiendelsrentabilitet

FG – Finansiell gjeld

fgk – Finansiell gjeldskrav

fgr – Finansiell gjeldsrente

fgg – Finansiell gjeldgrad

FI - Finansinntekter

fiss – Finansinntektsskattesats

FK - Finanskostnader

FKD – Fri kontantstrøm til drift

FKE – Fri kontantstrøm til egenkapital

fkss – Finanskostnadsskattesats

FNR – Fullstendig nettoresultat til egenkapital, majoritet

FOM – Finansielle omløpsmidler

FOR – Fordringer

FVEK – Fundamentalverdi av egenkapital gitt fortsatt drift

IAS – International Accounting Standards

IB – Inngående balanse

IFRS – International Financial Reporting Standard

Ilp – Illikviditetspremie

INV - Investeringer

KDG – Kortsiktig driftsrelatert gjeld

KFG – Kortsiktig finansiell gjeld

KG – Kortsiktig gjeld
krp – kredittrisiko premie
KS - Kontantstrøm
L1 – Likviditetsgrad 1
L2 – Likviditetsgrad 2
LG – Langsiktig gjeld
LVEK – Likvidasjonsverdi av egenkapitalen
MI – Minoritetsinteresser
mid - Minoritetsdel
mik – Minoritetskrav
mig – Minoritetsgrad
mir – Minoritetsrentabilitet
mrd – Markedets risikodel
mrp – Markedets risikopremie
NBU – Netto betalt utbytte
NDE – Netto driftseiendeler
NDK – Netto driftskapital
ndk – Netto driftskrav
ndm – Netto driftsmargin
NDR – Netto driftsresultat
ndr – Netto driftsrentabilitet
ndss – Normalisert driftsskattesats
NFK – Netto finanskostnader
NFG – Netto finansiell gjeld
nfgg – Netto finansiell gjeldsgrad
nfgk – Netto finansiell gjeldskrav
nfgr – Netto finansiell gjeldsrentabilitet

NMR – Netto minoritetsresultat

NRE – Netto resultat til egenkapital

NRS – Netto resultat til sysselsatt kapital

NSK – Normal skattekostnad

OM - Omløpsmidler

onde – Omløpet til netto driftseiendeler

P – Sannsynlighet for konkurs

P/B – Pris/Bok

P/E – Pris/Fortjeneste

rdg - Rentedekningsgrad

r_f – Risikofri rente

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

r_{osebx} - Logaritmisk månedlig historisk avkastning i OSEBX

SK - Skattekostnad

SPD – Superprofitt fra drift

SPE – Superprofitt til egenkapital

SPS – Superprofitt til sysselsattkapital

SSK – Sysselsatt kapital

ssk – Kravet til sysselsatt kapital

sss – Selskapsskattesats

STD - Standardavvik

T – Terminalverdi, horisontverdi

ufrss – Unormal finansresultatskattesats

UNDR – Unormalt driftsresultat

UNFR – Unormalt finansresultat

UNSK – Unormal skattekostnad

VEK – Verdien av egenkapitalen

VMI – Verdien av minoritetsinteressene

WACC – Weighted Average Cost and Capital

ÅRE – Rapportert årsresultat

β_{EK} – Egenkapitalbeta

β_{INV} – Investeringsbeta

β_{FE} – Beta til finansiell gjeld

β_{FG} – Beta til finansiell gjeld

β_{FOR} – Fordringsbeta

β_{MIN} – Minoritetsbeta

β_{NDK} – Beta til netto driftskapital

β_{NFG} – Beta til netto finansiell gjeld

16. Vedlegg – tabeller

Tabeller fra 8.3.3:

Lerøy	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
Driftsinntekter	4 888 034	4 820 766	4 787 392	5 744 618	6 473 207	6 570 724	5 854 493
/ Tonn slaktet laks og ørret	116 824	136 672	153 403	144 784	158 258	157 697	150 464
= Driftsinntekter per kg	41,84	35,27	31,21	39,68	40,90	41,67	38,91

Tabell 145: Driftsinntekter, laks og ørret, per kg slaktet laks og ørret Lerøy, 2010-2015

Bransjen	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
Driftsinntekter	23 956 736	22 621 614	22 464 826	29 519 146	35 626 050	37 046 273	30 901 632
/ Tonn slaktet laks og ørret	601 748	693 058	782 337	732 690	859 470	851 591	791 047
= Driftsinntekter per kg	39,81	32,64	28,72	40,29	41,45	43,50	39,06

Tabell 146: Driftsinntekter, laks og ørret, per kg slaktet laks og ørret Lerøy, 2010-2015

Tabeller fra 8.4.3.2

Lerøy	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
Gj.snittlig NDE	5 719 277	6 858 914	7 686 443	7 944 036	8 665 691	9 699 278	8 304 871
/ Tonn slaktet laks og ørret	116 824	136 672	153 403	144 784	158 258	157 697	150 464
= Netto driftseiendeler per kg	48,96	50,19	50,11	54,87	54,76	61,51	55,19

Tabell 147 Netto driftseiendeler per kg slaktet laks og ørret for Lerøy 2010-2015

Bransje	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Tidsvektet
Gj.snittlig NDE	26 644 182	31 112 076	33 451 961	34 832 870	39 859 071	45 126 126	37 674 084
/ Tonn slaktet laks og ørret	601 748	693 058	782 337	732 690	859 470	851 591	791 047
= Netto driftseiendeler per kg	44,28	44,89	42,76	47,54	46,38	52,99	47,63

Tabell 148: Netto driftseiendeler per kg slaktet laks og ørret for bransjen 2010-2015