

Bergen, HØST 2010

Profil: Masterutredning i økonomisk styring

Veileder: Kjell Henry Knivsflå

Av: Christian Kleven og Cato Kolseth



Lerøy Seafood Group ASA

Regnskapsanalyse og verdsettelse

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

I Sammendrag

Denne masterutredningen består hovedsakelig av en strategisk regnskapsanalyse og en fundamental verdsettelse av Lerøy Seafood ASA. Utredningen baserer seg kun på offentlig tilgjengelig informasjon. Målet ved en fundamental verdsettelse er å estimere et gitt selskaps underliggende verdi, gjerne i investerings øyemed.

Innledningsvis presenterer vi selskapet og næringen/bransjen. Presentasjonen er ment å gi leseren noen kontekstuelle rammer, slik at de påfølgende analysene (strategisk-/regnskapsanalyse) lettere kan relateres til virkeligheten. Outputen fra analysene vil ligge til grunn for selve verdsettelsen. Verdsettelsen benytter både en total kapitalmetode og en egenkapitalmetode. Hver metode gir et estimat basert på diskontering av fremtidige kontantstrømmer. Kontantstrømmene er prognostisert i kapitel 10 og uttrykker våre strategiske antagelser samt historiske trender for selskapet (og bransjen). De to estimatene konvergeres mot hverandre slik at vi til slutt står igjen med ett verdiestimat. Verdiestimatet har en kritisk rolle under utarbeidelsen av handlingsstrategien.

Måling ”verdiestimat mot børskurs” gir følgende konklusjon: Hold, ikke kjøp!

II Forord

Som en del av mastergraden i økonomi og administrasjon ved Norges Handels Høyskole (NHH), inngår et selvstendig arbeid. Det selvstendige arbeidet kalles gjerne en masterutredning eller en masteroppgave, heretter bare omtalt som utredningen. Omfanget av en slik utredning skal tilsvare et semesters fulltidsstudium, altså 30 studiepoeng. Videre er det et krav at utredningsemnet skal være tilknyttet valgt fordypningsprofil i masterstudiet.

Vår hovedprofil er Økonomisk styring. Dette er en svært bred og allsidig profil med mange ulike og interessante emner. Våre personlige preferanser innenfor fagfeltet økonomisk styring ligger tett inntil regnskapsemnene. Særlig interessant finner vi regnskapsanalyse og verdivurdering av virksomhet. Av den grunn valgte vi å foreta en strategisk regnskaps analyse med påfølgende verdsettelse av konsernet Lerøy Seafood ASA, altså en fundamental verdsettelse av konsernet. En slik vinkling av utredningen stiller store krav til utredernes analytiske evner tilknyttet regnskap og verdivurderinger. Når det er sagt, underveis i arbeidet har vi kunnet nytte våre analytiske evner innenfor et bredt spekter av ulike emner og fagfelt. Eksempelvis har vi hentet kunnskap og innsikt fra finansielle emner (markedskrav m.m.), samfunnsøkonomiske emner (makroøkonomi, mikroøkonomi osv.) samt strategiske emner (strategisk analyse).

Grunnet det begrensede omfanget en masterutredning tross alt representerer, har vi ikke kunnet trenge like dypt inn i alle problemstillinger. Vi har underveis måttet prioritere forhold som synes særlig relevante for verdsettelsen. Verdivurderingen er tross alt hovedmålet ved utredningen. Vi føler selv at vi er kommet i mål med en god utredning/verdsettelse.

Vi vil samtidig benytte anledningen til å takke vår eminente veileder Kjell Henry Knivsflå. Han har kommet med viktige innspill og råd underveis i prosessen/arbeidet.

Bergen, desember 2010

Christian Kleven

Cato Kolseth

Innholdsfortegnelse

Kapittel 1 - Innledning.....	8
1.1 Valg av emne.....	8
1.2 Hensikten ved utredningen og begrensningene/avgrensningene.....	9
1.3 Struktur.....	10
Kapittel 2 - Presentasjon av oppdrettsnæringen og LSG ASA.....	12
2.1 Makro forhold som påvirker bransjen.....	12
2.1.2 Etterspørsel og effekt på pris.....	12
2.1.3 Renteendringer.....	13
2.2 Presentasjon av havbruksnæringen.....	13
2.2.1 Utviklingen innen havbruksnæringen som del av fiskeri- og havbruksnæringen ...	13
2.2.2 Bransjens struktur.....	15
2.2.3 Produkter.....	16
2.2.4 Eksport og andre opphavsland.....	19
2.2.5 Prisstruktur.....	21
2.2.6 Omstridte miljøspørsmål.....	22
2.2.7 Hovedaktører i Norge.....	23
2.3 Lerøy Seafood Group ASA.....	26
2.3.1 Historikk.....	26
2.3.2 Lerøy i dag.....	26
2.3.3 Nøkkeltall for Lerøy.....	27
2.3.4 Virksomhetsområder.....	28
2.3.5 Produksjon og markeder.....	28
2.4 Forskjeller mellom bransjen og Lerøy.....	29
Kapittel 3 – Verdsettelsesteknikker.....	31
3.1 Aktuelle verdsettelsesteknikker.....	31
3.1.1 Fundamental verdsettelse.....	31
3.1.2 Komparativ verdsettelse.....	32
3.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse.....	33
3.2 Valg av verdsettelsesteknikk for Lerøy.....	33
3.2.1 Valget.....	34
3.3 Rammeverk for Fundamentalverdsettelse.....	34
3.3.1 Modell.....	36

Kapittel 4 - Strategisk analyse	37
4.1 Makroforhold.....	38
4.1.1 Tilgjengelighet – ressurser og ferdigheter/kunnskap	40
4.1.2 Innenlandsk etterspørsel kontra utenlandsk.....	41
4.1.3 Støttebransjer	41
4.1.4 Forretningskultur.....	41
4.1.5 Hva tar vi så med oss i det videre fra makroforholdene?	42
4.3 Ekstern bransjeanalyse	43
4.3.1 Kunder	44
4.3.2 Leverandører	45
4.3.3 Etableringsbarrierer og exitbarrierer	45
4.3.4 Substitutter.....	46
4.3.5 Oppsummering - rivalisering i bransjen.....	47
4.4 Intern ressursbasert analyse.....	47
4.4.1 Kapitalstruktur	48
4.4.2 Produktspekter	49
4.4.3 Internasjonalisering	49
4.4.4 Råvare tilgang og effektiv drift.....	50
4.4.5 Likvider	50
4.4.6 Oppsummering intern ressursbasert analyse	50
4.5 Oppsummering - strategisk analyse	51
4.5.1 Makroforhold - Miljø	51
4.5.2 Bransjefordel – Konesjonssystemet.....	52
4.5.3 Ressursfordel – Råvarer og effektiv drift	52
Kapittel 5 – Regnskapsanalyse.....	54
5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse	54
5.2 Presentasjon av rapporterte tall og trailing.....	56
5.3 Omgruppering for analyse.....	61
5.3.1 Omgruppering steg 1: Avsatt utbytte til egenkapital	61
5.3.2 Omgruppering steg 2: “Dirty surplus” som en del av resultatet.....	62
5.3.3 Skille mellom normale og unormale poster.....	63
5.3.4 Omgruppering steg 4: Skille mellom drift og finans	65
5.4 Analyse av målefeil og justering	65

5.5 Omgruppert og justert regnskap og balanse	68
5.6 Ramme for forholdstallsanalyse	70
Kapittel 6 – Risiko	71
6.1 Likviditet	72
6.1.1 Likviditetsgrad 1	72
6.1.2 Likviditetsgrad 2	74
6.1.3 Rentedekningsgrad	75
6.1.4 Kontantstrøm	77
6.2 Soliditet	77
6.2.1 Egenkapitalprosent	77
6.2.2 Netto driftsrentabilitet	79
6.2.2 Kapitalstruktur – finansieringsmatrise	80
6.3 Syntetisk rating	82
Kapittel 7 – Historisk avkastningskrav	85
7.1 Avkastningskrav	85
7.2 Egenkapitalkravet	85
7.2.1 Risikofri rente, r_f	86
7.2.2 Markedspremien	86
7.2.3 Beta til egenkapitalen	87
7.2.4 Egenkapitalbeta for det enkelte år	88
7.2.5 Egenkapitalkravet	89
7.3 Netto finansielt gjeldskrav	90
7.3.1 Krav til finansielle eiendeler	91
7.3.2 Krav til finansiell gjeld	93
7.3.3 Krav til netto finansiell gjeld	94
7.4 Netto driftskrav	94
Kapittel 8 – Analyse av lønnsomhet	96
8.1 Egenkapitalrentabilitet	96
8.1.1 Lerøy kontra bransjeutvalget	97
8.1.2 Egenkapitalrentabilitet målt mot egenkapitalkrav	99
8.1.3 Superrentabilitet	99
8.2 Egenkapitalvekst	101
8.3 Drivere i egenkapitalen	102

8.3.1 Netto driftsrentabilitet/-krav	103
8.3.2 Netto driftsrentabilitet for Lerøy og bransjen	104
8.3.3 Dekomponering av netto driftsrentabilitet	105
8.3.4 Common size	108
8.3.5 Dekomponering av onde	113
8.3.6 Oppsummering drift	114
8.4 Analyse av finansiering	115
8.4.1 Netto finansiell gjeldsrentabilitet og tilhørende krav	115
8.4.2 Finansiell dekomponering	117
8.5 Oppsummering av lønnsomhet	120
Kapittel 9 – Fremtidig avkastningskrav	121
9.1 Risikofri rente i fremskrivningsperioden	121
9.2 Totale avkastningskrav for fremskrivningsperioden	122
9.3 Oppsummering	123
Kapittel 10 – Fremtidsbudsjett	125
10.1 Fremskrivningsperiode	125
10.2 driverne i fremtidsbudsjettene	126
10.2.1 Driftsinntekter - di	127
10.2.2 Omløpshastighet for netto driftseiendeler - onde	131
10.2.3 Netto driftsmargin - ndm	133
10.2.4 Netto driftsrentabilitet og netto driftskrav	136
10.2.5 Finansiell gjeldsgrad - fgd	137
10.2.6 Finansiell eiendelsdel - fed	137
10.2.7 Finansiell gjeldsrentabilitet - fgr	138
10.2.8 Finansiell eiendelsrentabilitet – fer	138
10.2.9 Minoritetsinteressens rentabilitet og minoritetsandel – mir og mid	138
10.2.10 Netto utbetalt utbytte – nbu	138
10.2.10 Oversikt over utviklingen i forholdstallene	139
10.3 Fremtidsregneskap for fremskrivningsperioden og steady state	139
10.3.1 Resultatregneskap for fremskrivningsperioden og steady state	140
10.4 Kontantstrømmer for fremskrivningsperioden og steady state	141
10.4.1 Frikontantstrøm til egenkapital for perioden 2010 til 2021	142

Kapittel 11 - Fundamental verdsettelse	143
11.1 Valg av modell.....	143
11.2 Verdsettelsen	145
11.3 Konvergering.....	150
11.4 Sensitivitetsanalyse	152
11.4.1 Endringer vekst i driftsinntekt	152
11.4.2 Netto driftmargin.....	153
Kapittel 12 – Oppsummering og handlingsstrategi.....	155
12.1 Handlingsstrategi	156
Kapittel 13 – Referanseliste	159
13.1 Internettressurser.....	159
13.2 Litteratur:.....	165
13.3 Forelesningsfoiler	166

Kapittel 1 - Innledning

Dette innledende kapitlet inneholder tre deler. I del 1 vil vi tilkjenne våre motiv bak valg av emne. Dernest vil vi i del 2 kort oppsummere hensikten med utredningen og de begrensningene og avgrensningen som ligger til grunn for arbeidet. Til slutt vil vi i del 3 skissere strukturen i utredningen.

1.1 Valg av emne

Havbruksnæringen, heretter kalt oppdrettsnæringen, har flere interessante dimensjoner ved seg. For det første er næringen, som en produsent av næringsmidler, en viktig næring. På global basis vil behovet for mat vokse voldsomt de nærmeste tiårene, dels som en følge av befolkningsvekst og dels som en følge velstandsvekst i de ”nye økonomiene”. For det andre representerer oppdrettsnæringen en livbøye for norsk industri i fremtiden når oljealderen tar slutt. Stadig flere i Norge spør seg ”hva skal vi leve av når oljen tar slutt”. Når oljen tar slutt er det avgjørende for vårt sosialdemokratiske velstandssamfunn at vi produserer varer og tjenester som er etterspurt internasjonalt. Hvis ikke kan vi ende opp med å leve i et importdominert land, med de følger dette har for nasjonaløkonomien og statsøkonomien. Til slutt vet vi at fisk generelt representerer en sunn tilgang til proteiner, fett osv., slik at det ligger god etikk i produksjonen av fisk. Vi kunne selvsagt fortsatt listen. Miljø, forskning, strategisk ressurs osv. er alle viktige og interessante dimensjoner ved fiskeproduksjonen.

Første gangen vi så på oppdrettsnæringen i utrednings øyemed var under vår felles bacheloroppgave. Den gang var formålet med utredningen å analysere finanskrisens innvirkning på norsk eksportindustri. Det var nettopp dette eksportfokusert som dro oss mot oppdrettsnæringen. Her på vestlandet har vi ofte kun fokus på olje og fisk så da ble det, litt tilfeldig, fisk. Da vi begynte å jobbe med oppdrettsnæringen ble vi veldig fasinert. Det var langt mer ved denne næringen enn det vi hadde forventet.

Det analysearbeidet vi utførte i forbindelse med bacheloroppgaven hadde en annen vinkling enn den som ligger til grunn for en verdsettelse. Den regnskapsmessige analysen var veldig grunn fordi omfanget av en bacheloroppgave er halvparten av en masteroppgave og videre, vi analyserte 3 selskap der i blant Lerøy. Derfor vil ingenting av det materialet som er presentert i denne utredningen være hentet fra vår bacheloroppgave. Det eneste vi tar med oss fra arbeidet med bacheloroppgaven er en del tanker om næringen, problemstillinger knyttet til

næringen og en generell innsikt i/oversikt over næringen. Tillegg tar vi med oss valget av selskap, Lerøy.

Valget av konsernet Lerøy Seafood ASA Group, heretter omtalt som selskapet Lerøy, ble foretatt ved at vi under bacheloroppgaven laget et utvalg av aktører i næringen. Utvalgskriteriene var i all hovedsak størrelse på selskapene og at de var norskproduserende. Vi ville ha selskap som ikke var ubetydelige og produserte i Norge. Utvalget den gang var ikke tilfredsstillende slik at kun Lerøy blir med oss videre til denne utredningen.

1.2 Hensikten ved utredningen og begrensningene/avgrensningene

Målet for denne utredningen er å finne den underliggende verdien på Lerøys egenkapital. Hele utredningen er gjennomført i lys av et tenkt scenario, hvor vi er en gruppe investorer som søker positiv avkastning på økonomiske midler. Ved kjøp motivert av verdi (ikke strategi) er det egenkapitalen en investor betaler for. Dersom vi gjør en god verdsettelse vil verdien vi fester på Lerøy, være den teoretisk riktige verdien på selskapets egenkapital. Den kalkulerede verdien vil så bli sammenlignet med børskursen. Børskursene representerer markedets verdivurdering av egenkapitalen. Dersom vår beregnede egenkapitalverdi avviker fra børsverdien, må stille oss spørsmålet om hvilken verdi som er riktig. Det har blitt sagt en gang om aksjer, at en gitt aksje er verd så mye som noen er villige til å betale for den. Gitt at vi antar at vår verdi er riktig og videre at estimert verdi er høyere enn børskursen, må vi ta stilling til om vi skal kjøpe oss inn i selskapet. Handlingsstrategien kommer vi tilbake til etter verdsettelsen i utrednings siste kapittel.

Utredningen vår har noen naturlige begrensninger. Den viktigste naturlige begrensningen beror på psykologi. I og med at vi ikke har noe å tape på å være overoptimistiske, mister vi den psykologiske dimensjonen som ligger i virkelige egenkapitalinvesteringer. Konsekvensen kan være at våre anslag ubevisst blir for positive fordi vi ikke har noe å tape.

Videre utgjør den generelle konsolideringen i næringen det seneste tiåret en naturlig utfordring. Utvalget vårt av potensielle selskap som vil kunne inngå i bransjeutvalget er minimalisert. Vekslede eier forhold, fusjoner/oppkjøp osv. har medført et svært fragmentert regnskapsmessig grunnlag, tilknyttet mange nåværende konsern i næringen. Vi står altså i fare

for å velge oss et bransjeutvalg som er skjevt sammenlignet med virkeligheten. Videre løper vi en fare for at bransjeutvalget blir lite homogent og lite sammenlignbart med Lerøy.

Vi vil under arbeidet med utredningen forsøke å være obs på ovennevnte begrensninger/problemstillinger, og vi forholder oss til dem underveis i utredningen, uten å eksplisitt kommentere det.

Vi har også en viktig avgrensning å gjøre. Vårt scenario, konteksten om du vil, er egenkapitalinvestors posisjon. For å replikere en egenkapitalinvestors forutsetninger, er det viktig at vi ikke innrømmer oss mer innsikt i selskapene enn det en reell investor ville ha hatt. Vi vil ikke ha noen form for kontakt med noen av selskapene. Heller ikke i arbeidet med bacheloroppgaven hadde vi kontakt med noen av selskapene. Kun allmenntilgjengelig informasjon er brukt, det være seg årsregnskap, kvartalstall, bøker, internettartikler/-hjemmesider mv. Vi avgrenser altså mot innside informasjon.

1.3 Struktur

Grovt skissert kan vi si at denne utredningen har fire deler. Hver del er kort oppsummert i de påfølgende avsnittene.

Først vil vi presentere oppdrettsnæringen, selskapet Lerøy og veldig kort de selskapene som utgjør bransjeutvalget. Dette vil være utredningens kapittel 2. Videre, i kapittel 3, vil vi presentere ulike verdsettelsesteknikker (rammeverk for verdsettelse) med påfølgende valg av teknikk. Valget av teknikk beror på bransje og selskaps informasjon fra kapittel 2. Kapittel 2 og 3 er utredningens del 1.

Utredningens del 2 vil bestå av et kapittel, strategisk analyse. I den strategiske analysen vil vi undersøke ulike makroforhold, bransjeforhold, selskapsforhold med virkning for næringen. Formålet ved den strategiske analysen er å gi en kvalitativbasert antagelse om hvorvidt Lerøy har en strategisk fordel i forhold til bransjen, eller om bransjen har en strategisk fordel i forhold til de avkastningskravene som foreligger. Dette er utrednings kapittel 4.

I utrednings del 3 vil vi ved en kvantitativ analyse tallfeste (syntetisk rating) den risikoen som er forbundet ved Lerøys økonomiske forhold, estimere historiske avkastningskrav tilknyttet selskapet og beregne Lerøys historiske rentabilitet. Disse tre forholdene er utredningens

kapittel 6, 7 og 8. Vi vil her få svar på om våre antagelser omkring eventuelle strategiske fordeler i kapittel 4 var riktige. Tallmaterialet brukt i disse tre kapitlene er hentet fra kapittel 5, strategisk regnskapsanalyse.

Del 4 av utredningen består av kapitlene 9, 10, 11 og 12. Gitt den strategiske analysens del 2 og de historiske dataene fra del 3, vil vi i del 4 beregne verdien per aksje i Lerøy. Verdsettelsen foregår i kapittel 11. Verdsettelsen baserer seg på estimert fremtidig avkastningskrav for Lerøy og fremstidsbudsjett/fremskrevet kontantstrøm. Dette vil være utrednings kapittel 9 og 10. Til slutt i del 4 (og utredningen) vil vi vurdere hvilken handlingsstrategi vi skal velge, gitt de foregående kapitlene.

Kapittel 2 - Presentasjon av oppdrettsnæringen og LSG ASA

Før vi begynner med analysen vil vi se på hvilke eksterne faktorer som påvirker bransjen. Deretter blir det en gjennomgang av bransjen generelt og selskapene som er med i bransjeutvalget. Avslutningsvis i kapitlet er det en litt mer omfattende gjennomgang av Lerøy Seafood Group ASA.

2.1 Makro forhold som påvirker bransjen

2.1.1 Konsesjoner

Oppdrettsnæringen er regulert av konsesjoner for settefisk og oppdrett. Antall konsesjoner totalt og antall konsesjoner et selskap kan ha er regulert av Fiskeridepartementet. I kapittel 2.2.2 er det gjengitt hvor mange konsesjoner som er utstedt i Norge. Reguleringen av antall konsesjoner er i hardt vær for tiden. Marine Harvest, som er den største aktøren i Norge, har ikke lenger mulighet til å foreta flere oppkjøp på grunn av at de har nådd grensen for antall tillatte konsesjoner. De har derfor gått ut og kritisert reguleringen som har forårsaket tapte muligheter til oppkjøp.

2.1.2 Etterspørsel og effekt på pris

Næringen har i hatt en større tilgang til å levere til det amerikanske markedet. Dette kommer som en konsekvens av de problemene som har forekommet i Chile. Problemene i Chile blir omtalt senere i kapitlet. For den norske delen av oppdrett er dette en mulighet til å komme inn på verdens 3. største marked for fisk. Det har tidligere vært problemer å komme inn på dette markedet noe vi vil komme tilbake til.

Kina er det markedet som har den mest voksende økonomien. Det vil her være en mulighet for norsk oppdrett å komme seg inn på det markedet som etter hvert ser ut til å bli av de mest viktige i verden. Det er enda ikke sikkert i hvilken grad etterspørselen etter oppdrettslaks vil være, men mulighetene er der.

Et problem for næringen er at en produksjonstid på cirka 1,5 år gir et opphav til å benytte spill-teori i tider med høy etterspørsel. Prisene er da høye og ønsket om å ta del i denne prisstigningen viser det seg at samtlige oppdrettere foretar en økning i produksjonen. Når

fisken er klar til salg forekommer det et overskuddstilbud som senker prisene igjen. En oversikt over prisutviklingen for atlantehavslaks er vist i figur 2.8.

2.1.3 Renteendringer

Det er en kapitalintensiv næring så det er behov for relativt mye lån. Dette gjør at utviklingen av rentenivået har en stor innvirkning på selskapene. Vi vil se nærmere på kostnader av finansiering i kapittel 8.

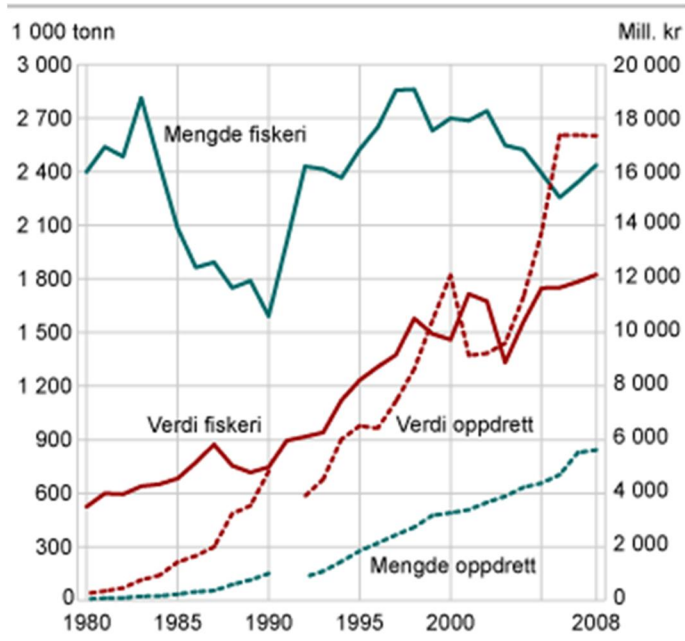
2.2 Presentasjon av havbruksnæringen

For å få en bedre innsikt i LSG er det fordelaktig å se på næringen og hvordan denne har utviklet seg.

2.2.1 Utviklingen innen havbruksnæringen som del av fiskeri- og havbruksnæringen

Norge er en nasjon med lange tradisjoner med å benytte de maritime fordelene som er gitt av den lange kysten. Fiskeri var lenge den viktigste næringen for å utnytte det biologiske mangfoldet langs kysten., men dette ble forandret da havbruksnæringen for alvor gjorde inntog på begynnelsen av 1980-tallet. Utviklingen i mengde og verdi av fiskeri og oppdrett er vist i figur 2.1. Denne tabellen viser bare utviklingen frem til 2008 da tallene for 2009 fremdeles bare er midlertidige og innsamlingene for 2010 ikke enda er påbegynt. Dette er imidlertid ikke et problem da trenden kommer frem og viser en tydelig økning i mengde og verdi for oppdrettsnæringen sett i forhold til fiskeri. Fra sin spe begynnelse i 1980 utgjorde oppdrettsnæringen 58,3 % av fiskeri- og oppdrettsnæringens førstehandsverdi på 29,5 mrd. Nok i 2008¹.

¹ www.ssb.no/emner/10/05/fiskeri_havbruk/



Figur 2.1 utviklingen i mengde og verdi av fiskeri og oppdrett 1980 – 2008²

Foreløpige tall for 2009 viser til at trenden fortsetter og oppdrett stadig blir en større andel av den totale biologisk-maritime næringen. Det er viktig å merke seg at oppgangen i 2009 kommer fra en økning solgt mengde av laks på 17 % og økning i pris på 12 % i forhold til 2008. Salgsøkningen for 2009 kommer mye av problemene som førte til produksjonsstans i Chile i 2009 hvor Norge overtok mye av leveransene til store markeder deriblant USA. De øvrige produktgruppene hadde alle en tilbakegang i 2009³, noe vi vil komme tilbake til i kapitlet om de forskjellige produktene oppdrettsnæringen produserer.

Definisjon av førstehandsverdi:

“Ved salg av slaktet matfisk er førstehandsverdien den prisen oppdretteren får ved salg av uforedlet fersk eller frosset fisk. Verdien av fisk foredlet videre i eget anlegg inngår i førstehandsverdien.⁴”

² www.ssb.no/emner/10/05/fiskeri_havbruk/

³ <http://www.ssb.no/emner/10/05/fiskeoppdrett/>

⁴ <http://www.ssb.no/emner/10/05/fiskeoppdrett/>

2.2.2 Bransjens struktur

Bransjen består av 4 produksjonsstadier; produksjon av settefisk, oppdrett, videreforedling og salg.

Produksjon av settefisk

Produksjon av oppdrettsfisk begynner ved å blande egg og melke for å befrukte eggene. Denne prosessen kan foretas i settefiskanleggene, men blir som oftest foretatt i spesialanlegg bedre egnet for formålet. Etter 2 måneder klekkes yngelen og blir satt i ferskvannstanker hvor de lever ca. 1 år og har nådd en vekt på 100 gram. Fisken er nå smolt som kan settet i saltvannsmerder⁵.

For å kunne produsere settefisk må det være tildelt en tillatelse fra Fiskeri og kystdepartementet. I 2009 var det utdelt 258 konsesjoner for produksjon av settefisk, herav 214 for laks og regnbueørret.

Oppdrett

Smolten settes i merder, med opp til 1 million fisk per anlegg, hvor de blir matet med pellets som for det meste inneholder de fisketypene og næringsstoffene de ville fått i seg i det fri. Overgangen fra smolt til slakteferdig laks tar ca. 1,5 år etter hvor den har nådd en vekt på ca. 5 kilo⁶.

Oppdrettsnæringen er, som settefiskproduksjonen, basert på tillatelser fra Fiskeri og kystdepartementet. Antall konsesjoner i 2009 var 1239, herav 986 for laks og regnbueørret. Lerøy Seafood vil etter et oppkjøp som skal gjennomføres i løpet av november inneha 130 konsesjoner for oppdrett av laks⁷.

⁵ <http://havbrukssenter.no/index.php?m=laksensliv&fil=laksensliv.html>

⁶ <http://havbrukssenter.no/index.php?m=laksensliv&fil=laksensliv.html>

⁷ <http://stocklink.no/Article.aspx?id=72335>

Videreforedling

Hoveddelen av fisken som kommer fra oppdrettene blir sløyd og pakket i kasser med is for så å bli sent ut av landet for å bli videreforedlet der. Det finnes fremdeles noen spesialiserte fabrikker i Norge som gjør denne jobben, men det er i liten skala og stort sett forbeholdt den fisken som blir levert lokalt til kjeder i Norge. Fisk som skal videreforedles blir sendt til fabrikkene hvor de blir sløyd, filetert, kuttet og pakket ferdige til salg.

Salg

Fisk fra norsk oppdrett blir solgt som ferdigpakket fisk og hel fisk i norske butikker, denne delen av salget blir oftest gjort med videre foredleren som leverandør og selger, og de norske kjedene som kjøpere.

Den andre delen består av eksport til andre markeder rundt om i verden. Norsk oppdrett er med i verdenstoppen når det kommer til salg av fisk og spesielt laks, noe vi kommer tilbake til under markeder og produkter. Denne delen av salget blir oftest gjort av profesjonelle meglere.

Vertikal integrasjon

Verdiprosessen i oppdrettsnæringen har mange steg og med det gir muligheten til aktører på flere av nivåene, men det viser seg at aktørene i bransjen ofte er vertikalt integrerte fra utsetning av oppdrett til salg av ferdig produkt. Dette er LSG et eksempel på, noe som vil bli vist i presentasjon av bedriften.

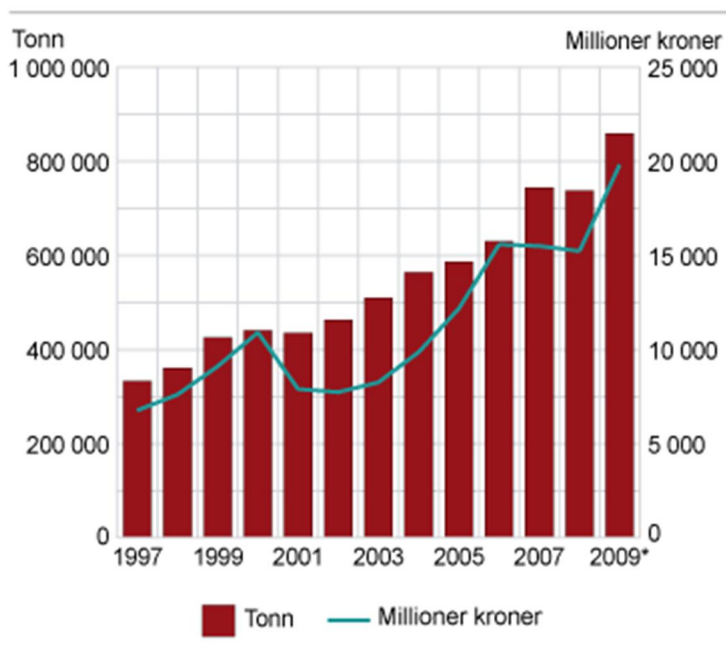
2.2.3 Produkter

Laks

Atlanterhavslaks, som oftest omtalt som laks i Norge, er hovedproduktet inne oppdrett i Norge. Denne delen av oppdrett står for 85 % av den samlede førstehåndsverdien til oppdrettsnæringen. Dette fører til at utviklingen i denne produktgruppen er avgjørende for utviklingen for oppdrettsnæringen som helhet. Foreløpige tall for 2009 bekrefter dette da det

her har vært en positiv utvikling innen pris og solgt kvantum for oppdrettsnæringen som helhet og laks som produkt mens det har vært en tilbakegang for de øvrige produktene.

Selv økningen i solgt mengde av laks er positivt i talldataene vi har gått gjennom så langt har det i større grad blitt stilt spørsmål ved det bærekraftige antallet laks en mir kan inneholde. Dette er knyttet til det økende problemet med lakselus som vi vil komme tilbake til i kapitlet om miljøproblematikken.

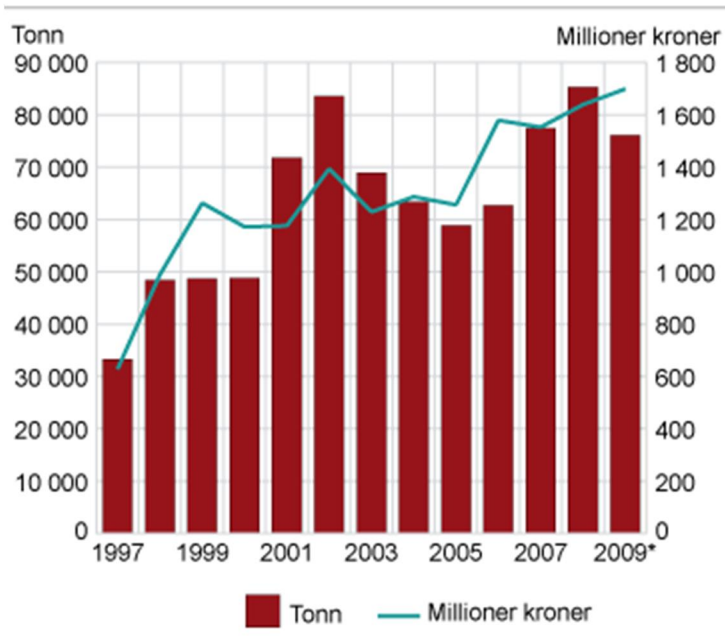


Figur 2.2 Solgt mengde og førstehåndsverdi av laks i perioden 1997 - 2009⁸

Ørret

Ørret er satsingsområde nummer to for oppdrettsnæringen, men som det kommer frem av tabellen på neste side er det veselig lavere verdier en for laks. Omsetning og pris på dette produktet har hatt en tilbakegang i de siste tallene som ha kommet inn for 2009, men grunnet den oppgangen i laks fikk ikke dette utslag på totalen til næringen.

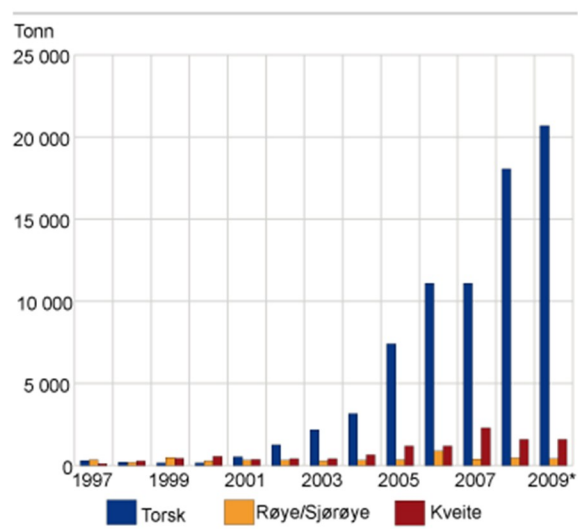
⁸ http://www.ssb.no/fiskeri_havbruk/



Figur 2.3 Solgt mengde og førstehåndsverdi av regnbueørret i perioden 1997 - 2009

Skalldyr og andre fiskesorter

Hovedsakelig består denne gruppen av torsk og blåskjell, men andelen er liten av omfang og vil med det ikke ha den store innvirkningen på næringen som helhet og heller ikke være relevant for oppgaven videre. Det kan allikevel være verdt å merke seg utviklingen vist under:



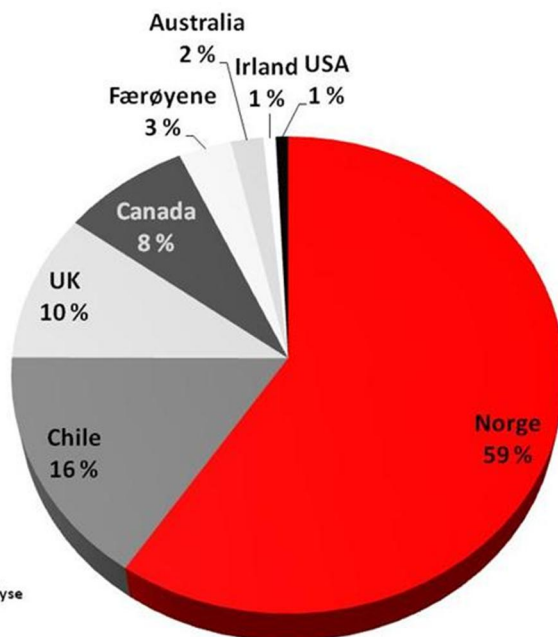
Figur 2.4 Solgt mengde av andre fiskearter i tonn⁹

⁹ <http://www.ssb.no/emner/10/05/fiskeoppdrett/>

2.2.4 Eksport og andre opphavsland

Atlanterhavslaks

Norge er verdensledende i produksjon av Atlanterhavslaks og hadde 58 % av antall produserte tonn i 2009.

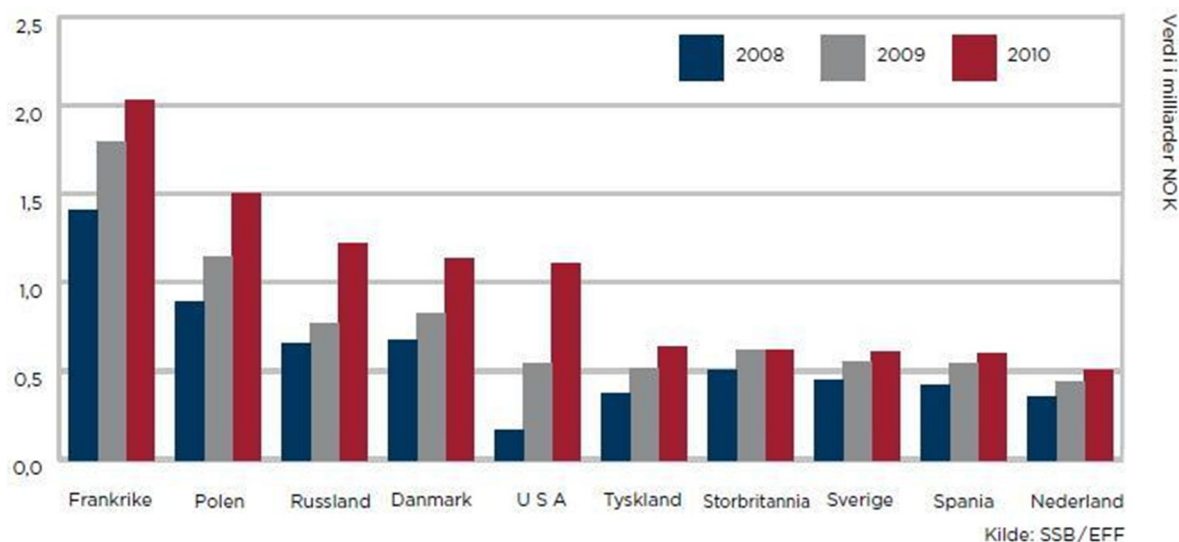


Kilde: Kontali analyse

Tabell 2.5 Produksjon av Atlanterhavslaks i 2009. Totalt 1,42 millioner tonn¹⁰

Hovedmarkedene for norsk laks er Frankrike, Polen, Russland og Danmark. Polen og Danmark kan ikke regnes som konsumentland da mye av eksporten blir videreforedlet for så å sendes videre til andre land. Her viser og problemene i Chile seg ved at USA har hatt en stor økning i import av norsk laks.

¹⁰ <http://laksefakta.no/nokkelinfo.html>



Figur 2.6 Viktigste markedene for norsk atlantehavslaks¹¹

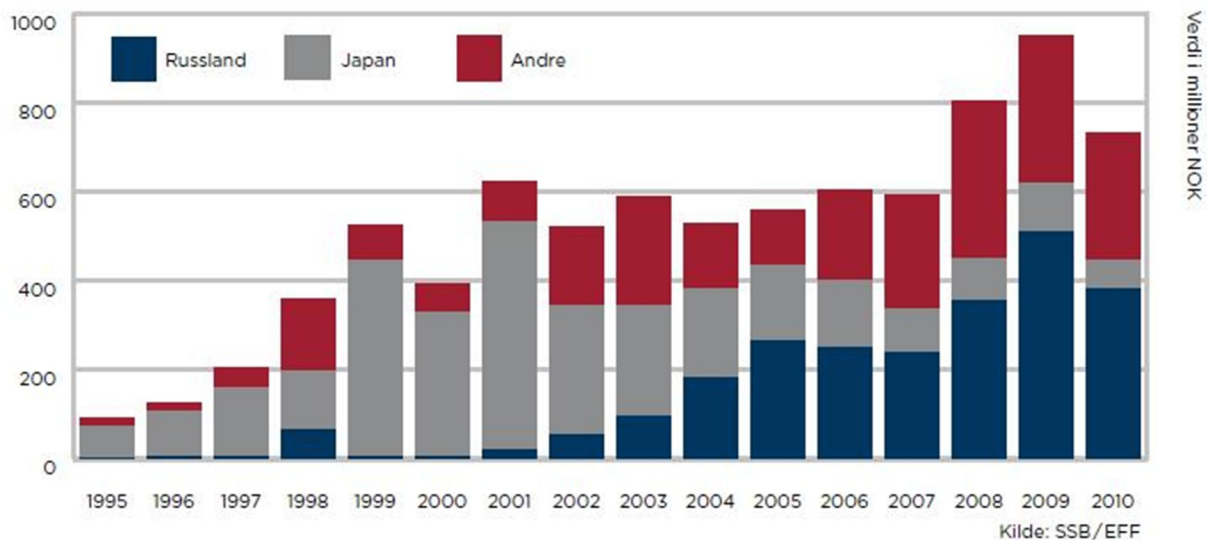
Utfordringer med straffetoll

USA var lenge av den oppfatning at norsk oppdrettslaks ble subsidiert av det offentlig og innførte en høy straffetoll som gjorde det vanskelig å konkurrere i det amerikanske markedet. Denne blokaden av den norske oppdrettsnæringen har avtatt de siste årene, men har gjort til at utviklingen av dette markedet er langt bak det som kunne vært tilfellet dersom denne straffetollen ikke hadde blitt innført. Chiles problemer fra 2009 har gitt den norske næringen en åpning for ekspansjon i det som er verdens 3. største sjømatmarked noe vi vil se nærmere på når vi diskuterer framtidsutsiktene til næringen og vår bedrift.

Regnbueørret

Norsk regnbueørret har vist en stor tilbakegang i første halvdel av 2010, mye grunnet en generell redusering i pris på regnbueørret og en tilbakegang på kvantum eksportert til Russland.

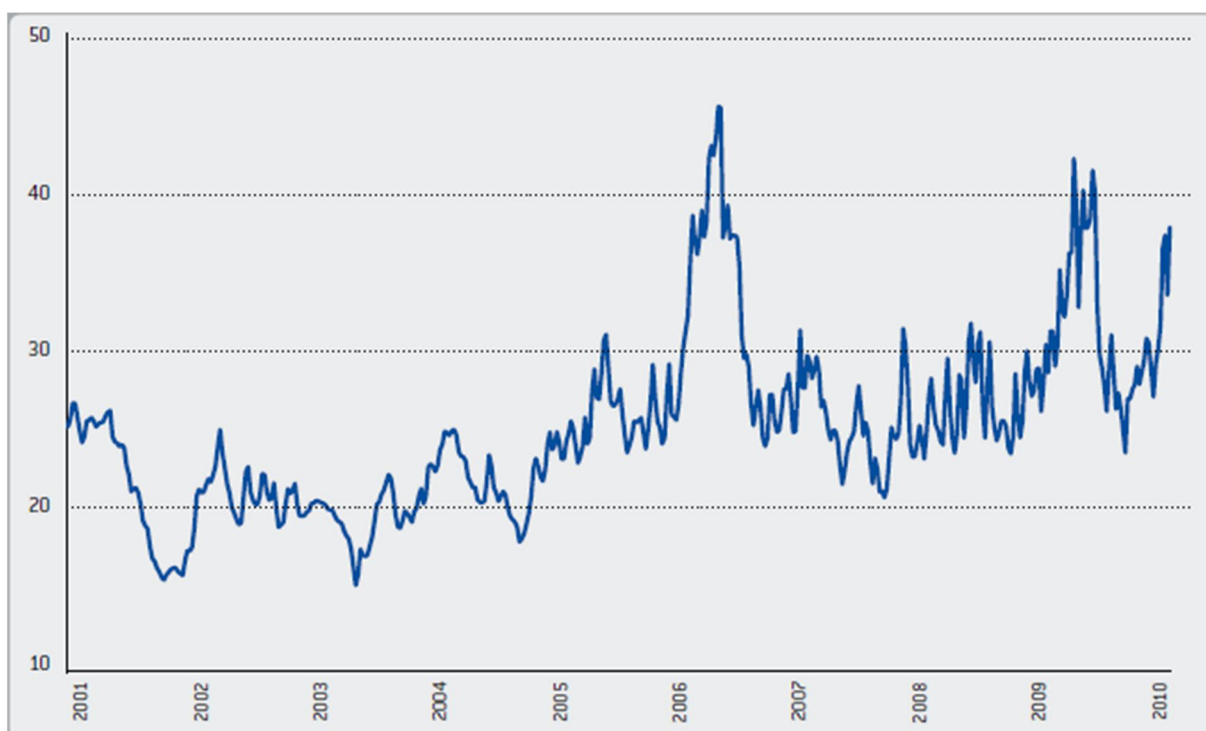
¹¹ Eksportutvalget for fisk, våren 2010, "Verden og vi"



Figur 2.7 Viktigste markedene og total verdi for eksport av norsk regnbueørret¹²

2.2.5 Prisstruktur

Variasjon i pris for oppdrettsfisk ha hatt en prisstruktur som er lik den som finnes for commodities. Prisene varierer fra uke til uke alt etter etterspørselen i markedet.



Figur 2.8 Utviklingen i pris for atlaterhavslaks

¹² Eksportutvalget for fisk, våren 2010, "Verden og vi"

Aktørene i næringen har ytret et ønske om å komme seg bort fra omtalen av produktene deres som commodities og utvikle en merkevare innen segmentene og markedene de opererer i. Dette kan bli en utfordring i produktgruppe det ikke blir differensiert mellom leverandørene og pris blir eneste avgjørende faktor ved salg.

2.2.6 Omstridte miljøspørsmål

Global oppvarming

Global oppvarming er verdens mest omtalte miljøproblem og vil med tiden bli et problem for oppdrettsnæringen. Temperaturen i sjøen langs Norges kyst er en viktig faktor for muligheten til å drive med oppdrett. Fisken skal ha en jevn høy temperatur men den globale oppvarmingen kan føre til at denne temperaturen blir for høy til at oppdrett kan fortsette langs kysten på Vestlandet. Det har i den senere tid blitt observert et økende ønske om konsesjoner i Nord-Norge for å sikre seg for fremtiden.

Lakselus

Oppdrettsnæringen har de siste årene vært i hardt vær etter en stor og alarmerende økning i andelen lakselus i merdene. 2009 ble omtalt som kriseåret der det var en topp, men senere meldinger viser at det per september 2010 er mer lakselus enn det var i 2009. De mørke tallene som ble presentert i 2009 gjorde at næringen måtte gjøre tiltak og foretok nedslakting av store mengder laks og satte ut flere leppefisk som skulle spise lakselusen. Det blir argumentert med at disse tiltakene ikke har fungert da situasjonen ikke har bedret seg, og heller forverret seg siste året. Fiskeri- og havbruksminister forsvarte oppdrettsnæringen på Tv2 Nyhetene 26. september og argumenterte med at dette er en langsiktig prosess som ikke lar seg ordne på kort sikt. Inhabilitetsspørsmålet som kan stilles da ministeren er medeier i et oppdrettsanlegg er en problemstilling av interesse, men da dette ikke er oppgavens hensikt vil ikke dette bli sett nærmere på.

Lakselus er ikke bare et problem som skader oppdrettsnæringens inntjening, men skaper problemer for villaksen i områdene rundt. Miljøforkjemperen Knut Oddekalv er blant de fremste forkjemperne mot oppdrett i Norge, og har bred støtte blant elveeierne som har fått lakselus-problemet i sine elver. Oddekalv har uttalt i offentlig medier at han vil, om

nødvendig, gå til ulovlige tiltak og umoralske tiltak for å stoppe oppdrettsnæringen i Norge. Så sent som i 2010 hadde Oddekalv en protestaksjon i Spania hvor han tok norsk oppdrettslaks og fremstilte denne som uspiselig og farlig. Slike svertekampanjer kan få innvirkning på salget og Eksportutvalget må benytte store ressurser på å rette opp i Oddekalv sine påfunn.

Rømming av oppdrettsfisk

Enhver rømming av oppdrettslaks skal rapporteres til myndighetene, men rapporter viser at oppdrettere ofte har unnlatt å rapportere dette.

Rømming av oppdrettslaks truer variasjonen i villaksbestanden og er med på å spre lakselus. Villaksen i seg selv vil ikke være truer av rømmingen, men genetisk kan vi miste forskjellige variasjoner av villaksen ved at oppdrettslaksen, som er genetisk utvalgt og veldig lik uavhengig av oppdretter, formerer seg med villaksen.

2.2.7 Hovedaktører i Norge

Norge har fem børsnoterte selskaper innen havbruksnæringen. Marine Harvest, Cermaq, Lerøy og Grieg Seafood har i sin historikk hatt oppkjøp som ha gjort at de er blant de verdensledende selskap innen produksjon av oppdrettslaks. SalMar er blant de ledende innen produksjon i Norge. Konkurrentene til Lerøy blir presentert først og introduseres etter størrelse på omsetning, hvor høyeste kommer først. Lerøy blir presentert til slutt siden det blir en mer omfattende presentasjon

Marine Harvest

Selskapene Pan Fish, Fjord Seafood og Marine Harvest ble en rekke oppkjøp av John Fredriksen fusjonert i 2006 og lagt under navnet Marine Harvest i 2007. John Fredriksen er fortsatt hovedeier i dag og har 30.14 % av aksjene. Marine Harvest verdensledende innen produksjon av oppdrettslaks med $\frac{1}{4}$ av produksjonen fordelt på de fire store lokasjonene for oppdrett Norge, Skottland, Canada og Chile. Selskapet ble hardt rammet av situasjonen i Chile og har gjennom 2009 foretatt en del omorganisering der antall ansatte ble redusert fra

7071 i 2008 til 4847 i 2009. Sammen med omorganiseringen gjorde en forbedring av situasjonen i Chile til at selskapet gikk med 1,3 mrd. i overskudd i 2009 mot et underskudd på 2,8 mrd. i 2008.

Tall i millioner NOK	2008	2009
Driftsinntekter	13 486	14 500
Resultat før skatt	- 1 168	1 832
Resultat etter skatt	- 2 852	1 302
Resultat per aksje	- 0,82	0,37
Resultatmargin	- 8,66 %	12,63 %
Egenkapitalandel	42,3 %	56,2 %

Tabell 2.1 Nøkkeltall for Marine Harvest¹³

Cermaq

Cermaq produserer både fiskefôr og oppdrettsfisk i Norge, Skottland, Canada og Chile. Ewos som er en produsent av fiskefôr med hovedfokus på fôr til lakseproduksjon og er en ledende aktør innen dette segmentet. Ewos står for den største delen av omsetningen med 6,3 mrd. i 2009. Mainstream produserer atlantisk laks, ørret og coho, og bidrar med en omsetning på 3,3 mrd. Cermaq vil med sine to satsingsområder ha en mer stabil inntjening og flere ben å stå på selv om begge er avhengig av oppdrettsnæringen. Problemer i Chile grunnet en laksesykdom har skapt problemer for Mainstream og gitt et lavt resultat de siste 2 årene, men en forbedring i slutten av 2009 gjør at Cermaq ser lysere på fremtiden selv om det vil kreve en del tiltak for å forbedre helsetilstanden videre i Chile.

¹³ Marine Harvest ASA, Årsrapport 2009

Tall i millioner NOK	2008	2009
Driftsinntekter	8 715	8 972
Resultat før skatt	- 30	484
Resultat etter skatt	- 58	296
Resultat per aksje	- 0,63	3,65
Resultatmargin	- 0,34 %	5,39 %
Egenkapitalandel	42 %	52,7 %

Tabell 2.2 Nøkkeltall for Cermaq¹⁴

SalMar

SalMar opererer hovedsakelig i Norge med oppdrett i Trøndelag, Møre og Romsdal og Troms. I tillegg eier de 50 % av Scottish Sea Farms Ltd., Englands nest største produsent av laks.

Tall i millioner NOK	2008	2009
Driftsinntekter	1 714	2 377
Resultat før skatt	235	634
Resultat etter skatt	169	471
Resultat per aksje	1,6	4,6
Resultatmargin	14 %	27 %
Egenkapitalandel	43 %	48 %

Tabell 2.3 Nøkkeltall for SalMar¹⁵

Grieg Seafood

Grieg er det minste selskapet blant de norske børsnoterte selskapene i omsetning med 1,6 mrd. Selskapet hadde ved slutten av 2009 oppdrett i Norge, Canada og Shetland, og inkludert hovedkontoret i Bergen hadde de 540 ansatte. Grieg satser på en videre organisk vekst i 2010 gjennom økt antall lokaliteter og flere utsatt smolt allerede implementert i 2009 noe som vil gi større mengde slaktet laks.

¹⁴ Cermaq ASA, Årsrapport 2009

¹⁵ SalMar ASA, Årsrapport 2009

Tall i millioner Nok	2008	2009
Driftsinntekter	1 477	1 613
Resultat før skatt	- 442	318
Resultat etter skatt	- 344	231
Resultat per aksje	- 4,5	2,45
Resultatmargin	- 29,93 %	19,71 %
Egenkapitalandel	29,6 %	38,5 %

Tabell 2.4 Nøkkeltall for Grieg Seafood¹⁶

2.3 Lerøy Seafood Group ASA

2.3.1 Historikk

Utviklingen av det som i dag er Lerøy Seafood Group ASA startet i 1939, da Hallvard Lerøy og Elias Fjeldstad, to av Ole Mikkel Lerøens ansatte, etablerte Hallvard Lerøy AS. Som konsernet i dag hadde Hallvard Lerøy AS som mål å utvikle nye markeder og være de første til å introdusere nye fiskesorter til konsumenter verden over.

Det som med tiden utviklet seg til å bli konsernet Lerøy Seafood Group ASA var, som mange andre norske selskap, et tradisjonelt eid familieselskap frem til 1997. Dette endret seg da en rettet emisjon mot finansielle investorer ble gjennomført i 1997, og selskapet på samme tid ble omdannet til et allment aksjeselskap. Etter at selskapet ble børsnotert i 2002 har det blitt gjennomført en rekke kontantemisjoner, som har bidratt til å gi Lerøy Seafood Group den muligheten de hadde behov for i overgangen fra å være en eksportbedrift til det som i dag er et konsern som omfatter høsting, videreforedling og salg/eksport av sjømat.

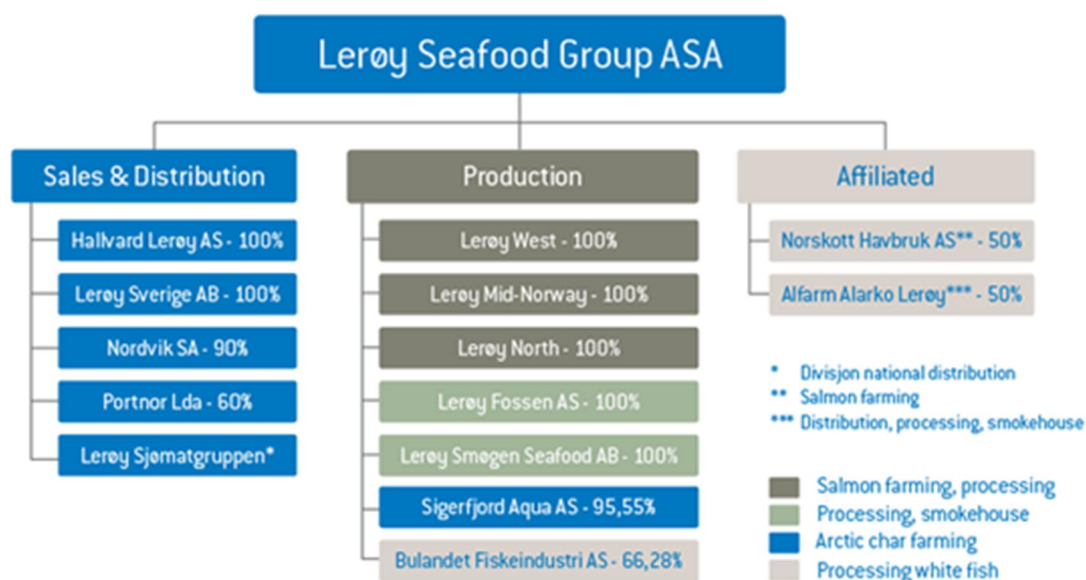
2.3.2 Lerøy i dag

Etter den rettede emisjonen i 1997 og de videre kontantemisjonene i perioden fra 2002 – 2007 har Lerøy Seafood Group ervervet seg andeler i en rekke virksomheter, både nasjonalt og internasjonalt. Ved utgangen av 2009 bestod konsernet av 15 hel- og deleide selskaper og 1563 arbeidsplasser.

¹⁶ Grieg Seafood ASA, Årsrapport 2009

Morselskapet i konsernet er utelukkende et holdingselskap som har til formål å eie selskaper med 5 ansatte i tillegg til konserndirektøren. Konsernets kjernevirksomhet som helhet er:

«Konsernets kjernevirksomhet er distribusjon, salg og markedsføring av sjømat, videreforedling av sjømat, produksjon av laks, ørret og andre arter samt produktutvikling»¹⁷.



Figur 2.9 Konsernstruktur per 30.09.2010¹⁸

2.3.3 Nøkkeltall for Lerøy¹⁹

År	2007	2008	2009
Driftsinntekter	6 290 898	6 057 053	7 473 807
Resultat før skatt	368 826	164 046	987 278
Resultat etter skatt	279 564	127 052	730 141
Resultat per aksje	5,75	2,33	13,62
Resultatmargin	5,9 %	2,7 %	13,2 %
ROCE	9,4 %	5,5 %	18,5 %
Egenkapitalandel	50,3 %	48,4 %	51,8 %

¹⁷ <http://www.leroy.no/no/Finans/>

¹⁸ <http://www.leroy.no/no/Finans/Om-selskapet/Konsernstruktur/>

¹⁹ Lerøy Seafood Group ASA, Årsrapport 2009 og Delårsrapport Q2 2010

	1. halvår 2009	1. halvår 2010
Driftsinntekter	3 344 000	4 049 000
Resultat før skatt	496 313	865 241
Resultat etter skatt	367 103	637 546
Resultat per aksje	6,85	11,88
Resultatmargin	14,8 %	21,4 %
ROCE annualisert	18,5 %	30,7 %
Egenkapitalandel	50,4 %	54,3 %

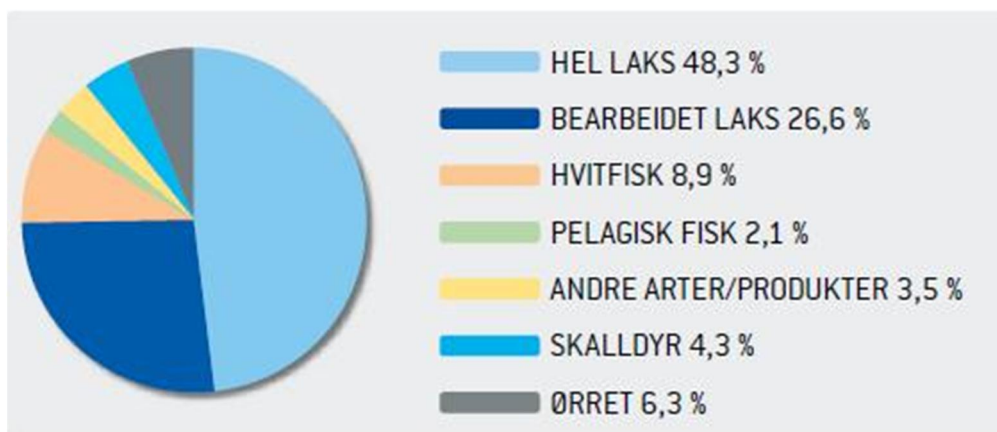
Lerøy hadde en liten tilbakegang i sin virksomhet i 2008 i forhold til 2007, men snudde dette rundt og hadde en forbedring i 2009 sett i forhold til de to foregående årene. Denne utviklingen fortsetter for første halvår i 2010 sammenlignet første halvår 2009. Klarer Lerøy å holde samme vekst ut året blir det andre år på rad med kraftig vekst. Tallene som er benyttet i framstillingen er, der dette er aktuelt, etter verdijustering for biologiske eiendeler. IFRS 41 er standarden for denne justeringen, men er en omdiskutert justering i verdiverdsettelsen og vil bli diskutert senere og juster for i verdivurderingen senere i oppgaven.

2.3.4 Virksomhetsområder

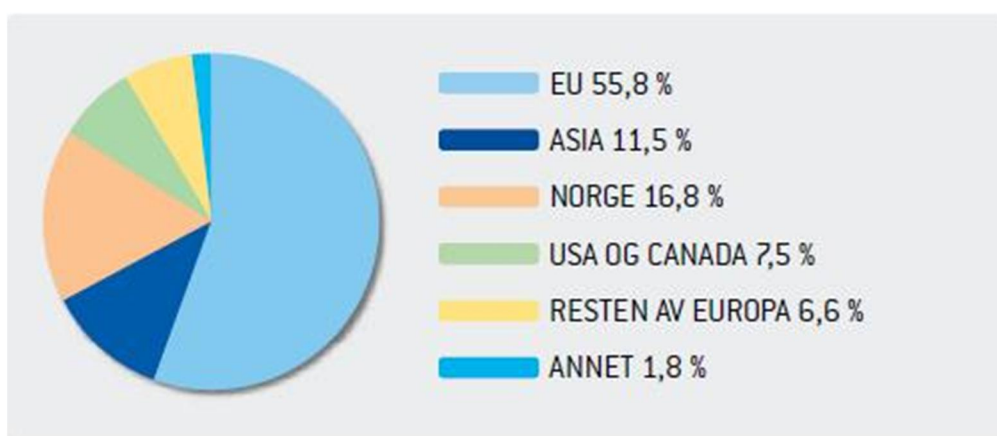
Lerøy er verdens nest største oppdretter av ørret og atlantisk laks og har mesteparten av sin produksjon i Norge. I tillegg har de produksjon i Skottland gjennom sin 50 % eierandel i Scottish Sea Farms, der SalMar eier andre halvdel.

2.3.5 Produksjon og markeder

Lerøy viser til lignende resultater som det næringen gjør både i laks sin dominans i andel av omsetningen og EU som største marked. Utviklingen i lakseprisene vil med det ha en stor innvirkning på selskapets resultat både gjennom omsetningen og verdijusteringen av biomasse.



Figur 2.10 Omsetningsfordeling kategorisert etter produkt²⁰



Figur 2.11 Omsetningsfordeling kategorisert etter marked²¹

2.4 Forskjeller mellom bransjen og Lerøy

Blant de selskapene som er valgt i til å være med i bransjeutvalget er det bare SalMar og Lerøy som hovedsakelig kun forholder seg til oppdrett i Norge. Denne mangelen på diversifisering vil i utgangspunktet være en bakdel, men det har vist seg at for perioden som har vært har dette vært en fordel. De tre andre selskapene har hatt store tap i Chile som følge av sykdommen, noe de “helnorske” selskapene har unngått.

Lerøy har en fordel i sin posisjon som den nest største oppdretteren i Norge og en god økonomi. Dette gir muligheter til oppkjøp av andre selskap som gir en økning i antall

²⁰ Lerøy Seafood Group ASA, Årsrapport 2009

²¹ Lerøy Seafood Group ASA, Årsrapport 2009

konsesjoner. Marine Harvest har som nevnt tidligere ikke lenger mulighet til å foreta oppkjøp siden de har nådd grensen for antall konsesjoner.

Kapittel 3 – Verdsettelsesteknikker

I en hver verdsettelsesprosess må en finne fram til den teknikken som passer verdsettelsesobjektet best og bruke denne. Dernest kan en utføre en forenklet verdsettelse ved bruk av en alternativ teknikk for å bedømme den første verdsettelsen. Vi får da et hint om riktigheten av den første verdien. De ulike teknikkene er altså supplement til hverandre.

3.1 Aktuelle verdsettelsesteknikker

Det er vanlig å skille mellom tre ulike typer verdsettelsesteknikker. Vi har fundamental verdsettelse, komparativ verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse.²² Hvilken en av disse som er mest funksjonell i gitt case avhenger av bransjen verdsettelsesobjektet befinner seg i, hvor i livssyklusen til produktene/bransjene vi befinner oss, og til slutt om vi kan forutsette fortsatt drift eller avvikling. I tillegg må en se på kvaliteten ved det materiellet som skal danne grunnlaget for verdsettelsesprosessen. Kvalitet her kan eksempelvis være forekomsten av historiske regnskapstall. I relativt unge virksomheter eksisterer ikke så mye historisk regnskapsmaterieil.

3.1.1 Fundamental verdsettelse

Samtlige fundamentale verdsettelsesteknikker er grundige og “alt om fattende” verdivurderinger. Dette medfører at de også er tidkrevende. Det forutsettes analyse av historisk strategi og regnskap gjennom utarbeidelse av et fremtidsbudsjett. Det en søker etter er selskapets underliggende verdi. Tanken er at den underliggende verdien skal sammenlignes med eksempelvis børsverdi, for å kunne finne ut om aksjene har en korrekt pris²³. I en fundamental verdsettelse kan man verdsette selskapets egenkapital direkte ved å bruke egenkapitalmetoden. Alternativt kan en ha en mer indirekte innfallsvinkel. En får da via selskapets total kapital for å finne egenkapitalen i selskapet. Sist nevnte metode kalles total kapitalmetoden eller selskaps kapitalmetoden.

²² Penman, 2007

²³ Penman, 2007

Egenkapitalmetoden setter verdi på selskapets egenkapital direkte ved å diskontere kontantstrømmene til egenkapitalen²⁴. Diskonteringsrenten blir satt lik selskapets fremtidige avkastningskrav på egenkapitalen. Det blir slik beregnet gitt en verdi på aksjonærenes interesse i selskapet. Totalkapitalmetoden på sin side setter verdi på selskapets egenkapital via nåverdien av totalkapitalen minus netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser. Selskapets driftsrelaterte kontantstrøm blir da verdsatt.

De to metodene har hver 4 ulike verdsettelses modeller:

- Superprofitt vekstmodellen
- Superprofitt modellen
- Kontantstrøm modellen
- Utbytte modellen

Gitt riktig bruk av modellene vil egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden gi samme beregnede verdi²⁵. Dersom en legger en livssyklusmodell til grunn, fungerer fundamentale teknikker best for selskap som er i en modenfase. Regnskapsfokuset i disse teknikkene medfører at regnskaps materiell for en hvis periode bakover i tid bør kunne frembringes. Mange vil hevde at egenkapitalmetoden i praksis kan være ustabil i bruk²⁶. Argumentene er at egenkapitalmetoden har flere mulige feilkilder. Totalkapitalmetoden antas da å være fordelaktig tilknyttet verdivurdering av et selskaps egenkapital verdi.

3.1.2 Komparativ verdsettelse

Den komparative verdsettelsen tar utgangspunkt i prisingen av andre virksomheter. Denne/disse prisen(e) danner så grunnlaget i prissetning av vårt verdsettelsesobjekt. Multiplikatormodellen som vi så vidt har nevnt tidligere er en slik modell. I tillegg kommer substansverdimodellen som en komparativ verdsettelsesmodell²⁷. Substansverdimodellen søker markedsverdien av eiendelene til virksomheten.

²⁴ Koller m. fl., 2005

²⁵ Koller m. fl., 2005

²⁶ Koller m. fl., 2005

²⁷ Penman, 2007

Multiplikatormodellen bruker sammenlignbare virksomheters pris/bok forhold som verdidriver i verdsettelsen av en gitt virksomhet. Utfordringen ved denne modellen er å finne sammenlignbare virksomheter da ingen virksomheter er helt like. Vi mener at multiplikatormodellen fungerer bedre som en substitutt til andre modeller/teknikker heller enn en selvstendig metode. Altså, en “second opinion”.

Substansverdimodellen tar utgangspunkt i balanseverdier. Det er viktig å understreke at bokførte balanseverdier ikke kan brukes, da vi søker virkelig verdi. Det beste vil være å ha markedsverdien av eiendelene i balansen. Alternativt kan en bruke likvidasjonsverdien. Den verdien en gjør bruk av må justeres for markedsverdien av gjelden, slik at vi står igjen med netto verdien av eiendelene. Summen av verdien av alle eiendelene er verdien av virksomheten. Substansverdimodellen passer best for kapitalintensive virksomheter som eiendom og shipping, fordi eiendelene i denne typen virksomheter henger nøye sammen med kontantstrømmene.

3.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Moderne virksomheter har ofte investert i opsjoner. Opsjonene kan være av drifts- eller finansrelatert. For virksomhetene gir både drifts- og finansopsjonene handlefrihet²⁸. Felles for begge opsjonstypene er at de kan representere store verdier som ikke kommer til uttrykk gjennom en fundamentalverdsettelse. En opsjonsbasert verdsettelse, hvor opsjonene blir gitt verdi, er således et godt supplement til en fundamentalverdsettelse. I likhet med de komparative verdsettelsesmodellene står en opsjonsbasert verdsettelse dårlig alene.

3.2 Valg av verdsettelsesteknikk for Lerøy

Vi har over sett på tre ulike verdsettelsesteknikker. Fundamentalverdsettelsesteknikk er veldig omfattende. Enkelte vil trolig si for omfattende, men vi velger og se på den som grundig.

²⁸ Koller m. fl., 2005

3.2.1 Valget

I forhold til Lerøy Seafood har alle verdsettelsesteknikken sine spesifikke styrker og svakheter. Den fundamentale verdsettelsen forutsetter en hvis grad av “bransjestabilitet”. Bransjen bør være i en moden fase sett i forhold til en livssyklusmodell. Oppdrettsbransjens produksjon for konsum i Norge og Sverige opplever vi som å være i en moden fase. Delvis vil vi også omtale produksjonen for konsum ellers i Europa som moden. Problemet er ekspansjonen til nye og potensielt store markeder. Disse markedene vil trolig “arve” en del av modenheten som finnes i eldre markeder (Europa og Norge/Sverige), men også være befattet med elementer fra tidligere livssyklusfaser. Vi har en del betenkeligheter rundt dette spørsmålet opp mot fundamental verdsettelse. Likevel, vi vurderer det ikke som tilstrekkelig grunnlag for ikke og velge fundamental verdsettelse. Fordelene ved fundamental verdsettelse er mange. Særlig liker vi måten den tar hensyn til de underliggende historiske tallene samtidig som den strategiske analysen gir en fremtidsvisjon. Videre er denne teknikken svært grundig slik at vi er trygg på at alle viktige forhold er tatt hensyn til.

Felles for opsjonsbasert verdsettelse og komparativ verdsettelse er at de står dårlig alene.²⁹ De er gode indikatorer for mer grundige teknikker og forholdsvis lite arbeidsintensive. Vi liker særlig multiplikatormodellen da denne, dersom brukt riktig, bringer bransjen inn i verdsettelsen på en dypere måte enn en fundamental verdsettelse.

Gitt betraktningene over faller valget vårt på en fundamental verdsettelse.

3.3 Rammeverk for Fundamentalverdsettelse

Fundamental verdsettelse tar utgangspunkt i historiske regnskapstall. Regnskapstallene blir bearbeidet for å finne de underliggende økonomiske forholdene. Litt forenklet kan vi si at vi omgrupperer regnskapstallene slik at representerer en investorsynsvinkel (virkelig verdi), ikke en kreditorsynsvinkel (konservativ verdi) som finansregnskapet har. Videre normaliseres tallmaterialet slik det representerer normaldriften i virksomheten. Målet er at vi står igjen med kontantstrømmene til kapitalen.

Det neste steget i en fundamental verdsettelse er å estimere fremtidige kontantstrømmer til kapitalen. Dette skjer ved at de historiske kontantstrømmene justeres for strategiske forhold

²⁹ Kinserdal, 2010, BUS 425; forelesningsfoilsett nr. 10

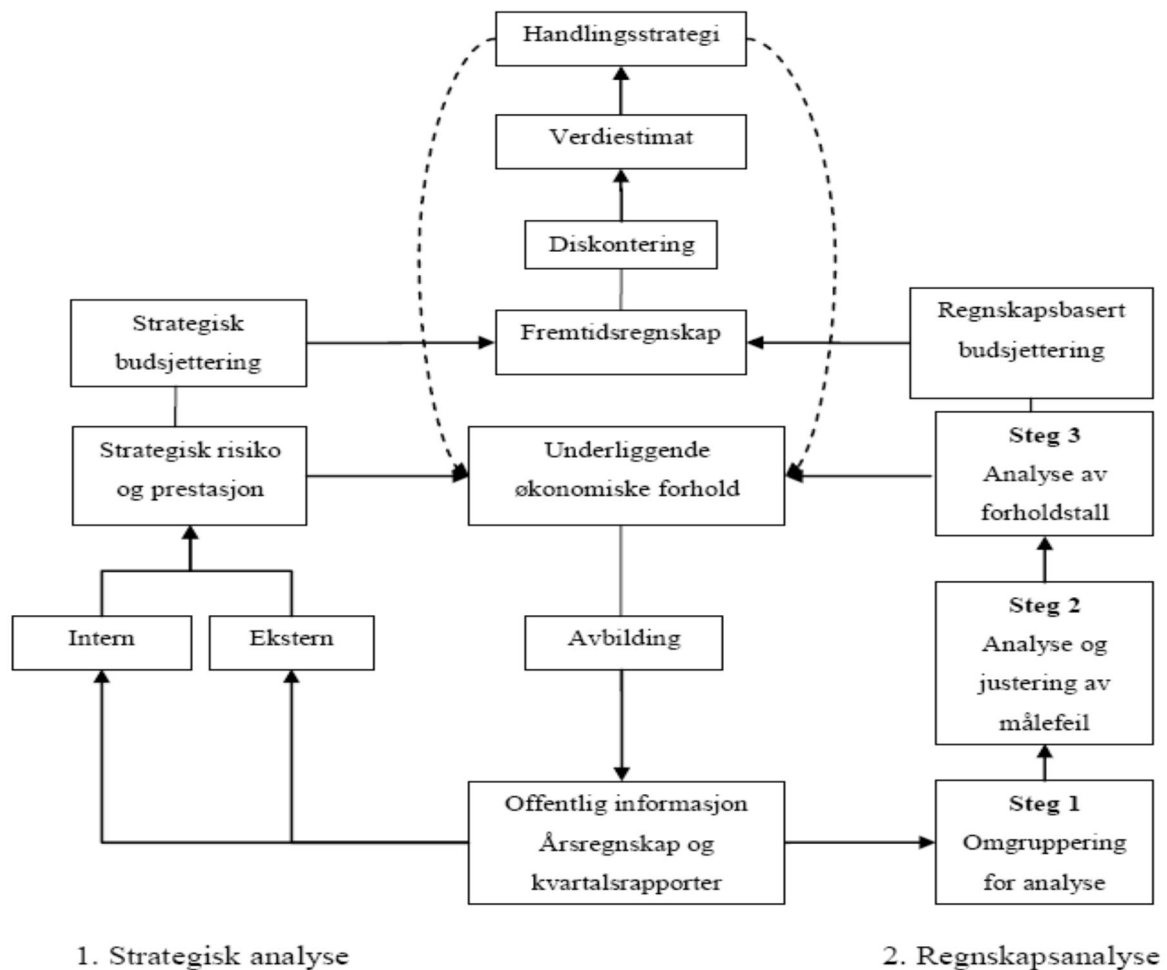
funnet i en foregående strategisk analyse. Resultatet er da et fremtidsbudsjett som genererer fremtidige kontantstrømmer til egenkapitalen.

Til slutt beregnes nåverdien av kontantstrømmene presentert i fremtidsbudsjettet ved å diskontere kontantstrømmene. Diskonteringen skjer ved en diskonteringsrente lik beregnet avkastningskrav til egenkapitalen. Nåverdien som beregnes er den antatte verdien av virksomhetens total kapital. Total kapitalen fratrekkes netto finansiell slik at vi står igjen med verdien av egenkapitalen. Det er verdien av egenkapitalen som er målet for enhver verdsettelse med henblikk på en eventuell investering.

Etter at verdien av virksomheten er funnet er det viktig å stille kritiske spørsmål vedrørende denne verdien. Er den riktig? Ofte er det lurt å lage en enkel subsidiær verdsettelse slik at en har en referanse og sammenligne med. Typisk er en slik enkel verdsettelse basert på en multiplikatormodell.

3.3.1 Modell

Modellen nedenfor illustrerer stegene i den fundamentalverdsettelse vi har skisert over.



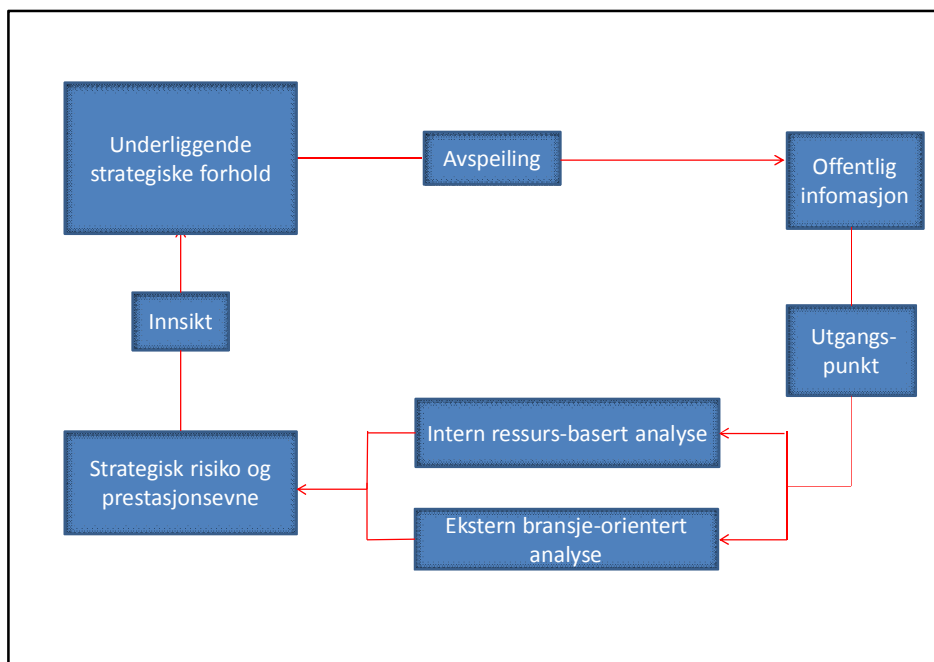
Figur 3.1 Modell, Fundamentalverdsettelse³⁰

³⁰ Knivsflå, 2009, BUS 424; forelesningsfoilsett nr. 20

Kapittel 4 - Strategisk analyse

Senere i denne utredningen skal vi estimere Lerøys økonomiske fremtid. Tallmaterialet som skal danne grunnlaget for denne fremtidsvisjonen er historiske regnskapstall. En fremtidsvisjon basert på historie er ikke mindre enn en risikosport. Vi lever i en omskiftelig verden hvor styrkeforhold, markedsforhold, produkter, politiske forhold mv. til stadig er i endring. For å kunne gi substans til fremtidsvisjonen vår, må vi analysere omgivelsene til Lerøy både med henblikk på forhold i bransjen og forhold ellers i samfunnet - makroforhold³¹. Dette kan være henholdsvis markedsstruktur og konjunktursvingninger. Men først må vi analysere spesifikke trekk ved Lerøy som kan utgjøre styrker og svakheter i fremtiden. Disse trekkene kan være alt fra Lerøys innsatsfaktorer til Lerøys organisasjonsform.

Modellen nedenfor skisser hvordan vi angriper den strategiske analysen – kall den gjerne et rammeverk for strategisk analyse.



Figur 4 Rammeverk for strategisk analyse.³²

³¹ Palepu og Healy, 2008

³² Knivsflå, 2009, BUS 424; forelesningsfoilsett nr. 3

En god strategisk analyse gir oss verdifull innsikt i underliggende strategiske forhold. Kunnskapen om de underliggende strategiske forholdene er vår lenke fra historiske regnskapstall til prognoser.

Underliggende strategiske forhold er et begrep som trenger nærmere forklaring. Det vi søker viten om i den strategiske analysen, er unike egenskaper ved den aktuelle bedriften eller den aktuelle bransjen. Denne eller disse egenskapen(e) gjør at bedriften eller bransjen har en fordel sammenlignet med henholdsvis andre bedrifter eller andre bransjer. Med fordel mener vi i verdsettelsesformål økonomiske fordeler. Har vi først funnet en strategisk fordel må en i neste omgang vurdere om denne er varig. Forbigående fordeler har svært liten verdi i et langsiktig verdsettelsesperspektiv.

4.1 Makroforhold

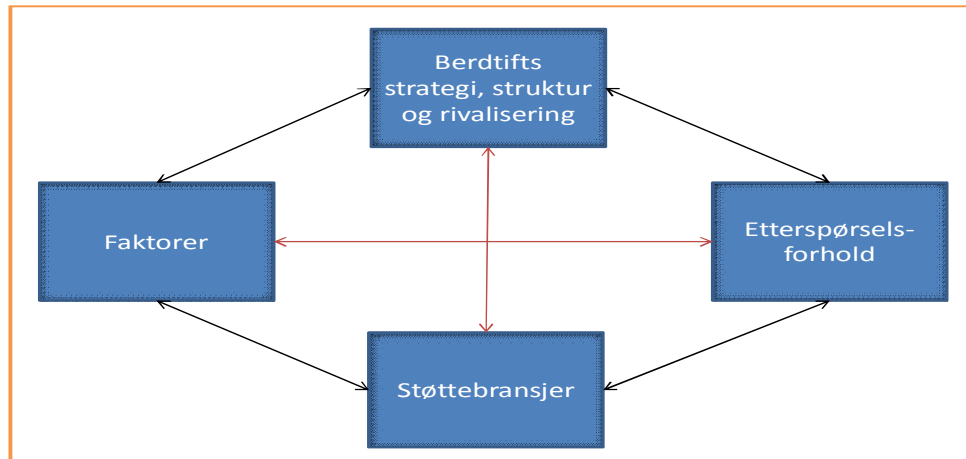
I senere avsnitt skal vi argumentere for at kundene i oppdrettsbransjen kun kan skille fisk fra ulike leverandører på annet enn pris. Dette er ikke helt riktig. Riktig nok kan kundene ikke skille fisken på fiskens kvalitet, men de kan skille fisken på opprinnelsessted. Eksempelvis har norsk oppdrettslaks vært utsatt for det mange vil kalle en svertekampanje i Russland. Russiske grossister har da vært presset til å velge bort norsk fisk, uavhengig av sannhetsgehalten i kampanjen mot norsk fisk. Makroforhold er således særdeles viktige.³³

Forskjellige stater gir næringsvirksomhet ulike rammevilkår og ulike stater oppfattes ulikt verden over. Fisk er som et næringsmiddel svært følsomt overfor konsumentenes tanker omkring fiskens opprinnelses sted/stat. Dette har med fokuset på matsikkerhet å gjøre. Analysene vår vedrørende matsikkerhet vil ta form av fordeler norske produsenter som produserer fisk i Norge har, kontra utenlandske produsenter som produserer et vilkårlig sted i utlandet. Dette er en grov forenkling fordi norske oppdrettvirksomheter også produserer i utlandet. Likevel, vi mener at analysen vår er tjent med denne inndelingen fordi den gir god oversiktighet, og fordi informasjonen som forsvinner ikke er av en slik art at den ville endret konklusjonen.

³³ Hill & Jones, 2009

For å analysere makroforholdene velger vi og bruke Porters diamantmodell.

Figuren under er en tilpasset versjon av Porters diamantmodell



Figur 4.1 Porters diamant modell³⁴

Figuren gir et godt rammeverk for makroanalysen. Den gir oss en mulighet til å vurdere makroforholdene gjennom 4 dimensjoner:

- Tilgjengelighet av ressurser og ferdigheter/kunnskap (Faktorer)
- Innenlandsk etterspørsel kontra utenlandsk
- Støttebransjer
- Forretningskultur (Bedr.strat., rivalisering og struktur)

Målet med å studere makroforhold er å vurdere hvor vidt landet (Norge i vårt tilfelle), har komparative fortrinn sammenlignet med andre land.

Pilene mellom tekstboksene/dimensjonene representerer påvirkning. Hver dimensjon har ved egen styrke mulighet for å forsterke de øvrige dimensjonene. Modellen er altså selvforsterkende. I tillegg er hver av dimensjonene drivere for effekter i andre dimensjoner.

³⁴ Porter, 1998

Eksempelvis kan vi tenke oss at Norge har stor rivalisering mellom virksomhetene i oppdrettsnæring. Denne rivalisering vil ofte føre til at spesielle faktorer utvikles for å skaffe sin virksomhet et overtak strategisk. Vi ser da en selv forsterkende kraft. Videre, dersom forskning og utvikling i Norge var beskjeden innenfor oppdrettsnæringen ville det ikke blitt økt forskning og utvikling med mindre det ikke i tillegg var stor rivalisering mellom virksomhetene som utgjør næringen. Vi ser da et avhengighets forhold mellom dimensjonene.

4.1.1 Tilgjengelighet – ressurser og ferdigheter/kunnskap

Norge er en rik stat. Vi har et godt utbygd utdanningssystem som gir en kvalifisert arbeidsstokk³⁵. Sistnevnte er viktig med tanke på at oppdrettsnæringen har utviklet seg til en teknologi tung næring. Videre har Norge en maritim kultur både sett i forhold til næringsinteressser og befolkningen generelt. Også den generelle biten av den maritime kulturen er viktig da denne skaper et hjemmemarked for produktene fra blant annet oppdrettsnæringen. Norge har også rikelig av de naturressurser som ligger til grunn for oppdrettsnæringen. Slik sett er Norge et ideelt sted å drive maritim virksomhet. Det eneste vi savner er mer grunnforskning fundert av privat kapital. Grunnforskning i Norge er mye et statlig anliggende i regi av høyskoler og universitet. Vi føler også at Norge preges mye av samfunnsvitenskaplig forskning og mindre medisinsk og naturfaglig forskning. Likevel, mye forskning foregår i selve virksomhetene. Lerøy forsker på selv på oppdrettmetoder. Alt fra utvikling av rogn og stamfisk til fiskens helse og vekst vilkår forskes på.

Også de naturgitte ressursene er rikelig representert i Norge. Sjøområdene våre er fortiden rene, temperaturen er gunstig for Atlanterhavslaksen og golfstømmen bringer næringsrikt vann med seg.

³⁵ SSB; Støren og Aamodt, 2009, "Kvalitet og nytte av høyere utdanning"

4.1.2 Innenlandsk etterspørsel kontra utenlandsk

Næringsmidler har en mer begrenset omsetningsradius enn andre varer. Litt enkelt kan vi si at det er enklere å sende olje verden rundt for salg enn et parti lett bederverlig mat. Vi mener da at næringsmidler i større grad enn andre varer krever et betydelig og stabilt hjemmemarked. Dette har vi i Norge. Veldig mye av oppdrettsfisken som produseres i Norge spises også i Norge. Dette gir oppdrettsnæringen i Norge trygghet for at investeringene i virksomhetsutvikling og produktutvikling gir produkter som treffer et marked. I motsatt fall, dersom all produksjon var beregnet for eksport ville mange flere faktorer spille inn. Noe så enkelt som dårlig vær kunne ha forsinket eksporten slik at fisken aldri kom til markedet den var beregnet på. Videre ser vi for oss sårbarhet i forhold til internasjonal politikk og internasjonale strømninger, eksempelvis svertetekampanjen vi har nevnt tidligere.

4.1.3 Støttebransjer

Ingen bransjer eksisterer i et vakuum. Påvirkning, kompetanse utveksling, finansiering, logistikk er bare et litt utvalg av begrep hvor gjensidig utveksling mellom bransjer spiller positivt inn. Vi tror oppdrettsnæringen kan trekke veksler på markedsstrategier utviklet tidligere av virksomheter innenfor næringsmiddelindustrien. Videre kan mennesker med bakgrunn fra annen maritim industri også besitte nøkkelkompetanse for oppdrettsnæring. Muligheten er absolutt til stede for at et samarbeid på tvers av bransjegrenser gir et total resultat som er større enn summen av de enkelte bidragene.

4.1.4 Forretningskultur

Norge er et lite land. Dette preger da også næringsstrukturen i landet. I et globalt perspektiv har vi egentlig bare en håndfull virksomheter som kan karakteriseres som store. Ser vi bort fra maritim industri har vi ikke så mange bedrifter med suksess på eksport siden. Vi mener da at det kan være vanskelig å finne de riktige topplederne. En bedrift som Lerøy trenger ledere som kan lese internasjonale strømninger og ha metoder for å nå ut over landegrensene.

Videre er det typisk norsk å ha virksomheter hvis organisasjon har lite vertikal strekk. Undersøkelser som er gjort viser at avstanden mellom leder og ansatte på det operasjonelle

planet er forholdsvis kortere enn andre steder. Dette springer kanskje ut fra den sosialdemokratiske oppbygningen av det norske samfunnet. Dette kan være en fordel for norske virksomheter som vil nå fremmede markeder med produktene sine. På grunn av flere ledd i verdikjeden ved eksport oppstår lettere bull whip effekten. I tillegg vet vi at oppdrettsnæring også er utsatt for natur-krefter/katastrofer. Disse rammer gjerne en bare en region, slik at produkter fra andre regioner kan tette hullene. Dette skaper grunnlag for mer profitt på kortsikt, og kanskje nye markedsavtaler på litt lengre sikt. Ansatte på det operasjonelle planet som får ha direkte medvirkning på de taktiske avgjørelsene i virksomheten, kan lage operasjonelle prosedyrer som utnytter svingninger i etterspørselen.

Rivaliseringen blant norske oppdrettsbedrifter er hard i forhold til å skaffe seg konsesjoner. For sterk rivalisering kan, som vi så vidt har nevnt tidligere, påvirke rentabiliteten negativt. Det finnes imidlertid også positive sider ved rivalisering. Rivaliseringen presser bedrifter til å tenke nytt. Vi ser for oss nye produksjonsmetoder, nye produkter og forretningsutvikling springe ut fra rivaliseringen. Rivaliseringen blant bedrifter innad i Norge styrker de samme bedriftene i konkurransen på det globale markedet.

4.1.5 Hva tar vi så med oss i det videre fra makroforholdene?

Det er ingen grunn til å tro at nordmenn slutter å spise fisk. Norske bedrifter vil alltid ha et forholdsvis stabilt hjemmemarked. Dette er med på å redusere risikoen på investeringer i oppdrettsnæringen. Det stabile hjemmemarkedet øker også bedriftenes evne til å tåle tap i mer risikoutsatte prosjekter utenlands. Disse prosjektene er ofte forbundet med høy avkastningsmulighet/-krav og de kan yte verdifulle bidrag til den strategiske posisjoneringen.

Per 2010 har Norge som stat et godt utviklet næringsfundament. Problemet vi ser at mange bransjer er knyttet opp mot oljeindustrien (og gassindustrien). En dag tar oljen slutt noe som vil føre til markant nedgang i industriell virksomhet i Norge dersom kursen ikke endres. Vi mener det er usikkert om kursen kommer til å endres. Vi frykter at Norge blir mindre konkurransedyktige innenfor teknologi, kapitaltilgang og kompetanse. Støtte bransjene som per i dag eksisterer vil trolig bestå og noen nye komme til. Kompetansen og konkurranseeven til disse vil likevel bli svakere, sammenlignet med andre land. Det er mulig virksomheter som Lerøy må betjene flere støttefunksjoner selv for holde tritt med de beste på globalbasis.

Som en følge av globaliseringen vil trolig forholdene rundt forretningskultur bli mindre viktige for resultatene som skapes. Nye trender, nye måter å tenke på og lignende vil flyte fritt mellom landegrensene slik at de beste plukkes opp av virksomheter som Lerøy.

Norge vil alltid ha gunstige naturgitte ressurser for oppdrettsnæring. Likevel, de miljømessige utfordringene er store. Både regionale problemer knyttet direkte opp til næringen og globale problemer vil skape utfordringer for næringen. Det er vanskelig å si noe eksakt om hvor vanskelige forholdene vil bli, men rent intuitivt kan vi vel si at forholdene trolig ikke blir bedre på langsikt.

4.3 Ekstern bransjeanalyse

Den ressursbaserte analysen skal gi oss en pekepinn på hvor Lerøy står i bransjen. For oss som investorer er analyseobjektets posisjon i bransjen nesten likegyldig dersom bransjen er på nedadgående kurs.

Hvilke krefter virker i og inn på bransjen? Dette er viktig å kartlegge i en verdsettelsesprosess fordi disse kreftene er premissleverandører for hvor stort trykk det er på enkelt bedriftene i bransjen. Med trykk mener vi her styrken på kreftene som råder i bransjen. Dersom kreftene viser seg og være veldig sterke er ikke bransjen en gunstig investeringsarena. Avkastningen er gjerne dårlig og risikoen stor.

Maktforholdene i bransjen utgjør viktige krefter.³⁶ I noen bransjer er det leverandørene som er den sterke part mens andre bransjer består av sterke kunder. Felles for disse er at de kan ta ut mye av overskuddet i bransjen gjennom å diktere de økonomiske rammevilkårene i bransjen.

Videre er etableringsbarrierer en viktig kraft. I kapitaldrevende bransjer, eksempelvis shipping, er det vanskelig for nye aktører å etablere seg i markedet. Inngangspremien (kjøp/lease av tankbåt) blir for høy. Tilsvarende gjelder for muligheten for "exit". I offshore oljeindustri må oljeselskapene bruke store ressurser på å fjerne plattformer etter endt levetid. Kort oppsummert bidrar lave inngangs barrierer til at det er lettere for nye aktører og komme inn på markedet og høye utgangsbarrierer til at det er vanskeligere å komme seg ut av markedet. Lave inngangsbarrierer og høye utgangsbarriere bidrar til større rivalisering i markedet.

³⁶ Porter, 2008

Substitutter er alternative varer som kan erstatte en gitt vare fullt ut. Markeder med varer som substituerer hverandre vil typisk ha en høyere priselastisitet enn markeder hvor varene ikke har substitutter.

Rivalisering innad i markeder er på mange måter konsekvensen av de fire andre kreftene. Veldig kort kan vi si at lav grad av rivalisering mellom bedriftene stabiliserer markedet. Markedet blir mindre forutsigbart.

Vi skal nå se nærmere på disse kreftene i oppdrettsnæringen.

4.3.1 Kunder

Går en ett par tiår tilbake var laks for en luksusvare å regne. Den gang var bransjen mye mer fragmentert enn nå med mange små tilbydere. Dersom vi tenker i forhold til en livssyklus modell var vi her i det innovative stadiet eller kanskje tidlig vekst. Mange vil nok hevde at markedet nå er modent. Dette er vi ikke sikre på. Vi ser fortsatt en hvis konsolidering innad i bransjen og nye markeder/land kommer til. Her ser vi store muligheter for Lerøy og resten av oppdrettsnæringen. I en verden hvor matmangel er et stadig og økende problem ser vi ingen begrensninger i den globale etterspørselen etter oppdrettslaks. Dersom produsentene av oppdrettslaks klarer og penetrere de mest folkerike statene i verden og skape en etterspørsel der, vil den totale etterspørselen trolig øke mer enn en hvilken som helst øking i produsert volum. Foreløpig ser vi ikke at oppdrettsnæringen har klart å penetrere disse markedene helt, men utviklingen er positivt. Tollbarrierer og matkultur hindrer adgang til en viss grad.

Oppdrettsnæringen forholder seg til veldig mange forholdsvis små kunder rundt omkring i verden. I forhold til omsatt volum tror vi ikke enkeltkunder kan diktere forretningsbetingelsene i markedet. Økningen i interessen for laks på verdensbasis er stor og dette gjør at produsentene alltid kan finne markeder som kan ta i mot fisken. Noe av nøkkelen i produsentenes makt ligger i nettopp det faktum at etterspørselssiden har økt mer enn tilbudssiden de siste årene.

4.3.2 Leverandører

Oppdrettsnæringen har litt forenklet to typer leverandører tilknyttet verdikjedens kjerne. Dette er forprodusenter og fiskeyngelprodusenter. Virksomheter i oppdrettsnæringen kan til tider oppleve sterke svingninger i forprisene. Dette virker direkte på marginene slik at inntjeningen blir dårligere. Også smolt og rogn prisene kan variere. Lerøy har gardert seg mot dette via eierskap i rogn og smolt produsenter.

4.3.3 Etableringsbarrierer og exitbarrierer

Oppdrettsnæringen er i de aller fleste land underlagt offentlige reguleringer. Først og fremst vil ta med konsesjonssystemet. I et konsesjonssystem legger myndighetene ut rettigheter til å oppdrett. Hver rettighet (konsesjon) relaterer seg til et gitt område. Den som legger frem den beste konsesjonssøknaden får tildelt konsesjonen. (Vi kunne gått dypere inn i konsesjonssystemet her men det vil neppe tjent formålet). Poeng er at oppdrettsnæringen ikke fritt kan utvide.

Vi antar at konsesjonssystemet medfører vanskeligheter for nye aktører å vokse i omfang. For det første er de avhengig av at nye konsesjoner legges ut. For det andre er de avhengige av å bli tildelt disse konsesjonene. Den beste veien for nye aktører å vokse kan være via oppkjøp av eksisterende virksomheter som allerede har konsesjoner. Oppkjøpsvarianten bidrar ikke i særlig grad til økt rivalisering i bransjen. Dette fordi oppkjøpende virksomheter bare viderefører bestående konsesjoner. Fusjoner er også vanlig i oppdrettsbransjen. Disse tilfører heller ikke nye aktører, men kan flytte maktsentrum i bransjen. To mellomstore aktører som slår seg sammen får gjerne mer makt i markedet enn summen av eksisterende makt for de to.

Vi ser ingen grunn til at konsesjonssystemet skal forsvinne. Dersom det skulle forsvinne antar vi stadig offentlige reguleringer slik at disse etableringsbarrierene vil bestå – i en eller annen form.

Oppdrettsnæringen er delvis kapitalkrevende. Investeringene som kreves er på langt nær så store som i annen industri, men betydelig høyere enn eksempelvis innenfor tjenesteindustri.

Vi tror at den største barrieren utover konsesjonssystemet er teknologisk og biologisk “know how”. Stadiene i verdikjeden til bransjen er teknologisk avansert. Helt fra produksjon av yngel/egg til fisken ligger på slaktebordet krever avanserte teknikker, metoder og

hjelpemidler. Forskning og utvikling er særdeles viktig for oppdrettsnæringen, fordi resultatene fra forskning virker inn på antall kilo fisk produsert totalt og kostnad per kilo fisk produsert. Forskning og utvikling koster samtidig som en ikke kan ta for gitt at den skaper nyvinninger som kan brukes. Risiko for “sunken cost” er overhengende. Bedrifter med teknologisk og biologisk viten vil profitere, og bedriften uten vil kunne få reduserte marginer på sikt. Patentsystemet innenfor biologisk forskning er med på å svekke kopieringsmulighetene. Aktører uten bransjeerfaring vil måtte slite lenge med utdaterte metoder og teknikker.

Pr dags dato er utgangsbARRIERENE beskjedne. Dette igjen på grunn av konsesjonssystemet. Dersom en virksomhet ønsker å trekke seg ut kan konsesjonen (under visse forutsetninger) selges videre.

4.3.4 Substitutter

Laks er et tilnærmet “commodity”. Dette vil at oppdrettslaksen ikke differensieres på merke, kvalitet, smak osv. Noen forsøk har blitt gjort på å skape merkenavn på råfisk stadiet, men så langt vi ser har ingen lyktes. Merkenavn og andre karakteristika kommer inn på et langt senere tidspunkt nærmere forbrukerne. Mangelen på differensiering ser vi også av at det opereres med en markedsavklarende pris på global basis for oppdrettsfisk. Vi antar da at kunder (grossister) ikke skiller fisken på annet vis enn pris. Dette gjør bransjen sårbar for ødeleggende priskriger.

Eventuelle priskriger kan være med på å gi bransjen en negativ strategisk fordel. Dette fordi priskriger reduserer avkastningen/rentabiliteten i markedet. Motivene for å sette prisen på sin fisk litt ned for å øke volumet vil være sterke. Pris samarbeid og kartellvirksomhet er heller ikke noe som tjener verdenshandelen som helhet. Mange stater har også sterke rettslige virkemidler mot pris samarbeid og kartellvirksomhet - eksempelvis USA. Substitutt forholdene medvirker til en bransje med innad rivalisering. På sikt ser vi muligheten for at det kan produseres differensierbar fisk, men tror at dette vil ta form av nisjemarkeder. Vi antar da at rivalisering også i fremtiden vil være til stede. Altså, rivaliseringen vil forsette og negative strategiske fordeler kan periodevis være present.

Vi antar at grossister over alt i verden skiller fisk fra ulike produsenter fra hverandre, men da på forhold som vi vil kommenterer nærmere under makro forhold.

4.3.5 Oppsummering - rivalisering i bransjen

De lave utgangsbarrierene og høye inngangsbarrierene påvirker rivaliseringen i bransjen positivt (reduserer rivaliseringen). Det er vanskelig for nye aktører å tre inn i bransjen med en større grad av suksess på grunn av konsesjonssystemet. Videre er det helt uproblematisk for aktører i bransjen å tre ut av bransjen. Likevel, bransjen er preget av en viss grad av rivalisering. Aktørene som allerede er i bransjen klarer ikke å skille fisken sin fra andres fisk på annet enn pris. Hvordan rivalisering på sikt vil utvikle seg henger sammen med bransjens evne til å åpne nye markeder. Vi ser allerede nå et voksende marked i Kina. Rivaliseringen som følge av substituttforholdet er ikke så sterkt at det oppveier den store fordelen knyttet til vekst i etterspørselen. Her kan det ligge en bransjefordel knyttet til etterspørselsvekst.

4.4 Intern ressursbasert analyse

I analysen av de bedriftsinterne egenskapene som kan være kilder til strategiske fordeler er det viktig å vite hva en skal se etter. Analyseobjektet kan ha særegne ressurser som virker gunstig inn på bedriftens økonomi.³⁷ Alternativt kan analyseobjektet ha de samme ressursene som bransjen generelt, men bruke disse på en slik måte at bedriften oppnår en særegen fordel. Denne ressursen, eventuelt bruken av en gitt ressurs, kan gi en gitt bedrift en strategisk fordel. Helt presist kan vi si at en bedrift har en strategisk fordel dersom bedriften har en høyere rentabilitet på egenkapitalen enn snittet i bransjen, eller bedriften har et lavere avkastningskrav til egenkapitalen enn det en finner ellers i bransjen. Dette forholdet illustreres ofte slik:³⁸

- Rentabilitet: $ekr - ekr_B > 0$
- Egenkapitalkrav: $ekk_B - ekk > 0$
- $_B = \text{Bransje}$

³⁷ Barney, 2007

³⁸ Knivsflå, 2009, BUS 424; forelesningsfoilsett nr. 3

4.4.1 Kapitalstruktur

Lerøy har de seneste fem årene har en egenkapitalprosent på rundt 50. Dette er i det øvre sjiktet i bransjen men langt fra unikt. Blant annet Marine Harvest har en lignende egenkapitalprosent. En bedrift som Grieg Seafood ASA har bare en egenkapitalprosent på 30-35. Hvilke fordeler har da bedrifter som Grieg Seafood ASA og Lerøy kontra bedrifter som Grieg? Miller & Modigliani 2. teorem sier at gearing gir et økende krav til egenkapitalavkastningen. Bedrifter med lav egenkapitalprosent må altså ha en høyere egenkapitalrentabilitet. Dette motiveres av økt risiko ved lavere egenkapitalprosent. Bedrifter med høy egenkapitalprosent vil ha en fordel i lavkonjunkturer. Dette fordi lavt gearede bedrifter ikke vil ha et like sterkt krav knyttet til egenkapitalrentabilitet. I tillegg er konkurrisikoen lavere ved lav gearing. Med konkurrisikoen er vi inne på bedriftens soliditet og henviser her til senere kapitler.

Som nevnt over er ikke Lerøys egenkapital unik holdt opp mot alle sammenlignbare bedrifter. Likevel, det ser ut til at Lerøy har brukt sine finansielle muskler godt. De siste 10 årene har det foregått en konsolidering i bransjen. Her har Lerøy markert seg. Både nasjonalt og internasjonalt har Lerøy kjøpt opp mindre selskap og fusjonert med større aktører slik at de nå har en bred base for sin virksomhet. Videre har Lerøy kjøpt opp havbruks konsesjoner i Midt og Nord Norge. Strategisk sett virker dette fornuftig. Dersom vi i fremtiden opplever at havene blir varmere som følge av globaloppvarming, kan dagens havbruks områder blir mindre egnet for Atlanterhavslaksen. Område i Nord vil da bli svært verdifulle.

Vedrørende resonnementene rundt Miller & Modigliani vil vi gjøre oppmerksom på et viktig forhold. Gitt et perfekt kapitalmarked vil ikke graden av gearingen påvirke verdien av bedriften. Men, tar en i betraktning skatt og avgifter, lederes handlinger, konkurstkostnader mv. vil også bedriftens verdi variere med gearinggraden.

4.4.2 Produktspekter

Hovedproduktet til Lerøy er som nevnt tidligere i oppgaven oppdrettslaks. Lerøy leverer også kreps/skalldyr, torsk mv. Vi har de siste tiårene sett en enorm vekst i produksjonsvolumet for oppdrettslaks. Dette er tilfelle både nasjonalt (Norge) og globalt. Vi har et kjøpers marked. Videre har produksjonsøkningen presset ned kiloprisen på laks slik at det er (nesten) umulig å konkurrere på pris. Produktbredden til Lerøy er da strategisk viktig i forhandlinger med nåværende og potensielle kunder. Kundene i markedet vet at ulike typer laks kun har ubetydelige kvalitetsforskjeller. Videre ligger prisen fast – til markedspris. Produktbredde er da en åpenbar differensierings kilde. For kundene til eksempelvis Lerøy vil nisjeprodukter fra en stor aktør som Lerøy være rimeligere enn samme produkt fra en mindre aktør.

Det å ligge i forkant av markedsutviklingen er både vanskelig og viktig. Lerøy har gode forutsetninger for å være markedsledende på produktutvikling. Bedriften har allerede nisjeprodukter som kan bli “mainstreet goods”. Eksempelvis kan oppdrett av skalldyr bli et stort marked dersom tradisjonell fangst av skalldyr skulle svikte. På grunn av Lerøys kapitalstruktur har bedriften også muligheter til å satse på forskning og utvikling. Som kjent er fou dyrt samtidig utbytte av fou alltid vil være usikkert. Lerøy tåler noen tapsprosjekt.

Vi tror at dagens produktbredde samt muligheten for å satse videre på forskning og utvikling i fremtiden er en kilde til strategisk fordel for Lerøys del.

4.4.3 Internasjonalisering

Lerøy er et internasjonalt konsern. Virksomheten har et klart tyngdepunkt i Norge og Sverige, men er også representert Portugal, Frankrike og Tyrkia. I tillegg kommer konsernets salgskontor i USA, Japan og Kina. Fordelene ved slik internasjonalisering er mange. Blant annet gir det en veldig god markedsinnsikt i fremmede markeder. Dette er viktig for å kunne følge strømmingen i markedene. Lerøy har slik en essensiell ressurs som gir muligheten til å kartlegge regionale preferanser. Kartlegging av regionale preferanser gir muligheten til å skreddersy produkter for gitte markeder. Sammenligner vi med andre norske bedrifter er Lerøys internasjonale snitt mer regelen enn unntaket. Virksomheter som Grieg Seafood ASA og Marine Harvest ASA er i aller høyeste grad internasjonale virksomheter.

4.4.4 Råvare tilgang og effektiv drift

Noen av de viktigste faktorene for vellykket drift i oppdrettsnæringen finner vi tilknyttet råvare tilgangen. Lerøy har brukt midler for å sikre seg stabil tilgang på rogn og smolt. Dette er gjort via oppkjøp av andeler i bedrifter som produserer rogn og smolt. På denne måten er Lerøy selvforsynt med de to viktigste innsatsfaktorene i oppdrettsnæringen. Det gode forskningsarbeidet som er gjort i Lerøys tilknyttede selskap på alt fra produksjonsmetoder til utvikling av settefisk vil gjøre at fisken vokser raskere, og dermed når markedet raskere. Litt forenklet tror vi at fisken har et hurtigere omløp i Lerøy enn tilfellet er hos konkurrentene. Dermed har Lerøy en stor driftsfordel. Fortsatt forskning på og utvikling av disse faktorene tror vi er viktig, for å unngå ødeleggende svingninger i tilgangen på råvarer.

4.4.5 Likvider

Lerøy virker i utgangspunktet og ha en del “frie midler” i kontantekvivalenter. Vi tror dette er en bevisst strategi av Lerøy. De frie midlene setter selskapet i stand til å takle lavkonjunkturer på en betryggende måte. I en lavkonjunktur kan en ofte oppleve tap i form av underskudd. Et selskap uten en viss buffer må ofte ta opp dyre kortsiktige lån for og finansiere den daglige driften. Lerøy på sin side har en likvid buffer som hindre selskapet og komme i vanskeligheter som følge av normale svingninger i markedet.

Kanskje enda viktigere enn rollen som en kontantbuffer er den strategisk muligheten som ligger i de frie midlene. Mulighetene som oppstår i forretningsverden er ofte flyktige, kortvarige og umulige å planlegge for. Det vil si, det er viktig å gripe muligheten når den er der. Lerøy har denne muligheten. Vi kan tenke oss en situasjon hvor en av Lerøys største konkurrenter sliter økonomisk som en følge av kortsiktige likviditetsproblemer. Da kan Lerøy komme med frisk kapital og kjøpe seg opp i konkurrenten. Vi kan også se for oss nye markeder åpnes. Da er det ekstremt viktig og være blant de første i det nye markedet. Dette krever og kunne stille med kapital på veldig kortsikt. Lerøy har denne muligheten.

4.4.6 Oppsummering intern ressursbasert analyse

Selv om Lerøy er et internasjonalt konsern med forgreninger over hele verden vil vi ikke si at dette er en strategisk fordel. De aller fleste norske virksomhetene i oppdrettsnæringen har

globale forgreininger. Vi mener da at virksomheter som ikke har denne internasjonale strukturen heller har en strategisk ulempe mer enn at det er en strategisk fordel for de som har internasjonale forgreininger.

Lerøy kan, i våre øyne, ha en fordelaktig strategisk posisjon tilknyttet råvare tilgangen. Det å være selvforsynt med råvarer, i en så omskiftelig næring som oppdrettsnæringen, er viktig. Lerøy er i stand til å øke produksjonen av smolt og rogn hurtig for å tilpasse seg eksterne forhold. Vi kan se for oss at en epidemi utrydder store deler av fiskebestanden i norske merder. Lerøy vil da kunne sette ut fisk i merdene så snart forholdene tillater det, samtidig som konkurrentene må slåss om leveringer fra eksterne leverandører. I tillegg er det gunstig å ha egenutviklet settefisk. Som nevnt tidligere mener vi at arbeidet med fisk og produksjonsmetoder kan utgjøre en strategisk fordel.

Produktspekter antas ikke å utgjøre en ressursfordel for Lerøy per i dag. Dersom bransjen skulle dreie fra en bransjen dominert av standardvarer til en bransje hvor differensiering er viktig, vil produktspekteret kunne utgjøre en strategisk fordel.

Vi anser ikke kapitalstrukturen til Lerøy som viktig da vi som potensielle eier kan regulere denne. Uansett er ikke kapitalstrukturen så unik at den utgjør en strategisk fordel.

4.5 Oppsummering - strategisk analyse

Vi vil nå prøve å plukke ut de viktigste kildene til strategiske fordeler. Disse kildene skal være indikatorer/drivere i prognosene som er med på å danne grunnlaget for fremtidsbudsjettet senere. Vi tror at det er formålstjenelig å bare ta med de kildene vi tror vil ha sterkest effekt i fremtiden. Ved å velge få kilder mener vi at kildene vil komme bedre til syne i prognosene.

4.5.1 Makroforhold - Miljø

I likhet med forskningsmiljøer generelt er vi veldig usikre på hvilke miljømessige utfordringer som vil ramme oppdrettsnæringen i fremtiden. Globaloppvarming vil med stor sannsynlighet ramme bransjen hardt. Et “worst case scenario” gir en ikke bærekraftig næring i fremtiden. Dette er ikke veldig sannsynlig men heller ikke umulig. I tillegg kommer ulike myndigheters (nasjonale og globale) krav til oppdrettsnæringen. Miljøkravene fra ulike myndigheter er økende og vil trolig øke også i fremtiden. Forurensingsavgifter, erstatningsansvar og lignende

er ingen umulighet. Disse miljø faktorene føler vi på mange måter oppveier de positive makroforholdene (etterspørsel og faktorer), og vi står igjen med stor vekst men usikre rammer. Vi er redd det her ligger en stor strategisk ulempe generelt for oppdrettsnæringen. Dette må vi nøye vurdere i kapittel 7 hvor vi skal beregne et avkastningskrav for bransjen (og Lerøy). Kanskje bør dette momentet være retningsgivende for vår behandling av fremtidsbudsjettet i kapittel 10. Trolig vil mange mene at oppdrettsnæring så langt har sluppet for billig unna. Dette kan ha medført at næring historisk har hatt et lavt krav til kapitalavkastningen. Dersom vi i kapittel 7 finner et lavt avkastningskrav for bransjen, skal vi være forsiktige med å bruke dette blindt. Det er likevel mest sannsynlig at vi ikke finner denne strategiske ulempen vi her antyder i de historiske regnskapstallene i utrednings del 2. Dette har sin forklaring i at denne ulempen er et tenkt (men sannsynlig) fremtidsscenario. Det er da kanskje mer naturlig å innlemme denne i fremtidsbudsjettets konstantstrømmer, heller enn å lete etter den i analysene av avkastnings krav og lønnsomhet (kap. 7 og 8).

4.5.2 Bransjefordel – Konesjonssystemet

Som vi har sett av diskusjonene tidligere i dette kapitlet, gir konsesjonssystemet store fordeler for bransjens eksisterende aktører. Denne formen for regulering gjør det svært vanskelig for nye aktører å komme inn på markedet. Ofte er oppkjøp av eksisterende aktører eneste mulighet for inntreden. Dette “låste” konsesjonssystemet begrenser mulighetene for produktionsvekst totalt sett i markedet. Vi tror at konsesjonssystemet har ført til en bransjefordel. fordelens antar vi er i størrelsesorden 9 – 11 %.

I vårt studie av oppdrettsnæringen har vi ikke sett noe som kan tyde på at konsesjonssystemet er på vikende front. Ulike miljøkrav, krav til etisk drift m.v. vil heller styrke enn svekke konsesjonssystemet. Vi mener da at en bransjensstrategiske fordel vil bestå i allfall på mellom-lang sikt.

4.5.3 Ressursfordel – Råvarer og effektiv drift

Lerøys tilgang på gode råvarer og utvikling av effektive driftsmetoder tror vi danner grunnlag for en strategisk fordel knyttet til netto driftsrentabilitet. Fordelen har sin forklaring i lavere kapitalbinding knyttet til varekretsløpet enn konkurrentene. De investeringene Lerøy tidligere

har foretatt innen forskning og utvikling har altså gitt Lerøy en fordel på omkring 3 % knyttet til drift.

Vi ser absolutt faren for at konkurrenter kan kopiere Lerøys effektive driftsmetoder og samtidig utvikle fisk som kan konkurrere med Lerøys fisk. Egentlig ville det være rart dersom metodene ikke blir kopierte og bedre fisk utviklet. Fordelen som vi mener Lerøy har per i dag tror vi kun er en fordel på kort sikt. Når det er sagt, fortsatt målrettet forskning og utvikling kan selvfølgelig gi Lerøy nye strategiske fordeler knyttet til effektivitet og produksjonsgunstig fisk.

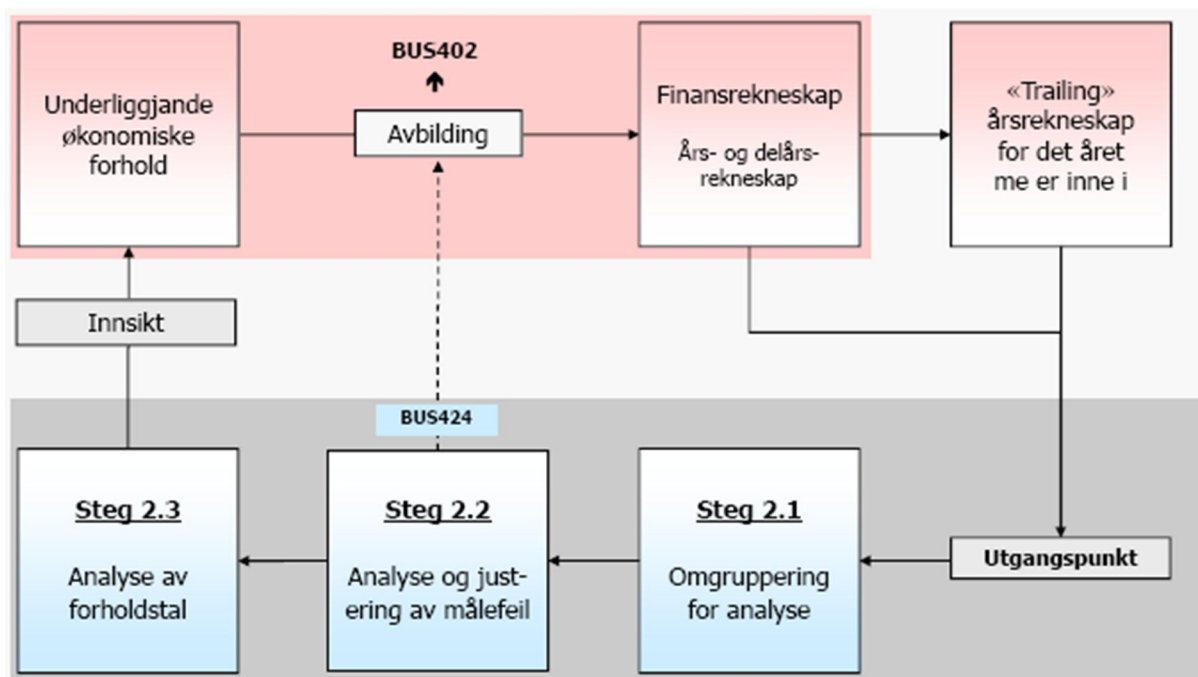
Kort oppsummert forventer vi å finne en total strategisk fordel på mellom 12 og 14 %. 3 % forventes å stamme fra en intern ressursfordel og det resterende fra fordeler knyttet til bransjen.

Kapittel 5 – Regnskapsanalyse

Vi vil i dette kapitlet se nærmere på de historiske regnskapene til Lerøy, samt omgruppere og normalisere disse slik at de reelle tallene for normal drift kommer frem. Dette vil gi oss grunnlaget til å lage et fremtidsbudsjett basert på tidligere utviklingstrekk i selskapet.

5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse

I regnskapsanalysen benytter vi de regnskapstallene som er oppgitt i årsrapportene og kvartalsrapportene til Lerøy som utgangspunkt. Før regnskapsanalysen blir gjennomført lages det en “trailing”, dette gjøres for å vise forventede regnskapstall for 2010 ut fra utviklingen i første halvår 2010 i forhold til første halvår 2009. Regnskapsanalysen består av tre deler som er vist i modellen 5.1. Denne modellen er en del av modell 3.1, men blir her mer innførlig gjennomgått og gjennomført. Første del av regnskapsanalysen består av en omgruppering av resultatregnskapet og balansen. Det er to forskjellige oppsett for omgrupperingen alt etter formål med analysen, kreditororientert analyse eller investororientert analyse. Vår oppgave har som hensikt å finne verdien for en investor og omgrupperingen blir her gjort etter investororientert analyse. I andre del vil vi gå gjennom regnskapet til Lerøy for å se etter målefeil og gjøre justeringer til å korrigere på eventuelle feil. Til slutt vil vi foreta en analyse av forholdstall.



Figur 5.1 Stegene i en regnskapsanalyse³⁹

Før vi fortsetter analysen må vi ta noen praktiske valg for hvilke analysenivå vil skal benytte. Vi må her avklare om vi skal se på Lerøy som konsern eller delt etter selskap. Videre må det bestemmes en analyseperiode for hvor langt bak i tid vi skal se på regnskapstall for den historiske analysen. Sist må det vurderes hva som er sammenlignbare selskaper slik at vi har en komparativ bransje å sammenligne mot i forholdstallsanalysen.

Lerøy består av flere selskaper datterselskap, men blir delt inn i de to virksomhetsområdene salg og distribusjon, og produksjon. Hvert av virksomhetsområdene bidrar med henholdsvis 52 % og 48 % av inntektene i Q2. Salg og distribusjon genererer bare 2,7 % profitt på salg, til sammenligning har produksjon 27 % profitt på salg. Siden begge virksomhetsområdene er avhengig av hverandre vil det allikevel være fordelaktig å se på konsernet som helet fremfor å foreta en regnskapsanalyse hvor hvert enkelt av selskapene.

Ved valg av analyseperiode må vi se på i hvilken grad selskapet har hatt en stabil fortid eller om det har vært tider med turbulens som kan gi misvisende informasjon angående utviklingstrenden som skal være underlaget for fremtidsprognosen. Lerøy har de siste 10 årene foretatt en rekke emisjoner og oppkjøp av selskap. Siden denne bransjen er regulert av konsesjoner er oppkjøp eneste måten å utvide driften på, særlig for selskaper som Lerøy som

³⁹ Knivslå, 2009, BUS 424; forelesningsfoilsett nr. 2 - 18

hovedsakelig opererer i Norge. Vi må derfor se på oppkjøp som en normal adferd og siden Lerøy ble børsnotert i 2002 har vi besluttet at en analyseperiode på 7 år vil være fordelaktig. I sammenligningen med bransjen vil vi benytte tall fra 2005 og frem til 3. kvartal 2010. Årsaken til dette er at det ikke foreligger årsregnskap for alle selskapene i perioden før dette og store endringer i selskapsstruktur for enkelte av selskapene ville skapt forstyrrelser i forholdstallene.

Ved valg av komparativ bransje ville det vært optimalt å se på alle selskapene i bransjen, men med det antall selskap som er i bransjen vil ikke dette være praktisk gjennomførbart. Vi har derfor begrenset oss til å se på de fire oppdrettselskapene som er børsnotert i Norge. Disse selskapene ble introdusert i kapittel 2 og er blant de ledende selskapene innen produksjon og salg av oppdrettsfisk på nasjonalt og internasjonalt nivå. Produksjonsmengde og salgssinntekter spriker relativt mye fra Marine Harvest, som den største aktøren, til Grieg Seafood, men sammen med Lerøy føler vi at de vil gi et representativt bilde av bransjen som helhet.

5.2 Presentasjon av rapporterte tall og trailing

Den siste tilgjengelige årsrapporten fra Lerøy er årsrapporten for 2009. Denne inneholder tall som er for gamle til å kunne analysere driften i dag. Det foreligger i tillegg to kvartalsrapporter der vi vil benytte den siste kvartalsrapporten for å foreta en trailing. Vi vil med det konstruere et estimert resultatregnskap for 2010 ved hjelp av årsrapporten for 2009 og andre kvartalsrapport for 2009. Ved å trekke ut unormale poster for å finne de postene som er normale for driften og vekst justere for videre utvikling har vi kommet til følgende tall:

RESULTATREGNSKAP (Alle tall i NOK 1000)

År	2010		2009		2010		2010
Periode	Q1-Q2	Q1-Q4	Q1-Q2	Justering	Trailing uten vekst	VEKST	Trailing med vekst
Vekst							15,0 %
Driftsinntekter	4 049 344	7 473 587	3 344 301	0	8 178 630	619 393	8 798 023
Vareforbruk	2 693 841	5 042 424	2 301 996	0	5 434 269	411 064	5 845 333
Lønn og andre personalkostnader	334 875	690 477	306 327	0	719 025	57 623	776 648
Andre driftskostnader	293 864	586 743	273 697	0	606 910	46 957	653 867
EBITDA	726 764	1 153 943	462 281	0	1 418 426	103 749	1 522 175
Ordinære avskrivninger	103 864	204 007	98 864	0	209 007	15 771	224 778
Driftsresultat før unormale poster	622 900	949 936	363 417	0	1 209 419	87 978	1 297 397
Verdijustering av biologiske eiendeler	201 927	60 483	138 869	78 386	201 927	0	201 927
Gevinst / (tap) ved salg av driftsmidler	0	220	0	-220	0	0	0
Driftsresultat	824 827	1 010 639	502 286	78 166	1 411 346	87 978	1 499 324
Nettoreultat i tilknyttet selskap – normalt	69 999	62 744	41 999	0	90 744	3 112	93 856
Nettoreultat i tilknyttet selskap – unormalt	0	0	0	0	0	0	0
Finansinntekter – normal		13 182			10 373	0	10 373
Finanskostnader – normal	-29 587	95 455	-47 972	-12 618	86 879	0	86 879
Unormalt finansresultat	0	-3 832	0	3 832	0	0	0
Resultat før skatt, diskontinuerlig virksomhet og minoritet	865 239	987 278	496 313	69 380	1 425 584	91 090	1 516 674
Skattekostnad - normal	-227 695	-257 137	-129 210	-21 268	-376 890	-83 676	-460 566
Skattekostnad - unormal	0	0	0		0	0	0
Resultat før diskontinuerlig virksomhet og minoritet	637 544	730 141	367 103	48 112	1 048 694	7 414	1 056 108
Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	0	0	0	0	0	0	0
Netto minoritetsresultat	570	653	328	43	938	7	945
Årsresultat	636 974	729 488	366 775	48 069	1 047 756	7 407	1 055 163

Tabell 5.1. Trailing av 2010

Veksten i første halvår 2010 i forhold til første halvår 2009 er på 21,1 %. Dette er en relativt høy vekst og vil være for optimistisk å nyte for tiden fremover. Veksten som er benyttet er 15 % for andre halvår i 2010 i forhold til andre halvår i 2009. Dette vil være et mer realistisk estimat etter å ha sett på markedets og bransjens utvikling.

Da det ikke foreligger noter for netto finansresultat i kvartalsrapporten fro 2010 så det har her blitt benyttet en vekting av de historiske tallene for å estimere en skattesats for posten under et. Dette er ikke ideelt, men den beste løsningen med de forutsetningene som foreligger.

RESULTATREGNSKAP

Alle tall i NOK 1000	NGAAP			IFRS				
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010T
År								
Driftsinntekter	2 914 740	3 556 980	4 014 204	5 613 671	6 277 037	6 054 293	7 473 587	8 798 023
Vareforbruk	2 614 210	3 033 920	3 254 686	4 105 186	4 698 675	4 279 152	5 042 424	5 845 333
Lønn og andre personalkostnader	116 472	201 255	245 819	399 999	579 004	664 377	690 477	776 648
Andre driftskostnader	85 674	152 202	191 625	342 943	472 158	579 295	586 743	653 867
EBITDA	98 384	169 603	322 074	765 543	527 200	531 469	1 153 943	1 522 175
Ordinære avskrivninger	14 150	48 948	48 214	84 707	153 846	197 023	204 007	224 778
Driftsresultat før unormale poster	84 234	120 655	273 860	680 836	373 354	334 446	949 936	1 297 397
Verdijustering av biologiske eiendeler	0	0	69 412	85 938	15 838	-36 369	60 483	201 927
Gevinst / (tap) ved salg av driftsmidler	133	2 419	250	2 921	13 861	2 760	220	0
Driftsresultat	84 367	123 074	343 522	769 695	403 053	300 837	1 010 639	1 499 324
Nettoreultat i tilknyttet selskap - normalt	-20 511	10 429	64 534	128 982	34 221	13 716	62 744	93 856
Nettoreultat i tilknyttet selskap - unormalt	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansinntekter - normal	16 277	5 334	9 659	16 284	29 583	32 664	13 182	10 373
Finanskostnader - normal	13 356	20 062	24 997	52 090	126 504	186 245	95 455	86 879
Unormalt finansresultat	-12 117	-1 230	-1 752	-4 488	27 185	3 074	-3 832	0
Resultat før skatt, diskontinuerlig virksomhet og minoritet	54 660	117 545	390 966	858 383	367 538	164 046	987 278	1 516 674
Skattekostnad - normal	-20 577	-36 203	-90019	-205 938	-89 262	-36 994	-257 137	-460 566
Skattekostnad - unormal	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultat før diskontinuerlig virksomhet og minoritet	34 083	81 342	300 947	652 445	278 276	127 052	730 141	1 056 108
Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	0	0	0	0	1 288	0	0	0
Netto minoritetsresultat	6 719	1 715	547	929	2 550	2 322	653	945
Årsresultat	27 364	79 627	300 400	651 516	277 014	124 730	729 488	1 055 163

Tabell 5.2. Resultatregnskap for 2003 – 2010 inkludert trailing

Balanse

Alle tall i NOK 1000	NGAAP				IFRS			
År	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010T
ANLEGGSMIDLER								
Utsatt skattefordel	251						4 461	4 463
Konsesjoner, rettigheter og goodwill	272 206	277 887	443 908	1 922 348	2 832 305	2 959 927	2 959 611	2 961 067
Bygninger, tomter, driftsmidler	183 417	193 139	284 832	695 062	1 149 128	1 294 818	1 225 399	1 230 158
Aksjer i tilknyttet selskap	268 835	280 090	320 867	308 592	289 474	277 455	272 970	297 063
Aksjer tilgjengelig for salg	4 636	2 232	2 615	5 737	26 423	23 161	23 115	25 155
Langsiktige fordringer			1 621	244	681	6 743	11 928	12 981
Pensjonsmidler	1 592	1 932	245	360	535			
SUM ANLEGGSMIDLER	730 937	755 280	1 054 088	2 932 343	4 298 546	4 562 104	4 497 484	4 530 887
OMLØPSMIDLER								
Biologiske eiendeler	274 823	322 601	528 123	1 052 319	1 494 133	1 676 164	1 858 562	1 974 549
Andre varer			95 337	189 326	265 008	223 158	236 311	233 375
Kundefordringer	437 551	418 468	594 752	752 676	690 800	772 440	876 127	920 427
Andre fordringer	67 323	63 020	83 065	169 539	219 885	159 844	130 734	137 344
Aksjer og verdipapirer	1 042	744	810					
Kontanter og kontantekvivalenter	292 749	260 236	191 157	509 872	537 738	388 486	707 989	636 059
SUM OMLØPSMIDLER	1 073 488	1 065 069	1 493 244	2 673 732	3 207 564	3 220 092	3 809 723	3 901 754
SUM EIENDELER	1 804 425	1 820 349	2 547 332	5 606 075	7 506 110	7 782 196	8 307 207	8 432 641
EGENKAPITAL								
Aksjekapital	34 441	34 441	39 377	42 777	53 577	53 577	53 577	53 577
Egne aksjer	-126	-66	-66	-23 948	-8 687	-12 355	-12 355	-12 355
Overkurs	621 728	621 728	816 656	1 243 830	2 601 390	2 601 390	2 601 390	2 601 390
Sum innskutt egenkapital	656 043	656 103	855 967	1 262 659	2 646 280	2 642 612	2 642 612	2 642 612
Annen egenkapital	127 781	177 380	413 274	1 057 888	1 111 733	1 101 073	1 639 076	1 914 914
Sum opptjent egenkapital	127 781	177 380	413 274	1 057 888	1 111 733	1 101 073	1 639 076	1 914 914
Minoritetsinteresser	10 325	4 106	6 705	20 172	20 830	20 658	18 568	18 886
SUM EGENKAPITAL	794 149	837 589	1 275 946	2 340 719	3 778 843	3 764 343	4 300 256	4 576 412
LANGSIKTIG GJELD								
Langsiktig rentebærende gjeld	412 195	374 647	458 545	1 577 997	1 724 699	1 672 761	1 504 707	1 428 255
Annen langsiktig gjeld						4 150	826	784
Utsatt skatt	6 454	35 817	154 237	451 172	643 529	669 327	834 877	952 002
Pensjonsforpliktelser	2 193	2 461	4 191	8 869	12 012	13 211	14 990	17 093
SUM LANGSIKTIG GJELD	420 842	412 925	616 973	2 038 038	2 380 240	2 359 449	2 355 400	2 398 134
KORTSIKTIG GJELD								
Kortsiktige kreditter	242 898	162 547	131 082	382 003	566 594	841 921	646 105	529 495
Leverandørgjeld	248 368	293 556	373 030	468 529	508 294	544 757	615 996	568 916
Skyldige offentlige avgifter mv.	12 296	10 760	12 182	32 963	37 743	49 014	55 671	51 416
Betalbar skatt	2 132	4 612	19 206	153 513	76 154	16 631	93 551	86 401
Annen kortsiktig gjeld	62 876	64 399	118 913	190 310	158 242	206 081	240 228	221 867
Avsatt til utbytte	20 865	33 960						
SUM KORTSIKTIG GJELD	589 435	569 834	654 413	1 227 318	1 347 027	1 658 404	1 651 551	1 458 095
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	1 804 426	1 820 348	2 547 332	5 606 075	7 506 110	7 782 196	8 307 207	8 432 641

Tabell 5.3. Balanse 2003 – 2010 inkludert trailing

I trailingen for 2010 blir tallene per 30.06.10 benyttet. Tallene her er sammensatt av flere poster, men vi har fordelt de ut fra vektingen av de respektive postene slik at fordelingen er lik den fordelingen som var per 31.12.09. Det er ikke nødvendigvis riktige tall i forhold til det som er i selskapet, men å dele opp postene gir en bedre oversikt over endringene i de forskjellige postene.

Egenkapital	NGAAP			IFRS				
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010T
Alle tall i NOK 1000								
Justering mot EK mellom perioder			-25 324	25864				
Egenkapital per 01.01.	628 797	794 149	812 265	1 301 811	2 340 719	3 778 843	3 764 343	4 300 256
Totalresultat	14 562	47 958	295 732	658 203	247 881	110 826	685 466	1 071 320
Emisjon	153 300		203 898	440 300	1 382 750		1 600	
Kostnader ved emisjon	-2 621		-4 033	-9 726	-14 390			
Utkjøp av minoritet/ny minoritet		-6 219	2 054	12 538	-714	-2 097	-1 496	
Kjøp/salg/utbytte av egne aksjer	111	1 701		-22 517		-25 974	643	1 608
Utbetaling av utbytte			-33 960	-76 999	-211 428	-99 728	-152 543	-376 593
Effekt av opsjonsprogram				3 874	8 715	2 473	2 243	-2 562
Effekt av trinnvise kjøp				33 235	4 752			
Verdi just. av aksjer ikke mot resultat					20 558			
Føring direkte mot EK -"dirty surplus"								-417 617
Egenkapital per 31.12.	794 149	837 589	1 275 947	2 340 719	3 778 843	3 764 343	4 300 256	4 576 412

Tabell 5.4. Endring i egenkapitalen 2003 – 2010 inkludert trailing

Forklaring av posten justering mot EK mellom perioder:

Justeringen i 2005 forekommer som et resultat overgangen fra NGAAP til IFRS.

En endring av resultatet i 2005 som ble utført i 2006 ga en økning i resultatet for 2005.

5.3 Omgruppering for analyse

Omgruppering av finansregnskapet er det første steget i historiske analysen. Vi vil her foreta en omgruppering i fire steg og der hensikten å gi en bedre innsikt kildene til verdiskapingen i bedriften. Rapporteringen etter NGAAP og IFRS er sterkt kreditororientert, men vil etter omgrupperingen vise i større grad hva som er kildene til generering av verdi for potensielle investorer.

De fire stegene i omgrupperingen⁴⁰:

1. Omgrupper eventuelt avsatt utbytte fra kortsiktig rentefri gjeld til egenkapital
2. Kartlegg “dirty surplus” og dermed det fullstendige nettoresultatet til egenkapital
3. Hold normale og unormale poster avskilt for å så fordele skattekostnadene på disse
4. Grupper postene etter drift og finans i regnskapet og balansen og fordel skattekostnaden på driftsresultat, finansinntekter og finanskostnader

5.3.1 Omgruppering steg 1: Avsatt utbytte til egenkapital

I første steget i omgrupperingen blir avsatt utbyttet flyttet fra kortsiktig gjeld til egenkapital. Dette gjøres siden avsatt utbytte ikke sees på som en gjeldspost for eierne av selskapet.

De to første årene i analyseperioden har Lerøy ført etter NGAAP og har sett av utbytte som kortsiktig gjeld. Fra 2005 rapporterer Lerøy etter IFRS og problematikken uteblir etter dette. Justeringen for 2003 og 2004 blir foretatt ved å flytte utsatt skatt til egenkapital og gir følgende balanse for egenkapital og kortsiktig gjeld:

⁴⁰ Knivsflå, 2009, BUS 424; forelesningsfoilsett nr. 2 - 18

	NGAAP	
EGENKAPITAL	2 003	2 004
Aksjekapital	34 441	34 441
Egne aksjer	-126	-66
Overkurs	621 728	621 728
Sum innskutt egenkapital	656 043	656 103
Annen egenkapital	127 781	177 380
Avsatt til utbytte	20 865	33 960
Sum opptjent egenkapital	148 646	211 340
Minoritetsinteresser	10 325	4 106
SUM EGENKAPITAL	815 014	871 549
KORTSIKTIG GJELD		
Kortsiktige kreditter	242 898	162 547
Leverandørgjeld	248 368	293 556
Skyldige offentlige avgifter mv.	12 296	10 760
Betalbar skatt	2 132	4 612
Annen kortsiktig gjeld	62 876	64 399
SUM KORTSIKTIG GJELD	568 570	535 874
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	1 804 426	1 820 348

Tabell 5.5 Egenkapital og gjeld etter omgruppering steg 1

5.3.2 Omgruppering steg 2: “Dirty surplus” som en del av resultatet

Kongruensprinsippet tilsier at alle inntekter og kostnader skal resultatføres, jfr. RL § 4-3⁴¹ og IAS 1. Det tillates allikevel avvik fra denne regelen såfremt dette er gitt hjemmel for i andre regnskapsregler. I oppsettet for egenkapitalendringer i Lerøy forekommer slike endringer blant annet gjennom overgangen til IFRS og korrigeringer mot tidligere regnskap. Vi samler alle direkteføringer under posten “dirty surplus”.

Egenkapital	NGAAP				IFRS			
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010T
Alle tall i NOK 1000								
Egenkapital per 01.01.	646661	815 014	870 188	1 301 811	2 340 719	3 778 843	3 764 343	4 300 256
Årets resultat	30 718	81 918	319 857	652 445	279 564	127 052	730 141	1 056 108
- Netto betalt utbytte	-135 547	19 164	-169 938	-340 784	-1 717 322	125 702	150 300	374 985
Dirty surplus	2 088	-7 580	-58 172	45 679	-12 762	-15 850	-43 928	-404 967
Egenkapital 31.12.	815 014	870 188	1 301 811	2 340 719	3 778 843	3 764 343	4 300 256	4 576 412

Tabell 5.6 Omgruppert beretning om egenkapitalendringer

⁴¹ Den norske revisorforening, 2008, “Revisors håndbok 2008”

5.3.3 Skille mellom normale og unormale poster

Vi vil nå skille mellom de normale og unormale postene i regnskapet for å få frem de underliggende trendene som vil være med på å estimere fremtidsbudsjettet. De normale postene er de som forekommer over mange perioder og er forventet å forekomme i fremtiden. Unormale poster er engangsposter eller poster som bare har forekommet et fåtall perioder. Før trailingen for 2010 gikk vi gjennom notene for å ta ut disse unormale postene for å få best mulig estimering av det totale resultatet for 2010.

Unormale driftsposter

Gevinst ved salg av anleggsmidler blir tatt ut fra salgsinntekter da dette sees på som engangshendelser. Denne posten er etter skatt og vil med det bli holdt utenfor i fordelingen av skattekostnaden.

“Dirty surplus” er en unormal post som inneholder driftsrelaterte poster. Denne posten blir i sin helhet behandlet som en unormal driftsrelatert post.

Verdijustering av biologiske eiendeler er foretatt etter IFRS 41, men er ikke en verdijustering før realisering som er en vurdering av biologiske eiendeler under utvikling basert på endring i pris på slakteferdig fisk. Dette er ikke realiserte inntekter og bør derfor ikke være med i det normale driftsresultatet.

År	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010T
Verdijustering av biologiske eiendeler	0	0	69 412	85 938	15 838	-36 369	60 483	201 927
Gevinst / (tap) ved salg av driftsmidler	133	2 419	250	2 921	13 861	2 760	220	0
"Dirty surplus"	2 088	-7 580	-58 172	45 679	-12 762	-15 850	-43 928	-404 967
Unormalt driftsresultat	2 221	-5 161	11 490	134 538	16 937	-49 459	16 775	-203 040

Tabell 5.7 Unormalt driftsresultat før justering for målefeil

Unormale finansposter

I 2003 hadde Lerøy en nedskrivning på aksjer og i 2007 hadde de en gevinst på salg av aksjeandel i tilknyttet selskap. Disse transaksjonene ligger hhv. under postene andre finansutgifter og andre finansinntekter, og sees på som engangshendelser. Hva som er

driverne til postene uten om dette kommer ikke frem av notene, men det er en del variasjon i verdien på disse postene så hele postene blir satt som unormale finansposter⁴².

År	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010T
Unormale finansinntekter	255	259	0	0	30 125	5 537	1 761	0
Unormale finansutgifter	12 372	1 489	1 752	4 488	2 940	2 463	5 593	0
Unormalt finansresultat	-12 117	-1 230	-1 752	-4 488	27 185	3 074	-3 832	0

Tabell 5.8 Unormalt finansresultat

Fordeling av skattekostnader

I utgangspunktet er det 28 % skatt på finansresultatet i Norge. Vi vil benytte denne satsen på normale og unormale finanskostnader. Etter normaliseringen inneholder finansposter bare posten andre renteutgifter og det forutsettes at dette er realisert i perioden. For unormale finansinntekter bruker vi 0 % i skattesats, dette fordi posten inneholder hovedsakelig utbytte og gevinst ved salg av aksjer som begge er skattefrie etter fritaksmodellen for aksjeselskap. Finansinntekter blir skattlagt med 28 % da denne posten etter normalisering bare inneholder andre renteinntekter.

Driftsskattesatsen finner vi ved formelen:

$$dss = \frac{NKS - fssFI * FI - fssUFI * UFI + fssFK * (FK + UFK)}{DR + UDR}$$

,der NKS = rapportert skattekostnad – unormal skattekostnad

fssFI = skattesatsen for normale finansinntekter (FI)

fssUFI = skattesatsen for unormale finansinntekter (UFI)

fssFK = skattesatsen på normale og unormale finanskostnader (FK g UFK)

DR = normal driftsresultat

UDR = unormalt driftsresultat

I tabell 5.7 er den beregnede driftsskattesatsen (dss) for den historiske analyseperioden. Normalisert driftsskattesats (ndss) er den gjennomsnittlige driftsskattesatsen for perioden. Det kan diskuteres hvor vidt vi skulle benyttet median ved beregning her, men vi valgte gjennomsnitt da variasjonene i driftsskattesatsen var bekymringsverdig stor. Differansen mellom dss og ndss vil være unormal driftsskattesats (udss)

⁴² Knivsvflå, 2009, BUS 424; forelesningsfoilsett nr. 2 - 18

År	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010T
dss	27,53 %	33,11 %	27,60 %	28,22 %	29,08 %	26,82 %	27,88 %	32,15 %
- ndss	29,05 %	29,05 %	29,05 %	29,05 %	29,05 %	29,05 %	29,05 %	29,05 %
= dss - ndss	-1,52 %	4,06 %	-1,45 %	-0,83 %	0,04 %	-2,23 %	-1,17 %	3,10 %

Tabell 5.9 Driftsskattesats og normalisert driftsskattesats

Ved å benytte skattesatsene som er fastsatt over får vi følgende fordeling av skattekostnaden:

År	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010T
Normal skattekostnad	20 577	36 203	90 019	205 938	89 262	36 994	257 137	460 566
= Rapportert skattekostnad	20 577	36 203	90 019	205 938	89 262	36 994	257 137	460 566
- Skatt på finansinntekter	4 558	1 494	2 705	4 560	8 283	9 146	3 691	2 904
+ Skatt på finanskostnader	3 740	5 617	6 999	14 585	35 421	52 149	26 727	24 326
- Skatt på unormalt finansresultat	-3 464	-417	-491	-1 257	-823	-690	-1 566	0
= Skatt på driftsresultat	23 223	40 744	94 804	217 220	117 223	80 686	281 739	481 988
- Skatt på unormalt driftsresultat	37	801	19 225	25 077	8 638	-9 014	16 922	64 913
= Skatt på normalt driftsresultat	23 187	39 943	75 579	192 143	108 585	89 700	264 817	417 074
- Unormal skatt på normalt DR	-929	3 275	-2 875	-4 036	96	-5 450	-8 017	27 286
= Normal driftsskattekostnad	24 115	36 668	78 454	196 179	108 489	95 151	272 834	389 788

Tabell 5.10 Fordeling av skattekostnaden

5.3.4 Omgruppering steg 4: Skille mellom drift og finans

I den siste delen av omgrupperingen vil vi omorganisere resultatregnskapet og balansen slik at disse tilfredsstillende oppstillingen som gir relevant informasjon i en investororientert analyse.

I resultatregnskapet blir det en deling mellom driftsrelaterte poster og finans poster med en fordeling av skattekostnaden på de forskjellige postene. Vi vil da få frem avkastning driften har og hva finansieringen koster.

Balansen vil bli omgruppert til å fokusere på netto driftskapital⁴³. Inndelingen av balansen blir da netto driftseiendeler (NDE) som inneholder driftsrelaterte eiendeler (DE) minus driftsrelatert gjeld (DG) og netto driftskapital (NDK) som inneholder egenkapital (EK), minoritetsinteresser (MI) og netto finansiell gjeld (NFG).

5.4 Analyse av målefeil og justering

Steg to i den historiske regnskapsanalysen består av å finne målefeil i rapporteringen til selskapet for så å justere disse slik at de gir et bedre bilde av virkeligheten. Her er det tre typer målefeil som må undersøkes.⁴⁴

⁴³ Penman, 2009

⁴⁴ Knivslå, 2009, BUS 424; forelesningsfoilsett nr. 2 - 18

1. Lovgitt ideal gjennom GRS som ikke samsvarer med “virkelig” verdi
2. Lovgitt mulighet til å rapportere utenfor det som er hovedidealet for GRS
3. Rapportering utenfor det som er GRS – kreativ regnskapsføring

Kritikere mener denne delen av analysen ikke genererer tilstrekkelig nytte til å forsvare kostnaden. Oppfatningen er at GRS er tilstrekkelig god nok til å gi et rett bilde av bedriften og eventuelle justeringer som blir gjort av utenforstående bare vil føre til mer målestøy enn det som fjernes. Det forutsettes videre at målefeil som forekommer i bedrifter som er i “steady state” vil eliminere hverandre.

Forkjemperne for analyse og justering av målefeil mener at GRS ikke setter strenge nok rammer og gir opphav til målefeil, der målefeil 2 og 3 kan føre til så store skjevheter at dette vil gi en helt feil verdivurdering av selskapet.

Siden vi er en utenforstående part har ikke vi den økonomiske innsikten som skal til for å kunne gjøre en fullstendig analyse av målefeil og nødvendige justeringer uten å forårsake mer målestøy. Selv om vi er av den oppfatning at en fullstendig analyse av målefeil ville vært det beste for oppgaven, vil vi likevel bare foreta de justeringene som informasjonen i årsrapportene til Lerøy tillater uten å skape mer målestøy.

Justeringer

Biologiske eiendeler

Lerøy verdi justerer biologiske eiendeler for perioden 2004 – 2010T. Disse føringene må tilbakeføres siden det ikke gir inntekter og er en urealisert gevinst. Netto verdijusteringene fjernes fra resultatet og balansen.

Netto utsatt skatt

Hoved andelen av netto utsatt skatt blir ikke justert for da de kommer fra biologiske eiendeler/varelager, og konsesjoner og rettigheter. Netto utsatt skatt som er tilknyttet varige driftsmidler kommer av forskjellene mellom lineær avskrivning, som er benyttet i Lerøy, og saldoavskrivningen i skatteberegningen. Dette skaper en undervurdering av EK og som korrigeres ved å diskontere netto utsatt skatt ved formelen:

$$JNUS = NUS * \frac{GSS}{GSS + DR}$$

, der JNUS = Justert netto utsatt skatt

NUS = Netto utsatt skatt

GSS = gjennomsnittlig saldosats

DR = diskonteringsrente

Goodwill

Lerøy førte etter NGAAP i 2003 – 2004 og har foretatt avskrivning for disse periodene. Avskrivningen for 2004 ble tilbakeført ved overgangen til IFRS i 2005. Vi tilbakefører de akkumulerte avskrivningene frem til 2003.

Netto pensjonsforpliktelser

Netto pensjonskostnad i balansen er ikke ført til virkelig verdi, men justert med et estimatavvik. Vi justerer for dette estimatavviket slik at netto pensjonsforpliktelse blir ført i balansen til virkelig verdi

Effekt av justering:

Justering i balansen								
År	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010T
- Verdijustering av biologiske eiendeler	0	0	50 406	112 239	123 618	97 155	140 926	278 080
- estimatavvik på netto pensjon	-184	-1887	-103	1362	-403	-219	899	899
+ Tilbakeføring av goodwill	8162	0	0	0	0	0	0	0
+ Netto utsatt skatt	17	71	308	903	1 287	1 339	1 661	1 905
= Virkning netto driftseiendeler	8 363	1 958	-49 994	-112 698	-121 928	-95 597	-140 163	-277 074
- Virkning på utsatt skatt	2 193	-548	-30	396	-117	-64	261	261
= Virkning egenkapitalen	6 170	2 506	-49 964	-113 094	-121 811	-95 533	-140 425	-277 335

Tabell 5.11 Justering av målefeil mot balansen

Juteringer i regnskapet

År	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010T
- Verdijustering av biologiske eiendeler	0	0	50 406	61 833	11 379	-26 463	43 771	137 154
- estimatavvik netto persjon i året	-331	-1703	1784	1465	-1765	184	1118	0
+ Tilbakeføring av goodwill	3323	-8162	0	0	0	0	0	0
+ Netto utsatt skatt	17	54	238	595	384	52	323	243
= Virkning unormalt netto driftsresultat	347	1 757	-51 952	-62 704	-9 230	26 331	-44 566	-136 911
- Endring utsatt skatt	915	-2 741	518	426	-513	53	325	0
= Virkning normalt netto driftsresultat	2 408	-5 421	-518	-426	513	-53	-325	0
= Virkning på fullstendig nettoresultat til EK	2 756	-3 664	-52 470	-63 129	-8 717	26 277	-44 891	-136 911

Tabell 5.12 Justering av målefeil mot regnskapet

5.5 Omgruppert og justert regnskap og balanse

RESULTATREGNSKAP

Alle tall i NOK 1000		NGAAP				IFRS			
År	Symbol	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010T
Driftsinntekter	DI	2 914 740	3 556 980	4 014 204	5 613 671	6 277 037	6 054 293	7 473 587	8 798 023
Vareforbruk	VK	2 614 210	3 033 920	3 254 686	4 105 186	4 698 675	4 279 152	5 042 424	5 845 333
Lønn og andre personalkostnader	LK	116 472	201 255	245 819	399 999	579 004	664 377	690 477	776 648
Andre driftskostnader	AK	85 674	152 202	191 625	342 943	472 158	579 295	586 743	653 867
Ordinære avskrivninger	AV	11 742	48 948	48 214	84 707	153 846	197 023	204 007	224 778
Driftsresultat fra egen drift	DR	86 642	120 655	273 860	680 836	373 354	334 446	949 936	1 297 397
Driftsrelatert skattekostnad	DSK	23 187	39 943	75 579	192 143	108 585	89 700	264 817	417 074
Netto driftsresultat fra egen drift	NRD	63 456	80 712	198 281	488 693	264 769	244 746	685 119	880 323
Netto driftsresultat fra tilknyttet virksomhet	NRT	-20 511	10 429	64 534	128 982	34 221	13 716	62 744	93 856
Netto driftsresultat	NDR	42 945	91 141	262 815	617 675	298 990	258 462	747 863	974 178
Netto finansinntekt	NFI	11 719	3 840	6 954	11 724	21 300	23 518	9 491	7 469
Nettoresultat til sysselsatt kapital	NRS	54 664	94 982	269 769	629 400	320 289	281 980	757 354	981 647
Netto finanskostnad	NFK	9 616	14 445	17 998	37 505	91 083	134 096	68 728	62 553
Netto minoritetsresultat	NMR	6 719	1 715	547	929	2 550	2 322	653	945
Nettoresultat til egenkapital	NRE	38 329	78 822	251 225	590 966	226 656	145 561	687 973	918 150
Unormalt netto driftsresultat	UNDR	2 532	245	-70 573	59 658	2 762	-11 673	-42 296	-404 237
Unormalt netto finansresultat	UNFR	-8 653	-813	-1 261	-3 231	28 008	3 764	-2 266	0
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	FNR	32 208	78 254	179 390	647 393	257 427	137 651	643 412	513 912
Netto betalt utbytte	NBU	-135 547	19 164	-169 938	-340 784	-1 171 322	125 702	150 300	374 985
Endring i egenkapital	DEK	167 755	59 090	349 328	988 177	1 428 749	11 949	493 112	138 927

Tabell 5.13 Justert og omgruppert regnskap

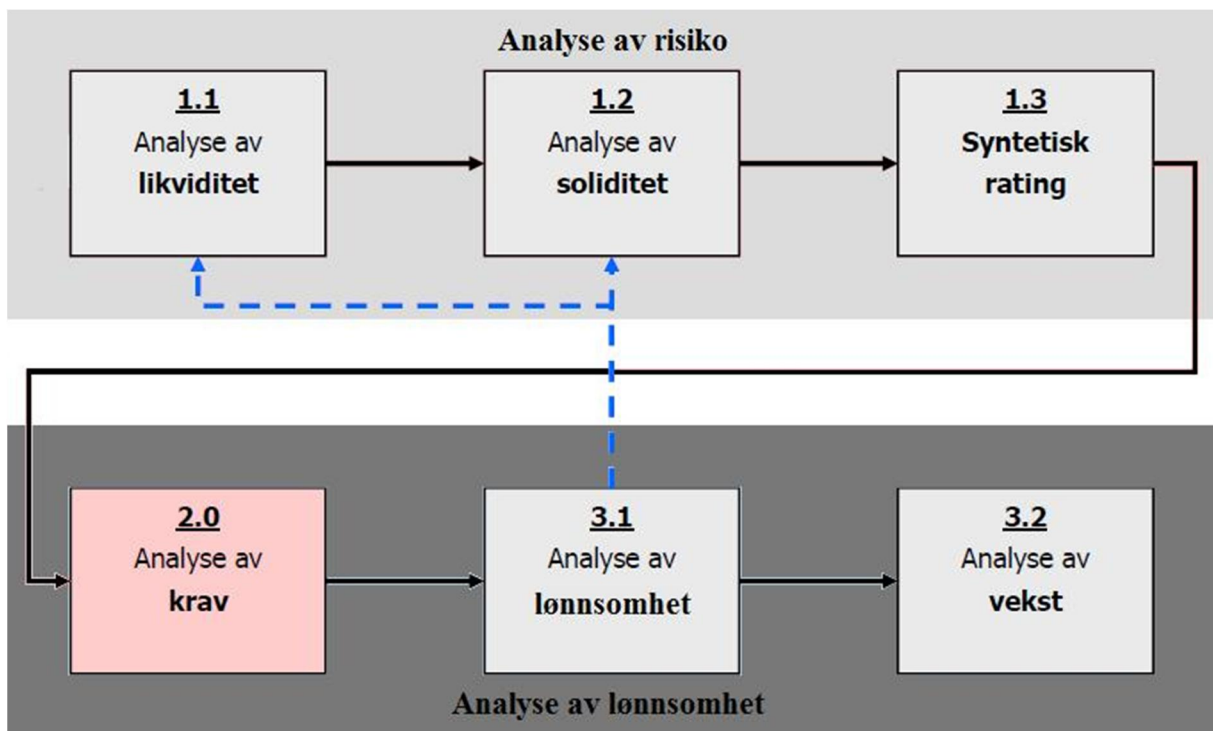
Balanse

Alle tall i NOK 1000									
År	Symbol	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010T
Driftsrelaterte anleggsmidler	DAM	734 664	755 006	999 858	2 813 664	4 149 514	4 436 603	4 322 278	4 215 677
+ Driftsrelaterte omløpsmidler	DOM	779 697	804 089	1 301 277	2 163 860	2 669 826	2 831 606	3 101 734	3 265 695
= Driftsrelaterte eiendeler	DE	1 514 361	1 559 095	2 301 135	4 977 524	6 819 340	7 268 209	7 424 012	7 481 372
Finansielle anleggsmidler	FAM	4 636	2 232	4 236	5 981	27 104	29 904	35 043	38 136
+ Finansielle omløpsmidler	FOM	293 791	260 980	191 967	509 872	537 738	388 486	707 989	636 059
= Finansielle eiendeler	FE	298 427	263 212	196 203	515 853	564 842	418 390	743 032	674 195
Totale eiendeler	TE	1 812 788	1 822 307	2 497 338	5 493 377	7 384 182	7 686 599	8 167 044	8 155 567
Egenkapital	EK	810 859	869 949	1 219 277	2 207 453	3 636 202	3 648 152	4 141 263	4 280 191
Minoritetsinteresser	MI	10 325	4 106	6 705	20 172	20 830	20 658	18 568	18 886
Langsiktig driftsrelatert gjeld	LDG	10 840	37 730	158 398	460 437	655 424	682 474	850 128	969 356
+ Kortsiktig driftsrelatert gjeld	KDG	325 672	373 327	523 331	845 315	780 433	816 483	1 005 446	928 600
= Driftsrelatert gjeld	DG	336 512	411 057	681 729	1 305 752	1 435 857	1 498 957	1 855 574	1 897 956
Langsiktig finansiell gjeld	LFG	412 195	374 647	458 545	1 577 997	1 724 699	1 676 911	1 505 533	1 429 039
+ Kortsiktig finansiell gjeld	KFG	242 898	162 547	131 082	382 003	566 594	841 921	646 105	529 495
= Finansiell gjeld	FG	655 093	537 194	589 627	1 960 000	2 291 293	2 518 832	2 151 638	1 958 534
Totalkapital	TK	1 812 789	1 822 306	2 497 338	5 493 377	7 384 182	7 686 599	8 167 044	8 155 567

Tabell 5.14 Justert og omgruppert balanse

5.6 Ramme for forholdstallsanalyse

I neste steg av regnskapsanalysen vil vi benytte de omjusterte og omgrupperte tallene for Lerøy i en sammenligning med tall fra bransjen for å se på hva som er de underliggende driverne i lønnsomheten. I kapittel 6 vil vi se på likviditet og soliditeten i Lerøy og bransjen for så å foreta en syntetisk rating. Kapittel 7 vil ta for seg beregning av historisk avkastningskrav for Lerøy før vi i kapittel 8 foretar en analyse av driverne til lønnsomheten i Lerøy.



Figur 5.2 Rammeverk for forholdstallsanalyse.⁴⁵

⁴⁵ Knivsflå, 2009, BUS 424; forelesningsfoilsett nr. 15

Kapittel 6 – Risiko

Sentralt i en fundamental verdsettelse står avkastningskrav.⁴⁶ I selve utregningen av selskapets verdi vil fremtidige kontantstrømmer bli diskonterte slik at vi står igjen med nåverdien av fremtidige kontantstrømmer. Avkastningskravet vil her være diskonteringsrenten. Små endringer i diskonteringsrenten gir veldig store utslag i beregnet nåverdi. For å gjøre en god og riktig verdsettelse av en hvilken som helst bedrift er det essensielt at diskonteringsrenten er riktig. Risiko er en avgjørende faktor ved beregning av avkastningskravet. Som vi skal se senere består avkastningskravet av to forhold. Det ene er avkastningskravet på fremmedkapital/finansiellgjeld og det andre er avkastningskravet til egenkapitalen.

To typer risiko knytter seg til egenkapitalplasseringer. Vi skiller her mellom markedsrisiko (systematisk risiko) og bedriftsspesifikk risiko (usystematisk risiko). Den usystematiske risikoen er kun aktuell for aktører som ikke er godt diversifisert. For disse kan det være aktuelt å beregne en risikopremie (ofte kalt likviditetsrisiko) for og innlemme den bedriftsspesifikke risikoen i analyser, verdsettelser osv.

Aktører i kredittmarkedet er bedre skjermet mot risiko ved plassering (utlån) enn aktører på egenkapitalmarkedet. Ved eksempelvis konkurser vil banker og kredittinstitusjoner stille først i køen i forhold til å sikre sitt mellomværende (etter ansattes utestående lønn). Dette gjøres dels ved lovverk hvor finansinstitusjoner er prioritert, og dels ved pantestystemet. På den andre siden vil en kredittinstitusjon aldri tjene mer på en investering enn “resultat”-delen av renten. Denne delen av renten sammen “kostnads”-delen i renten utgjør risikofri rente. Ved utlån til bedrifter må kredittinstitusjonene også ta høyde for risiko. Kredittinstitusjonene gjør dette ved å legge til en ekstra premie for risiko opp på den risikofrie renten. Det er denne kredittrisikopremien/-faktoren tilknyttet vi skal estimere i dette kapitlet.

Estimatet vårt for kredittrisikopremien vil bygge på to forhold. Først, Lerøys evne til å betjene den kortsiktige gjelden fortløpende. Vi kan kalle dette faren for likviditetskonkurs. Dernest, Lerøys evne til å “drive for egen regning” på sikt - soliditet. Vi kan kalle dette faren for tradisjonell konkurs. Fire forholdstall vil hjelpe oss med estimatet. Likviditetsgrad 1 (lg 1) tallfester Lerøys evne til å betjene gjeld på kortsikt, og nettodriftsrentabilitet (ndr), egenkapitalprosent (ek %) samt rentedekningsgrad (rdg) tallfester Lerøys evne til langsiktig

⁴⁶ Damodoran, 2002

gjeldsbetjening.⁴⁷ Disse forholdstallene vil til slutt i kapitlet danne grunnlaget for en syntetisk rating. Den syntetiske rating gjør oss i stand til å samle de fire forholdstallene i et måltall (i form av bokstav). Måltallet fester en gitt konkurssannsynlighet til selskapet, og i forlengelsen av konkurssannsynligheten, en kreditt risikopremie.

I tillegg til likviditetsgrad 1 vil vise likviditetsgrad 2. Likviditetsgrad 2 gir oss et innblikk i forholdet mellom omløpsmidler og finansiell gjeld.

Som leseren vil se av de ulike figurene tilknyttet til forholdstallene er bransjetallene også tatt med. Dette gjør oss i stand til å vurdere om Lerøy har strategiske fordeler knyttet til finansieringen. Videre har vi også tatt med en finansieringsmatrise for Lerøy og bransjen. Matrisen er pedagogisk god i forhold til og vise hvordan Lerøys finansieringsstruktur eventuelt avviker fra bransjens finansieringsstruktur.

For mer utfyllende informasjon om avkastningskrav vises det til tekstens kapittel 7.

6.1 Likviditet

Som nevnt tidligere er likviditet evnen til å betjene den kortsiktige gjelden etter som den forfaller. Det sentrale forholdstallet her er likviditetsgrad 1 men vi har valgt og også vise likviditetsgrad 2.⁴⁸

6.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 illustrer forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Omløpsmidler er typisk varelager, kundefordringer osv. En tommelfingerregel for kortsiktig gjeld er at den er gjeld som forfaller innen ett år etter opptak. For Lerøys del er leverandør gjeld en typisk kortsiktig gjeld.

⁴⁷ Penman, 2007

⁴⁸ Penman, 2007

$$lg 1 = \frac{DOM + FOM}{KDG + KFG}^{49}$$

, der $lg 1$ = likviditetsgrad 1

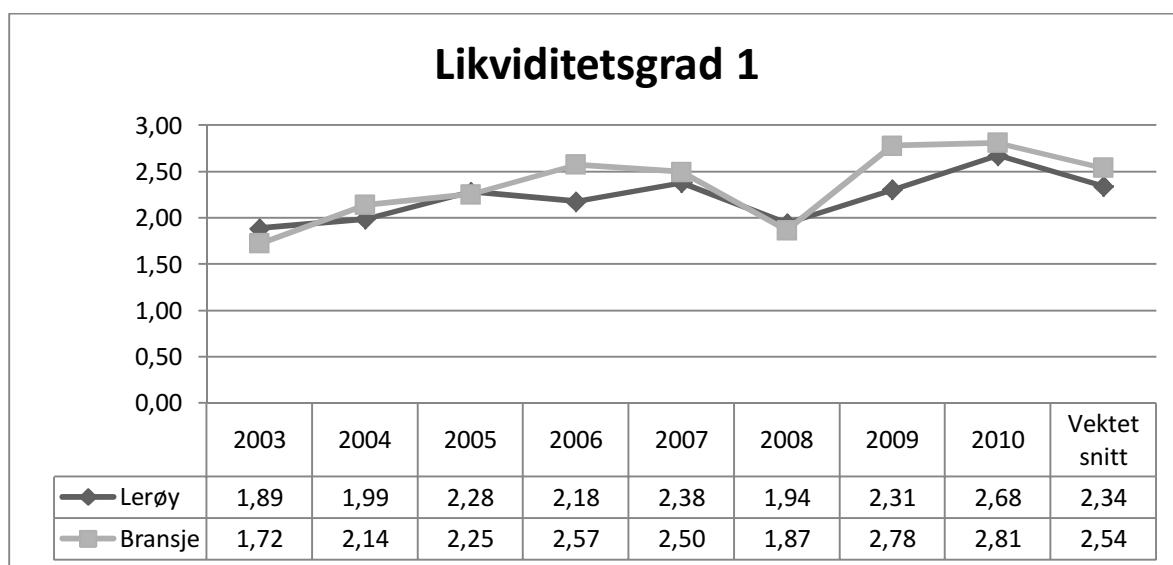
DOM = driftsrelaterte omløpsmidler

FOM = finansielle omløpsmidler

KDG = kortsiktig driftsrelatert gjeld

KFG = kortsiktig finansiell gjeld

Figuren nedenfor illustrer forholdet år for år for både bransjen og Lerøy. Figuren viser et vektet gjennomsnitt som sluttunkt. Dette er en justeringsfaktor som tillater oss og vektlegge de seneste årene mest. For resten av kapittel 6 er vektingene fra og med 2010 og bakover slik: 30 %, 30 %, 20 %, 10 %, 5 % og 5 %. Året 2005 er altså det første året som inngår i vektingen.



Figur 6.1 Likviditetsgrad 1

Vi ser av figuren over at likviditetsgrad 1 ligger i all hovedsak mellom 2 og 3 for både bransjen og Lerøy. Dette er bra. Både bransjen og Lerøy har ingen umiddelbar fare for en likviditetskonkurs. Forholdstallene varierer litt men en viss variasjon vil det alltid være. Et absolutt minimum for likviditetsgrad 1 er et forholdstall på 1,00. Dersom forholdstallet er

⁴⁹ Knivsflå, 2009, BUS 424; forelesningsfoilsett nr. 15

under 1,00 vil det si at langsiktig kapital finansierer deler av omløpsmidlene (i tillegg til anleggsmidlene). En slik underdekning av likvide midler er ofte forbundet med risiko.

6.1.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 viser forholdet mellom de mest likvide finansielle omløpsmidlene og den kortsiktige gjelden.⁵⁰

$$lg\ 2 = \frac{FOM}{KDG + KFG}$$

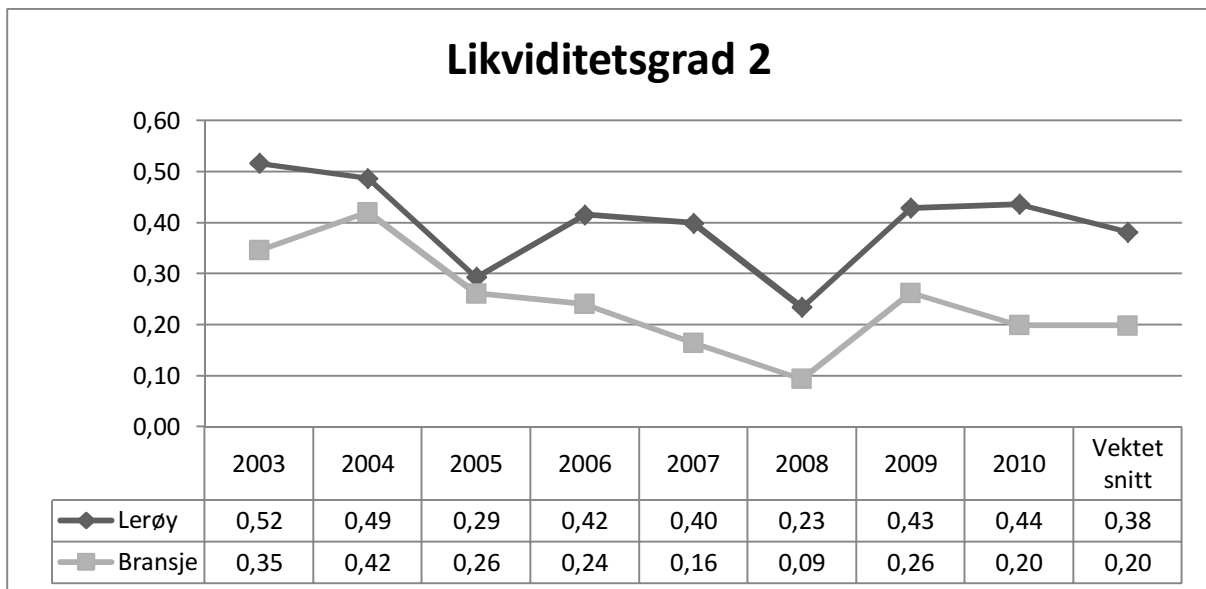
, der $lg\ 2$ = likviditetsgrad 2

FOM = finansielle omløpsmidler

KDG = kortsiktig driftsrelatert gjeld

KFG = kortsiktig finansiell gjeld

Figuren nedenfor illustrerer forholdet både for Lerøy og bransjen.



Figur 6.2 Likviditetsgrad 2

⁵⁰ Knivsflå, 2009, BUS 424; forelesningsfoilsett nr. 15

Forholdstallene for likviditetsgrad 2 er svært lave. I tillegg ser vi en negativ utvikling både for bransjen og for Lerøy. Vi tror de lave forholdstallene generelt i bransjen kan henge sammen med konsolideringen i bransjen. Overskuddslikviditet blir brukt til investeringer i andre selskap generelt, men særlig til oppkjøp innad i bransjen. Vi ser dette igjen i regnskapstallene. Mange av aktørene i bransjen har store poster som er relatert til “tilknyttet virksomhet”. Vi velger å legge denne forklaringen til grunn.

6.1.3 Rentedekningsgrad

Rentedekningsgraden viser bedriftens evne til å bære renteforpliktelsen knyttet til finansiell rentebærende gjeld. Graden viser hvor stor del av nettoresultatet til sysselsatt kapital som går med til å dekke rentekostnaden. Forholdstallet er viktig både for bedriftens soliditet og bedriftens lønnsomhet. Det er viktig å forholde seg til kun rentekostnaden. Finanskostnader relatert til finansielle plasseringer er i irrelevante her.⁵¹

$$rdg = \frac{\text{netto resultat til SSK}}{FK}$$

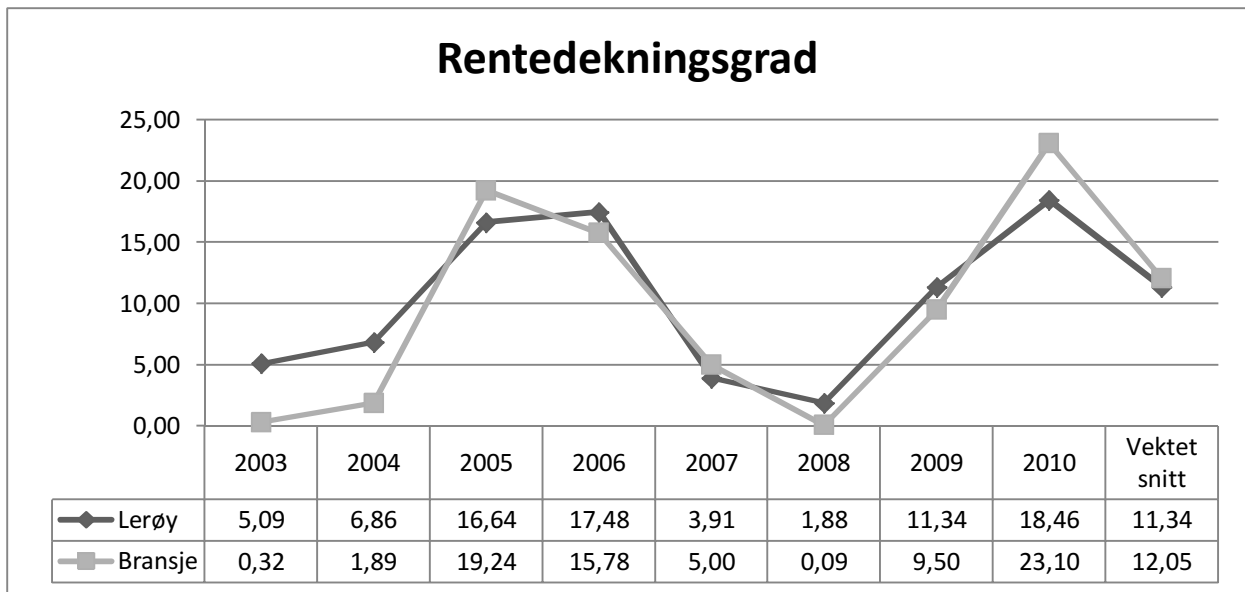
, der rdg = rentedekningsgrad

SSK = sysselsatt kapital

FK = finanskostnader

Figuren nedenfor viser forholdet både for Lerøy og bransjen.

⁵¹ Knivsflå, 2009, BUS 424; forelesningsfoilsett nr. 15



Figur 6.3 Rentedeckningsgrad

Over ser vi en veldig skiftende kurve for både Lerøy og bransjen. Kanskje kan vekslingene ha sammenheng med generelle konjunkturer. Konjunkturfølsom bransje vil typisk ha lavere inntjening ved en lavkonjunktur enn andre. Samtidig vil ofte bankene gjøre større påslag for risiko under usikre framtidsutsikter. Vi så dette blant annet i starten av finanskrisen hvor det var nesten umulig for bedrifter og få lån, og dersom de fikk lån var disse lånene forbundet med høy rente. Altså vil lavere inntjening for konjunkturfølsom industri i lavkonjunktur sammen med uendrede eller høyere rentekostnad gi lavere rentedeckningsgrad.

Videre ser vi av grafen at tallene for bransjen variere mer enn tallene for Lerøy. Dette kan henge sammen med at Lerøy ikke har kortsiktig finansiellgjeld som er den gjelden som er forbundet med høyest rente og de største rentesvingningene. Ut fra denne forutsetningen kan det være feil at bransjen skal ha et høyere vektet snitt enn Lerøy tilknyttet rentedeckningsgraden. Vi er i tvil, og stiller oss her litt kritiske til utfallet av vektingen vår. Dersom vi også hadde hatt med tall fra 2003 og 2004 ville Lerøy har ett vesentlig bedre vektet snitt enn bransjen ellers.

Uansett er rentedeckningsgraden svært god for både Lerøy og bransjen over tid. Som vi skal se senere i dette kapitlet ligger grensen for BBB rating i den syntetiske rating på 2,160.⁵² En rating på BBB tilsvarer svært liten konkurssansynlighet.

⁵² Knivsfå, 2009, BUS 424; forelesningsfoilsett nr. 15

6.1.4 Kontantstrøm

Fri kontantstrøm til egenkapital

Alle tall i NOK 1000							
År	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010T
NDR	85 720	262 297	617 250	299 502	258 408	747 538	974 178
+ UNDR	-4 205	-59 687	46 757	-930	-14 114	-44 714	-404 864
- ΔNDE	-29 813	471 369	2 052 367	1 711 711	385 768	-200 814	14 978
= FKD	111 328	-268 759	-1 388 360	-1 413 139	-141 474	903 639	554 336
+ NFI	3 840	6 954	11 724	21 300	23 518	9 491	7 469
+ UNFI	1 072	1 261	3 231	2 117	1 773	4 027	0
- ΔFE	-35 215	-67 009	319 650	48 989	-146 452	324 642	-68 837
= FKS	151 456	-193 534	-1 693 054	-1 438 712	30 269	592 515	630 641
- NFK	14 445	17 998	37 505	91 083	134 096	68 728	62 553
- UNFK	1 072	1 261	3 231	2 117	1 773	4 027	0
+ ΔFG	-117 899	52 433	1 370 373	331 293	227 539	-367 194	-193 104
- NMR	1 715	547	929	2 550	2 322	653	945
- UNMR	0	0	0	0	0	0	0
+ ΔMI	-6 219	2 599	13 467	658	-172	-2 090	318
= FKE	10 106	-158 309	-350 880	-1 202 510	119 444	149 823	374 358

Tabell 6.1 Kontantstrømanalyse

6.2 Soliditet

Som nevnt tidligere knytter soliditet seg til konkurssannsynlighet. Sentralt her er forholdstallene egenkapitalprosent, netto driftsrentabilitet og finansieringsmatrise.

6.2.1 Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosenten viser blant annet bedriftens evne til å tåle perioder med lavere lønnsomhet. Som det ligger i navnet er egenkapitalprosenten forholdet mellom egenkapitalen og totalkapitalen. Det er viktig og merke seg at også minoritetsinteressen(e) inngår i beregningen⁵³.

⁵³ Penman, 2007

$$ekp = \frac{EK + MI}{TK}$$

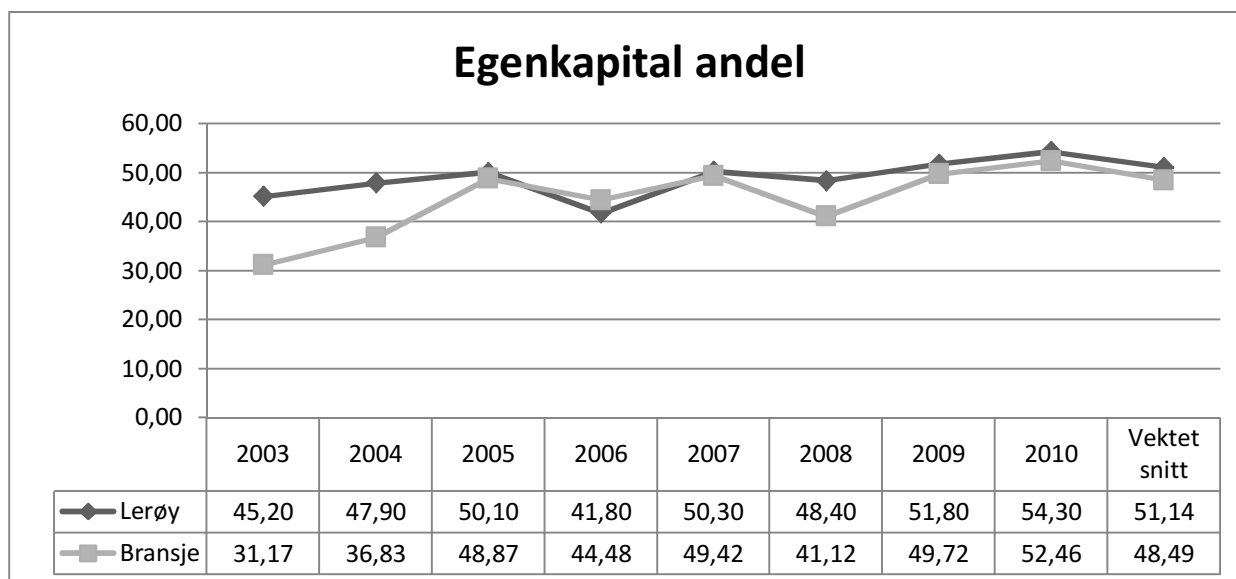
, der ekp = egenkapitalprosent

EK = egenkapital

MI = minoritetsinteresser

TK = totalkapital

Figuren nedenfor viser forholdet både for Lerøy og bransjen.



Figur 6.4 Egenkapitalprosent

Vi ser en jevnt stigende egenkapitalprosent både for bransjen og for Lerøy. Dette er bra. Videre er en andel egenkapital på rundt 50 % og over, bra. Vi ser av tallene for 2003 og 2004 at egenkapitalen var lav for bransjen, men på grunn av vektingsperioden er disse tallene ikke med i det vektede snittet. Vi tror at det riktig at disse tallene ikke er en del beregningsgrunnlaget for det vektede snittet. Dette fordi i en bransje som har vært gjennom både sterk vekst og skifte eierforhold/konsolidering, vil tall hentet fra seks til sju år siden være irrelevante. Konklusjonen må være at både Lerøy og bransjen har god egenkapital og videre at forskjellen mellom bransjen og Lerøy er uvesentlig.

6.2.2 Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet (ndr) viser hvor mye netto driftskapital (driftseiendeler) gir i prosentvis avkastning. Dette er altså et forholdstall som gir en indikasjon på lønnsomheten.⁵⁴

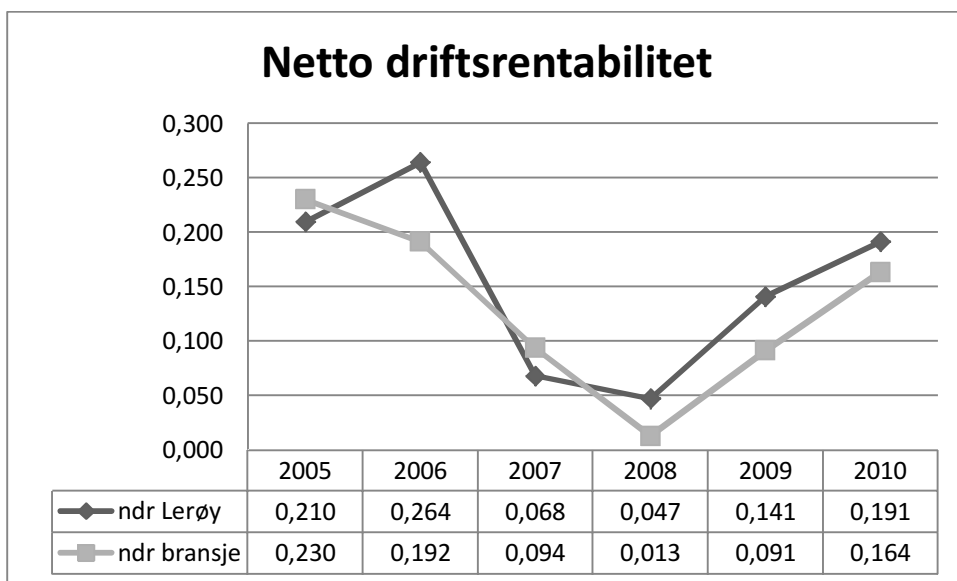
$$ndr = \frac{NDR_t}{NDK_{t-1} + (\Delta NDK_t - NDR_t)/2}$$

, der ndr = netto driftsresultat

NDR = netto driftsresultat

NDK = netto driftskapital

Figuren nedenfor viser forholdet både for Lerøy og bransjen.



Figur 6.5 Netto driftsrentabilitet

I kapittel 8 skal vi sammenligne netto driftsrentabilitet med nettodriftskrav. Da vil forholdstallet netto driftsrentabilitet gi oss svært viktig informasjon. Rent intuitivt ser dette forholdstallet godt ut for både bransjen og Lerøy. For 2005 – 2009 ligger Lerøy over bransjesnittet med unntak av en marginal forskjell i 2005 og 2007. Sett bort fra 2005 og 2007 ser vi kanskje her en av de strategiske fordelene vi vurdert i kapittel 4. Videre ser av

⁵⁴ Penman, 2007

utviklingen over tid at dette forholdstallet også virker å være konjunkturfølsomt, med en absolutt bunn notering i 2008.

6.2.2 Kapitalstruktur – finansieringsmatrise

Kapitalstrukturen kan i seg selv være en kilde til risiko. Poenget er for det første at mest mulig av anleggsmidlene skal være finansiert med langsiktig kapital, og da helst egenkapital.⁵⁵ Videre er det bedre at eiendelene er finansiert driftsgjeld enn finansiell gjeld. Før vi ser på selve matrisen er viktig punktere at dette er en statisk illustrasjon av kapitalstrukturen på et gitt tidspunkt, i vårt tilfelle 2010. For enkelthetsskyld viser vi bare forholdstallene i matrisen for bransjen.

Matrisen nedenfor viser Lerøys kapitalstruktur for 2010.

Lerøy Seafood ASA, 2010	Egenkapital	Minoritets interesser	Langsiktig driftsgjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsgjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
Driftsrelaterte anleggsmidler	4 215 677						4 215 677
Finansielle anleggsmidler	38 136						38 136
Driftsrelaterte omløpsmidler	26 378	18 886	969 356	1 429 039	822 036		3 265 695
Finansielle omløpsmidler					106 564	529 495	636 059
Totalkapital	4280191	18886	969356	1429039	928600	529495	8155567

Figur 6.6 Finansieringsmatrise Lerøy

⁵⁵ Knivsvflå, 2009, BUS 424; forelesningsfoilsett nr. 15

Matrisen nedenfor viser Lerøys kapitalstruktur i forholdsvise tall for 2010.

Lerøy Seafood ASA, 2010	Egenkapital	Minoritets interesser	Langsiktig driftsgjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsgjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
Driftsrelaterte anleggsmidler	100 %						51,7 %
Finansielle anleggsmidler	100 %						0,5 %
Driftsrelaterte omløpsmidler	0,8 %	0,6 %	29,7 %	43,8 %	25,2 %		40,0 %
Finansielle omløpsmidler					16,8 %	83,2 %	7,8 %
Totalkapital	52,5 %	0,2 %	11,9 %	17,5 %	11,4 %	6,5 %	100 %

Figur 6.7 Finansieringsmatrise Lerøy – forholdstall

I 2010 har Lerøy en veldig god profil på sin kapitalstruktur. Som vi har sett tidligere har ikke Lerøy kortsiktig finansiell gjeld. Dette medfører at omløpsmidlene kun er finansiert av gjeld som tilhører driftskategorien. Videre er både driftsrelaterte og finansielle anleggsmidler finansiert med egenkapitalen. Dette er svært positivt. Totalt sett ser vi ingen “røde flagg” i Lerøys kapitalstruktur per 2010.

Matrisen nedenfor viser bransjens kapitalstruktur for 2010 i forholdstall.

Bransjen 2010	Egenkapital	Minoritets interesser	Langsiktig driftsgjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsgjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
Driftsrelaterte anleggsmidler	97 %	3 %					52,3 %
Finansielle anleggsmidler		17,86 %	82,14 %				2,63 %
Driftsrelaterte omløpsmidler			27,73 %	42,50 %	26,17 %	3,60 %	42,18 %
Finansielle omløpsmidler						100,00 %	2,89 %
Totalkapital	50,73 %	2,08 %	13,86 %	17,92 %	11,04 %	4,41 %	100 %

Figur 6.8 Finansieringsmatrise for bransjen i 2010 – forholdstall

Vi ser at det er forbundet større risiko ved kapitalstrukturen til bransjen enn Lerøy. Bransjen har en god del kortsiktig finansiell gjeld. Den finansielle gjelden dekker alle bransjens finansielle omløpsmidler og må i tillegg finansiere litt av bransjens driftsrelaterte omløpsmidler. Det er ikke bra. Heller ikke det faktum at langsiktig finansiell gjeld dekker 27,73 % er gunstig. Et minstekrav brude være at langsiktige eiendeler (anleggsmidler) er dekket av langsiktig kapital. Likevel vil vi ikke si at kapitalstrukturen i bransjen er dårlig. Den er ok-, men markant dårligere enn Lerøys kapitalstruktur.

6.3 Syntetisk rating

Tidligere i dette kapitlet har vi beregnet de fire forholdstallene vi trenger for å simulere en syntetisk rating både for Lerøy og bransjen. Den første tabellen nedenfor viser utgangspunktet for de ulike rating klasser samt tilhørende årlig konkursrisiko og kredittrisikofaktor for de ulike rating klassene. Som nevnt tidligere er kredittrisikofaktoren viktig i kapittel 7 ved beregning av finansielt gjeldskrav og lignende.

Tabellen nedenfor viser ulike rating klasser med tilhørende risiko gitt norske forhold. Den tar utgangspunkt i Stanley & Poors rating system.⁵⁶

Rating	Likviditetsgrad 1, lg1	Rentedekningsgrad, rdg	Egenkapitalprosent, ekp	Netto driftsrentabilitet, ndr	Årlig konkurs-sannsynlighet	Kredittrisiko-faktor
AAA	11,600	16,900	0,940	0,350	0,0001	0,1000
	8,900	11,600	0,895	0,308		
AA	6,200	6,300	0,850	0,266	0,0012	0,1500
	4,600	4,825	0,755	0,216		
A	3,000	3,350	0,660	0,166	0,0024	0,2500
	2,350	2,755	0,550	0,131		
BBB	1,700	2,160	0,440	0,096	0,0037	0,4000
	1,450	1,690	0,380	0,082		
BB	1,200	1,220	0,320	0,068	0,0136	0,6000
	1,050	1,060	0,270	0,054		
B	0,900	0,900	0,220	0,040	0,0608	1,0000
	0,750	0,485	0,175	0,026		
CCC	0,600	0,070	0,130	0,012	0,3085	3,0000
	0,550	-0,345	0,105	-0,002		
CC	0,500	-0,760	0,080	-0,016	0,5418	9,0000
	0,450	-1,170	0,030	-0,030		
C	0,400	-1,580	-0,020	-0,044	0,7752	27,0000
	0,350	-1,995	-0,100	-0,058		
D	0,300	-2,410	-0,180	-0,072	0,9999	1000,0000

Figur 6.9 Tabell syntetisk rating

⁵⁶ Knivsflå, 2009, BUS 424; forelesningsfoilsett nr. 15

Gitt beregningene av forholdstall tidligere i kapitlet kan vi foreta en simulert syntetisk rating av Lerøy og bransjen.

År	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Vektet snitt
<u>Likviditetsgrad 1</u>							
Lerøy	BBB	BBB	A-	BBB	BBB	A-	BBB
Bransjen	BBB	A-	A-	BBB	A-	A-	A-
<u>Egenkapitalprosent</u>							
Lerøy	BBB	BBB-	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Bransjen	BBB	BBB	BBB	BBB-	BBB	BBB	BBB
<u>Rentedekningsgrad</u>							
Lerøy	AAA-	AAA	BBB-	AA	AA	AAA	AAA-
Bransjen	AAA	AAA-	CCC	AA	AA	AAA	AAA-
<u>Netto driftsrentabilitet</u>							
Lerøy	AA-	AA	BB	BB-	A-	AA-	A-
Bransjen	AA-	AA-	BBB	CCC	BBB	A	BBB
<u>Rating</u>							
Lerøy	A	A	BBB	BBB	A-	A	A-
Bransjen	A	A	BB	BB	A-	AA-	A-
<u>Årlig konkurssansynlighet</u>							
Lerøy	0,0024	0,0024	0,0037	0,0037	0,0024	0,0024	0,0024
Bransjen	0,0024	0,0024	0,0136	0,0037	0,0024	0,0012	0,0024
<u>Kreditrisikofaktor</u>							
Lerøy	0,2500	0,2500	0,4000	0,4000	0,2500	0,2500	0,2500
Bransjen	0,2500	0,2500	0,6000	0,4000	0,2500	0,1500	0,2500

Figur 6.10 Syntetisk rating, Lerøy og bransjen

Vi ser av tabellen at både Lerøy og bransjen har en veldig god rating. Nesten alle forholdstallene gir en rating som er BBB eller bedre for de ulike årene. Vi landet på en samlet rating på A- for både Lerøy og bransjen. Tallmessig har ikke minustegnet noe å si her. Det referer kun til hvilken ende av karakteren som objektet befinner seg i. En total syntetisk rating på A- gir en årlig konkurssansynlighet på 0,24 % er så å si ubetydelig (men ikke fraværende). Dette gir en kreditrisikofaktor på 0,2500 som vi tar med videre til kapittel 7. Vi konkluderer med at forholdstallene viser en solid bransje og et solid selskap. Dette styrker våre betraktninger i den strategiske analysen i kapittel 4.

Kapittel 7 – Historisk avkastningskrav

7.1 Avkastningskrav

I dette kapitlet skal vi se på hva det historiske avkastningskravet har vært for Lerøy. Dette kravet vil så bli sammenlignet med den avkastningen Lerøy har i den samme perioden for å se om selskapet har produsert superprofitt. Denne sammenligningen vil bli foretatt i kapittel 8, hvor vi vil se på hvor lønnsomheten forekommer. Det totale kravet til avkastning til netto driftskapital består av flere faktorer, hvor hovedinndelingene er kravet til egenkapitalen (ekk), kravet til minoritetsinteresser (mik) og kravet til finansieringen fra låneinstitusjoner (nfgk). Selv om det vil være teoretisk riktig å estimere kravet til minoritetsinteresser for seg vil vi her legge minoriteter under egenkapital. Minoritetsinteressene er så små i at dette ikke vil ha noe innvirkning på netto driftskrav. Flere faktorer er med på å estimere disse og vi vil komme tilbake til dem i de respektive delkapitlene. Formelen for netto driftskrav er⁵⁷:

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

, der

- ndk = netto driftskrav
- ekk = egenkapitalkrav
- mik = minoritetsinteressekrav
- nfgk = netto finansielt gjeldskrav
- EK = egenkapital
- NDK = netto driftskapital
- MI = minoritetsinteresser
- NFG = netto finansiell gjeld

7.2 Egenkapitalkravet

For å beregne egenkapitalkravet vil vi benytte CAPM- modellen⁵⁸. En forutsetning for denne modellen er at markedet er perfekt, det vil si at investorene bare bærer risikoen for systematisk risiko. Den usystematiske risikoen vil være irrelevant grunnet diversifisering.

⁵⁷ Knivsflå, 2009, BUS 424; forelesningsfoilsett nr. 16

⁵⁸ Brealey m. fl., 2008

Beregningen av dette kravet vil hvilke krav investorene historisk har satt til investeringen av egenkapital i Lerøy. I kapittel 8 vil kravet bli sammenlignet med egenkapitalrentabiliteten for å se om selskapet har produsert profitt for investorene ut over det som ville vært forventet ved tilsvarende investeringer. Kapitalverdimodellen er gitt ved følgende formel:

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

, der ekk = egenkapitalkravet
 r_f = risikofri rente
 β = beta for egenkapitalen
 r_m = forventet avkastning i markedet

7.2.1 Risikofri rente, r_f

For å beregne den risikofrie renten vil vi benytte Norges Bank sin 3 måneders NIBOR-rente med et fratrekk for en innlagt risikopremie som er satt til 10 % av renten⁵⁹. Siden vi skal benytte en nominell rente må vi og justere for skatt.

År	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Vektet snitt
3 mnd NIBOR	0,022	0,031	0,050	0,062	0,025	0,025	0,035
- 10 % risikotillegg	0,002	0,003	0,005	0,006	0,002	0,003	0,003
= r_f før skatt	0,020	0,028	0,045	0,056	0,022	0,023	0,031
- 28 % skatt	0,006	0,008	0,012	0,016	0,006	0,006	0,009
= r_f etter skatt	0,014	0,020	0,032	0,040	0,016	0,016	0,023

Tabell 7.1 Risikofri rente⁶⁰

7.2.2 Markedspremien

Markedspremie er det kravet investorene har til dekning av risikoen i en diversifisert markedsportefølje ut over den risikofrie renten, dvs. $MP = r_M - r_f$ ⁶¹. Markedspremien er best estimert ved å benytte en meget lang analyseperiode. I en beregning av E. Dimson med flere ved Princeton University er markedspremien for Norge mellom 5 og 6 % i gjennomsnitt for

⁵⁹ Knivsflå, 2009, BUS 424; forelesningsfoilsett nr. 16

⁶⁰ www.norges-bank.no/templates/article___55480.aspx 31.10.10

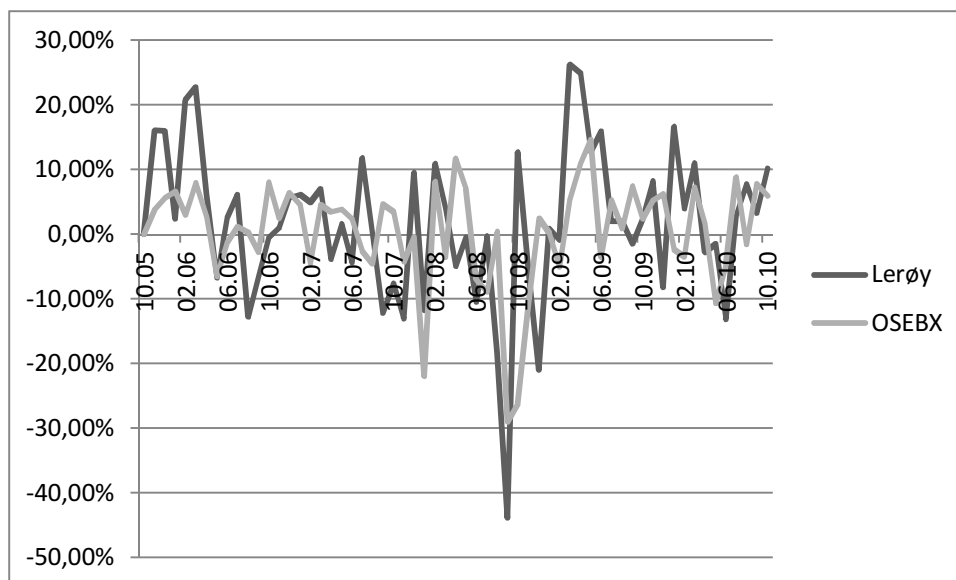
⁶¹ Brealey m. fl., 2008

perioden 1900 – 2006⁶². Professor Thore Johnsen ved NHH har beregnet markedspremien til å være 5 % for perioden 1900 - 2005⁶³. Vi velger å benytte denne markedspremien i vår oppgave.

7.2.3 Beta til egenkapitalen

Beta beskriver hvordan en aksje beveger seg i forhold til markedet som helhet, og har normalt en verdi mellom 0,5 og 2.

I beregningen av beta vil vi benytte regresjon av avkastningen på Lerøy sin aksje over en 5 års periode. For å eliminere systematisk støy som forekommer ved måling av daglig avkastning vil vi benytte månedlig avkastning⁶⁴. For å beregne beta vil det være naturlig å måle mot Oslo Børs Benchmark Index (OSEBX) siden det er under dette markedet Lerøy er notert.



Figur 7.1 Månedlig avkastning, Lerøy og bransjen

Regresjonsanalysen gir oss en beta på 0,62 for Lerøy. Det er vanlig å anta at betaer fra regresjonsanalyser vil konvergere mot 1. I et langsiktig tidsperspektiv vil da den estimerte betaverdien være noe unøyaktig. En god analyse bør ta høyde for denne utfordringen og

⁶² Brealey m. fl., 2008

⁶³ Knivsflå, 2009, BUS 424; forelesningsfoilsett nr. 15

⁶⁴ Koller m. fl., 2005

justere betaen. Vi velger å justere betaen etter Merrill Lynch⁶⁵ sin metode hvor den estimerte betaverdien tillegges 2/3-dels vekt og den siste 1/3 gis verdi lik 1. Justeringen gir en korrigert beta på 0,75 for Lerøy.

Vi har også justert bransjens beta ved hjelp av Merrill Lynch sin metode. Resultatet er gjengitt i følgende tabell:

Marine Harvest	1,31
SalMar	0,65
Grieg Seafood	1,19
Cermaq	1,01
Lerøy Seafood Group	0,75

Tabell 7.2 Justert beta for bransjen

7.2.4 Egenkapitalbeta for det enkelte år

I forrige avsnitt fant vi Lerøys historiske egenkapitalbeta. Vi er i det senere interessert i kravet til egenkapitalavkastningen år for år i analyseperioden. For å kunne finne det årlige kravet må vi ha betaverdier for tilsvarende år. Første steg for å finne de årlige betaverdiene er å estimere beta til netto driftskapital. Dette estimatet bygger på følgende formel:

$$\beta_{NDK} = ekp * \beta_{EK} + nfgp * \beta_{NFG}$$

, der β_{NDK} = Beta til netto driftskapital

ekp = Gjennomsnittlig egenkapitalandelen av netto driftskapital

β_{EK} = Beta til egenkapitalen

nfgp = Gjennomsnittlig netto finansiellgjeldsandelen av netto driftskapital

β_{NFG} = Beta til netto finansiell gjeld

I formelen over har vi brukt gjennomsnittlig kapital for å oppnå etterskuddsrente effekt. Dette er i tråd med hvordan vi beregner rentabilitet senere.

⁶⁵ Knivsflå, 2009, BUS 424; forelesningsfoilsett nr. 16

Det vanlig å forutsette at betaen til netto finansiell gjeld er lik null. Dette har sin forklaring i at den systematiske risikoen i finansiell gjeld blir balansert med den systematiske risikoen til finansiell eiendeler⁶⁶. Den systematiske risikoen er altså eliminert.

Vi står da igjen med følgende formel:

$$\beta_{NDK} = ekp * \beta_{EK} = 0,718 * 0,75 = 0,539$$

Videre er det vanlig å forutsette at et selskaps verdi er uavhengig av dets finansiering. Dette følger av Miller og Modigliani sitt 1. teorem⁶⁷. Teoremet gir oss legitimitet til å anta at betaen til netto driftskapital vil være identisk år for år.

Antagelsene over setter oss i stand til å beregne den årlige egenkapitalbetaen. Tabellen nedenfor viser disse beregningene:

År		2005	2006	2007	2008	2009	2010	Vektet snitt
	Netto driftskapitalbeta β_{NDK}	0,539	0,539	0,539	0,539	0,539	0,539	0,539
/	Egenkapitalprosent Ekp	0,757	0,607	0,679	0,636	0,747	0,770	0,718
=	Egenkapitalbeta β_{EK}	0,712	0,888	0,793	0,847	0,721	0,700	0,750

Tabell 7.3 Beta til egenkapitalen for perioden 2005 - 2010

7.2.5 Egenkapitalkravet

Vi har nå beregnet samtlige faktorer som inngår i CAPM – modellen. Tabellen under gir oss CAPM – modellen i tabellform.

År		2005	2006	2007	2008	2009	2010	Vektet snitt
	Risikofri rente r_f	0,014	0,020	0,032	0,040	0,016	0,016	0,023
+	Markedspremie MP	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
*	Egenkapitalbeta β_{EK}	0,712	0,888	0,793	0,847	0,721	0,700	0,750
+	Likviditetspremie Lp	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030
=	Egenkapitalkrav Ekk	0,080	0,094	0,102	0,113	0,082	0,081	0,090

Tabell 7.4 Egenkapitalkrav for perioden 2005 - 2010

⁶⁶ Knivsflå, 2009, BUS 424; forelesningsfoilsett nr. 16

⁶⁷ Brealy og Myers, 2000

Vi ser av tabellen over at egenkapitalkravet for Lerøy øker markant i årene 2006 til 2008, for så å returnere til ca. 0,080 igjen. Med vår oppgavegjennomgående vekting står vi igjen med et vektet snitt på 0,090. Som leseren sikkert har oppdaget har vi inkludert en likviditetspremie (illikviditetspremie) på 3 %. Dette skyldes eierstrukturen i Lerøy. Vi antar at Lerøy, som har en stor og dominerende eier, vil være mindre omsettelig enn andre selskap hvor eierskapet er jevnere fordelt på flere eier. De tre prosentene er fastsatt ved skjønn. Det finnes svært lite teori som kan danne et grunnlag for beregning av en likviditetspremie⁶⁸. Vårt alternativ til en skjønnsmessig fastsetting av likviditetspremien ville vært og ignorert den. En slik tilnærming ville vært enkel, men ikke riktig.

I skjønnet bak likviditetspremien ligger det også et påslag for “ekstra” avkastning på minoritetsinteressenes innskutte kapital. Dette påslaget har sitt utspring i faren minoritetsinteressene løper i forhold til å bli låst inne⁶⁹. Jo mer dominerende majoriteten i et gitt selskap er, jo mindre vil minoriteten kunne påvirke selskapets drift/finansiering. En svak minoritetspost vil være mindre attraktiv for potensielle investorer enn mer nøytrale poster. Oppsummert har en svak minoritet liten påvirkningskraft på selskapet og aksjene de sitter på er vanskelige å omsette. Dette motiverer påslaget vi beregner for “ekstra” avkastning på minoritetsinteressenes kapital.

7.3 Netto finansielt gjeldskrav

Kravet til netto finansiell gjeld blir fastsatt gjennom vekting⁷⁰. Vektingen mellom finansiell gjeld og finansielle eiendeler fremgår av følgende formel:

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

, der nfgk = netto finansielt gjeldskrav

fgk =finansielt gjeldskrav

FG = finansiell gjeld

NFG = netto finansiell gjeld

⁶⁸ Knivsflå, 2009, BUS 424; forelesningsfoilsett nr. 16

⁶⁹ Knivsflå, 2009, BUS 424; forelesningsfoilsett nr. 16

⁷⁰ Knivsflå, 2009, BUS 424; forelesningsfoilsett nr. 16

fek = finansielt eiendelskrav

FE = finansiell eiendeler

Det finansielle gjeldskravet (fgk) blir bestemt av finansielle långivere og det finansielle eiendelskravet blir bestemt av selskapet selv⁷¹.

Tidligere kapittel 7 estimerte vi egenkapitalkravet for selskapet. Sentralt i den beregningen sto betaverdiene for egenkapitalen. Tilsvarende må vi estimere betaverdiene tilknyttet finansielt gjeldskrav, hvor veien går via finansielt gjeldskrav og finansielt krav til eiendeler. Følgende formel ligger til grunn⁷²:

$$\beta_{NFG} * NFG = \beta_{FG} * FG - \beta_{FE} * FE$$

, der β_{NFG} = beta til netto finansiell gjeld

β_{FG} = beta til finansiell gjeld

β_{FE} = beta til finansielle eiendeler

7.3.1 Krav til finansielle eiendeler

Det er formålstjenlig å dele finansielle eiendeler inn i tre undergrupper – kontanter, finansielle fordringer og finansielle investeringer/aksjer⁷³. Gruppering er motivert av det faktum at ulike typer finansielle eiendeler er belastet med ulikt krav til avkastning. Krav diversifiseringen skyldes ulik grad av risiko. Kontanter regnes som en sikker plassering slik at kun risikofri rente danner kravet. Fordringer er en mer tapsutsatt plassering slik at denne gruppen belastes med risikofri rente pluss en risikopremie. Til slutt har vi finansiell plassering i aksjer (og lignende). Kravet her gjenspeiler markedsrenten, under forutsetning av at aksjen har om lag samme systematiske risiko som markedet.

Formelen under gir oss kravet til finansielle eiendeler:

⁷¹ Knivsflå, 2009, BUS 424; forelesningsfoilsett nr. 16

⁷² Knivsflå, 2009, BUS 424; forelesningsfoilsett nr. 16

⁷³ Knivsflå, 2009, BUS 424; forelesningsfoilsett nr. 16

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

$$\beta_{FE} = \frac{INV}{FE} \leq 1$$

- , der β_{KON} = beta til kontanter
 KON = kontanter
 β_{FOR} = beta til finansielle fordringer
 FOR = finansielle fordringer
 β_{INV} = beta til finansielle investeringer
 INV = finansielle investeringer

Tabellen under gjengir finansiell eiendelsbeta år for år:

År		2005	2006	2007	2008	2009	2010	Vektet snitt	
	Investeringer	IN V	3 425	5 737	26 423	23 161	23 115	25 155	22 214
/	Finansielle eiendeler	FE	196 203	515 853	564 842	418 390	743 032	674 195	600 933
=	Finansiell eiendelsbeta	β_{FE}	0,017	0,011	0,047	0,055	0,031	0,037	0,037

Tabell 7.5 Finansiell eiendelsbeta

Vurderingene rundt de ulike typene finansielle eiendeler gjør at vi kan presentere følgende tabell for finansielt eiendelskrav:

År		2005	2006	2007	2008	2009	2010	Vektet snitt	
	Kontanter	KON	0,974	0,988	0,952	0,929	0,953	0,943	0,948
*	Risikofri rente	r_f	0,014	0,020	0,032	0,040	0,016	0,016	0,023
+	Fordringer	FOR	0,008	0,000	0,001	0,016	0,016	0,019	0,015
*	Risikofri rente risikopremie	r_f+r_p	0,027	0,013	0,015	0,020	0,033	0,042	0,016
+	Investeringer	INV	0,017	0,011	0,047	0,055	0,031	0,037	0,037
*	Investeringskrav	r_m	0,069	0,069	0,069	0,069	0,069	0,069	0,069
=	Finansielt eiendelskrav	fek	0,015	0,021	0,034	0,042	0,018	0,019	0,024

Tabell 7.6 Finansielt eiendelskrav

Risikopremien tilknyttet kravet på fordringene finner vi som produktet av risikofri rente multiplisert med tapsrisikoen. Vi antar her at Lerøy har finansielle fordringer på et spekter av aktører som i sum danner grunnlag for en syntetisk rating tilsvarende BBB. Dette gir en kredittrisikofaktor på 0,4000, jfr. figur 6.4a. Videre er kravet på investeringer satt lik summen av risikofri rente og markedsrisikoen (5 %).

7.3.2 Krav til finansiell gjeld

Kravet til finansiell gjeld speiler kostnaden selskapet har ved å hente inn kapital fra kredittmarkedet. Kostnaden er lik renten kredittinstitusjonen krever på utlån til Lerøy. I likhet med tidligere i kapitlet starter prosessen frem mot avdekking av kravet med estimering av betaverdier.

Følgende formel gir oss betaverdier for finansiell gjeld⁷⁴:

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

Tabellen under gjengir finansiell gjeldsbeta år for år.

År		2005	2006	2007	2008	2009	2010	Vektet snitt
	Investeringer INV	3 425	5 737	26 423	23 161	23 115	25 155	22 214
/	Finansiell gjeld FG	589 627	1 960 000	2 291 293	2 518 832	2 151 638	1 958 534	2 093 429
=	Finansiell gjeldsbeta β_{FG}	0,006	0,003	0,012	0,009	0,011	0,013	0,011

Tabell 7.7 Finansiell gjeldsbeta

Nå som betaverdiene for finansiell gjeld foreligger, kan vi beregne det normaliserte finansielle gjeldskravet hos Lerøy.

⁷⁴ Knivsflå, 2009, BUS 424; forelesningsfoilsett nr. 16

Tabellen under viser komponentene som inngår i det finansielle gjeldskravet.

År		2005	2006	2007	2008	2009	2010	Vektet snitt	
	Risikofri rente	r_f	0,014	0,020	0,032	0,040	0,016	0,016	0,023
+	Finansiell gjeldsbeta	β_{FG}	0,006	0,003	0,012	0,009	0,011	0,013	0,011
*	Markedsrisikopremie	MP	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
+	Kreditrisikopremie		0,004	0,005	0,013	0,016	0,004	0,004	0,006
=	Finansielt gjeldskrav	Fgk	0,018	0,025	0,046	0,057	0,020	0,021	0,029

Tabell 7.8 Finansielt gjeldskrav

Risikofri rente og markedsrisikopremien er de samme som tidligere. Kreditrisikopremien er beregnet på samme måte som kreditrisikopremien i del 7.3.1. Eneste forskjell er at Lerøys syntetiske rating (figur 6.4b) har erstattet BBB ratingen til aktørene Lerøy har finansielle fordringer på.

7.3.3 Krav til netto finansiell gjeld

Alle variablene som inngår i krav til netto finansiell gjeld er nå presentert. Tabellen under samler disse variablene og gir oss kravet vi her søker (nfgk):

År		2005	2006	2007	2008	2009	2010	Vektet snitt	
	FE/NDK		0,499	0,357	0,327	0,199	0,527	0,525	0,403
*	Finansielt eiendelskrav	fek	0,015	0,021	0,034	0,042	0,018	0,019	0,024
+	FK/NDK		1,499	1,357	1,327	1,199	1,527	1,525	1,403
*	Finansielt gjeldskrav	fgk	0,018	0,025	0,046	0,057	0,020	0,021	0,029
=	Netto finansielt gjeldskrav	nfgk	0,035	0,042	0,072	0,077	0,041	0,042	0,050

Tabell 7.9 Netto finansiell gjeldskrav

7.4 Netto driftskrav

Målet for dette kapitlet var å finne Lerøys historiske avkastningskrav også omtalt som netto driftskrav. Vi har så langt beregnet/estimert de komponentene som inngår i dette kravet.

Basert på formelen presentert i del 7.1 kan vi sette opp følgende tabell:

År	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Snitt
Egenkapitalkrav	0,080	0,094	0,102	0,113	0,082	0,081	0,090
* EK/NDK	0,753	0,601	0,675	0,632	0,744	0,767	0,715
+ Minoritetsinteressekrav	0,110	0,124	0,132	0,143	0,112	0,111	0,120
* MI/NDK	0,004	0,005	0,004	0,004	0,003	0,003	0,004
+ Netto finansielt gjeldskrav	0,035	0,042	0,072	0,077	0,041	0,042	0,050
* NFG/NDK	0,243	0,393	0,321	0,364	0,253	0,230	0,282
= Netto driftskrav	0,069	0,074	0,092	0,100	0,072	0,072	0,079

Tabell 7.10 Netto driftskrav

Tallene fra kapittel 6 og 7 tar vi nå med oss videre til kapittel 8. Tallene er sentrale faktorer i beregningene rundt Lerøy og bransjens lønnsomhet. Lønnsomhet er det siste trinnet i regnskapsanalysen.

Kapittel 8 – Analyse av lønnsomhet

I kapittel 4 anslo vi at Lerøy har en strategisk fordel på ca. 10 % totalt. Vi antok at denne fordelten var fordelt med 4 – 6 % på drift (intern) og 5 – 7 % på bransje (ekstern). Vi skal i dette kapitlet prøve å finne bevis for denne fordelten i historiske regnskapstall. Fordelen kan vise seg enten som høyere avkastning enn krav (både selskap og bransje) og som høyere avkastning enn bransjen. Dette vil vekselvis bli omtalt som superrentabilitet og strategisk fordel. Vi vil starte “øverst” med egenkapitalrentabilitet. Vi vil så stykke egenkapitalrentabiliteten opp i mindre elementer (dekomponering), for å finne de bakenforliggende årsakene. Både Lerøy og bransjeutvalget vil bli analysert. For begge vil vi skille mellom driftsrelaterte og finansrelaterte forhold.

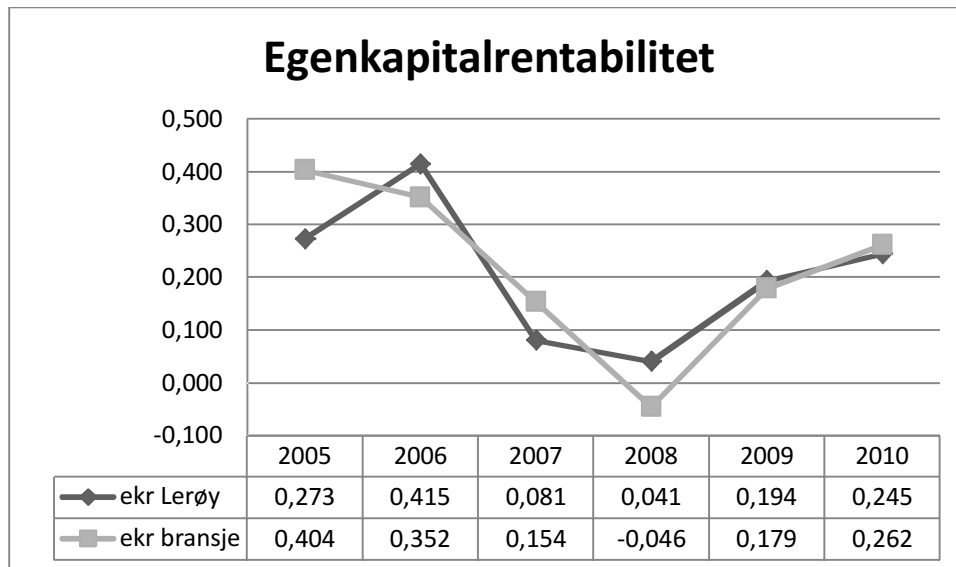
8.1 Egenkapitalrentabilitet

Vi kan tenke på egenkapitalrentabiliteten som en prosentvis rente som angir investorens avkastning på den kapital kapitalen han/hun har skutt inn i virksomheten⁷⁵. Dersom en beregner denne renten for et gitt tidsintervall vil en kunne sammenligne ulike selskap over tid. I denne utredningen vil vi holde vårt selskap (Lerøy) opp mot bransjeutvalget vårt. Videre er det viktig å vurdere Lerøys egenkapitalrentabilitet opp mot avkastningskravet vi fant i kapittel 7. Det vi håper på er at Lerøy skal ha en egenkapitalrentabilitet som er høyere enn Lerøys krav egenkapitalavkastning - superrentabilitet.

⁷⁵ Knivsflå, 2009, BUS 424; forelesningsfoilsett nr. 17

8.1.1 Lerøy kontra bransjeutvalget

Figuren under viser Lerøys egenkapitalrentabilitet og bransjens egenkapitalrentabilitet.

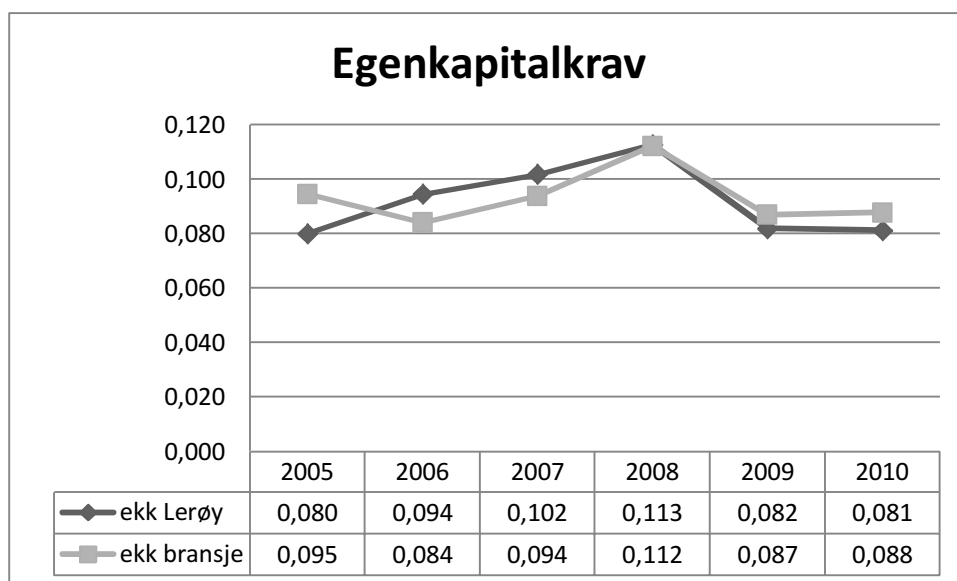


Figur 8.1 Egenkapitalrentabilitet i Lerøy og bransjen

Som vi ser av figuren over er forskjellene mellom Lerøy og bransjeutvalget beskjedent. Likevel, vi kan spore en trend hvor Lerøy er mindre sårbar for konjunktursvingninger enn bransjen ellers. Vi ser av det som trolig er spor av finanskrisen i 2008, at bransjen generelt har lavere egenkapitalrentabilitet enn Lerøy. Toppen for rentabiliteten i 2006 viser at bransjen generelt hadde høyere egenkapitalrentabilitet enn Lerøy. Dette forsterker mistanken om større sårbarhet i bransjen generelt enn for Lerøy spesielt.

Isolert sett gir ikke rentabilitetstallene mye nyttig informasjon om lønnsomheten for Lerøy og bransjen. Vi må sammenligne tallstørrelsene for egenkapitalrentabiliteten mot kravene til egenkapital avkastningen vi fant i kapittel 7 (7.2.5).

Figuren under viser kravet til egenkapital avkastning både for Lerøy og bransjen.

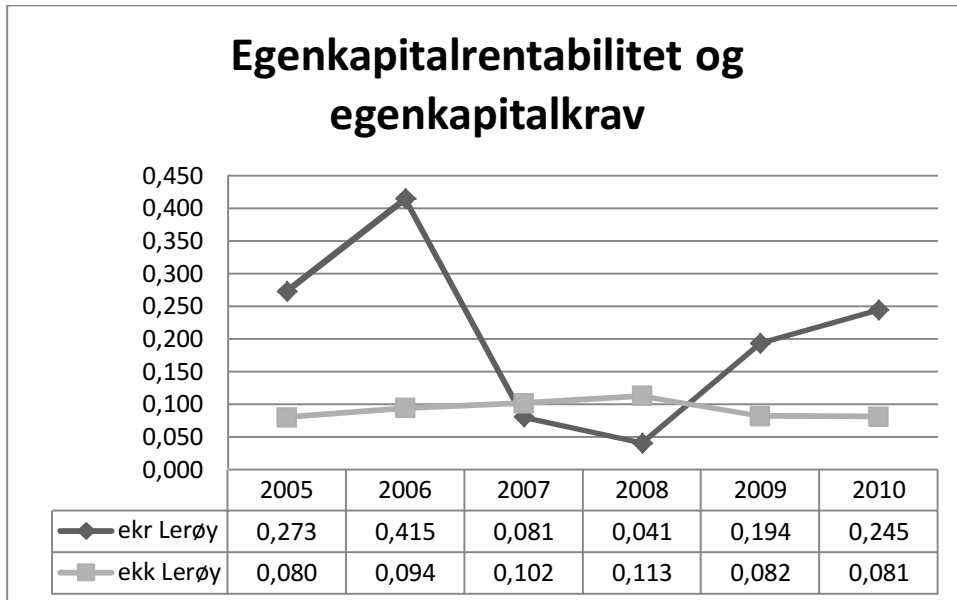


Figur 8.2 Egenkapitalkrav i Lerøy og bransjen

Vi ser av tabellen over at egenkapitalkravet til Lerøy avviker svært lite fra bransjens egenkapitalkrav. Det virker som kravene var særlig høye under finanskrisen, for så å reversere til gamle nivåer i 2009.

8.1.2 Egenkapitalrentabilitet målt mot egenkapitalkrav

Figuren under viser hvordan differansen mellom Lerøys egenkapitalrentabilitet og Lerøys egenkapitalkrav har utviklet seg de seneste årene:



Figur 8.3 Egenkapitalrentabilitet i forhold til egenkapitalkrav i Lerøy

Figuren over viser at Lerøy har hatt en egenkapitalrentabilitet høyere enn egenkapitalkravet for samtlige år med unntak av 2007 og 2008. Det er nærliggende å tro at den lave egenkapitalrentabiliteten i 2008 delvis henger sammen med finanskrisen. Vi sier delvis fordi også 2007 var et dårlig år for Lerøys egenkapitalrentabilitet. Dermed er det rom for å anta at andre forhold medvirket til utviklingen. Kravet til egenkapitalavkastningen ser vi er mindre følsomt for økonomiske svingninger enn rentabiliteten. Dette har sin forklaring i at den årlige egenkapitalrentabiliteten relaterer seg til økonomiske forhold i ett gitt år, mens egenkapitalkravet baserer seg på forhold utover det ene året.

8.1.3 Superrentabilitet

Figur 8.1 viste at Lerøy hadde en egenkapitalrentabilitet høyere enn kravet til avkastningen på egenkapitalen, såkalt superrentabilitet. Unntatt var årene 2007 og 2008. I de to sist nevnte årene var kravet høyere rentabiliteten. Vi kan kalle dette negativ superrentabilitet. Superrentabilitet kan dekomponeres til tre underforliggende forhold hvor hvert av de tre

forholdene alene kan være en kilde til superrentabilitet. For det første kan Lerøy ha en egenkapitalrentabilitet som er høyere enn Lerøys eget krav til egenkapitalavkastning. Derneft kan Lerøy ha en egenkapitalrentabilitet som er høyere enn bransjeutvalgets egenkapitalrentabilitet. Til slutt kan bransjen ha en egenkapitalrentabilitet som er høyere enn Lerøys.

Tabellen under viser dekomponeringen skjematisk for de ulike årene.

År	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Vektet snitt
Vekting	0,050	0,050	0,100	0,200	0,300	0,300	
ekr Lerøy	0,273	0,415	0,081	0,041	0,194	0,245	0,182
ekk Lerøy	0,080	0,094	0,102	0,113	0,082	0,081	0,090
Superrentabilitet	0,193	0,320	-0,021	-0,072	0,112	0,164	0,092
ekr Lerøy	0,273	0,415	0,081	0,041	0,194	0,245	0,182
ekr bransje	0,404	0,352	0,154	-0,046	0,179	0,262	0,176
Superrentabilitet	-0,131	0,063	-0,073	0,086	0,015	-0,017	0,006
ekk bransje	0,095	0,084	0,094	0,112	0,087	0,088	0,088
ekk Lerøy	0,080	0,094	0,102	0,113	0,082	0,081	0,090
Superrentabilitet	0,015	-0,010	-0,008	0,000	0,005	0,007	-0,002

Tabell 8.1 Underliggende faktorer til superrentabilitet

Superrentabiliteten en bransje eller et selskap måtte ha indikerer en strategisk fordel. Vi ser av tabellen over at Lerøy ikke har en strategisk fordel i sin egenkapitalrentabilitet målt mot bransjens. Den interne ressursbaserte strategiske fordel vi antok i kapittel 4 (4.5.3) synes ikke å eksistere. Kanskje vil analysene senere i kapitlet kaste mer lys over dette. Videre finner vi heller ingen strategisk fordel for Lerøys del knyttet til egenkapitalkravet målt mot bransjens krav. Måler vi Lerøys egenkapitalrentabilitet mot Lerøys eget egenkapitalkrav finner vi en strategisk fordel. Den strategiske fordel er ganske stor. Differansen mellom rentabilitet og krav er her på 9,2 % (vektet snitt). Fordi bransjen har vist identisk egenkapitalkrav og egenkapitalrentabilitet med Lerøy, kan vi slå fast at den strategiske fordel er en bransjefordel knyttet til høyere rentabilitet enn krav. Den strategiske fordel er altså en ekstern bransjefordel. Vi kan relatere denne fordel til kapittel 4 (4.5.2), hvor vi antok en strategisk fordel for bransjen på 4 - 6 %.

8.2 Egenkapitalvekst

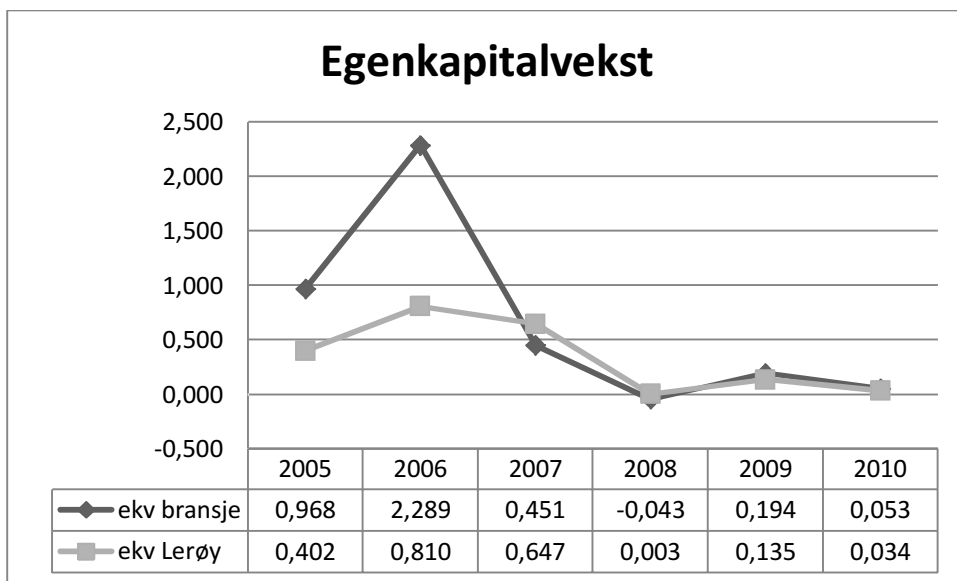
Sentralt i verdivurderingen av et gitt selskap står en analyse av historisk vekst i egenkapitalen⁷⁶. Veksten i egenkapitalen er viktig fordi den er en av verdidrivers i selskapet. Rent matematisk er denne påstanden vist i formelen under:

$$ekv = \frac{ek_t - ek_{t-1}}{ek_{t-1}}$$

, der ekv = egenkapitalvekst

ek = egenkapital

Figuren under viser Lerøy og bransjens egenkapitalvekst for den analyseperioden.



Figur 8.4 Egenkapitalvekst i Lerøy og bransjen

Av figuren over ser vi at både Lerøy og bransjen jevnt over har hatt egenkapitalvekst gjennom analyseperioden. Kun bransjen har hatt en nedgang (negativ vekst) og da kun for året 2008. tidligere erfaringer viser at ingen selskap klarer å holde en markant sterkere egenkapitalvekst enn bransjen over tid. Over tid vil vi se at selskapets vekst konvergerer mot bransjens vekst. Vi tror at det er noe av dette vi ser i figuren over. Lerøys vekst har i løpet av perioden

⁷⁶ Knivsflå, 2009, BUS 424; forelesningsfoilsett nr. 17

konvergere mot bransjens vekst. Dette har medført at de to kurvene følger hverandre tett mot slutten av perioden. Over tid ser det ut til at Lerøy vil ha en like sterk “prisdriver” i egenkapitalveksten som det vi finner ellers i bransjen.

8.3 Drivere i egenkapitalen

Vi skal nå prøve å ta analyse enda litt dypere. Det er ikke nok for oss og bare vite størrelsen på egenkapitalrentabiliteten. Vi må også få frem driverne i egenkapitalrentabiliteten, de faktorene som skaper lønnsomhet i bedriften⁷⁷. For å finne driverne som inngår i egenkapitalrentabiliteten må vi dele egenkapitalrentabiliteten opp i mindre enheter/faktorer. Denne dekomponeringen gir oss anledning til å skille mellom kilder som stammer fra drift og kilder som stammer fra finansielle forhold

Følgende formel viser dekomponeringen matematisk⁷⁸:

$$ekr = ndr + (ndr - nfgr) * nfgg + (ndr - mir) * mig$$

, der

- ekr = egenkapitalrentabiliteten
- ndr = netto driftsrentabilitet
- nfgr = netto finansiell gjeldsrentabilitet
- nfgg = netto finansiell gjeldsgrad
- mir = minoritetsrentabilitet
- mig = minoritetsgrad (MI/EK)

⁷⁷ Knivsflå, 2009, BUS 424; forelesningsfoilsett nr. 18

⁷⁸ Knivsflå, 2009, BUS 424; forelesningsfoilsett nr. 18

Tabellen under viser resultatet av dekomponering av dekomponeringen av egenkapitalrentabiliteten for Lerøy:

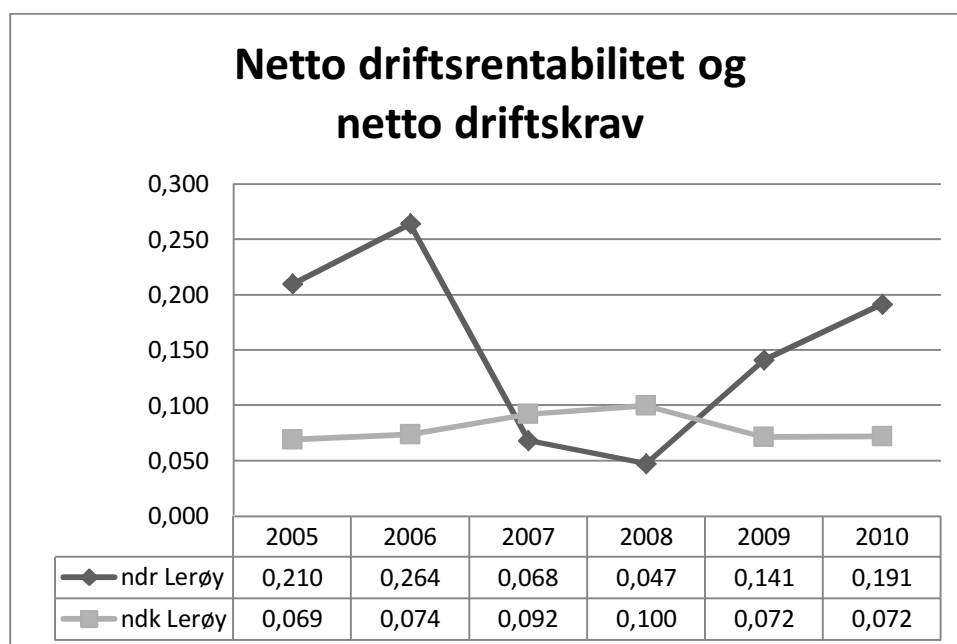
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Vektet snitt	Krav
Vekt	0,05	0,05	0,1	0,2	0,3	0,3		
Netto driftsrentabilitet	0,210	0,264	0,068	0,047	0,141	0,191	0,140	0,079
+ Effekt av finansiell gearing	0,063	0,149	0,013	-0,006	0,053	0,053	0,042	
+ Effekt av minoritetsinteresser	0,0005	0,0014	-0,0002	-0,0004	0,0000	0,0002	0,00006	
= Egenkapitalrentabilitet	0,273	0,415	0,081	0,041	0,194	0,245	0,182	0,090

Tabell 8.2 Dekomponering av egenkapitalrentabilitet

Først og fremst ser vi av tabellen over at effekten av minoritetsinteresser er så å si fraværende. Lerøys egenkapitalrentabilitet er dermed et resultat av netto driftsrentabilitet pluss effekten av finansiell gearing. Begge disse kommer vi tilbake til senere i kapitlet.

8.3.1 Netto driftsrentabilitet/-krav

Figuren under gir oss informasjon om forholdet mellom netto driftsrentabilitet og tilhørende netto driftskrav for Lerøy. Netto driftskrav er hentet fra tabell 7.8 i kapittel 7.



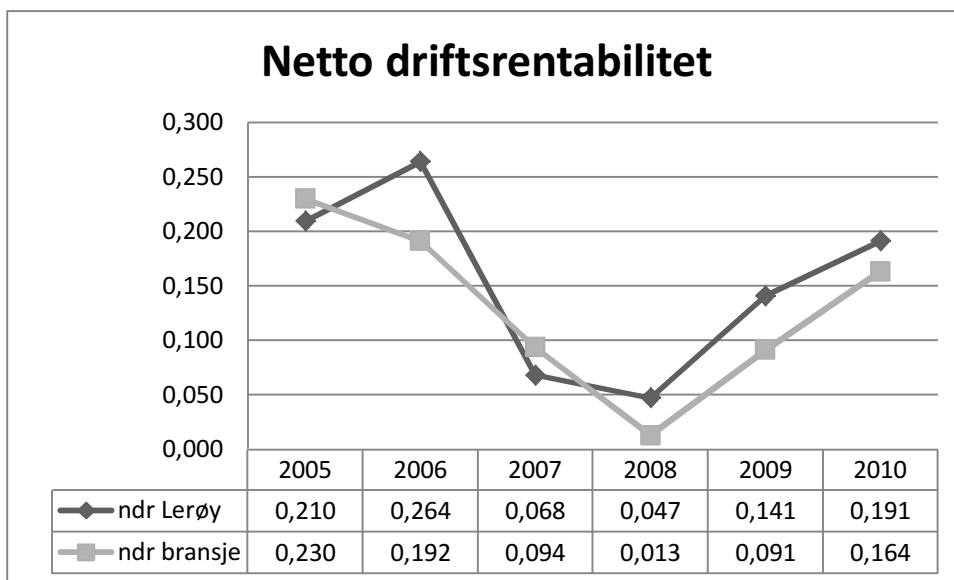
Figur 8.5 Netto driftsrentabilitet i forhold til netto driftskrav i Lerøy

Vi ser av figuren over at Lerøys at det igjen kun er for årene 2007 og 2008 at kravet er høyere enn faktisk avkastning. Dette følger egenkapitaltallene fra figur 8.2. Det kan virke som om økonomiske "krisetider" påvirker driftsrentabiliteten negativt. Dette virker da også intuitivt riktig. I "krisetider" blir eksempelvis kiloprisene på laks reduserte slik at driftsrentabiliteten blir lavere. Heldigvis er slike kriser relativt sjeldne og når de først inntreffer er de rimelig kortlivede. Når vi ser bort fra kriser (og eventuelt dype konjunktur svingninger) har Lerøy en svært positiv netto driftsrentabilitet målt mot kravet. Lerøy har altså en svært lønnsom drift. Vi kan da konkludere med at der her foreligger en strategisk fordel for Lerøy. Senere skal vi se om dette er en bransjefordel eller om det er en intern ressursfordel for Lerøy.

8.3.2 Netto driftsrentabilitet for Lerøy og bransjen

Selv om Lerøy isolert sett har en strategisk fordel som vi så av punktet over, vil verdien reduseres av denne reduseres hvis det viser seg at bransjen generelt ligger enda høyere. Det vil da oppstå en strategisk ulempe for Lerøy målt mot bransjen.

Figuren under viser netto driftsrentabilitet for både Lerøy og bransjen.



Figur 8.6 Netto driftsrentabilitet i Lerøy og bransjen

Figuren over viser at det er en hvis takt mellom netto driftsrentabilitet for Lerøy og bransjen. Reduksjonene og økningene foreligger i de samme årene for begge parter. Figuren viser også at Lerøy jevnt over har bedre driftsrentabilitet enn bransjen for øvrig. I likhet med denne

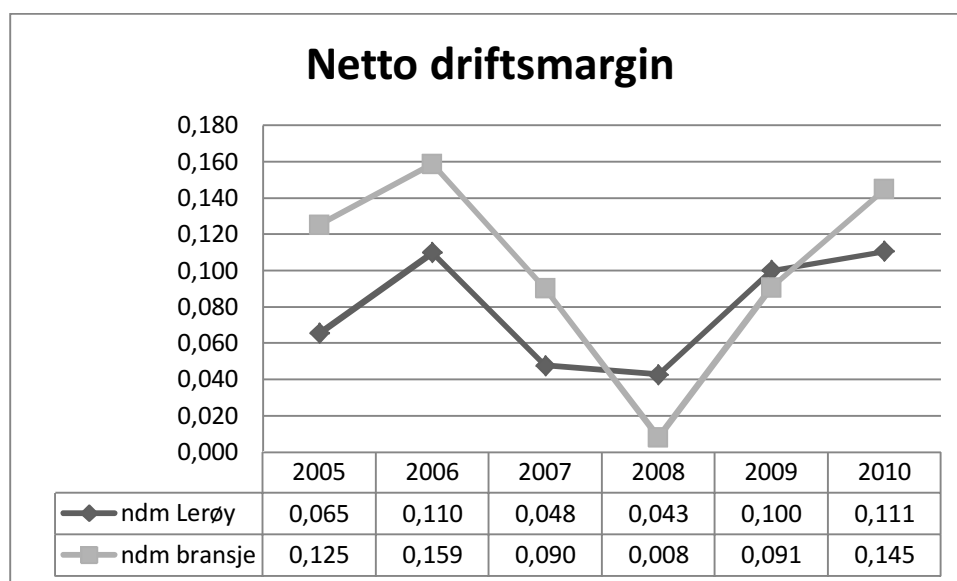
totale rentabiliteten (egenkapitalrentabiliteten) vi så på tidligere, synker driftsrentabiliteten markant i 2007 og 2008. Netto driftsrentabilitet tar seg opp igjen i 2009 og 2010.

8.3.3 Dekomponering av netto driftsrentabilitet

Også netto driftsrentabilitet kan dekomponeres slik at analysen blir enda dypere og forhåpentligvis mer nøyaktig. Vi kommer altså nærmere basiskildene for den strategiske fordelene. Ved dekomponering av netto driftsrentabilitet vil vi stå igjen med netto driftsmargin og omløpet til netto driftskapital⁷⁹. Netto driftsrentabilitet er produktet av disse to rent matematisk.

8.3.3.1 Netto driftsmargin for Lerøy og bransjen

Figuren under viser netto driftsmargin for Lerøy og bransjen i analyseperioden.



Figur 8.7 Netto driftsmargin i Lerøy og bransjen

Som vi ser av figuren over eksisterer det forskjeller mellom bransjen netto driftsmargin og Lerøys netto driftsmargin. Kun i årene 2008 og 2009 har Lerøy en høyere netto driftsmargin enn bransjen. Altså er Lerøys netto driftsmargin svakere enn bransjens. Det er altså ikke

⁷⁹ Knivsflå, 2009, BUS 424; forelesningsfoilsett nr. 18

driftsmarginene som gir Lerøy en driftsfordel målt mot bransjen. Bransjen virker likevel mer følsom for konjunktursvingninger enn Lerøy.

Som vi ser av formelen under oppstår netto driftsmargin som et forhold av netto driftsresultat og driftsinntekter. Altså vil forholdsvis lave driftsinntekter og høyt driftsresultat gi god netto driftsmargin. Som nevnt over er Lerøys “forhold” svakere enn bransjens.

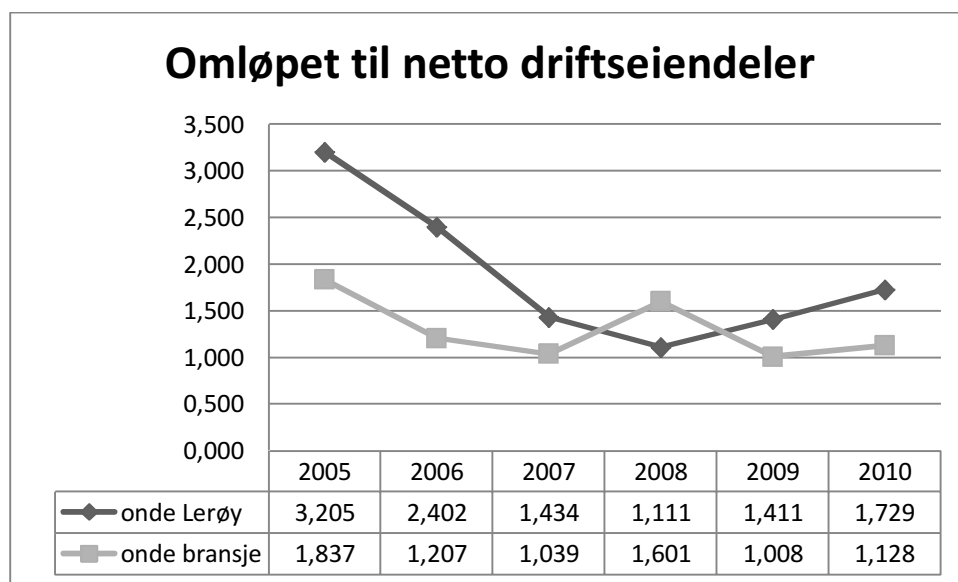
Formelen viser netto driftsmargin matematisk⁸⁰:

$$ndm = \frac{NDR}{DI}$$

, der ndm = netto driftsmargin
 NDR = netto driftsresultat
 DI = driftsinntekter

8.3.3.2 Omløpet til netto driftseiendeler

Figuren under viser omløpet til netto driftseiendeler for Lerøy og bransjen i analyseperioden.



Figur 8.8 Omløpet til netto driftseiendeler

⁸⁰ Knivsflå, 2009, BUS 424; forelesningsfoilsett nr. 18

Både for bransjen og Lerøy ble omløpet til netto driftseiendeler redusert frem mot 2007. Lerøy lå i denne perioden klart over bransjens omløpshastighet. I 2008, under finanskrisen, ser vi at omløpshastighet i bransjen økte, samtidig som Lerøys fortsatte å minke. Etter 2008 øker omløpshastigheten igjen for Lerøy. Bransjens omløpshastighet reverserer i 2009 for så å øke litt til 2010. Oppsummert har Lerøy en langt bedre omløpshastighet på driftseiendeler enn bransjen ellers.

Totalt sett er det omløpet til netto driftseiendeler som skaper den fordelene for Lerøy som netto driftsrentabilitet viste. Dersom Lerøy beholder fordelene i omløpet til netto driftseiendeler også i fremtiden, og samtidig klarer å heve netto driftsmarginen opp til bransjens nivå, kan Lerøy styrke den interne ressursfordelen. Gjennom en styrking av ressursfordelen vil Lerøy, dersom alle andre forhold er stabile, oppnå en egenkapitalrentabilitet som er høyere enn bransjens. Dette vil da være en strategisk fordel knyttet til interne forhold i Lerøy. Vi skal senere i kapitlet prøve å avdekke årsaken til Lerøys forholdsvis svake netto driftsmargin. Dette gjøres ved hjelp av en common size analyse.

Formelen viser omløpet til netto driftseiendeler matematisk⁸¹:

$$onde = \frac{DI_t}{NDE_{t-1} + (\Delta NDE_t - NDR_t)/2}$$

, der $onde$ = omløpet på netto driftseiendeler

DI = driftsinntekter

NDE = netto driftseiendeler

NDR = netto driftsresultat

⁸¹ Knivsfå, 2009, BUS 424; forelesningsfoilsett nr. 18

8.3.3.3 Oppsummering komponentene i netto driftsrentabilitet

Tabellen under viser tidligere funn knyttet til netto driftsrentabilitet for Lerøy og bransjen.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Vektet snitt	Bransjen
Vekt	0,05	0,05	0,1	0,2	0,3	0,3		
Ndm	0,065	0,110	0,048	0,043	0,100	0,111	0,085	0,096
* Onde	3,205	2,402	1,434	1,111	1,411	1,729	1,588	1,145
= Netto driftsrentabilitet	0,210	0,264	0,068	0,047	0,141	0,191	0,140	0,110

Tabell 8.3 Dekomponering av netto driftsrentabilitet

Vi ser tydelig av tabellen over at Lerøy har en ressursfordel knyttet til netto driftsrentabilitet i forhold til bransjen. Bransjen har et vektet snitt på 11,0 % og Lerøy et vektet snitt på 14,0 %, en differanse på 3 %

8.3.4 Common size

Vi skal nå komme nærmere tilbake til de ulike postene under som særlig påvirker nettodriftsmargin. Som leseren sikkert husker fra tidligere i dette kapitlet hadde Lerøy en svakere driftsmargin enn bransjen ellers. En nærmere analyse av de ulike resultatpostene i regnskapet som påvirker driftsmarginen, vil gjøre oss i stand til å identifisere hva i Lerøys drift som skiller selskapet negativt fra bransjen ellers.

8.3.4.1 Lerøy og bransjens “common size”-poster

Tabellen under viser resultatpostene fra Lerøys justerte og normaliserte regnskap samt vektet snitt for både Lerøy og bransjen. Alle kostnadene er oppgitt som forholdet mellom kostnader og driftsinntekt.

År	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Vektet snitt	Bransje
Driftsinntekter	1	1	1	1	1	1	1	1
Vareforbruk	0,8108	0,7313	0,7485	0,7068	0,6747	0,6644	0,6950	0,5788
Lønn og andre personalkostnader	0,0612	0,0713	0,0922	0,1097	0,0924	0,0883	0,0920	0,1100
Andre driftskostnader	0,0477	0,0611	0,0752	0,0957	0,0785	0,0743	0,0779	0,1291
Ordinære avskrivninger	0,0120	0,0151	0,0245	0,0325	0,0273	0,0255	0,0262	0,0601
Driftsresultat fra egen drift	0,0682	0,1213	0,0595	0,0552	0,1271	0,1475	0,1088	0,1219
Driftsrelatert skattekostnad	0,0188	0,0342	0,0173	0,0148	0,0354	0,0474	0,0322	0,0315
Netto driftsresultat fra egen drift	0,0494	0,0871	0,0422	0,0404	0,0917	0,1001	0,0766	0,0905

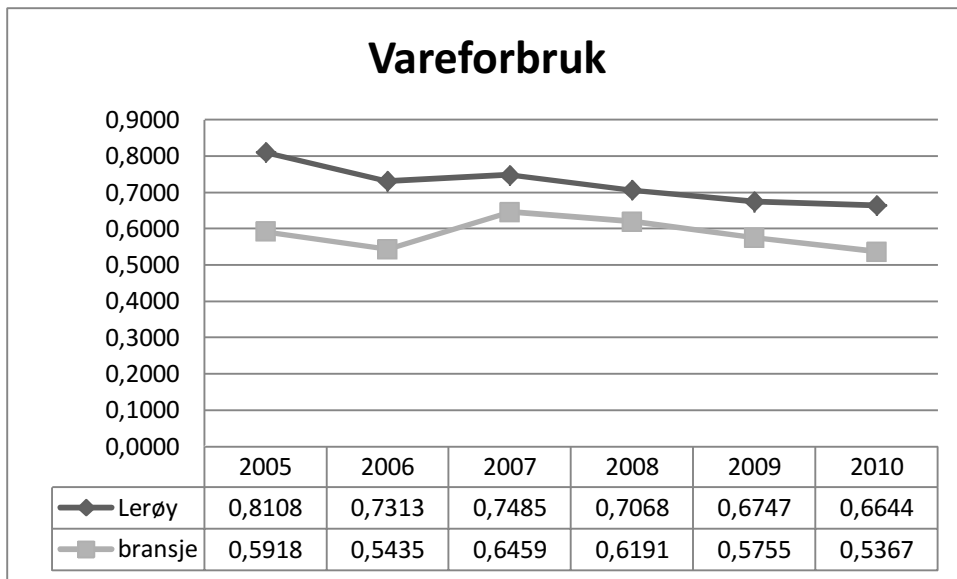
Tabell 8.4 Common size

Utviklingsmessig viser tabellen over at de fleste kostnadene har økt i forhold til driftsinntekter i løpet av analyseperioden. Kun vareforbruket tar forholdsvis mindre av driftsinntektene ved utgangen av perioden enn inngangen av perioden. Videre ser vi at bransjen ellers stort sett har høyere forholdsvis kostnader enn Lerøy med unntak av vareforbruk. Vareforbruket er den dominerende kostnaden. Faktisk er varekostnaden så dominerende at Lerøys kostnadsfordel i forhold til bransjen (på de resterende kostnadene) spises opp av vareforbruket. Dersom Lerøy klarer å redusere vareforbruket til det som er gjengs i bransjen, vil Lerøy utligne den fordel bransjen ellers har på Lerøy tilknyttet netto driftsmargin. På denne måten kan Lerøy, via en enda sterkere netto driftsrentabilitet, styrke sin egne kapitalrentabilitet.

Det kan være nyttig å se på den forholdsvis kostnadsutviklingen til Lerøy og bransjen over analyseperioden.

8.3.4.2 Vareforbruk

Figuren under viser Lerøy og bransjens vareforbruk målt i forhold til driftsinntekter gjennom analyseperioden.

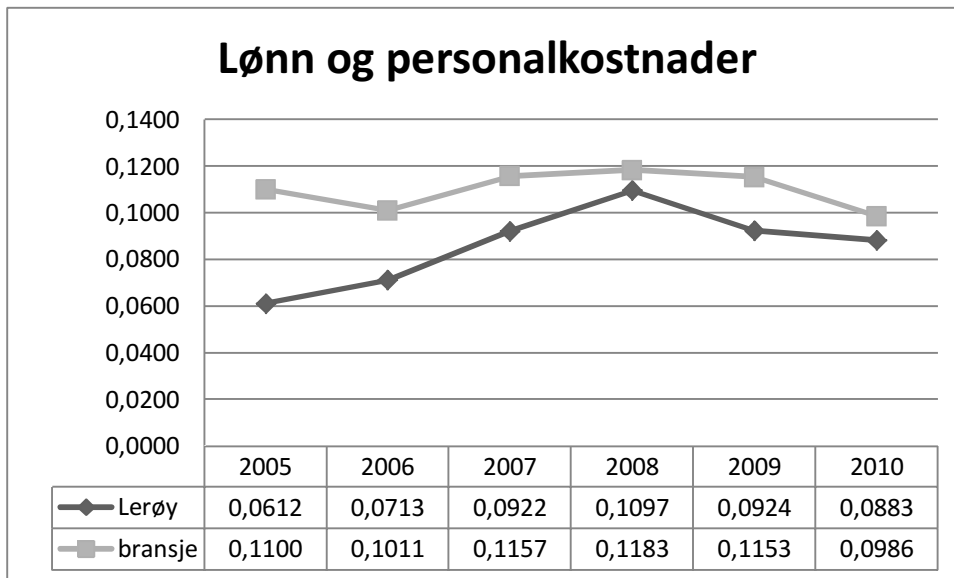


Figur 8.9 Vareforbruk i Lerøy og bransjen

Vi ser at både bransjen og Lerøy trolig har hatt fokus på å redusere vareforbruket gjennom analyseperioden vår. Lerøy har gjennom hele perioden et høyere vareforbruk enn bransjen. Imidlertid, differansen mellom Lerøy og bransjen er faktisk mindre ved slutten av perioden enn ved starten. Kanskje har selskapet selv sett problemstillingen vi kommenterte under punkt 8.5.1.

8.3.4.3 Lønn og personalkostnader

Figuren under viser Lerøy og bransjens lønns- og personalkostnader målt i forhold til driftsinntekter gjennom analyseperioden.

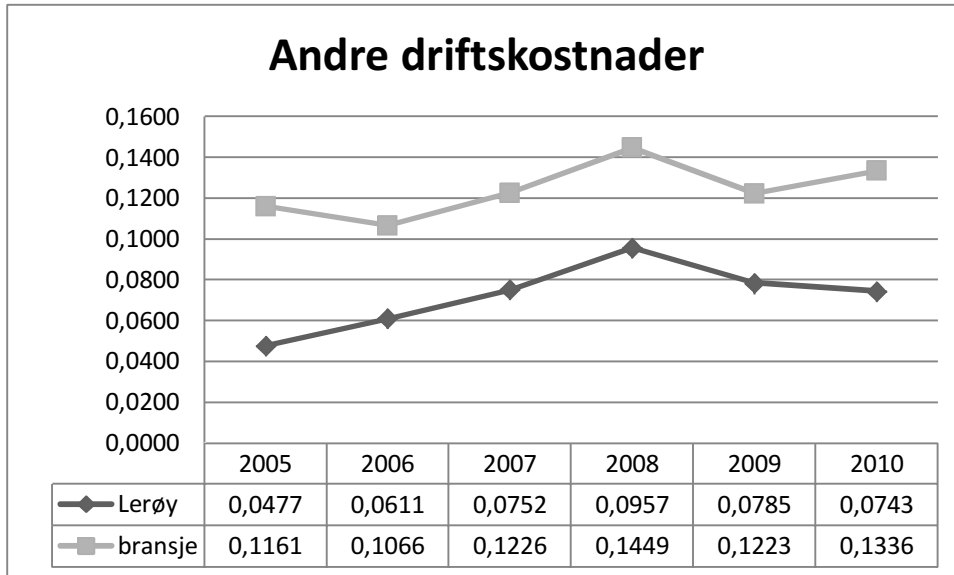


Figur 8.10 Lønn og personalkostnader i Lerøy og bransjen

Figuren over viser at Lerøys lønns- og personalkostnader økte frem en topp i 2008. Etter 2008 har disse kostnadene blitt redusert igjen. Lerøy ligger under bransjen kostnadmessig gjennom hele analyseperioden.

8.3.4.4 Andre driftskostnader

Figuren under viser Lerøy og bransjens andre driftskostnader målt i forhold til driftsinntekter gjennom analyseperioden.

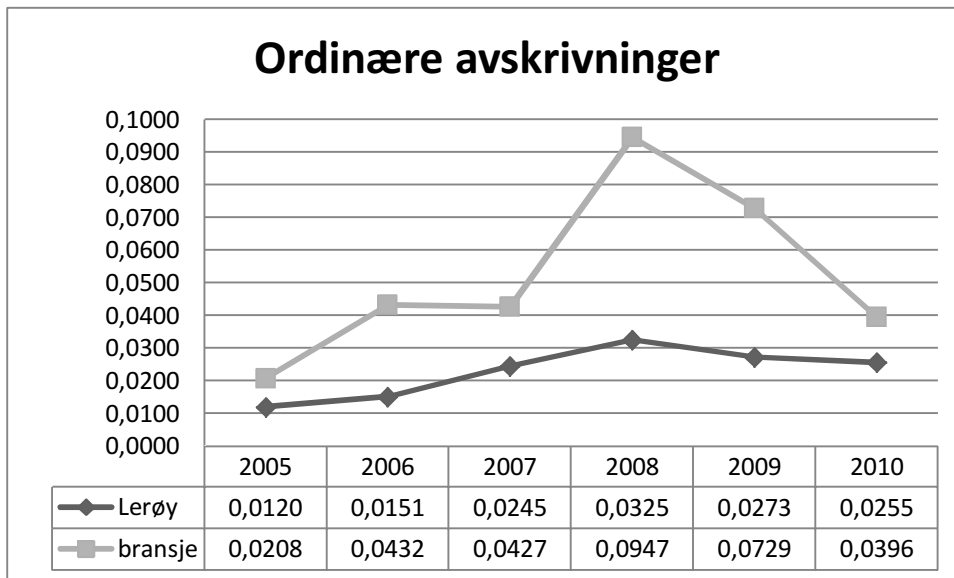


Figur 8.11 Andre driftsutgifter i Lerøy og bransjen

Igjen ser vi at Lerøy har en kostnadsfordel sammenlignet med bransjen for øvrig. Figurene over viser de samme utviklingstrekkene som vi fant for lønn- og personalkostnader. Det som kan være interessant er at andre driftskostnader økte for bransjen i 2010, mens de sank for Lerøys del. Vi tror at dette er en tilfeldig variasjon som vil reversere senere år.

8.3.4.5 Ordinære avskrivninger

Figuren under viser Lerøy og bransjens ordinære avskrivninger målt i forhold til driftsinntekter gjennom analyseperioden.



Figur 8.12 Ordinære avskrivninger i Lerøy og bransjen

Figuren over viser relativt store profilulikheter mellom Lerøy og bransjens avskrivninger. Over hele analyseperioden ligger bransjens avskrivninger over Lerøys. Særlig stort er utslaget i 2008 men også i 2009 er differansen stor. Vi vil ikke spekulere i årsakene til utslagene i 2008 og 2009, men bare konstatere at vi i 2010 synes og være tilbake til “normalen”. Lerøy har lavere ordinære avskrivninger enn bransjen gjennom hele analyseperioden.

8.3.5 Dekomponering av onde

Som vi har sett av beregningene over, skyldes Lerøys driftsfordel kontra bransjen det gunstige omløpet til netto driftseiendeler. Det naturlige spørsmålet blir “hvorfor?”. Dersom vi skal vurdere hvorvidt denne fordelten er av varig karakter, må vi finne årsaken til fordelten. En videre dekomponering av onde vil gi oss viktig innsikt i hva som gir et høyere omløp hos Lerøy enn bransjen ellers.

Følgende formel illustrerer omløpet til netto driftseiendeler matematisk:

$$onde = \frac{DI}{NDE} = \frac{di (arpu)}{nde \left(\frac{\text{kapital}}{\text{antall enheter}} \right)}$$

, der arpu = gjennomsnittlig pris per enhet

Vi ser av formel over at onde oppstår som et resultat av forholdet mellom driftsinntekt per enhet og netto driftskapital per enhet produsert/solgt. Driftsinntekt per enhet omtales ofte som ARPU (Average revenue per unit)⁸². Vi har tidligere i denne utredningen omtalt produktet laks som en standardvare (Commodity)⁸³. Et av kjennetegnene ved standardvarer er som kjent at det eksisterer en markedsavklarende (universell) pris. Dermed er det ikke rom for Lerøy å be om en høyere pris for sitt produkt, enn det konkurrentene ber om for sine tilsvarende produkter. Lerøys fordelaktige omløp på netto driftseiendeler skyldes altså ikke en høyere produktpris. Fordelen må da ligge i lavere kapitalbinding per solgte enhet (nevneren i formelen over).

I kapittel 4 (strategisk analyse) vurderte vi Lerøys effektive driftsmetoder som en fordel ved Lerøy i forhold til bransjen. Vurderingen vi den gangen gjorde (Kap. 4) samsvarer godt med de funnene vi har gjort over. Typisk vil effektive produksjonsmetoder gi lavere kapitalbinding per enhet.

Altså, Lerøys strategiske fordel i netto driftsrentabilitet har sin kilde i effektiv drift. Effektive driftsmetoder medfører lavere kapitalbinding per solgte enhet slik at omløpet til netto driftseiendeler blir høyere.

8.3.6 Oppsummering drift

Som vi har sett tidligere i kapitlet utgjør ikke egenkapitalrentabiliteten til Lerøy en strategisk fordel målt mot bransjen. Siden Lerøy har en driftsfordel (netto driftsrentabilitet) må forhold knyttet til Lerøys finansiering utgjøre en strategisk ulempe (negativ strategisk fordel). Dette fordi egenkapitalrentabiliteten er summen av rentabilitet fra drift og finans.

⁸² Damodaran, 2002

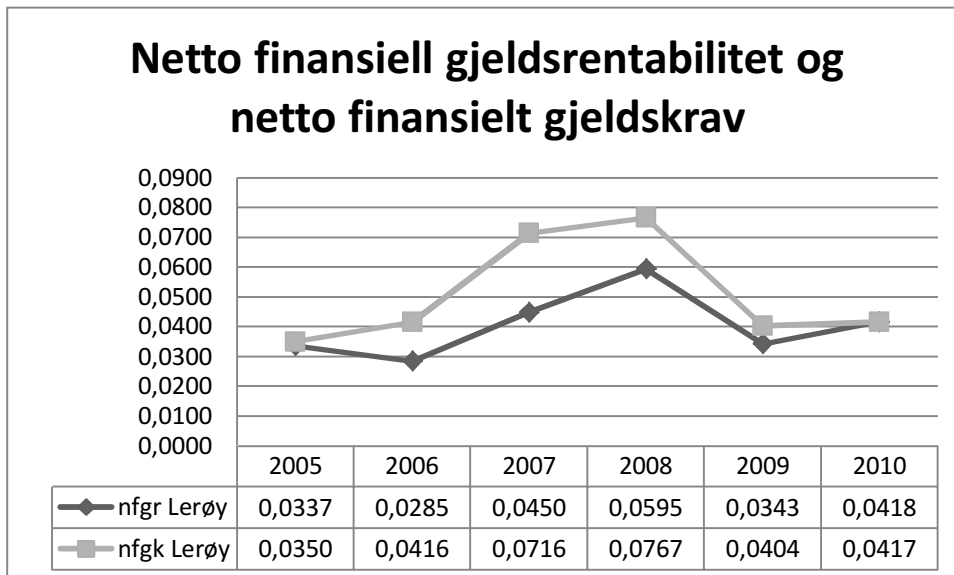
⁸³ Johnsen, 2004, "Markedsbasert produkt differensiering – En utfordring for norsk lakseindustri"

8.4 Analyse av finansiering

Vi har tidligere i dette kapitlet studert forhold/faktorer ved Lerøys (og bransjens) drift med henblikk på å finne kilder til strategiske fordeler. Men, det er ikke bare driftsforhold som kan gi et selskap en strategisk fordel. Også selve finansiering av selskapet kan gi en strategisk fordel. I denne delen av kapitlet søker vi nettopp etter finansielle kilder til strategiske fordeler.

8.4.1 Netto finansiell gjeldsrentabilitet og tilhørende krav

Figuren under gir oss informasjon om forholdet mellom netto finansiell gjeldsrentabilitet og tilhørende netto finansielt gjeldskrav for Lerøy. Netto finansielt gjeldskrav er hentet fra tabell 7.7 i kapittel 7.



Figur 8.13 Netto finansiell gjeldsrentabilitet mot netto finansielt gjeldskrav i Lerøy

Vi ser av figuren over at Lerøy har hatt en strategisk ulempe tilknyttet finansiell gjeldsrentabilitet i årene etter 2005 (krav < rentabilitet). Mot slutten av analyseperioden synes denne ulempen å være avtagende. Litt forenklet kan vi si at Lerøy betaler kreditorene for mye for lånekapitalen. Dette forholdet svekker Lerøys fordel knyttet til egenkapitalrentabiliteten.

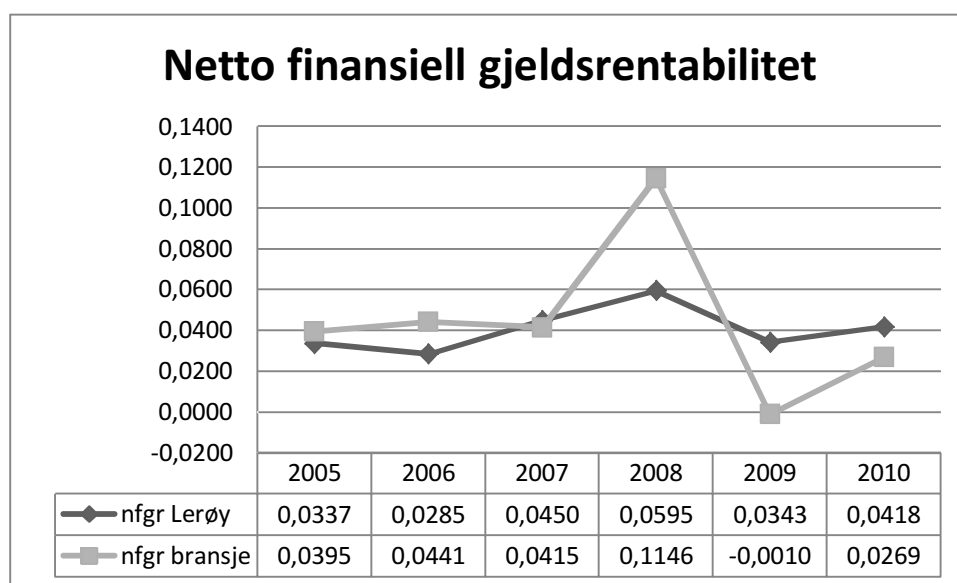
Tabellen under viser den finansielle gearingen dekomponert.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Vekte t snitt	Krav
Vekt	0,05	0,05	0,1	0,2	0,3	0,3		
Netto driftsrentabilitet	0,210	0,264	0,068	0,047	0,141	0,191	0,140	0,079
- Netto finansiell gjeldsrentabilitet	0,034	0,028	0,045	0,060	0,034	0,042	0,048	0,050
= ndr-nfgr	0,1762	0,2359	0,0233	-0,0121	0,1069	0,1497	0,0919	
* nfgg	0,357	0,639	0,552	0,521	0,486	0,352	0,460	
= (ndr-nfgr)*nfgg	0,063	0,151	0,013	-0,006	0,052	0,053	0,042	

Tabell 8.5 Dekomponering av finansiell gearing

Tabellen over viser at forholdet mellom drift og finans var særlig svakt i 2008. Vi observerer også at dette forholdet ikke har tatt seg opp igjen til nivået fra før finanskrisen i 2009 og 2010 heller. Videre viser tabellen at det svake drift-finans forholdet først og fremst skyldes redusert rentabilitet fra drift, men også høyere rentabilitet til finans etter 2007 påvirker negativt.

Figuren under viser Lerøy og bransjens netto finansielle gjeldsrentabilitet over analyseperioden.



Figur 8.14 Netto finansiell gjeldsrentabilitet

Figuren over viser at forskjellene mellom Lerøy og bransjens gjeldsrentabilitet var moderate frem til og med året 2007. I 2008 økte bransjens gjeldsrentabilitet veldig sammenlignet med Lerøys, for så å synke til under Lerøys gjeldsrentabilitet i 2009 og 2010. Ser vi bort fra ekstremåret 2008 virker det som om Lerøy har en dyrere gjeldsfinansiering enn bransjen ellers. Det er dette forholdet som “spiser opp” Lerøys potensielle strategiske fordel i egenkapitalrentabiliteten, målt mot bransjens egenkapitalrentabilitet. Som vi husker fra tidligere i kapitlet hadde Lerøy en intern fordel tilknyttet drift, målt mot bransjens drift (netto driftsrentabilitet). Dersom Lerøy kommer ned til samme nivå som bransjen hva angår kostnader tilknyttet lånefinansiering, vil fordelene i drift realiseres.

8.4.2 Finansiell dekomponering

Skal Lerøy kunne utligne den ulempen selskapet har tilknyttet finansieringen, må vi isolere/synliggjøre problemet. En videre dekomponering av de finansielle postene er da nødvendig. Vi vil vise både en dekomponert spread og dekomponert gearing.

8.4.2.1 Dekomponering av spread

Tabellen under viser Lerøys spread i dekomponert tilstand samt kravet til spreaden.

Dekomponering av spread	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Vekte t snitt	Krav
Vekt	0,05	0,05	0,1	0,2	0,3	0,3		
Nettorente på finansiell gjeld	0,032	0,030	0,044	0,057	0,030	0,031	0,037	0,024
* Finansiell gjeld/netto finansiell gjeld	1,499	1,357	1,327	1,199	1,527	1,525	1,431	
- Nettorentabilitet på finansielle eiendeler	0,031	0,033	0,040	0,049	0,016	0,011	0,025	0,029
* Finansielle eiendeler/netto finansiell gjeld	0,499	0,357	0,327	0,199	0,527	0,525	0,431	
= Netto finansiell gjeldsrente	0,033	0,029	0,045	0,059	0,037	0,042	0,043	0,050

Tabell 8.6 Dekomponering av spread

Tabellen over viser at Lerøy har en dyr finansiell finansiering. Kravet til renten på netto finansiell gjeld er på 2,4 %, mens Lerøys vektete snitt er på 3,7 %. Deler av det høye vektete

snittet skyldes nok den høye pengemarkedsrenten i 2008. Men, også dersom en ser bort fra 2008 ligger Lerøys rente godt over kravet.

Tidlig i den historiske perioden hadde Lerøy en høyere avkastning på finansielle eiendeler enn kravet. Dette gunstige forholdet holdt seg til og med gjennom det vanskelige 2008 året. Fra og med 2009 har avkastningen på finansielle eiendeler vært veldig lav, langt under kravet. Det er godt mulig at 2009 og 2010 er unntaksår relatert til finanskrisen. Uansett, avkastningen på finansielle eiendeler er et lavere vektet snitt enn det kravet som er lagt til grunn.

8.4.2.2 Dekomponering av gearing

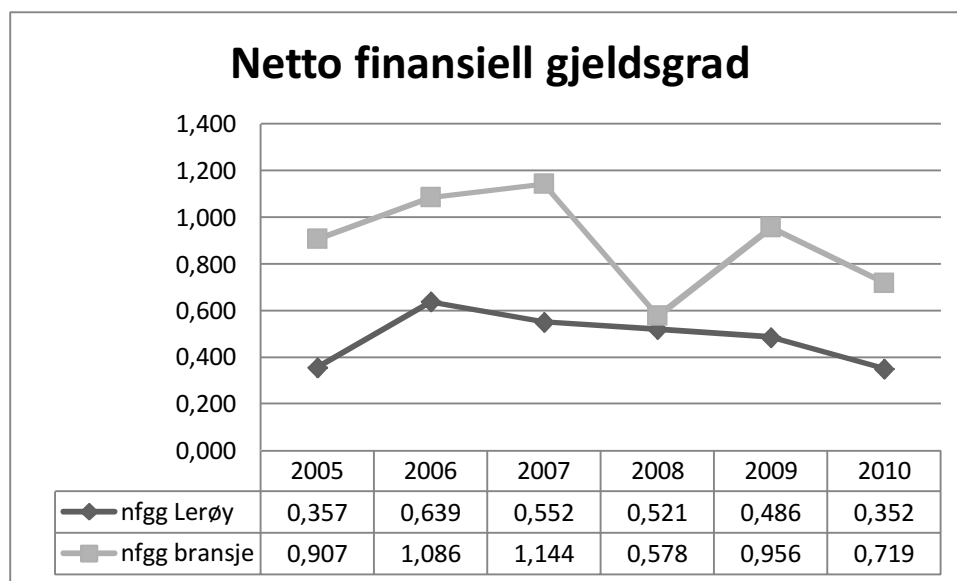
Tabellen under viser dekomponert gearing for Lerøy og bransjen.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Vektet snitt
Vekt	0,05	0,05	0,1	0,2	0,3	0,3	
nfgg Lerøy	0,357	0,639	0,552	0,521	0,486	0,352	0,460
nfgg bransje	0,907	1,086	1,144	0,578	0,956	0,719	0,832

Tabell 8.7 Dekomponering av gearing

Tabellen over viser at bransjen er langt mer gearet enn Lerøy. Lerøy ligger på et vektet snitt på 46,0 %, mens bransjen har et vektet snitt på 83,2 %. Både bransjen og Lerøy viser lavere gearing i 2010 enn det vektete snittet tilsier. Dette skyldes kanskje at det gjennom 2008 og 2009 kunne være vanskelig å få innvilget nye lån hos kredittinstitusjonene. Altså en konsekvens av finanskrisen. Det kan også tenkes at fokuset på soliditet generelt har blitt mer markert.

Figuren under viser forrige tabell i figur form.



Figur 8.15 Netto finansiell gjeldsgrad

8.4.2.3 Oppsummering av finansiell dekomponering

Det er egentlig rart at Lerøy som er lavt gearet skal belastes med høy rente(ugunstig spread). Ofte tenderer høyere gearing mot høyere gjeldsrente. Dette fordi bankene vurderer høyt gearede selskap som mer risikofylt enn mindre gearede selskap. I tillegg vil ofte pantemulighetene være opp brukt i bedrifter som er høyt gearede.

Lerøys forholdsvis lave gearing er også en ulempe i seg selv for egenkapitalrentabiliteten. Dette skyldes at bankene/långiverne aldri vil få høyere avkastning enn det renten tilsier. Netto resultat i selskapet tilfaller alltid dem som har investert i form av aksjekapital. Dersom investeringsgraden er lav i forhold til totalkapitalen, vil overskuddet som er uavhengig av finanseringen, være høyere per investerte krone enn dersom investeringsgraden er høy.

Vi kan konkludere med at Lerøy bør refinansieres. Den finansielle gjeldsgraden bør økes slik at out-puten for eierne blir høyere per investerte krone (høyere egenkapitalrentabilitet). Videre bør eksisterende lån refinansieres til en lavere rente slik at rentekostnaden bedre samsvarer med kostnadskravet. Eksempelvis tror vi at mer utstrakt bruk av factoring kan presse renten betraktelig.

8.5 Oppsummering av lønnsomhet

Lerøy har ingen bedriftsintern strategisk fordel. Vi så i begynnelsen av dette kapitlet at Lerøys egenkapitalrentabilitet var identisk med den egenkapitalrentabilitet vi fant generelt i bransjen. Dette var også tilfelle for Lerøys krav til avkastning på egenkapitalen. Den strategiske fordelene Lerøy har er knyttet til bransjen. Bransjefordelen er i størrelse orden 9,2 %. Denne fordelene samsvarer godt med våre antagelser i den strategiske analysen. På grunn av de hindringene som konsesjonssystemet innebærer, mener vi at faren for ødeleggende rivalisering i bransjen er minimal. Videre ser vi en stadig mer miljøorientert verdenshandel slik at konsesjonssystemet heller styrkes enn svekkes. Derfor mener vi at bransjefordelen er av varig karakter.

Lerøys netto driftsrentabilitet så vi tidligere at var sterkere enn bransjens. Denne netto driftsfordelen materialiserte ingen strategisk fordel i forhold til bransjen. Lerøys egenkapitalrentabilitet var lik bransjens, og det samme gjaldt kravet til egenkapitalen. Lerøys potensielle interne fordel ble utlignet av dyrere finansiering enn gjengs i bransjen. Lerøys netto finansielle gjeldsrentabilitet var høyere enn bransjens. Videre så vi at Lerøys netto finansielle gjeldsrentabilitet også var høyere enn kravet til finansiell gjeldsrentabilitet. En omstrukturering av de finansielle gjelds og eiendelspostene (netto gjeld) kan gi Lerøy en mer riktig kostnad tilknyttet netto finansiell gjeld. Dersom selskapet klarer dette, vil driftsfordelen realisere den potensielle strategiske fordelene som ligger der.

Netto driftsfordel var på 3 %. Ved riktig finansiering vil Lerøy oppnå en strategisk fordel tilknyttet interne forhold på tilsvarende (3 %). Vi anslo i den strategiske analysen en intern ressursfordel på 5 – 7 %. Deler av denne vil bli realisert ved ovennevnte tiltak på finanssiden. Videre så vi av dekomponeringen av netto driftsrentabilitet at Lerøy har bedre omløp på driftseiendelen enn bransjen. Dette mener vi at gir driftsfordelen på 3 %. Fordelen som omløpet på driftseiendelene representerer er trolig større enn 3 %. Negativt i selve driftsfordelsberegningen virker en lavere netto driftsmargin enn bransjens. Gjennom common size analysene så vi at Lerøy har mye å hente på å få ned vareforbruket. Vareforbruket er den største enkeltkostnaden og virker sterkt inn på driftsmarginene. Dersom Lerøy klarer å redusere vareforbruket ned til det som er vanlig i bransjen, tror vi at Lerøy totalt kan materialisere en intern fordel fra drift kontra bransjen på rundt 5 %. Dette er mer i tråd med det vi antok i den strategiske analysen. Den ressursbaserte fordelene fra drift tror vi at er midlertidig, jamfør argumentasjonen i kapittel 4.

Kapittel 9 – Fremtidig avkastningskrav

I kapittel 7 estimerte vi Lerøys historiske avkastningskrav. Det historiske avkastningskravet ble brukt til å analysere Lerøys historiske lønnsomhet i kapittel 8. I det historiske avkastningskravet inngikk avkastningskravet til finansiellgjeld, egenkapital og minoritetsinteresse. I disse beregningene kunne vi støtte oss på det historiske tallmaterialet. Når vi nå skal beregne det fremtidige kravet, har vi ikke denne muligheten. Vi må analysere trender og utviklingstrekk knyttet til de ulike kravene, og vurdere hvilke aktiviteter vi kan gjennomføre for å maksimalisere avkastningen på egenkapitalen. Mange vil nok mene at en slik analyse ligger nærmere kunstfaget enn det gjør eksakt vitenskap. I selve verdsettelsen av Lerøy (kap. 11) vil avkastningskravet vi kommer frem til i dette kapitlet, bli brukt til å diskontere de fremtidige kontantstrømmene. Verdsettelsen er svært følsom for små endringer i avkastningskravet. Dermed er det svært viktig at vi i dette kapitlet kommer frem til et fornuftig krav.

Rent metodisk vil kapittel 9 være likt kapittel 7. Ingen ny teori blir da presentert i dette kapitlet. Utrekningene av avkastningskravet til finansiell gjeld (risikofri rente) vil vi eksplisitt vise i del 1 av kapittel 9. Når det gjelder avkastningskravet til egenkapital og minoritetsinteresser legger vi til grunn de samme antagelser som var gjeldende i kapittel 7. Disse vises da ikke eksplisitt, men inngår som en del av beregningsgrunnlaget for netto driftkrav i del 2 av kapittel 9.

9.1 Risikofri rente i fremskrivningsperioden

For å beregne den fremtidige risikofrie renten tar vi utgangspunkt i NIBOR renten for 2010. Det var denne renten vi brukte i kapittel 7 tilknyttet avkastningskravet til finansiellgjeld i 2010. Siden vi ikke har data om den fremtidige renten må vi estimere en fremtidig rente. Vi tar da utgangspunkt i Norges Bank sin rentebane for styringsrenten i Norge⁸⁴. Videre forutsetter vi at NIBOR vil nå et “historisk riktig” nivå innen utgangen av året 2016.

⁸⁴ http://www.norges-bank.no/upload/81591/figurer_2010-10-27.pdf

Tabellen under viser estimert risikofri rente for perioden 2011 til 2019:

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
3 mnd NIBOR	0,025	0,030	0,040	0,045	0,050	0,052	0,052	0,052	0,052
- 10 % risikotillegg	0,003	0,003	0,004	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
= r_f før skatt	0,023	0,027	0,036	0,041	0,045	0,047	0,047	0,047	0,047
- 28 % skatt	0,006	0,008	0,010	0,011	0,013	0,013	0,013	0,013	0,013
= r_f etter skatt	0,016	0,019	0,026	0,029	0,032	0,034	0,034	0,034	0,034

Tabell 9.1 Fremtidig risikofri rente

Som vi ser av tabellen over, tror vi at den risikofrie renten øker i tiden fremover. Fra noteringen på 1,6 % etter skatt i 2011, vil rente etter skatt øke gjevnt i årene fremover til 3,4 % i 2016. Vi tror at en risikofri rente på 3,4 % etter skatt er historisk "riktig". Renten holder seg da på 3,4 % resten av analyse perioden. I forlengelsen av ovennevnte tror vi at den risikofrie renten også i steady state vil ligge på 3,4 %. Vi har forutsatt at mulighetene for fradrag i skatt for rentekostnad holder seg uendret.

9.2 Totale avkastningskrav for fremskrivningsperioden

Som vi så av kapittel 8, har Lerøy historisk en ulempe i forhold til bransjen tilknyttet finansieringsstrukturen. For lav gearing trakk ned egenkapitalrentabiliteten til Lerøy. Dette har vi tenkt å motvirke ved å høyne selskapets gearing. Høyere gearing medfører lavere egenkapitalgrad/høyere gjeldsgrad. Målet er komme opp på bransjens nivå. Dersom dette ikke blir gjort, vil Lerøy har en strategisk ulempe i forhold til bransjen så snart den midlertidige fordelten fra drift er borte (onde-fordelen).

Tabellen under viser endringene i gearingen, de ulike kravene vi legger til grunn og totalkravet for fremskrivningsperioden:

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Egenkapitalkrav	0,080	0,084	0,090	0,094	0,097	0,101	0,103	0,105	0,105	0,105	0,105
* EK/NDK	0,799	0,788	0,814	0,782	0,789	0,730	0,691	0,659	0,659	0,659	0,659
+ Minoritetsinteres sekra	0,110	0,114	0,120	0,124	0,127	0,131	0,133	0,135	0,135	0,135	0,135
* MI/NDK	0,003	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
+ Netto finansielt gjeldskrav	0,023	0,027	0,037	0,041	0,046	0,046	0,046	0,046	0,046	0,046	0,046
* NFG/NDK	0,198	0,210	0,184	0,216	0,209	0,269	0,308	0,340	0,340	0,340	0,340
= Netto driftskrav	0,069	0,072	0,080	0,083	0,086	0,087	0,086	0,085	0,085	0,085	0,085

Tabell 9.2 Beregning av fremtidig netto driftskrav

I tabellen over ser vi at gearingen øker i fremskrivningsperioden ved at gjeldsgraden øker. Andelen netto finansiell gjeld målt mot netto driftskapital øker fra 19,8 % i 2011 til 34,0 % i 2019. Vi mener at dette vil reversere den ulempen Lerøy hadde i forhold til bransjen tilknyttet gjeldsrentabilitet. Kravet til egenkapitalen øker fra 8,2 % i 2011 til 10,6 % i 2019. Denne økningen skyldes betaverdiene vi beregnet i kapittel 7, og økningen i risikofri rente gjennom fremskrivningsperioden. Beregningene rundt den risikofrie renten vist tidligere i dette kapitlet. Minoritetsinteressene er fortsatt ubetydelige. Til slutt viser tabellen netto driftskrav. Netto driftskrav er det fremtidige avkastningskravet vi vil bruke tilknyttet diskonteringen av kontantstrømmene i kapittel 11.

9.3 Oppsummering

Fra dette kapitlet kan vi ta med oss et sett til krav til fremtidig avkastning. Kravene vil inngå i selve verdsettelsen av Lerøy i kapittel 11. Som vi har vært inne på tidligere vil kontantstrømmene bli diskonterte overkravene. Ulike fundamentale verdsettelsesmetoder/-modeller gjør bruk av ulike krav.

Tabellen under viser de ulike kravene til fremtidig avkastning på kapitalen.

År	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
ekk	0,080	0,084	0,090	0,094	0,097	0,101	0,103	0,105	0,105	0,105	0,105
ndk	0,069	0,072	0,080	0,083	0,086	0,087	0,086	0,085	0,085	0,085	0,085
ssk	0,063	0,066	0,074	0,077	0,080	0,081	0,080	0,079	0,079	0,079	0,079
dekk	0,080	0,084	0,090	0,094	0,097	0,101	0,103	0,105	0,105	0,105	0,105
fer	0,018	0,021	0,028	0,031	0,034	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035
fgr	0,023	0,027	0,037	0,041	0,046	0,046	0,046	0,046	0,046	0,046	0,046

Tabell 9.3 Fremtidige avkastningskrav

Vi antar at Lerøy ikke vil ha en strategisk fordel/ulempe tilknyttet finansielle forhold, slik at finansiell rentabilitet for fremtiden vil bli lik tilhørende krav. Vi har i dette kapitlet lagt til grunn de historiske betaverdiene vi beregnet i kapittel 7. Dette fordi vi antar at de historiske betaverdiene er beste estimat på fremtidige betaer. I sin natur er betaer av empirisk art. Det vil si at virkelige betaverdier for en gitt periode ikke foreligger før ved utgangen av perioden.

Kapittel 10 – Fremtidsbudsjett

I kapittel 9 fant avkastningskravet til investert kapital for fremskrivingsperioden og steady state. Dette avkastningskravet tilsvarer den diskonteringsrenten vi skal bruke i selve verdsettelsen (kap. 11). Diskonteringsrenten utgjør nevnerene i de ulike nåverdiberegningene. I inneværende kapittel skal vi beregne budsjett for årene i fremskrivingsperioden og steady state. Både resultatbudsjett og balansebudsjett vil bli vist. Balansene kongruerer selvfølgelig med resultatene. Fremtidsbudsjettene vil danne grunnlag for å anta fremtidige kontantstrømmer. Kontantstrømmene vil representere tellerne i nåverdiberegningene tilknyttet verdsettelsen i kapittel 11. Vi legger til grunn at den strategiske bransjefordelen (konsesjonssystemet) vil vedvare. Dette er i tråd med de diskusjonene vi hadde i kapittel 4 og 8.

Første steg i prosessen mot fremtidige regnskap og kontant strømmer, er å vurdere lengden på den fremtidige perioden – fremskrivningsperioden.

10.1 Fremskrivningsperiode

Før vi går i gang med selve fremtidsbudsjettet, må vi altså bestemme hvor mange år vi skal fremskrive regnskap og budsjett for. Viktig for denne avgjørelsen er kvaliteten på det historiske regnskapet og særlig hvor lenge det er til selskapet er i steady state⁸⁵. De historiske årene vi har valgt å vektlegge (f.o.m 2005) er ført etter standardene i IFRS. IFRS er et verdibasert regnskapssystem. Dette er fordelaktig i en verdsettelsesprosess. Dersom regnskapene hadde ført i henhold til NRS sitt historisk kost-prinsipp, ville vi vært nødt til å vurdere en lengre fremskrivningsperiode⁸⁶.

Kjennetegnet i en steady state tilstand er at selskapet vokser i en fast takt og reinvesterer en konstant andel av driftsresultat år for år. Et annet kjennetegn er at selskapets vekst ikke overgår veksten i den generelle økonomien. Dersom et selskapet hadde vokst mer en økonomien ellers, ville selskapet utgjort hele økonomien en gang i fremtiden⁸⁷. Vi anslår den generelle økonomiske veksten til å være ca. 5,5 %. Tre prosent forventes å være reell vekst, og resten forventes å være inflasjon.

⁸⁵ Koller m. fl., 2005

⁸⁶ Penman, 2007

⁸⁷ Koller m. fl., 2005

Vi tror at faktoren som begrenser antall fremskrivnings år nedad, er tidspunktet for starten på steady state. Vi legger altså til grunn at regnskapskvaliteten krever færre fremskrivnings år enn det prosessen frem mot steady state krever. Dette skyldes to forhold. For det første er kvaliteten på regnskapene gode sett fra en investors ståsted. Dette skyldes IFRS standarden vi nevnte tidligere. For det andre opererer Lerøy i en syklisk bransje. Vi mener at sykliske bransjer typisk vil oppnå steady state senere en ikke sykliske bransjer. Eksempelvis svinger inntektene mer i en syklisk bransje.

Gjennom de seneste årene av den historiske perioden har veksten i Lerøys driftsinntekter langt overgått den generelle økonomiske veksten. Denne veksten vil trolig avta frem mot 2014. I 2014 vil veksten til Lerøy være lavere en den generelle økonomiske veksten. De øvrige forholdstallene tror vi at vil stabilisere seg på en steady state verdi i 2018 og 2019. Dette fordi perioden 2014 til 2016 trolig vil være noe ustabil som følge av inntoget på nye markeder. Etter at Lerøy er etablerte i de nye markedene, vil det ta noen år før selskapets økonomi normaliseres.

Den strategiske fordelene Lerøy hadde tilknyttet drift (onde) antok vi i kapittel 4 og 8 at var av midlertidig art. Vi la til grunn at fordelene knyttet til onde i løpet av en knapp tiårs periode ville forsvinne. Dette medfører at forholdstallet onde ikke stabiliserer seg før 2018/2019. Momentene fra dette og forrige avsnitt tilsier en fremskrivningsperiode på ni år. 2019 blir da det siste året i den ordinære fremskrivningsperioden (siste året før steady state). 2020 og 2021 antas å være de to første årene i steady state tilstanden.

10.2 driverne i fremtidsbudsjettene

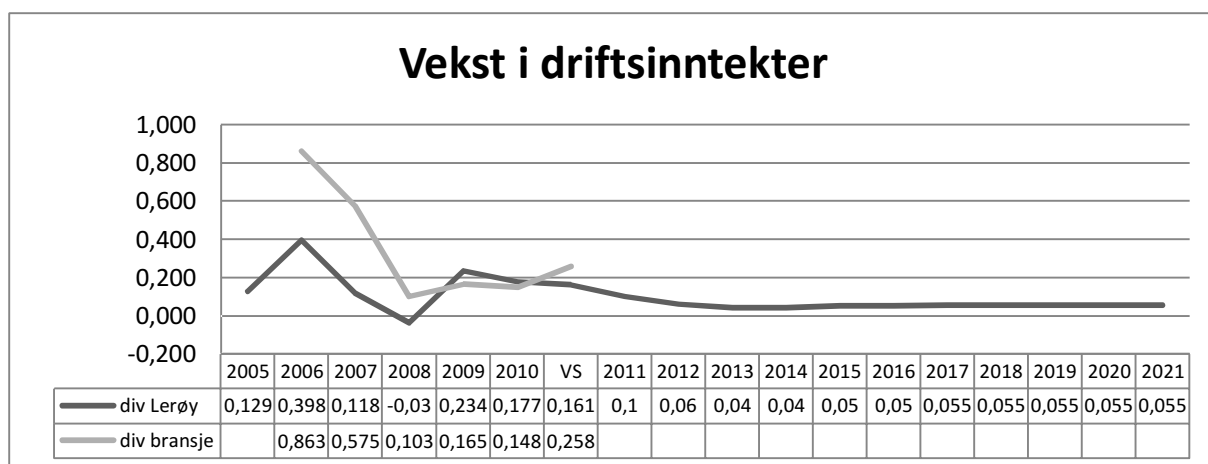
Før vi presenterer fremtidsbudsjettene, må vi forklare hvilke forhold som motiverer endringene/utviklingstrekkene i de ulike balanse- og resultatpostene. Fremtidsbudsjettene er bygget opp rundt de forholdstallene vi beregnet i utredningens del 3 og de antagelsene vi gjorde i den strategiske analysen (del 2). Hvilken retning endringene går mot lengre ut i fremskrivningsperioden og størrelsene på endringene etter hvert, har sin bakgrunn i hvilke nivåer vi vil finne i steady state. Steady state igjen har sin bakgrunn i antatt generell økonomisk utvikling. Særlig vil den historiske økonomiske utviklingen påvirke våre estimerer rundt vekst i driftsinntekter. Videre vil de vektete snittene vi beregnet i del 3 spille inn på steady state nivåene på mer bransjespesifikke forholdstall. Eksempelvis vil forholdstallet onde (omløpshastigheten til netto driftseiendeler) ha sin bakgrunn i vektet snitt for bransjen.

Tre drivere antas å være sentrale for den økonomiske utviklingen i Lerøy. I tillegg til driftsinntekter og onde som vi nevnte i forrige avsnitt, forventes også ndm (netto driftsmargin) å være en sentral driver. Disse tre ratene/forholdstallene vil bli viet ekstra oppmerksomhet i resten av kapitlet.

10.2.1 Driftsinntekter - di

Vi har tidligere sett at Lerøys driftsinntekter økte kraftig gjennom den historiske perioden. Økningen stammer dels fra inflasjon og dels fra reell vekst. Vi tror den veksten som ikke stammer fra inflasjon vil avta gjennom analyseperioden. Økonomisk historie viser at den reelle økonomiske veksten på generell basis ligger på rundt 3 %. I et langtidsperspektiv kan ingen næring/bransje vokse mer enn den samlede økonomien. Hvis så skulle være mulig, ville hele en bransje utgjort nesten hele økonomien til slutt. Vi antar da at bransjens vekst og da Lerøys vekst vil konvergere mot generell langsiktig økonomisk vekst. Altså, 3 % vekst. Vi antar at Lerøys vekst vil avta gjennom fremskrivningsperioden. Rundt året 2017 vil Lerøys reelle vekst være på 3 %. I årene før er den like over 3 %. Som nevnt over, deler av den totale veksten kommer av inflasjon. I Norge er pengepolitikken inflasjonsstyrt. Norges Bank skal, ved mandat, styre pengepolitikken etter et inflasjonsmål på 2,5 %. Vi legger dette målet til grunn og antar langsiktig inflasjon på 2,5 % i Norge. Nominell økonomisk vekst blir da på 5,5 % for Lerøy steady state. Vi tror den nominelle veksten blir særlig lav i 2013 og 2014 fordi den reelle veksten nærmer seg den langsiktige banen på 3 %, samtidig som vi ikke tror at inflasjonen har tatt seg opp igjen før etter 2014.

Figuren under viser en grafisk fremstilling av Lerøy og bransjens historiske vekst i driftsinntekter, samt estimert fremtidig vekst i driftsinntekter for Lerøy.



Figur 10.1 Vekst i driftsinntekter 2005 – 2021

10.2.1.1 Sentrale momenter år for år:

For å skape bedre oversiktighet for leserene, vil vi feste en del momenter til ulike årene/periodene for driftsinntektene.

2010 – Stor vekst

Som følge av høye laksepriser og økt volum, har Lerøys driftsinntekter økt i 2010. Fortsatt har selskap med anlegg i Chile store problemer.⁸⁸ Det virker som de fleste selskapene, som ikke har hovedtyngden av produksjonen i Chile, har hatt år med vekst siden problemene i Chile startet i 2007. Dette har nok sammenheng med det store nord amerikanske markedet er et naturlig nedslagsfelt for produksjonen i Chile. Videre har problemene i Chile også ført til en stram tilbudsside på verdensbasis. Disse forholdene har ført til økt laksepris samt økt volum for mange selskap. Konsumpris indeksen (heretter omtalt som KPI) fra Norges bank viser at en avtagende KPI gjennom 2010 i Norge⁸⁹. Totalt har KPI vært i underkant av 2 % i Norge. Det vil si at økningen i driftinntekt først og fremst stammer fra andre forhold enn inflasjon.

Konklusjon 2010: Økt pris og økt volum har gitt 15 % vekst i driftsinntekter.

⁸⁸ <http://www.dagbladet.no/2010/09/17/nyheter/oppdrettsindustrien/chile/laksesykdommer/13438100/>

⁸⁹ http://www.norges-bank.no/templates/article___12123.aspx

2011 - Redusert Vekst

På grunn av de pågående problemer Chile, vil oppdrettsselskap som ikke har hovedtyngden i Chile fortsatt ha gode tider. Markedet forventer imidlertid en bedring i situasjonen i Chile i løpet av 2011⁹⁰. Dette tror vi fører til stabilisering av lakseprisen og mindre vekst i solgt volum for Lerøys del. Norges Bank antar lav KPI gjennom 2011 i Norge, godt under 2 %⁹¹. Likevel, prognosene er stigende slik en kan forvente en KPI på rundt 2,0 % mot slutten av 2011.

Konklusjon 2011: Lavere prisvekst og lavere økning i solgt volum gir 10 % vekst i driftsinntekter.

2012 – Lavere vekst

Innen utgangen av 2012 tror vi at situasjonen i Chile er normalisert. Dette medfører at selskap som Lerøy, som har utnyttet vakumet etter at Chile-produksjonen ble redusert, nå må finne nye markeder for deler av sin produksjon. Trolig vil denne omstillingsprosessen ta noen år. Vi forventer kun en svak økning i laksepris og uendret volum. Norges Banks prognoser for KPI viser en “normalisering”⁹². I løpet av 2012 tror Norges Bank at inflasjonen vil nærme seg 2,5 %.

Konklusjon – 2012: Lavere prisvekst og stabilt volum gir en økning i driftsinntektene på 6 %.

2013 – Svak vekst

Vi tror ikke Lerøy fullt ut har funnet alternative markeder til det nord amerikanske markedet. Dette medfører at solgt volum ikke øker. Faktisk kan det tenkes at produksjonen vil synke litt, men at dette oppveies av økt laksepris. Lakse prisen vil øke fordi fokuset på sunn mat blir sterkere og sterkere⁹³. Markedet vil da godta en høyere pris på laks. I følge Norges Bank vil målet på 2,5 % inflasjon være nådd i 2013. I de resterende årene vil vi anta at KPI ligger fast på 2,5 %.

⁹⁰ <http://www.fish.no/oppdrett/3372-bedre-inntjening-i-grieg-seafood.html>

⁹¹ http://www.norges-bank.no/templates/article___12123.aspx

⁹² http://www.norges-bank.no/templates/article___12123.aspx

⁹³ Forskningsrådet, 2010, “Nytt fra havbruk”, nr. 1

Konklusjon 2013: Liten prisvekst og stabilt/(synkende) volum gir en vekst i driftsinntekter på 4,0 %.

2014 – Svak vekst

I løpet av 2014 bør Lerøy ha funnet alternative markeder. Vi håper at oppdrettsnæringen generelt og Lerøy spesielt vil kunne penetrere de øst asiatiske markedene. Det er mulig at veksten i volum ikke vil vise igjen før etter 2014, fordi et nyankommet produkt i et marked ofte har en stri innkjøringsfase. Eksempelvis vil diffusjonsprosessen føre til at majoriteten av konsumere ikke kjøper produktet i den første fasen. Vi tror lakseprisene fortsatt vil stige av samme årsaker som i 2013.

Konklusjon 2014: Stigende laksepris og stabilisert volum gir en vekst i driftsinntekter på 4,0 %.

2015 og 2016 – økt vekst

Gjennom 2015 og 2016 tror vi at Lerøy kan stabilisere seg i de nye markedene. Dette fører til vekst i omsatt volum. Trolig vil konkurransen i de “gamle markedene” bli så hard på sikt at veksten i de nye markedene kan spises opp av reduksjon andre steder. Likevel vil vi se en god vekst. Videre tror vi at lakseprisen vil få lavere svingner og kanskje stabilisere seg rundt en gjennomsnittspris. Dette fordi vi på dette tidspunktet begynner og nærme oss steady state.

Konklusjon 2015 og 2016: Jevnere pris vekst og fin økning i omsatt volum gir en vekst i driftsinntekter på 5,0 %

2017 til 2019 – Stabilisering

I løpet av perioden 2017 til 2019 forventer vi markedet går inn i en modenfase⁹⁴. Vi tror at Lerøy og oppdrettsnæringen generelt vil begynne og stabilisere seg på en vekst lik den veksten som økonomisk historie viser. Vi kan gjerne si at næringen har nådd sitt fulle potensial.

Konklusjon 2017 til 2019: Stabil vekst i pris og volum gir en vekst i driftsinntekter på 5,5 % for hver av årene.

2020 og 2021 – Steady state

Når steady state inntreffer i 2020, vil veksten i næringen ikke kunne overgå veksten i økonomien generelt. Vi tror at oppdrettsnæringene klarer å ta ut potensielet i en verden som stadig etterspør mer næingsmidler. Trolig vil de dyktigste norske aktørene i næringen ha en jevn vekst som samsvarer med den generelle økonomiske veksten.

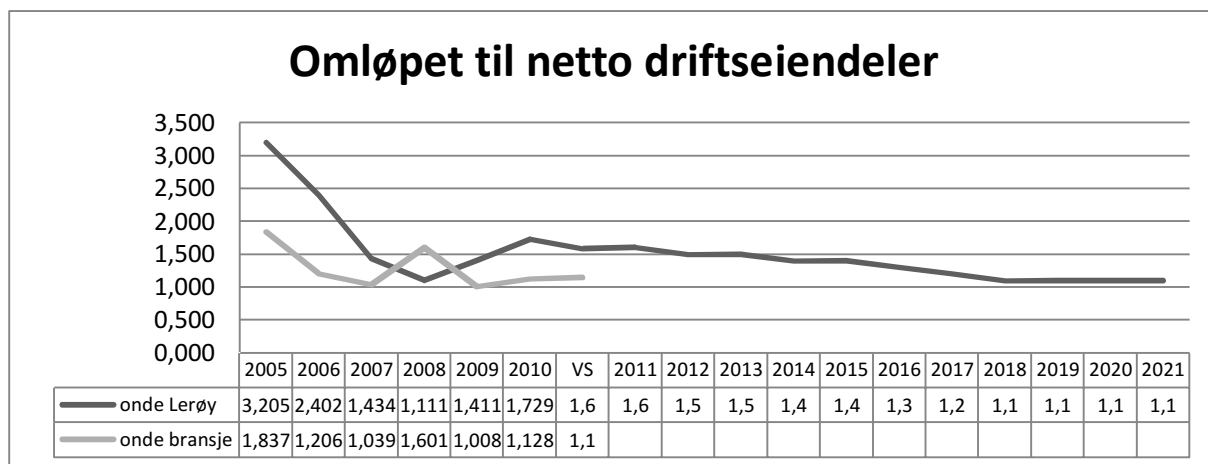
Konklusjon Steady state: Lerøys driftsinntekter vokser på linje med veksten i den generelle økonomien. Driftsinntekter øker årlig med 5,5 %.

10.2.2 Omløpshastighet for netto drifseiendeler - onde

I kapittel 8 så vi at Lerøy hadde en fordel tilknyttet omløpshastigheten for netto driftseiendeler sammenlignet med bransjen. Vi antok da at dette var en forbigående fordel. Dermed vil omløpet til netto driftseiendeler reduseres til bransjens nivå i løpet av få år. Ser vi på den historiske trenden i bransjen er det naturlig å tro at forholdstallet onde vil stabilisere seg på 1,1. Reduksjonen vil skje gradvis frem til 2018 hvor forholdstallet vil være 1,1.

⁹⁴ Day, 1981

Figuren under viser en grafisk fremstilling av Lerøy og bransjens historiske onde-utvikling, samt estimert fremtidig endring i onde for Lerøy.



Figur 10.2 Omløpet til netto driftseiendeler 2005 – 2021

10.2.2.1 Sentrale momenter for perioden:

For å skape bedre oversiktighet for leserene, vil vi også for onde feste en del momenter til ulike årene/periodene.

2010 til 2013 – Redusert fordel i drift

Som vi så i kapittel 8, hadde Lerøy en konkurranse fordel knyttet til drift. Videre dekomponering viste at fordelen hadde sin kilde i gunstig onde som følge av lite kapital bundet i “varelageret”. En slik fordel kan være vanskelig å beholde. Vi antok tidligere at Lerøys onde i løpet av fremskrivningsperioden ville komme ned på bransjens onde. Fordelen vil altså være tapt ved inngangen av steady state. Vi tror også at næringen generelt vil oppleve en redusert onde de nærmeste årene. Som vi har sett under punktet knyttet til driftsinntekter forventer vi lavere laksepris de neste årene. Dette forholdet vil da redusere telleren i formelen for utregning av onde.

Konklusjon 2010 til 2013: Onde reduseres jevnt til et nivå på 1,5 i 2013.

2014 til 2016 – Fortsatt reduksjon

Vi har tidligere antatt at årene 2014 til 2016 blir vanskelige generelt i bransjen. Det vil fortsatt være lav vekst i prisen og Chile har tatt tilbake sitt naturlige nedslagsfelt. Dette medfører at pris trolig vil øke mindre enn økningen i kostnadene. En relativt større andel kapital vil da være bundet fisken slik at onde reduseres. Reduksjonen av Lerøys fordel vil i disse årene være tilleggsfaktor som trekker ned onde.

Konklusjon 2014 til 2016: Ved utgangen av 2016 vil Lerøys onde ha blitt redusert til 1,3.

2017 og 2018 Utflating

I 2017 og 2018 vil markedet gå fra en sen vekst fase til tidlig moden fase. Det vil si at de ulike forholdstallene begynner å finne et riktig nivå i forhold til en steady state tilstand. Vi tror bransjen generelt her vil ha stabilisert seg på en onde rundt 1,1. Lerøy vil på dette tidspunktet fortsatt ha en liten rest fordel kontra bransjen i 2017. I 2018 tror vi at denne fordelten er helt borte.

Konklusjon 2017 og 2018: Onde reduseres fra 1,2 i 2017 til 1,1 i 2018. Fordelen til Lerøy i drift er nå eliminert.

2019 og steady state – stabilitet

I likhet med andre forholdstall vil onde ligge fast i en steady state tilstand. Lerøys onde vil fra og med 2019 ligge på et fast nivå. Dette nivået vil være tilsvarende som bransjens onde-nivå.

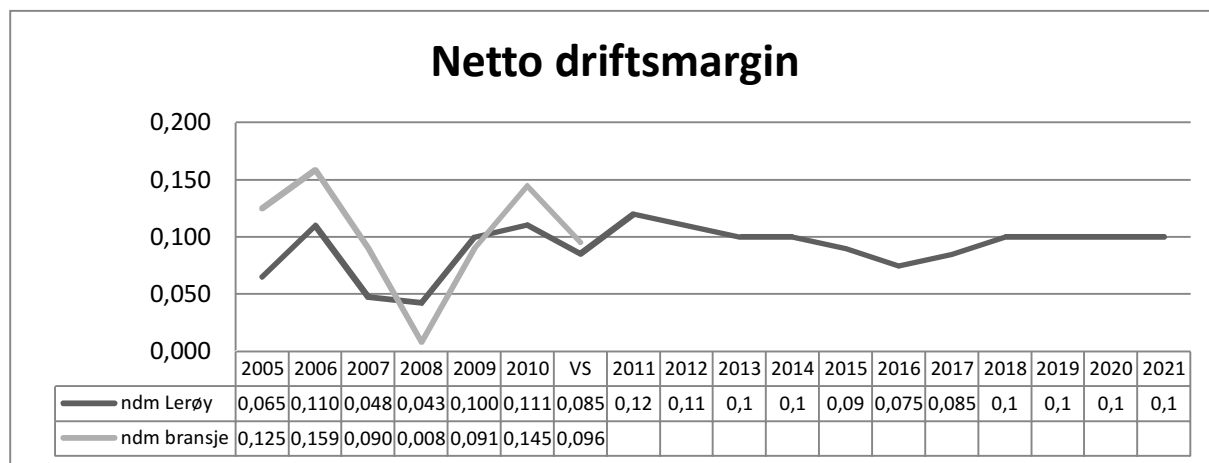
Konklusjon 2019 og steady state: Nivået til onde stabiliserer seg på 1,1. Dette nivået er steady state nivået.

10.2.3 Netto driftsmargin - ndm

Historisk har ndm vist å ligge på rundt 1,0 i bransjen. Lerøy har ligget under dette nivået i den historiske perioden. Årsaken til dette viste seg og være høyere varekostnad enn bransjen. Vi

mener at det skal være fullt mulig for Lerøy å redusere varekostnaden slik at ndm blir lik bransjens. Ndm har også vist seg å være veldig følsom for konjunktursvinger. Vi vil da anta at ndm vil ligge vekselvis over og under nivået på 1,1. I steady state vil ndm ha stabilisert seg på 1,1.

Figuren under viser en grafisk fremstilling av Lerøy og bransjens historiske ndm-utvikling, samt estimert fremtidig endring i ndm for Lerøy.



Figur 10.3 Netto driftsmargin 2005 – 2021

10.2.3.1 Utviklingstrekk for ndm

For å skape bedre oversiktighet for leserene, vil vi også for netto driftsmargin feste en del momenter til ulike årene/periodene.

2010 til 2013 – Lavere driftsmarginer

Som vi har sett tidligere, forventer vi lavere vekst i driftsinntektene frem mot 2013. Samtidig ser vi ingen forhold som kan gi lavere driftskostnader. Mange selskap i oppdrettsnæringen har kunnet utnyttet vakumet i tiden da produktene fra Chile har vært fraværende. Vi tror konkurransen i markedet har vært kunstig lav i store deler av den historiske perioden. Trolig vil marginene i bransjen reduseres frem mot 2013. Dette som en følge av at produktene fra Chile igjen strømmer ut på markedet.

Konklusjon 2010 til 2013: Årlig reduksjon i ndm til et nivå på 1,1 % i 2013.

2014 til 2016 – Fortsatt reduksjon i ndm

I denne perioden tror vi at det er strategisk viktig at Lerøy satser på nye markeder. Nord amerikanerne vil foretrekke egenfisk og fisk fra Chile. Typisk vil bedrifter som prøver å penetrere nye markeder oppleve kostnadsvekst. Markedsføringskostnader forventes å øke tilknyttet de markedene. Overoptimisme kan gi overproduksjon på de nye markedene slik at fiskeprisen må dumpes lokalt i de nye markedene på kort sikt. Videre vil oppbygging av organisasjon i de nye markedene kreve midler.

Konklusjon 2014 til 2016: Økte kostnader og redusert vekst i pris forlenger reduksjonen i ndm fra forrige periode (2010 – 2013). Vi tror bunnen er blitt nådd i 2016 med netto driftsmargin på 0,75 %.

2017 og 2018 – Økt driftsmargin

Etter hvert som problematikken rundt etableringen på nye markeder avtar, tror vi på økt ndm igjen. En forsterkende faktor til dette forholdet er økningen i driftinntekter. Likevel tror vi ikke driftsmarginene igjen kan komme opp på nivå med den historiske perioden. I den historiske perioden hadde vi “fordelen” rundt problemene i Chile. Slike forhold kan selvfølgelig inntreffe igjen i Chile eller andre steder, men denne type scenariotenkning vil ikke innlemmes i analysen i dette kapitlet.

Konklusjon 2017 og 2018: Stabiliseringen i næringen gir en økning netto driftmargin gjennom begge årene. Ndm forventes å være 1,1 % i 2018.

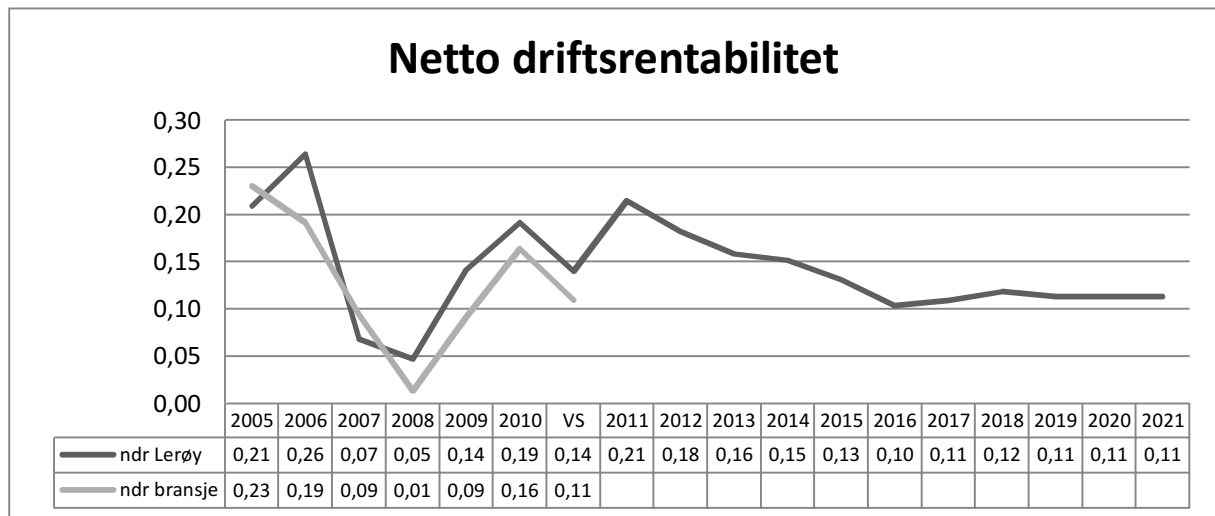
2019 og steady state – Stabilisering

Når markedet det modne markedet faller til ro i steady state, vil ndm også falle til ro. Vi tror nivået for ndm i 2018 også gir et riktig bilde i steady state.

Konklusjon 2019 og steady state: steady state nivå for ndm blir på 1,1 %.

10.2.4 Netto driftsrentabilitet og netto driftskrav

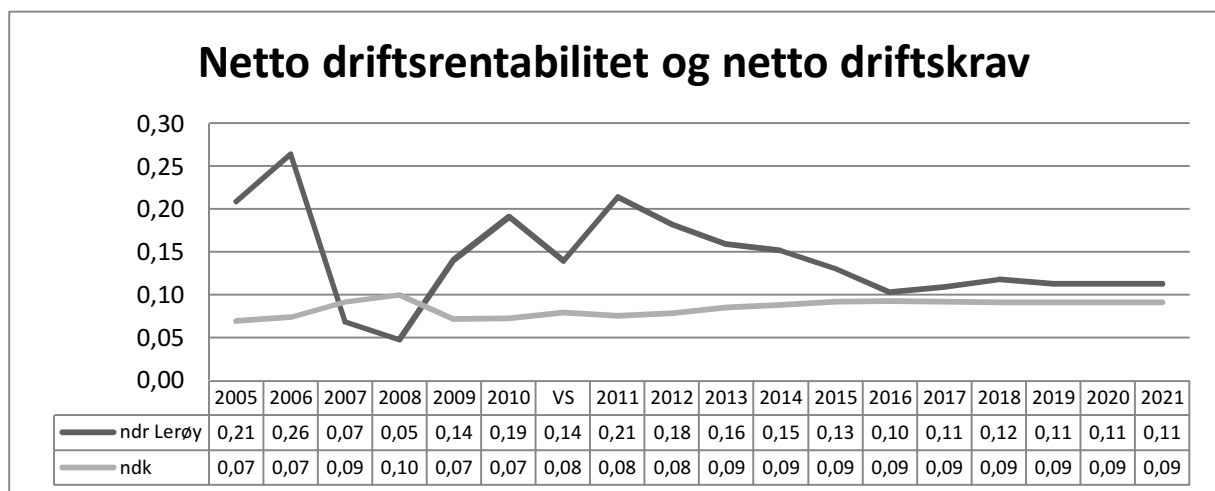
Figuren under viser Lerøy og bransjens driftsrentabilitet.



Figur 10.4 Netto driftsrentabilitet 2005 – 2021

Vi ser av figuren over at Lerøy ikke har noen fordel målt mot bransjen tilknyttet rentabilitet fra drift ved inngangen av steady state. Den historiske ressursfordelen vi ser ved inngangen av fremskrivingsperioden elimineres altså. Dersom Lerøy fortsatt kan vise en driftsrentabilitet høyere enn driftskravet ved inngangen av steady state, må dette skyldes en bransjefordel.

Figuren under viser Lerøys driftsrentabilitet/-krav.



Figur 10.5 Netto driftsrentabilitet og netto driftskrav 2005 – 2021

Vi ser av figuren over at det foreligger en driftsfordel ved inngangen av steady state. På bakgrunn av argumentene i forrige avsnitt kan vi slå fast at dette er en bransjefordel. Vi vil påpeke at det ikke er ren bransjefordel før ved inngangen av steady state. Tidligere i fremskrivningsperioden har vi også en krympende ressursfordel. Bransjefordelen er på ca. 2 % i steady state og er en varig strategisk fordel. Vi har tidligere i utredningen (kap. 4) antatt at bransjefordelen skyldes konsesjonssystemet i oppdrettsnæringen. Videre viste vi til etterspørselsforholdene i bransjen som en potensiell kilde til en bransjefordel.

10.2.5 Finansiell gjeldsgrad - fgd

I kapittel 8 så vi at Lerøy hadde rentabilitetsulempe knyttet til finansiering. En dekomponering av finanspostene viste at Lerøys lave gearing gav det negative rentabilitetsutslaget. Vi mener da at det er naturlig å øke gearing. Det er imidlertid ikke lurt å geare for mye. Det vil igjen gå ut over Lerøys soliditet. Vi tror det er fornuftig å justere gearingen mot et nivå på 48 %. På dette nivået er Lerøy fortsatt et solid selskap, samtidig som egenkapitalrentabiliteten bedres. Økningen i gjeldsgraden vil særlig bli foretatt i årene etter 2015. En høyere gearing vil ikke påvirke selskapets verdi (i allfall ikke teoretisk verdi). Dette har sin bakgrunn i Miller & Modigliani sitt første teorem. Teoremet viser at gjeldsgrad og utbytte politikk ikke har noen konsekvens for et selskaps verdi.

10.2.6 Finansiell eiendelsdel - fed

Vi tror at de finansielle eiendelene vil utgjøre en stabil andel av netto driftseiendeler i hele fremskrivningsperioden samt i steady state. Vi er ikke interesert i at Lerøy skal binde enda mer kapital i finansielle eiendeler. Dersom vi skulle foretatt en endring av andelen av finansielle eiendeler, ville det vært en reduksjon. Vi kunne da investert mer i driftseiendeler eller økt utbytte. Vi gjør ikke dette fordi en hvis andel av finansielle eiendeler kan virke som en buffer under lavkonjunktur.

10.2.7 Finansiell gjeldsrentabilitet - fgr

Finansiell gjeldsrentabilitet er et forholdstall som gjenspeiler rentenivåene som Lerøy må forholde seg til. Som nevnt i oppsummeringen til kapittel 9 forventer vi ingen strategisk fordel eller ulempe tilknyttet finansieringen i fremtiden. Rentabiliteten vil da være lik det avkastningskravet vi la til grunn i kapittel 9 tilknyttet finansiell gjeld.

10.2.8 Finansiell eiendelsrentabilitet – fer

Vi forventer altså ingen strategiske fordeler eller ulemper tilknyttet finansieringen i fremtiden. I likhet med den finansielle gjeldsrentabiliteten, vil rentabiliteten for finansielle eiendeler være likt tilhørende avkastningskrav fra kapittel 9.

10.2.9 Minoritetsinteressens rentabilitet og minoritetsandel – mir og mid

Egentlig skulle minoritetsinteressens rentabilitet også konvergere mot kravet til minoritetens andel fra kapittel 8. Når dette ikke er tilfelle er det fordi minoritetsinteressen er så liten at størrelsen i seg selv utgjør en ulempe for minoriteten. Særlig er dette tilfelle dersom majoriteten består av en stor eier. Majoriteten har da en jernhånd rundt de økonomiske midlene. Når alle avgjørelser dikteres av en stor eier kan vi typisk se at dette går ut over rentabiliteten til minoriteten. Minoritetens rentabilitet ligger konsekvent under minoritetskravet fra kapittel 9 gjennom hele fremskrivningsperioden samt steady state. Dette forholdet er irrelevant for oss her siden minoritetensandel er og fortsatt vil være forsvinnende liten.

10.2.10 Netto utbetalt utbytte – nbu

Vi mener at det vil være fornuftig å fortsette noen år med en utbyttepolitikk lik den som er tilfelle per dags dato. Det vil at det betales ut et utbytte tilsvarende 55 % av netto resultat til egenkapital frem til og med 2015. Vanskeligere år etter 2014 på grunn av forhold beskrevet i punkt 10.1.1 vil redusere utbytteprosenten i 2016 og 2017. Disse problemene er forbigående, og når markedet nærmer seg steady state vil utbytteforholdet øke igjen. Økningen inntreffer i

2019. I 2019 blir utbytteprosenten på 61,6 %. Vi har en steady state tilstand først i 2020 da utbytteprosenten først da slår seg til ro. I steady state vil vi ha en utbytteprosent på 61,5 %.

10.2.10 Oversikt over utviklingen i forholdstallene

Tabellen under viser de ulike forholdstallene år for år gjennom fremskrivningsperioden og steady state:

Drivere i fremtidsbudsjettet

Alle tall i NOK 1000											
Symbol	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
div	0,1	0,06	0,04	0,04	0,05	0,05	0,055	0,055	0,055	0,055	0,055
onde	1,6	1,5	1,5	1,4	1,4	1,3	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1
ndm	0,12	0,11	0,1	0,1	0,09	0,075	0,085	0,1	0,1	0,1	0,1
fgd	0,35	0,35	0,32	0,35	0,34	0,40	0,45	0,48	0,48	0,48	0,48
fed	0,15	0,14	0,14	0,13	0,13	0,13	0,14	0,14	0,14	0,14	0,14
fgr	0,021	0,025	0,033	0,037	0,041	0,043	0,043	0,043	0,043	0,043	0,043
fer	0,018	0,021	0,028	0,031	0,034	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035	0,035
mir	0,06	0,07	0,075	0,08	0,085	0,09	0,095	0,1	0,1	0,1	0,1
mid	0,0027	0,0024	0,0023	0,002	0,0018	0,0015	0,0012	0,001	0,001	0,001	0,001
nbu	0,56	0,54	0,54	0,56	0,55	0,50	0,45	0,45	0,63	0,65	0,65

Tabell 10.1 Underliggende drivere i fremtidsbudsjettering

Som nevnt tidligere er utbytteandelen det siste forholdstallet som slår seg til ro. Tilknyttet verdsettelsen i neste kapittel vil vi anta at markedet inntar steady state i 2020. Dette er i tråd med tidligere antagelser.

10.3 Fremtidsregneskap for fremskrivningsperioden og steady state

Basert på forholdstallene vist i utrednings del 10.1 kan vi nå estimere årlige fremtidsregneskap for fremskrivningsperioden samt steady state. Regneskapene vil inneholde resultatregneskap og balanse. Som vi så vidt har vært inne på tidligere er regneskapene styrt av forholdstallene og balansen kongruerer med resultatet. Året 2010 er første året i fremskrivningsperioden. Årsaken til at 2010 er med både som historikk og fremtid er å skape en naturlig og oversiktlig lenke mellom fortid og fremtid

10.3.1 Resultatregnskap for fremskrivningsperioden og steady state

Tabellen viser resultatregnskapene for perioden 2010 til 2021:

RESULTATREGNSKAP													
Alle tall i NOK 1000													
År	Symbol	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsinntekter	DI	8 798 023	9 677 825	10 258 495	10 668 834	11 095 588	11 650 367	12 232 886	12 905 694	13 615 508	14 364 360	15 154 400	15 987 892
Netto driftsresultat	NDR	974 178	1 161 339	1 128 434	1 066 883	1 109 559	1 048 533	917 466	1 096 984	1 361 551	1 436 436	1 515 440	1 598 789
Netto finansinntekt	NFI	7 469	12 291	20 546	27 510	31 855	36 665	39 922	45 357	55 827	64 252	67 506	71 219
Nettoresultat til sysselsatt kapital	NRS	981 647	1 173 630	1 148 980	1 094 394	1 141 413	1 085 198	957 388	1 142 341	1 417 378	1 500 688	1 582 946	1 670 008
Netto finanskostnad	NFK	62 553	41 221	55 870	82 656	88 926	118 556	126 498	169 052	216 649	267 434	284 398	300 040
Netto minoritetsresultat	NMR	945	1 133	1 212	1 280	1 361	1 415	1 416	1 415	1 362	1 306	1 378	1 453
Nettoresultat til egenkapital	NRE	918 150	1 131 276	1 091 898	1 010 458	1 051 126	965 227	829 474	971 874	1 199 368	1 231 948	1 297 170	1 368 514
Unormalt netto driftsresultat	UNDR	-404 864	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Unormalt netto finansresultat	UNFR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Fullstendig nettoresultat til egenk.	FNR	513 285	1 131 276	1 091 898	1 010 458	1 051 126	965 227	829 474	971 874	1 199 368	1 231 948	1 297 170	1 368 514
Netto betalt utbytte	NBU	374 985	286 795	614 992	590 439	562 801	578 119	482 614	373 263	437 343	758 699	797 892	841 776
Endring i egenkapital	DEK	138 300	844 482	476 906	420 019	488 325	387 108	346 861	598 611	762 024	473 249	499 278	526 738

Tabell 10.2 Resultatregnskap 2010 – 2015

10.3.2 Balanseregnskap for fremskrivningsperioden og steady state

Balanseregnskapet delt inn i to tabeller.

Tabellen under viser balanseregnskapene for perioden 2010 til 2015:

Balanse

Alle tall i NOK 1000						
År	2010	2011	2012	2013	2014	2015
NDE	5 583 416	6 411 559	7 112 556	7 397 059	8 321 691	8 737 775
FE	674 195	961 734	995 758	1 035 588	1 081 820	1 135 911
SSE	6 257 611	7 373 293	8 108 314	8 432 647	9 403 511	9 873 686
EK	4 280 191	5 124 672	5 601 578	6 021 597	6 509 922	6 897 030
MI	18 886	17 311	17 070	17 013	16 643	15 728
FG	1 958 534	2 231 310	2 489 666	2 394 036	2 876 946	2 960 929
SSK	6 257 611	7 373 293	8 108 314	8 432 647	9 403 511	9 873 686

Tabell 10.3 Fremtidsbalanse 2010 - 2015

Tabellen under viser balanseregnskapene for perioden 2016 til 2021:

Balanse

Alle tall i NOK 1000						
År	2016	2017	2018	2019	2020	2021
NDE	9 927 457	11 346 256	13 058 509	13 776 728	14 534 448	15 333 842
FE	1 290 569	1 588 476	1 828 191	1 928 742	2 034 823	2 146 738
SSE	11 218 027	12 934 732	14 886 701	15 705 469	16 569 270	17 480 580
EK	7 243 890	7 842 501	8 604 525	9 077 774	9 577 052	10 103 790
MI	14 891	13 616	13 059	13 777	14 534	15 334
FG	3 959 245	5 078 615	6 269 117	6 613 918	6 977 684	7 361 456
SSK	11 218 027	12 934 732	14 886 701	15 705 469	16 569 270	17 480 580

Tabell 10.4 Fremtidsbalanse 2016 - 2021

10.4 Kontantstrømmer for fremskrivningsperioden og steady state

Vi har tidligere i kapittel 10 estimert resultatregnskap og balanseregnskap. I verdsettelsen i neste kapittel trenger vi kontantstrømmer for diskontering. Med basis i regnskap for fremskrivningsperioden og steady state, skal vi nå beregne fri kontantstrøm til egenkapital.

10.4.1 Frikontantstrøm til egenkapital for perioden 2010 til 2021

Tabellen under viser estimert fri kontantstrøm for perioden 2010 til 2021:

Fri kontantstrøm til egenkapital												
Alle tall i NOK 1000												
År	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
NDR	974 178	1 161 339	1 128 434	1 066 883	1 109 559	1 048 533	917 466	1 096 984	1 361 551	1 436 436	1 515 440	1 598 789
+ UNDR	-404 864	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- ANDE	14 978	828 144	700 997	284 502	924 632	416 085	1 189 682	1 418 799	1 712 253	718 218	757 720	799 395
= FKD	554 336	333 195	427 437	782 381	184 926	632 449	-272 215	-321 815	-350 702	718 218	757 720	799 395
+ NFI	7 469	12 291	20 546	27 510	31 855	36 665	39 922	45 357	55 827	64 252	67 506	71 219
+ UNFI	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- ΔFE	-68 837	287 539	34 024	39 830	46 232	54 091	154 659	297 906	239 715	100 551	106 081	111 915
= FKS	630 641	57 948	413 959	770 061	170 549	615 023	-386 952	-574 364	-534 591	681 919	719 145	758 698
- NFK	62 553	41 221	55 870	82 656	88 926	118 556	126 498	169 052	216 649	267 434	284 398	300 040
+ ΔFG	-193 104	272 776	258 356	-95 630	482 909	83 983	998 316	1 119 370	1 190 501	344 801	363 766	383 773
- NMR	945	1 133	1 212	1 280	1 361	1 415	1 416	1 415	1 362	1 306	1 378	1 453
- UNMR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ ΔMI	318	-1 575	-241	-57	-370	-915	-837	-1 276	-557	718	758	799
= FKE	374 358	286 795	614 992	590 439	562 801	578 119	482 614	373 263	437 343	758 699	797 892	841 776

Tabell 10.5 Fremtidig kontantstrøm 2010 – 2021

Kapittel 11 - Fundamental verdsettelse

Tilbake i kapittel 3 bestemte vi oss å velge fundamental verdsettelse i tilknytning til vår verddivurdering av Lerøy Seafood ASA. En fundamental verdsettelse kan gjennomføres ved hjelp av to nært beslektede metoder⁹⁵. De to metodene er egenkapitalmetoden og total kapitalmetoden. Total kapitalmetoden omtales ofte som selskapskapitalmetoden. Det er ofte formålstjenelig å bruke begge metodene. Resultatet fra de to metodene kan da brukes som referansepunkt til hverandre, og på den måten korrigere eventuelle unøyaktigheter som måtte ha oppstått underveis i verdsettelsen⁹⁶.

Under en verdsettelse ved hjelp av egenkapitalmetoden beregnes selskapets egenkapitalverdi direkte ved å nåverdi beregne fremtidige kontantstrømmer til egenkapital.

Under en verdsettelse ved hjelp av total kapitalmetoden beregnes selskapets egenkapitalverdi indirekte. Veien til egenkapitalverdien går her via verdien til total kapitalen. Dette skjer ved at nåverdien av kontantstrømmene som genereres gjennom drift beregnes. Diskonteringsrenten(e) i denne nåverdiberegningen er kapitalkravet til sysselsatt kapital. Verdiestimatet på selskapskapitalen blir så fratrukket netto finansiell gjeld og minoritetsinteressene.

Vi vil bruke modeller innenfor begge disse modellene slik at vi (trolig) får to verdiestimat. De to verdiestimatene vil bli konvergent mot hverandre slik at vi til slutt står igjen med ett verdiestimat på selskapets egenkapital.

11.1 Valg av modell

Vi nevnte så vidt i kapittel 3 at egenkapitalmetoden er forbundet med en del feilkilder. Eksempelvis kan det være problematisk å beregne riktig avkastnings krav til hver enkelt kontantstrøm⁹⁷. Vi velger da den indirekte total kapitalmetoden for vår hovedverdsettelse. To versjoner av total kapitalmetoden finnes. Disse er NDK-metoden (NettoDriftsKapital) og SSK-metoden (SysselSattKapital)⁹⁸. Forskjellen mellom versjonene ligger i tidspunktet for når de finansielle eiendelene trekkes ut av den totale-/selskapskapitalen. Verdiestimatet fra NDK-metoden blir så konvergent mot en verdi basert på egenkapitalmetoden.

⁹⁵ Penman, 2007

⁹⁶ Palepu og Healy, 2008

⁹⁷ Koller m. fl., 2005

⁹⁸ Knivsflå, 2006, BUS 425; forelesningsfoilsett nr. 16

Som vi også så i kapittel 3, vi velge mellom fire forskjellige modeller tilknyttet begge verdsettelsesmetodene:

- Superprofittvekstmodellen; antatt netto resultat til egenkapital ett år frem i tid, i tillegg til påfølgende nåverdi av endring i fremtidig superprofitt til egenkapital, ligger til grunn for verdierestimateret.
- Superprofittmodellen; balanseverdien av justert egenkapital i dag i tillegg til nåverdien av fremtidig superprofitt til egenkapital, ligger til grunn for verdierestimateret.
- Kontantstrømmodellen; nåverdien av fremtidige kontantstrømmer fra drift ligger til grunn for verdierestimateret.
- Utbyttmodellen; nåverdien av fremtidige utbytter ligger til grunn for verdierestimateret.

De ulike modellene er parallelle til hverandre, og ved konsistent bruk vil de gi samme verdierestimater på selskapet.

Både kontantstrøm modellen og utbytte modellen knytter seg til kontantstrømmer, mens superprofitt modellene knytter seg balanseførte størrelser. Vi vil “utfordre” våre verdierestimater ved å bruke begge modelltypene. Vi tror at en slik duplering vil gi oss en dypere innsikt rundt riktigheten i verdierestimaterne på egenkapital. Konvergeringen, som simulerer ett “riktig” verdierestimater til slutt, vil bli foretatt ved hjelp av egenkapitalmetoden basert på superprofittmodellen og totalkapitalmetoden basert på kontantstrøm-modellen.

Kontantstrøm-modellen gjør bruk av kontantstrømmer og avkastningskrav fra kapittel 9 og 10. Videre er kontantstrømmodellen utformet som en to-periode modell. Den første perioden baserer seg på de årlige kontantstrømmene som ble beregnet i kapittel 10, for perioden 2011 til 2020. Den siste perioden, som er den “evige” steady state perioden og omtales gjerne som terminalverdien, fremstår som året 2021. Nåverdien av de “evige” kontantstrømmene beregnes ved hjelp av Gordons formel:

$$TV = \frac{KS_{2021}}{Krav - Vekst}$$

, der TV = terminalverdi

KS_{2021} = Kontantstrøm ved slutten av budsjettert periode

Krav = avkastningskrav for den gitte modellen

Vekst = Vekst i fremtidige kontantstrømmer fra 2021

11.2 Verdsettelsen

Tabellene under viser verdsettelsen av Lerøys egenkapitalverdi ved hjelp av totalkapitalmetoden og egenkapitalmetoden, utført gjennom kontantstrøm-modeller og superprofittmodeller.

Verdien av valgt kapitalstørrelse, ved kontantstrøm-modellen, utledes ved følgende formel:

$$V = \sum_{t=1}^T \frac{FK_t}{(1+k_1) * \dots * (1+k_t)} + \dots + \frac{FK_{T+1}}{(1+k_1) * \dots * (1+k_T) * (k_{T+1} - v_{T+1})}$$

, der V = verdien av valgt kapital

FK = fri kontantstrøm til valgt kapital

k = kapitalkravet til valgt kapital

v = vekst i terminalåret

Verdien av valgt kapital, ved superprofitt-modellen, utledes ved følgende formel:

$$V = BV_o + \sum_{t=1}^T \frac{SP_t}{(1+k_1) * \dots * (1+k_t)} + \dots + \frac{SP_{T+1}}{(1+k_1) * \dots * (1+k_T) * (k_{T+1} - v_{T+1})}$$

, der BV = balanseverdien av valgt kapitalstørrelse

SP = profitt ut over kravet til valgt kapital

EK - Fri kontantstrøm												
Alle tall i 1000 NOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Fri kontantstrøm til EK	286 795	614 992	590 439	562 801	578 119	482 614	373 263	437 343	758 699	797 892	841 776	
/ Diskontere ringsfaktor	1,080	1,171	1,276	1,396	1,532	1,687	1,861	2,057	2,274	2,513		
= Nåverdien fra 2011 til 2020	3 383 991	265 451	525 033	462 653	403 054	377 388	286 088	200 546	212 596	333 684	317 500	
+ Nåverdien av horisontverdien	6 663 793											6 663 793
= Verdien til EK	10 047 785											
Verdiestimat per aksje	187,54											
Tallet på utestående aksjer	53 577 368											

Tabell 11.1 Verdssetting ved egenkapitalmodellen, kontantstrøm

EK - Superprofitt												
Alle tall i 1000 NOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Balanseført EK	4 280 191											
Superprofitt fra EK	787 123	660 570	508 981	484 263	333 274	131 395	223 463	373 819	326 184	341 589	360 376	
/ Diskontere ringsfaktor	1,080	1,171	1,276	1,396	1,532	1,687	1,861	2,057	2,274	2,513		
= Nåverdien fra 2011 til 2020	2 914 729	728 543	563 944	398 824	346 808	217 557	77 889	120 062	181 716	143 459	135 926	
+ Nåverdien av horisontverdien	2 852 865											2 852 865
= Verdien til EK	10 047 785											
Verdiestimat per aksje	187,54											
Tallet på utestående aksjer	53 577 368											

Tabell 11.2 Verdssetting ved egenkapitalmodellen, superprofitt

NDK - Fri kontantstrøm												
Alle tall i 1000 NOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Fri kontantstrøm fra drift	333 195	427 437	782 381	184 926	632 449	-272 215	-321 815	718 218	757 720	799 395		
/ Diskonteringsfaktor	1,069	1,146	1,238	1,341	1,457	1,583	1,718	1,864	2,023	2,195		
=	2 041 270	311 644	372 822	631 847	137 934	434 212	-172 009	-187 288	-188 101	355 022	345 188	
+ Nåverdien av horisontverdien	12 116 240											12 116 240
= Nåverdien av NDK	14 157 510											
- Netto finansiell gjeld	1 284 339											
- Minoritetsinteresser	18 886											
= Verdien av egenkapitalen	12 854 285											
Verdiestimert per aksje	239,92											
Tallet på utestående aksjer	53 577 368											

Tabell 11.3 Verdssetting ved netto driftskapitalmodellen, kontantstrøm

NDK - Superprofitt												
Alle tall i 1000 NOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Balanseført NDK	5 583 416											
Superprofitt fra NDK	775 215	664 658	497 670	497 571	329 439	161 466	245 572	396 477	325 724	343 638	362 539	
/ Diskonteringsfaktor	1,069	1,146	1,238	1,341	1,457	1,583	1,718	1,864	2,023	2,195		
=	3 079 181	725 072	579 731	401 915	371 130	226 179	102 028	142 917	212 652	161 008	156 548	
+ Nåverdien av horisontverdien	5 494 913											5 494 913
= Nåverdien av NDK	14 157 510											
- Netto finansiell gjeld	1 284 339											
- Minoritetsinteresser	18 886											
= Verdien av egenkapitalen	12 854 285											
Verdiestimert per aksje	239,92											
Tallet på utestående aksjer	53 577 368											

Tabell 11.4 Verdssetting ved netto driftskapitalmodellen, superprofitt

SSK - Kontantstrøm												
Alle tall i 1000 NOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Fri kontantstrøm til SSK	57 948	413 959	770 061	170 549	615 023	-386 952	-574 364	-534 591	681 919	719 145	758 698	
/ Diskonteringsfaktor	1,063	1,133	1,216	1,309	1,415	1,529	1,650	1,781	1,921	2,073		
= Nåverdien fra 2011 til 2020	1 418 702	54 538	365 456	633 232	130 248	434 750	-253 126	-348 037	-300 239	354 966	346 913	
+ Nåverdien av horisontverdien	15 204 906											15 204 906
= Verdien av SSK	16 623 608											
- Finansiell gjeld	1 958 534											
- Minoritetsinteresser	18 886											
= Verdien av egenkapitalen	14 646 188											
Verdiestimat per aksje	273,37											
Tallet på utestående aksjer	53 577 368											

Tabell 11.5 Verdssetting ved sysslesett kapitalmodellen, kontantstrøm

SSK - Superprofitt												
Alle tall i 1000 NOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Balansført SSK	6 257 611											
Fri kontantstrøm til SSK	782 447	661 791	497 670	494 169	329 439	161 466	249 980	396 477	325 724	341 103	359 864	
/ Diskonteringsfaktor	1,063	1,133	1,216	1,309	1,415	1,529	1,650	1,781	1,921	2,073		
= Nåverdien fra 2011 til 2020	3 154 042	736 411	584 250	409 241	377 395	232 875	105 624	151 476	222 671	169 552	164 547	
+ Nåverdien av horisontverdien	7 211 955											7 211 955
= Verdien av SSK	16 623 608											
- Finansiell gjeld	1 958 534											
- Minoritetsinteresser	18 886											
= Verdien av egenkapitalen	14 646 188											
Verdiestimat per aksje	273,37											
Tallet på utestående aksjer	53 577 368											

Tabell 11.6 Verdssetting ved netto driftskapitalmodellen, superprofitt

FKED-modellen												
Alle tall i 1000 NOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
FKED		562 043	628 470	602 759	577 178	595 545	597 351	625 813	621 232	794 998	836 467	882 473
/ Diskonteringsfaktor		1,095	1,202	1,325	1,466	1,627	1,815	2,034	2,286	2,570	2,889	
= Nåverdien fra 2011 til 2020	3 758 398	513 389	522 950	454 975	393 638	366 068	329 149	307 712	271 717	309 308	289 492	
+ Nåverdien av horisontverdien	4 414 525											4 414 525
= Verdien av driftseiendelkapital	8 172 924											
+ Finansielle eiendeler	674 195											
= Verdien av egenkapitalen	8 847 119											
Verdiestimat per aksje	165,13											
Tallet på utestående aksjer	53 577 368											

Tabell 11.7 Verdssetning ved driftsegenkapitalmodellen

Vi ser at nåverdiene for samtlige år inkludert terminalverdien er beregnet. Summene av disse utgjør verdien av totalkapitalen. Videre blir finansiell gjeld og verdien til minoritetsinteressene trukket fra. Vi står da igjen med den totale verdien av egenkapitalen. Deler vi denne verdien med antall aksjer i Lerøy per i dag (53 577 368), får vi verdien av/prisne på hver enkelt aksje i selskapet. Som vi ser antas det her en verdi per aksje på kr 274,01.

11.3 Konvergering

Som nevnt tidligere, vil vi utarbeide flere verdier med ulike metoder/modeller for å få forskjellige referanseverdier. To av disse vil bli konvergent mot hver andre for å skape et riktigere resultat. I all hovedsak består konvergeringen av to operasjoner⁹⁹.

Trinnene i konvergeringsprosessen/operasjonen er som følger:

1. Balanseførte verdier i vektingen er start sted
2. finn estimat på verdiene i balansen
3. Gjennomfør vektingen på basis av oppdaterte verdiestimat
4. Finn igjen estimat på verdiene i balansen, gitt nytt estimat
5. Gjennomfør vektingen igjen på basis av oppdaterte verdi estimat
6. Finn igjen estimat på verdiene i balansen, gitt...
7.
8.

Prosessen fortsetter til verdiene estimatene i praksis er like

Tabellen på neste side viser konvergering av verdiestimatene fra NKP-metoden, kontantstrøm-modellen og egenkapitalmetoden, superprofittmodellen.

⁹⁹ Knivsfå, 2006, BUS 425; Forelesningsfoilsett nr. 18

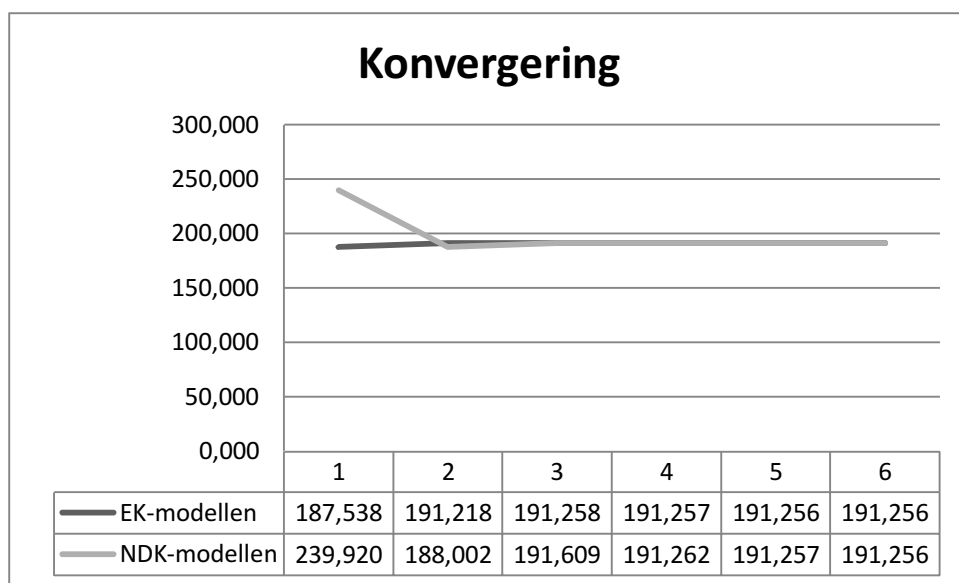
Steg i konvergeringsprosessen EK og NDK

	1	2	3	4	5	6
EK-metode	187,538	191,218	191,258	191,257	191,256	191,256
NDK-metode	239,920	188,002	191,609	191,262	191,257	191,256
Snitt	213,729	189,610	191,433	191,260	191,257	191,256

Tabell 10.8 Konvergering av verdivurdering

Av tabellen over kan vi særlig legge merke til at egenkapitalverdiene endrer seg svært lite i egenkapitalmetoden. Med en innledende verdi på kr 187,538 øker verdien per aksje til kr 191,256 i sjette omgang. I NDK-metoden har egenkapitalverdien en langt større vandring. Fra innledende verdi på kr 239,920 synker verdien til 191,256 i sjette omgang. I sjette omgang har de to estimatene konvergert (flere desimaler ville vist en svært liten differanse), og vi kan da anta at verdien av Lerøys egenkapital utgjør en aksjepostverdi på kr 191,256.

For oversiktens skyld er konvergeringen over også illustrert i følgende figur.



Figur 11.1 Kovergering steg 1-6

Figuren over viser hvordan konvergeringen fører de to verdi estimatene mot hverandre. Som nevnt tidligere vurderer vi verdien per aksje i Lerøy på kr 191,256.

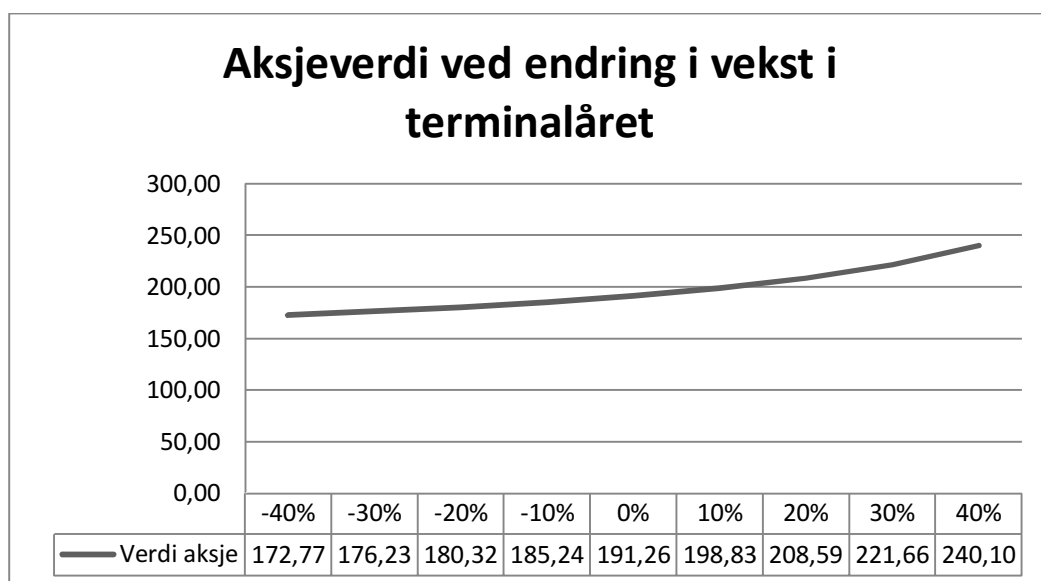
11.4 Sensitivitetsanalyse

Den verddivurderingen vi har gjort av prisen per aksje i Lerøy er statisk. Det vil si at vi har estimert verdien av aksjen gitt at alle forholdstall og vekstforhold blir som forutsatt. Hva skjer dersom forutsetningene endres. Dette skal vi se litt på i denne delen av kapitlet. Vi ønsker å få frem hvordan verdien per aksje endrer seg dersom vi endrer ulike forutsetninger. Vi kan se på denne prosessen som en konsekvensutredning. Jo mindre aksjenverdien endres ved endring i en forutsetning, jo mindre følsomt er verdiestimatet for svingninger i denne forutsetningen. Vi har valgt å manipulere estimatet for vekst driftsinntekter, netto driftsmargin og avkastningskravet (diskonteringsrenten). Valget er gjort etter en vurdering av hvilke forholdstall, som lettest vil la seg påvirke av makroforhold samt faktorer i bransjen og faktorer internt i Lerøy.

Jo lenger ut i perioden vi kommer, jo mer usikre blir forutsetningene. Videre vet vi at terminalverdien utgjør en stor andel av verdiestimatet. Av disse to grunnene velger vi å vise endringene i aksjeverdi, gitt endrede forutsetninger i steady state (terminal året). Vi viser både positiv og negativ endringer.

11.4.1 Endringer vekst i driftsinntekt

Figuren under viser hvordan verdiestimatet per aksje endres ved prosentvise endringer i veksten til driftsinntektene.

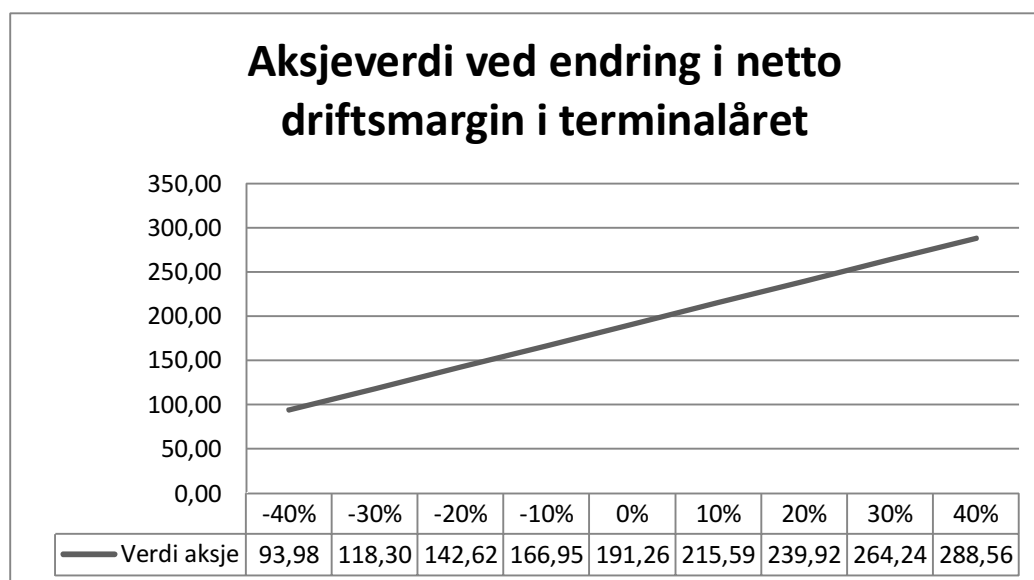


Figur 11.2 Virkning på aksjeverdi ved endring på vekst i terminalåret

Først vil vi gjerne understreke at figuren over viser endringer i verdiestimatet, gitt endringer i vekst. Vi justerer altså vekstanslaget på 5,5 % med gitt prosentverdier. Dersom veksten blir 40 % lavere enn forutsatt, vil verdiestimatet bli ca. kr 173,00. Dersom veksten blir 40 % høyere, vil verdi estimatet bli på ca. kr 240,00. Vi kan da konkludere med at rimelig marginale endringer i vekstanslaget vil gi relativt store utslag i verdiestimatet. Selv om det gjerne ikke ser slik ut av figuren, er verdiestimatet utsatt for endringer i vekst i inntekter. Dette stiller store krav til Lerøys ledelse om å legge til rette for fortsatt vekst.

11.4.2 Netto driftmargin

Figuren under viser hvordan verdiestimatet per aksje endres ved prosentvise endringer i netto driftmargin.

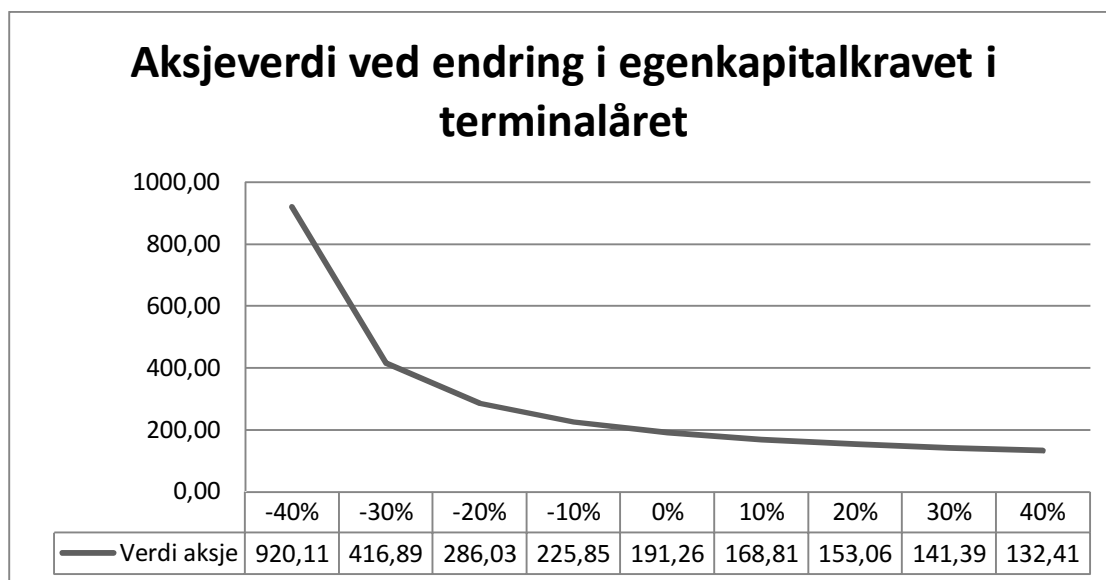


Figur 11.3 Virkning på aksjeverdi ved endring av netto driftsmargin

Som vi ser av figuren over er verdiestimatet følsomt for endringer i netto driftsmargin. Pluss/minus 40 % prosent vil lede verdiestimatet til henholdsvis kr 93,98 og 288,56. I den strategiske analysen diskuterte vi rundt mulighetene for en miljøavgift. En slik avgift antok vi at var sannsynlig i fremtiden. Avgiften vil trolig redusere netto driftsmargin kraftig ved at kostnadene blir høyere. Dette vil få økonomiske ringvirkninger for hele oppdrettsnæringen. Inntjeningen vil lide, men en del av den forhøyede kostnaden vil trolig flyttes videre til kundene via økt pris. Vi tror ikke at hele miljøavgiften kan veltes over på kundene. Dette

fordi næingen også skal være konkurransedyktige målt mot andre næringsmiddelgrupper/bransjer. Worst case scenario er at kun Norge innfører en slik avgift. Da kan vi anse investeringene i norsk oppdrett for tapte.

Figuren under viser hvordan verdierestimatet per aksje endres ved prosentvise endringer i egenkapitalkravet.



Figur 11.4 Virkning på aksjeverdi ved endring i egenkapitalkravet

Vi har nevnt det tidligere. Verdierestimer basert på diskontering av kontantstrømmer er veldig følsomt for svingninger i avkastningskravet (diskonteringsrenten). Dette ser vi igjen av figuren over. Inntil plus/minus 40 % endring i avkastningskrav gjør at verdierestimatet får en fluktasjon på i underkant av kr 800,00. Heldigvis er på positive endringer (lavere krav) progressive, altså økt økning i verdi. I motsatt fall ser vi negative endringer (høyere krav) virker å være degressiv, altså redusert reduksjon i verdi. Dersom vi tenker oss at kravet blir annerledes enn det vi har forutsatt samt at det er 50 % sjans for at kravet egentlig ville høyere eller lavere, vil vi ha en positiv forventningsverdi knyttet til endringen. Typisk vil endrede betaverdier og endret kapitalstrukturen endre avkastningskravet.

Kapittel 12 – Oppsummering og handlingsstrategi

Denne utredningen har hatt som mål å verdsette Lerøy Seafood ASA.

I utredningens del 1 presenterte vi Lerøy, bransjeutvalget og næringen. Videre i del 1 presenterte vi ulike verdsettelsesteknikker: fundamental verdsettelse, komparativ verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse. Gitt betingelsene i Lerøy og næringen, valgte vi fundamentalverdsettelse.

I utredningens del 2 utførte vi en strategisk analyse, hvor vi analyserte over dimensjonene makroforhold, eksterne bransjeforhold og interne forhold i Lerøy. Vi oppsummerte med at Lerøy trolig hadde en strategisk resursbasertfordel fra drift på 4 – 6 %. Videre antok vi at næringen/bransjen hadde en strategisk fordel knyttet til konsesjonssystemet. Denne fordelene var forventet å være i størrelsesorden 9 – 11 %.

Utredningens del 3 bestod av analyse av historiske regnskapsdata. Fra en strategisk regnskapsanalyse i kapittel 5, gikk veien videre til risikoanalyse, analyse av historisk avkastningskrav og analyse av historisk rentabilitet. Disse analysene var utredningens kapittel 6, 7 og 8. Funnene i del 3 samsvarte i all hovedsak med forventningene i den strategiske analysen. Vi la merke til at Lerøy hadde forholdsvis god inntjening under finanskrisen. Vi antar da at Lerøy, som en aktør i oppdrettsnæringen ikke er veldig risiko utsatt for generelle konjunkturer. Vårt inntrykk er at Lerøy og oppdrettsnæringen er mer tapsutsatte for bransjespesifikke forhold. Dersom Lerøy i fremtiden får et sykdomsbilde i sine merder, lignende det som har vært tilfelle i Chile, vil dette garantert medføre tap for selskapet.

Selve verdsettelsen av Lerøy ble foretatt i utredningens del 4, kapittel 11. Vi hadde på forhånd (kapittel 3) valgt en fundamental verdsettelsesteknikk. Henholdsvis kapittel 9 og 10 ga oss fremtidens estimerte avkastningskrav og estimerte kontantstrømmer. Vi la til grunn en vekst i driftsinntekter i steady state på 5,5 %. Dette tilsvarer den generelle økonomiske veksten sett over flere tiår. Ved hjelp av estimatene kunne vi beregne verdien av fremtidige kontantstrømmer (DCF-metoden). I teorien er verdien av et selskap lik nåverdien av fremtidige kontantstrømmer. Vi endte opp med et verdiestimat av Lerøys aksje på kr 191,256, etter en konvergering av to estimat var foretatt (verdier fra EK-metode og NDK-metode). Verdiestimatet viste seg å være følsomt for svingninger i veksten i driftsinntekter, netto driftsmargin og avkastningskrav.

Kun offentlig tilgjengelig informasjon ligger til grunn for denne utredningen.

12.1 Handlingsstrategi

Faktum 1:

Som vi så av kapittel 5, foretok vi en trailing av Lerøys regnskap for 2010 ved hjelp av kvartalstall. Dette fordi årsresultatet for 2010 ikke foreligger ved gjennomføringen av denne utredningen. Dermed vil verdiestimatet på Lerøy være et fremskrevet estimat, hvor estimatet representerer verdien per 31.12.2010. I skrivende stund har vi da ikke en børsverdi og sammenligne vårt verdiestimat med. Per 03.12.2010 viser børsindeksen ved Oslo Børs en kurs på kr 172,00 for Lerøy. Ser vi på kursutviklingen siden 10. juli 2010 har Lerøy aksjen vist en gradvis vekst fra kr 113,05 til kr 172,00¹⁰⁰. Veksten virker å være avtagende fra og med november 2010. Vi legger da til grunn at aksjen vil stige noe frem mot årsskifte. Seneste måneden har aksjen steget med 5,5 % (kurs pr 04.11.2010 = 163,00 og kurs pr 03.12.2010 = 172,00). På grunn av avtagende vekst og at antall (virke)dager til årsskifte utgjør mindre enn en måned, beregner vi 3,0 % vekst frem til 31.12.2010. Estimert kursverdi er da på ca. kr 178,00 per 31.12.2010.

Faktum 2:

Sensitivitetsanalysen i kapittel 11 viste at vårt verdiestimat er følsomt for svingninger i veksten til driftsinntektene og endringer i netto driftsmargin og avkastningskrav. De skisserte svingningene i avkastningskravet viste at redusert avkastningskrav hadde en positiv og progressiv virkning på verdiestimatet, mens økt avkastningskrav viste det motsatte (negativ og degressiv virkning på verdiestimat). Potensielle endringer knytter seg til usikre forhold/faktorer i fremtiden, slik at en endring i de ulike driverne (økning/reduksjon i vekst i driftsinntekter mv.) like sannsynlig kan være en endring som gir høyere verdiestimat som lavere verdiestimat. Vi kan da konkludere med at eventuelle endringer totalt sett vil ha en positiv forventningsverdi på verdiestimatet. Eventuelle justeringer i verdiestimatet på bakgrunn av sensitivitetsanalysen, ville da ha vært av positiv karakter for verdiestimatet. Vi ønsker å utvise forsiktighet i anslagene, og velger derfor ikke å oppjustere vårt verdiestimat.

¹⁰⁰ http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockGraph?newt__ticker=LSG&newt__menuCtx=1.1.20

Faktum 3:

I den strategiske analysen (del 2) antok vi at Lerøy hadde både en intern ressursbasert fordel tilknyttet drift og en ekstern fordel tilknyttet bransjen. En slik fordel er kjennetegnet av en driftsrentabilitet høyere enn driftskravet. Regnskapsanalysen (del 3) basert på historiske tall bekreftet antagelsene i den strategiske analysen. Videre i den strategiske analysen antok vi at ressursfordelen var av midlertidig art, mens bransjefordelen var av varig karakter. Disse antagelsene tok vi med oss til videre til del 4 hvor Lerøys økonomiske fremtid skulle estimeres. I kapittel 10 så vi hvordan endringer i driftsinntekter, onde og ndm reverserte ressursfordelen. Ved inngangen av steady state var ressursfordelen eliminert. Dersom rentabiliteten fra drift ved inngangen av steady state fortsatt er høyere enn driftskravet, vil dette da skyldes en bransjefordel.

Faktum 4:

Følgende tabell viser forholdet pris/bok for Lerøy basert både på vårt estimat og børsverdien.

Vårt estimat		Aksjemarkedet	
Pris per aksje	191,256	Pris per aksje	178
Bok per aksje	79,888	Bok per aksje	79,888
P/B	2,394	P/B	2,228

Tabell 12.1 Pris/bok-forhold

Som vi ser av tabellen over, pris/bok-forholdet basert på vårt estimat er marginalt høyere enn det samme forholdet basert på aksjemarkedets vurdering av Lerøy. Vi antar at forskjellen er et resultat av at bransjen priser den strategiske bransjefordelen lavere enn det vi gjør. Alternativt kan det tenkes at markedet anser fordelene for mindre varig. Forskjellen estimat/markedet er på ca. 7 %.

Beslutningskriterium:

Det er vanskelig å spå – særlig om fremtiden, heter det seg. Vi håper at våre antagelser om fremtiden til Lerøy spesielt og oppdrettsnæringen generelt, har lavere feilmargin enn andre spådommer av mer ymse karakter. Vi har opparbeidet oss en betydelig bransjeinnsikt i tillegg

til en detaljert innsikt i selskapet Lerøy i løpet av utredningen. Vi mener derfor at vi er i stand til å utarbeide et godt verdiestimat på Lerøys egenkapital. Likevel, usikkerheten er stor tilknyttet et hvert estimat som har som mål å predikere fremtiden. For at vi skal vende tommelen opp for et kjøp av aksjer i Lerøy umiddelbart, må vårt verdiestimat være betydelig høyere enn markedets prisvurdering. Vi kan ikke godta mindre enn 10 % positiv differanse mellom vårt estimat og markedet.

Vurdering og konklusjon:

Målt mot markedspris fant vi en merverdi i Lerøy på ca. 7 %. Kravet vi stilte til merverdien i Lerøy satt vi til 10 %. Per dato er den underliggende merverdien i Lerøy (målt mot markedspris) for lav til å kjøpe seg opp i selskapet. Vi tror det er lurt å ikke gi helt slipp på Lerøy eller oppdrettsnæringen. Innsikten i bransjen og selskapet kan brukes i det videre for å oppdatere verdiestimatet løpende (halvårlig). Dersom verdidifferansen “estimat – marked” i fremtiden skulle overstige våre krav til merverdi, kan vi agere.

Kapittel 13 – Referanseliste

13.1 Internettressurser

Statistisk sentralbyrå, 2010, “Fiskeri og havbruk”

www.ssb.no/emner/10/05/fiskeri_havbruk/ (14.09.10)

Statistisk sentralbyrå, 2010, “Rekordår for laks”

<http://www.ssb.no/emner/10/05/fiskeoppdrett/> (14.09.10)

Norsk havbrukssenter, 2010, “Laksens liv”

<http://havbrukssenter.no/index.php?m=laksensliv&fil=laksensliv.html> (14.09.10)

StockLink, 2010, “Lerøy tar kontroll over sjømatelskap”

<http://stocklink.no/Article.aspx?id=72335> (01.10.10)

Laksefakta, 2010, “Norge – verdensledende på laks”

<http://laksefakta.no/nokkelinfo.html> (28.09.10)

Eksportutvalget for fisk, 2010, “Verden og vi - Våren 2010”

www.seafood.no/Forside/Publikasjoner/Verden+og+vi (28.09.10)

Lerøy Seafood Group ASA, 2010, “Delårsrapport Q2 2010”

<http://www.leroy.no/Documents/Rapporter/Kvartalsrapporter/2010/Q2%202010%20report.pdf> (25.08.10)

Lerøy Seafood Group ASA, 2010, “Årsrapport 2009”

<http://www.leroy.no/Documents/Aasrapporter/Leroy-Annual-2009-Web-NO.pdf> (15.08.10)

Lerøy Seafood Group ASA, 2009, “Årsrapport 2008”

<http://www.leroy.no/uploads/Leroy-Annual-2008-Web-NO.pdf> (15.08.10)

Lerøy Seafood Group ASA, 2008, “Årsrapport 2007”

http://www.leroy.no/uploads/leroy_2007_web.pdf (15.08.10)

Lerøy Seafood Group ASA, 2007, “Årsrapport 2006”

http://www.leroy.no/Documents/Rapporter/Aasrapporter/Leroy_arsrapp_norsk_2006.pdf
(15.08.10)

Lerøy Seafood Group ASA, 2006, “Årsrapport 2005”

<http://www.leroy.no/uploads/Arsrapport2005.pdf> (15.08.10)

Lerøy Seafood Group ASA, 2005, “Årsrapport 2004”

<http://www.leroy.no/uploads/LSGÅrsberetning2004.pdf> (15.08.10)

Lerøy Seafood Group ASA, 2004, “Årsrapport 2003”

<http://www.leroy.no/uploads/LSGÅrsberetningNorsk03.pdf> (15.08.10)

Marine Harvest ASA, 2010, “Delårsrapport Q2 2010”

<http://hugin.info/209/R/1433037/378987.pdf> (20.08.10)

Marine Harvest ASA, 2010, “Årsrapport 2009”

<http://hugin.info/209/R/1410307/362845.pdf> (15.08.10)

Marine Harvest ASA, 2009, “Årsrapport 2008”

<http://hugin.info/209/R/1310363/303081.pdf> (15.08.10)

Marine Harvest ASA, 2008, “Årsrapport 2007”

<http://hugin.info/209/R/1222048/257420.pdf> (15.08.10)

Marine Harvest ASA, 2007, “Årsrapport 2006”

<http://hugin.info/209/R/1132999/211961.pdf> (15.08.10)

Cermaq ASA, 2010, “Delårsrapport Q2 2010”

<http://hugin.info/134455/R/1437785/382479.pdf> (20.08.10)

Cermaq ASA, 2010, “Årsrapport 2009”

<http://hugin.info/134455/R/1409409/362167.pdf> (15.08.10)

Cermaq ASA, 2009, "Årsrapport 2008"

<http://hugin.info/134455/R/1308876/301994.pdf> (15.08.10)

Cermaq ASA, 2008, "Årsrapport 2007"

<http://hugin.info/134455/R/1210003/250265.pdf> (15.08.10)

Cermaq ASA, 2007, "Årsrapport 2006"

<http://hugin.info/134455/R/1123086/207372.pdf> (15.08.10)

Cermaq ASA, 2006, "Årsrapport 2005"

<http://hugin.info/134455/R/1044881/171069.pdf> (15.08.10)

SalMar ASA, 2010, "Delårsrapport Q2 2010"

<http://hugin.info/138695/R/1438282/382879.pdf> (20.08.10)

SalMar ASA, 2010, "Årsrapport 2009"

<http://hugin.info/138695/R/1410645/363167.pdf> (15.08.10)

SalMar ASA, 2009, "Årsrapport 2008"

<http://hugin.info/138695/R/1310052/302872.pdf> (15.08.10)

SalMar ASA, 2008, "Årsrapport 2007"

<http://hugin.info/138695/R/1215328/253598.pdf> (15.08.10)

Grieg Seafood ASA, 2010, "Delårsrapport 2010"

<http://hugin.info/138681/R/1438437/383004.pdf> (20.08.10)

Grieg Seafood ASA, 2010, "Årsrapport 2009"

<http://hugin.info/138681/R/1410769/363955.pdf> (15.08.10)

Grieg Seafood ASA, 2010, "Årsrapport 2008"

<http://hugin.info/138681/R/1338611/319465.pdf> (15.08.10)

Grieg Seafood ASA, 2010, "Årsrapport 2007"

<http://hugin.info/138681/R/1243940/268090.pdf> (15.08.10)

Lerøy Seafood Group ASA, 2010, "Om selskapet"

<http://www.leroy.no/no/Finans/> (25.08.10)

Lerøy Seafood Group ASA, 2010, "Konsernstruktur"

<http://www.leroy.no/no/Finans/Om-selskapet/Konsernstruktur/>

Norges Bank, 2010, "NIBOR"

www.norges-bank.no/templates/article_55480.aspx (31.10.10)

Johnsen, O., 2004, “Markedsbasert produkt differensiering – En utfordring for norsk lakseindustri”

<http://www.nofima.no/filearchive/Markedsbasert%20produkt%20differensiering%20-%20En%20utfordring%20for%20norsk%20lakseindustri.pdf> (29.11.10)

Norges Bank, 2010, “Hovedstyret”

http://www.norges-bank.no/upload/81591/figurer_2010-10-27.pdf (29.10.10)

Ergo, T., 2010, “Forskere: - Norsk laksevirus la chilensk oppdrett i ruiner”, Dagbladet

<http://www.dagbladet.no/2010/09/17/nyheter/oppdrettsindustrien/chile/laksesykdommer/13438100/> (18.09.10)

Norges Bank, 2010, “Inflasjon”

http://www.norges-bank.no/templates/article_____12123.aspx (28.11.10)

fish.no, 2010, “Bedret inntjening i Grieg Seafood”

<http://www.fish.no/oppdrett/3372-bedre-inntjening-i-grieg-seafood.html> (28.11.10)

Forskningsrådet, 2010, “Nytt fra havbruk, nr. 1”

<http://www.forskningsradet.no/servlet/Satellite?blobcol=urldata&blobheader=application%2Fpdf&blobheadername1=Content-Disposition%3A&blobheadervalue1=+attachment%3B+filename%3DNyhetsbrev-Havbruk-0110.pdf&blobkey=id&blobtable=MungoBlobs&blobwhere=1274460444873&ssbinary=true>
(28.11.10)

Oslo Børs, 2010, “Lerøy Seafood Group ASA”

http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/stockGraph?newt__ticker=LSG&newt__menuCtx=1.1.20 (29.10.10)

Støren, L. A., Aamodt, P. O., 2009, “Kvalitet og nytte av høyere utdanning”, Statistisk sentralbyrå

http://www.ssb.no/omsssb/kurs_seminar/aamodt.pdf (13.09.10)

13.2 Litteratur:

Barney, J.B., 2007, “Gaining and sustaining competitive advantage”, New Jersey Pearson Prentice Hall, New Jersey

Brealey, R. A., Myers, S. C., Allen, F., 2008, “Principles of Corporate Finance”, Ninth Edition, McGraw-Hill, New York

Damodaran, A., 2002, “Investment valuation”, John Wiley & Sons, New York

Day, G., 1981, “The product life cycle: Analysis and applications issues, *Journal of Marketing*”,

Den norske revisorforening, 2008, “Revisors håndbok 2008”, Den norske revisorforening, Oslo

Hill, C., & Jones, R., 2009, “Strategic Management Theory”, South Western Cengage Learning, Mason

Koller T., Goedhart M., Wessels D., 2005, “Valuation Measuring and managing the value of companies”, Fourth Edition, McKinsey & Company, New Jersey

Palepu, K. G., Healy, P. M., 2008, “Business analysis & valuation: Using financial statements”, 4. Edition, Thomson/South-Western College Publishing, Canada

Penman, S. H., 2007, “Financial statement analysis and security valuation”, Third Edition, McGraw Hill, New Jersey

Penman, S. H., 2009, "Financial Statement Analysis and Security Valuation", Fourth Edition, McGraw Hill, New Jersey

Porter, M. E., 1998, "The competitive advantages of Nation", The Free Press, New York

Porter, M. E., 2008, "On competition", Harvard Business School Publishing Corporation, Boston

13.3 Forelesningsfoiler

Kinserdal, F., 2010, "BUS 425 Forelesningsfoiler", Bergen

Knivsfå, K. H., 2009, "BUS 424 Forelesningsfoiler", Bergen

Knivsfå, K. H., 2006, "BUS 425 Forelesningsfoiler", Bergen

This document was created with Win2PDF available at <http://www.win2pdf.com>.
The unregistered version of Win2PDF is for evaluation or non-commercial use only.
This page will not be added after purchasing Win2PDF.