



Verdsettelse av Lerøy Seafood Group ASA

Hva er verdien på egenkapitalen til Lerøy, og hva blir tilhørende aksjepris?

Anne-Lise Akeberg og Ingrid Marie Antonsen

Veileder: Øystein Gjerde

Masterutredning i økonomisk styring

NORGES HANDELSHØYSKOLE

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

Sammendrag

Formålet med denne masteroppgaven er å estimere verdien på egenkapitalen til Lerøy, og beregne tilhørende aksjekurs. Vi har lagt hovedvekt på en fundamental verdsettelse ved å anvende en 2-periodisk DCF-modell. Som et supplement har vi gjennomført en komparativ verdsettelse ved bruk av en markedsbasert multiplikatormodell. I den fundamentale verdsettelsen har vi estimert virksomhetsverdien ved å neddiskontere forventede fremtidige kontantstrømmer. For å finne verdien av egenkapitalen trekker vi netto finansiell gjeld fra virksomhetsverdien. På grunn av usikkerhet knyttet til de forventede fremtidige kontantstrømmene bygger verdsettelsen på tre ulike scenarioer som vektes med sannsynligheter basert på våre skjønnsmessige vurderinger.

Fremtidsregnskapet er basert på en analyse av historisk regnskapsinformasjon, samt en strategisk analyse av Lerøys interne og eksterne omgivelser. Våre analyser indikerer at lakseprisen i stor grad påvirker oppdrettsselskapenes inntjening og resultater. Videre finner vi at Lerøy er et solid selskap med en sterk finansiell posisjon, og selskapet har en strategisk fordel av en sterk merkevare og et bredt produktsortiment. Ettersom laks er en commodity-vare bør man likevel være forsiktig med å tro at slike strategiske fordeler vil vedvare.

Basert på våre estimater av risikofri rente, beta, markedets risikopremie og selskapets kredittrisikopåslag har vi estimert to ulike avkastningskrav til totalkapitalen (WACC). For den eksplisitte prognoseperioden har vi valgt å benytte et avkastningskrav på 5,6 prosent, og i beregningen av terminalverdien benytter vi et avkastningskrav på 6,5 prosent.

Den fundamentale verdsettelsen resulterer i et verdiestimat for Lerøy på kr 363 per aksje. Gjennom komparativ verdsettelse estimerer vi at Lerøys aksjekurs er kr 519 per aksje. Vektet med henholdsvis $\frac{2}{3}$ og $\frac{1}{3}$ kommer vi frem til et endelig verdiestimat på kr 415 per aksje. Dette gir opphav til en hold-anbefaling per 11.05.2017, ettersom aksjekursen på dette tidspunktet var kr 439. Hold-anbefalingen relaterer seg i hovedsak til at lakseprisen mest sannsynlig ikke vil øke i årene fremover, og man bør derfor ikke forvente en formidabel aksjeavkastning slik vi har sett de siste årene. I visshet om at det er knyttet betydelig usikkerhet til verdiestimatet vårt, har vi valgt å gjennomføre en sensitivitetsanalyse. Denne analysen avdekker at verdiestimatet er spesielt følsomt for små endringer i risikofri rente, beta og langsiktig vekstrate.

Forord

Med denne masteroppgaven avslutter vi vårt femårige studie i økonomi og administrasjon ved Norges Handelshøyskole (NHH). Oppgaven er skrevet med utgangspunkt i vår hovedprofil i økonomisk styring, samt støtteprofil i finans. Formålet med masteroppgaven er å komme frem til et verdiestimat på egenkapitalen til Lerøy.

Gjennom fem år på NHH har vi opparbeidet oss kunnskap innenfor flere ulike fagfelt, slik som økonomisk styring, finans og strategi. Det kreves en bred forståelse av økonomifaget for å kunne gjennomføre en verdsettelse, og i denne oppgaven kan vi dra nytte av det vi har lært i ulike fag. Oppgaven vår er praktisk rettet, og vi får dermed verdifull erfaring med verdsettelse i praksis, noe som vil være svært relevant for videre arbeidsliv.

Masteroppgaven er i sin helhet basert på offentlig tilgjengelig informasjon. Verdsettelse er ingen eksakt vitenskap, og vi ønsker med dette å presisere at det endelige verdiestimatet er basert på vårt skjønn som analytikere. Oppgaven er skrevet i løpet av ett semester, og gjennom arbeidet har vi måtte ta visse forutsetninger og gjøre avgrensninger for å komme i mål. Basert på vår kunnskap og erfaring mener vi at vi har kommet frem til et pålitelig verdiestimat på egenkapitalen til Lerøy som reflekterer den fundamentale verdien på en god måte.

Proessen har vært både interessant og utfordrende, hvor analyse av regnskapsinformasjon har vært det mest tidskrevende. Gjennom vårt arbeid med masteroppgaven har vi tilegnet oss verdifull innsikt i Lerøy og den norske oppdrettsnæringen. I tillegg har vi fått uvurderlig trening i å strukturere og gjennomføre et omfattende prosjekt som denne oppgaven har vært.

Avslutningsvis ønsker vi å rette en stor takk til vår veileder Øystein Gjerde for gode råd og innspill gjennom hele prosessen.

Bergen, juni 2017

Anne-Lise Akeberg

Ingrid Marie Antonsen

Innholdsfortegnelse

SAMMENDRAG	1
FORORD	2
1. INNLEDNING	7
1.1 MOTIVASJON FOR VALG AV TEMA.....	7
1.2 FORMÅL OG PROBLEMSTILLING	7
1.3 AVGRENSNINGER.....	8
1.4 OPPGAVENS STRUKTUR.....	9
2. PRESENTASJON AV BRANSJEN OG LERØY	10
2.1 BRANSJEHISTORIKK	10
2.2 DAGENS LAKSEMARKED	11
2.3 MAKROFORHOLD.....	13
2.3.1 Økonomiske forhold	13
2.3.2 Politiske forhold.....	15
2.3.3 Miljømessige forhold.....	17
2.4 VERDIKJEDEN	19
2.5 NORSKE OPPDRETTSELSELSKAPER	21
2.5.1 Marine Harvest.....	22
2.5.2 SalMar	23
2.5.3 Norway Royal Salmon ASA.....	24
2.5.4 Grieg Seafood ASA.....	26
2.6 PRESENTASJON AV LERØY SEAFOOD GROUP ASA	27
2.6.1 Historisk utvikling	27
2.6.2 Forretningsområder	28
2.6.3 Produktområder	30
2.6.4 Eierstruktur og historisk kursutvikling.....	31
2.6.6 Finansielle nøkkeltall	31
2.7 HVORDAN SKILLER LERØY SEG FRA BRANSJEN?.....	32
3. VALG AV VERDSETTELSESTEKNIKK	35
3.1 ULIKE VERDSETTELSESTEKNIKKER.....	35
3.1.1 Fundamental verdsettelse.....	35
3.1.1.1 Totalkapitalmetoden.....	36
3.1.1.2 Egenkapitalmetoden	38

3.1.2	<i>Komparativ verdsettelse</i>	41
3.1.2.1	Markedsbasert tilnærming: Multiplikatormodellen	42
3.1.2.2	Balansebasert tilnærming: Substansverdimodellen	43
3.1.3	<i>Opsjonsbasert verdsettelse</i>	44
3.2	VALG AV VERDSETTELSESTEKNIKK	45
3.3	RAMMEVERK FOR FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	47
3.3.1	<i>Steg 1: Omgruppering for analyseformål</i>	47
3.3.2	<i>Steg 2: Normalisering av historiske resultater</i>	47
3.3.3	<i>Steg 3: Analyse av selskapet</i>	48
3.3.4	<i>Steg 4: Utarbeiding av prognoseregnskap</i>	48
3.3.5	<i>Steg 5: Fundamental verdsettelse</i>	49
3.3.6	<i>Steg 6: Vurdering av verdiene</i>	49
4.	REGNSKAPSANALYSE	50
4.1	VALG AV ANALYSENIVÅ OG ANALYSEPERIODE	50
4.2	PRESENTASJON AV HISTORISKE REGNSKAPSTALL	51
4.3	OMGRUPPERING AV BALANSEN	52
4.3.1	<i>Eiendeler</i>	53
4.3.2	<i>Gjeld</i>	55
4.3.3	<i>Omgruppert balanse</i>	57
4.4	NORMALISERING	58
4.5	NØKKELTALLSANALYSE	61
4.5.1	<i>Lønnsomhet</i>	61
4.5.2	<i>Likviditet</i>	63
4.5.3	<i>Soliditet</i>	66
4.6	COMMON SIZE	69
4.7	SYNTETISK RATING	74
5.	STRATEGISK ANALYSE	78
5.1	EKSTERN BRANSJEORIENTERT ANALYSE	78
5.1.1	<i>PESTEL</i>	78
5.1.1.1	Politiske forhold	79
5.1.1.2	Økonomiske forhold	81
5.1.1.3	Sosiokulturelle forhold	82
5.1.1.4	Teknologiske og miljømessige forhold	83
5.1.1.5	Juridiske forhold	84
5.1.2	<i>Porters femfaktormodell</i>	84

5.1.2.1	Kundenes forhandlingsmakt	85
5.1.2.2	Leverandørens forhandlingsmakt	86
5.1.2.3	Trusler fra inntrengere.....	87
5.1.2.4	Trusler fra substitutter	89
5.1.2.5	Intern rivalisering	89
5.1.3	<i>Oppsummering av ekstern bransjeorientert analyse</i>	90
5.2	INTERN ANALYSE.....	91
5.2.1	<i>SVIMA-rammeverket</i>	91
5.2.1.1	Finansiell posisjon	92
5.2.1.2	Merkevare	93
5.2.1.3	Verdikjede	94
5.2.1.4	Lokalisering	94
5.2.1.5	Produktutvikling og sortiment	94
5.2.1.6	Strategiske relasjoner	95
5.2.2	<i>Oppsummering av SVIMA-analysen</i>	95
5.3	OPPSUMMERING AV DEN STRATEGISKE ANALYSEN	96
6.	PROGNOSTISERING AV KONTANTSTRØM	98
6.1	EKSPLISITT PROGNOSEPERIODE.....	98
6.1.1	<i>Hovedscenario</i>	99
6.2	NORMALISERT OPERASJONELL KONANTSTRØM	104
6.2.1	<i>Normaliserte investeringer</i>	104
6.2.2	<i>Investering i arbeidskapital</i>	105
6.2.3	<i>Skatt</i>	107
6.2.4	<i>Langsiktig vekstrate</i>	107
6.2.5	<i>Oppsummering hovedscenario</i>	108
6.3	ALTERNATIVE SCENARIOER	108
6.3.1	<i>Best case</i>	108
6.3.2	<i>Worst case</i>	110
7.	AVKASTNINGSKRAV	112
7.1.	EGENKAPITALKOSTNAD	113
7.1.1	<i>Risikofri rente</i>	113
7.1.2	<i>Beta</i>	116
7.1.2.1	Regresjonsanalyse.....	117
7.1.3	<i>Markedets risikopremie</i>	121
7.1.4	<i>Oppsummering egenkapitalkostnad</i>	122
7.2	GJELDSKOSTNAD.....	122

7.2.1 Skatt.....	123
7.3 VEKTING AV EGENKAPITAL- OG GJELDSKOSTNAD I WACC.....	123
8. FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	125
8.1 TERMINALVERDI	125
8.2 ENTERPRISE VALUE	125
8.3 EGENKAPITALVERDI.....	126
8.3.1 Justering av verdi med premier/rabatter	127
8.3.2 Markedskonsensus	127
9. KOMPARATIV VERDSETTELSE	129
9.1 UTVALGTE MULTIPLIKATORER	129
9.1.1 Pris/Fortjeneste-modellen (P/E)	129
9.1.2 EV/EBIT	130
9.1.3 EV/kg	130
9.1.4 EV/Salg	131
9.2 KOMPARATIVT VERDIESTIMAT	131
9.3 MULIGE FEILKILDER VED BRUK AV MULTIPLIKATORMODELLEN.....	133
9.4 VEKTET ESTIMAT AV FUNAMENTAL OG KOMPARATIV VERDI.....	134
10. SENSITIVITETSANALYSE.....	135
10.1 RISIKOFRI RENTE.....	135
10.2 BETA	136
10.3 MARKEDETS RISIKOPREMIE.....	137
10.4 KREDITTRISIKOPREMIE PÅ GJELD.....	138
10.5 VEKSTFAKTOR	139
10.6 SIMULERING	140
11. OPPSUMMERING OG HANDLINGSSTRATEGI	144
LITTERATURLISTE.....	146
APPENDIKS.....	155

1. Innledning

I dette kapitlet ønsker vi innledningsvis å redegjøre for vår motivasjon bak valg av tema og verdsettelsesobjekt. Videre vil vi presentere formålet med masteroppgaven, samt hvilke avgrensninger vi har gjort. Til slutt gis en oversikt over oppgavens struktur, slik at leseren enklere skal kunne følge gangen i verdsettelsesprosessen.

1.1 Motivasjon for valg av tema

I denne oppgaven skal vi foreta en verdivurdering av Lerøy Seafood Group ASA, verdens nest største produsent av atlantisk laks og ørret. Lerøy er et stort børsnotert selskap med hovedfokus på omsetning av fersk sjømat, og de opererer i en næring som er svært viktig for norsk økonomi. Oljebransjen har lenge hatt en dominerende rolle i norsk økonomi, men nedturen i næringen har styrket behovet for at Norge må omstille seg. I denne sammenheng peker oppdrettsbransjen seg ut som en næring hvor Norge har gode forutsetninger for å lykkes. Historien om den norske oppdrettsnæringen kan spores langt tilbake i tid, og kysten av Norge er som skapt for havbruk. Sjømat har alltid vært en viktig del av norsk kultur og historie, og Lerøy fremstår som et interessant verdsettelsesobjekt innenfor oppdrettsbransjen ettersom de er en solid aktør med en relativt sterk merkevare.

1.2 Formål og problemstilling

Formålet med denne oppgaven er å estimere verdien av egenkapitalen til Lerøy. Oppgaven skal resultere i et fornuftig verdiestimat som skal reflektere Lerøys underliggende økonomiske forhold og framtidsutsikter. Som analytikere vil vi komme frem til et verdiestimat som reflekterer vår oppfatning av selskapets virkelige verdi. Verdiestimatet er basert på en prognostisering av en usikker fremtid, og vil følgelig være påvirket av våre antakelser, forutsetninger og forenklinger av virkeligheten. Ved å sammenligne verdiestimatet opp mot selskapets markedsverdi på Oslo Børs kan vi vurdere hvorvidt Lerøy synes å være over- eller underpriset. På bakgrunn av dette vil vi presentere et forslag til en anbefalt handlingsstrategi.

Oppgavens problemstilling er som følger:

“Hva er verdien av egenkapitalen til Lerøy Seafood Group ASA, og hva blir tilhørende aksjepris?”

1.3 Avgrensninger

Denne oppgaven baserer seg utelukkende på offentlig tilgjengelig informasjon, slik som års- og kvartalsrapporter, markedsdata og annen informasjon som er tilgjengelig for alle. Vi opptrer som eksterne analytikere, og har ikke vært i kontakt med noen på innsiden av selskapet.

Verdsettelsestidspunktet er satt til 11.05.2017, noe som innebærer at vi sammenligner vårt verdiesestimater med børskursen på dette tidspunktet. Ettersom årsrapporten for 2016, og kvartalsrapporten for første kvartal 2017 ikke ble tilgjengelig før mot slutten av vårsemesteret 2017 har vi ikke benyttet disse i denne oppgaven. Rapporten fra fjerde kvartal 2016 er dermed den siste kilden til regnskapsinformasjon vi har benyttet i denne oppgaven. Kvartalsrapportene er ikke like detaljerte som årsrapportene, og på bakgrunn av dette vil ikke regnskapsinformasjon fra 2016 være helt fullstendig.

I denne oppgaven benytter vi oss i all hovedsak av en fundamental verdsettelsesteknikk, men vi supplerer med komparativ verdsettelse. Når det gjelder valg av komparative selskaper har vi valgt å avgrense utvalget til selskaper som ligner mest mulig på Lerøy. Slik diskutert i kapittel 2.5 består utvalget av Marine Harvest, SalMar, Norway Royal Salmon og Grieg Seafood. Det kunne vært aktuelt å benytte andre teknikker, men vi mener at valgt metode gir et pålitelig og fornuftig verdiesestimater. Lerøys forretningsområder er tett integrerte, og det er således naturlig at verdsettelsen foregår på konsernnivå.

For å estimere et pålitelig verdiesestimater kreves det at vi analyserer historisk regnskapsinformasjon. Næringens sykliske karakter tilsier at vi bør analysere regnskapsdata langt tilbake i tid, men samtidig er det viktig at relevansen ikke forsvinner. Lerøy er et veletablert selskap, og vi mener det gir tilfredsstillende innsikt å analysere regnskapsinformasjon tilbake til 2011. Vi har dermed avgrenset analyseperioden til å gjelde de siste seks årene, fra 2011-2016. I utarbeidelsen av prognoseregnskapet har vi valgt å lage et eksplisitt prognoseregnskap frem til og med 2023. På grunn av næringens sykliske karakter er det nødvendig med en relativt lang eksplisitt prognoseperiode, men samtidig er det utfordrende å lage pålitelige prognoser langt frem i tid uten at det går på bekostning av estimatenes pålitelighet og relevans.

1.4 Oppgavens struktur

Oppgaven baserer seg hovedsakelig på rammeverket presentert av Finn Kinserdal, som vi har fått kjennskap til gjennom kurset BUS425 – Verdsettelse og Regnskapsanalyse. Oppgaven starter med en presentasjon av bransjen og Lerøy i kapittel 2, mens kapittel 3 handler om valg av verdsettelsesteknikk. I kapittel 4 gjennomfører vi en regnskapsanalyse, hvor vi omgrupperer, normaliserer og beregner en rekke nøkkeltall for Lerøy og bransjen. I kapittel 5 kommer den strategiske analysen og i kapittel 6 utarbeides prognosene for fremtidige kontantstrømmer. I kapittel 7 beregner vi avkastningskravet til selskapet, som vi benytter for å neddiskontere kontantstrømmene. Selve verdsettelsen gjennomføres i kapittel 8. Neste steg i prosessen er å foreta en komparativ verdsettelse, og dettes gjøres følgelig i kapittel 9. For å vurdere rimeligheten av vårt verdiestimat gjennomfører vi en sensitivitetsanalyse i kapittel 10. Til slutt oppsummerer vi resultatene i kapittel 11, og kommer med et forslag til en handlingsstrategi. Helt til slutt finnes en litteraturliste og et appendiks med en oversikt over figurer, tabeller og formler.

2. Presentasjon av bransjen og Lerøy

Dette kapittelet starter med å gi et overordnet bilde av næringen og viktige hendelser opp gjennom historien. Videre vil vi beskrive hvordan ulike makroforhold påvirker næringen, og hvilke bransjespesifikke forhold som er viktige. Før vi presenterer Lerøy vil vi gi en kort innføring i de komparative selskapene som utgjør bransjen. Avslutningsvis omtaler vi hva som er unikt med Lerøy, og hvordan selskapet skiller seg fra resten av bransjen.

2.1 Bransjehistorikk

Historien om den norske oppdrettsnæringen kan spores langt tilbake i tid. Allerede på 1800-tallet startet fiskebønder å selge levende fisk på fisketorget i Bergen (Lerøy, 2015). Næringen har utviklet seg mye siden den gang, og parallelt med et annet norsk industrieventyr har det norske havbruket utviklet seg til å bli en svært viktig del av norsk økonomi og kultur. Norge er en fiskerinasjon med lange tradisjoner for å høste av havets ressurser, og oppdrettsnæringen vi kjenner i dag hadde sitt store gjennombrudd på 1970-tallet (FHL & Eksportutvalget for fisk, 2011).

Norges lange kystlinje strekker seg mer enn 83.000 kilometer og vi disponerer omlag 90 000 km² sjøareal innenfor grunnlinjen, et område for potensiell matproduksjon som er på størrelse med jordbruksarealet i Norge, Sverige, Finland og Danmark til sammen. Norge har altså svært gode forutsetninger for å drive med havbruk, og vi har muligheten til å dekke et stadig økende behov for sunn mat i både inn- og utland. Oppdrettsnæringen har siden oppstarten hatt sine hovedområder langs kysten i Nord-Norge, Midt-Norge og på Vestlandet. Næringen bidrar likevel til aktivitet og sysselsetting i hele landet, og ettersom bedriftene er hjørnesteiner i mange lokalsamfunn langs norskekysten ligger det mye lokalhistorie i næringen.

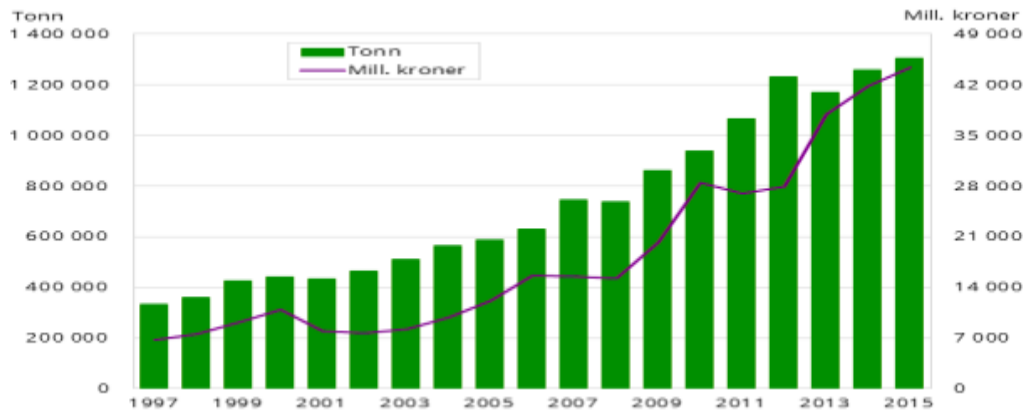
Det er både i oppdrettsnæringen og samfunnets største interesse at havbruksvirksomheten drives på en bærekraftig måte. Både økonomiske, sosiale og miljømessige aspekter har gjennom tiden blitt lagt til grunn når næringens fremtidige vekst skal vurderes (FHL & Eksportutvalget for fisk, 2011). Myndighetene i Norge har spilt en sentral rolle i utviklingen av den norske oppdrettsnæringen gjennom statlige reguleringer og forvaltning. Helt siden starten har næringen vært underlagt strenge krav med hensyn til konsesjoner, bærekraftig forvaltning av ressurser og fiskevelferd. I 1973 ble det for første gang innført krav om konsesjoner. På grunn av den sterke tilstrømningen til næringen på 70-tallet så myndighetene

seg nødt til å stramme inn på kravene for å få konsesjoner. Etter en midlertidig konsesjonsstopp i 1977, ble oppdrettsloven vedtatt i 1981, og siden den gang har myndighetene delt ut konsesjoner gjennom såkalte ”konsesjonsrunder”. På slutten av 80-tallet, og inn på 90-tallet opplevde næringen stagnasjon, og tynn kapitalisering gjorde at flere selskap måtte avvikle eller omstille seg. Oppdrettsloven ble endret i 1991, og det ble mulig for en eier å ha flere konsesjoner. Muligheten til å ha flere konsesjoner, samt gode vekstmuligheter bidro til at flere selskap henvendte seg mot finansielle investorer. Økte kapitalkrav bidro og til at flere selskap etter hvert ble organisert som aksjeselskaper.

2.2 Dagens laksemarked

Det norske havbruket er en stor og viktig eksportnæring. I 2016 passerte eksportverdien for norsk sjømat for første gang 90 milliarder kroner (Norges Sjømatråd, 2017a). Laks og ørret sto for 65,3 milliarder, hvitfisk 13,8 milliarder, pelagisk 7,8 milliarder, og skalldyreksperten utgjorde 1,9 milliarder kroner (Norges Sjømatråd, 2017b). 2016 ble et rekordår for laks og hvitfisk. Eksportverdien av laks og ørret økte med 31 prosent fra 2015, til tross for at en nedgang i volum på 3,5 prosent. Når det gjelder hvitfisk økte eksportverdien med 6 prosent fra 2015, og volumet med 7 prosent. Laks og ørret utgjorde ca. 73 prosent av den totale mengden produsert oppdrettsfisk i Norge i 2016, men det er likevel et betydelig potensiale for hvitfisk og annen sjømat. Sterk etterspørsel etter norsk sjømat og økt laksepris bidro til en enorm vekst i eksportverdien. Selv om eksportvolumet ble noe redusert i 2016, bidro økt laksepris til at oppdrettsnæringen opplevde den høyeste eksportverdien noensinne.

I 2016 eksporterte Norge 2,4 millioner tonn sjømat til 146 land, noe som tilsvarer omtrent 34 milliarder måltider daglig (Norges Sjømatråd, 2017b). 67 prosent av eksporten går til Europa, og Norge er dermed svært avhengig av det europeiske markedet. I 2016 var de største enkeltmarkedene for norsk sjømat Polen, Danmark, Frankrike og Storbritannia.



Figur 1 – Solgt mengde og førstehandsverdi av laks (SSB, 2016a)

Slik figur 1 viser har det vært en jevn økning i både solgt mengde og førstehandsverdi av laks siden 1997.¹ Det kan være fristende å tro at veksten er evigvarende, men man må ikke glemme at næringen er syklisk, og både laksepris og tilbud og etterspørsel kan endres. Vekstutsiktene til norsk havbruksnæring har aldri vært svakere, men på grunn av den sterke veksten i global etterspørsel er det likevel grunn til optimisme for næringen (Berglihn, 2017c). Ser vi på historien har det alltid vært tilbudssiden som har sørget for fall i lakseprisen. Ettersom vi forventer høy verdenssetterspørsel og nær nullvekst i produksjon er det lite som indikerer at lakseprisen vil falle mye fra dagens nivå på kort sikt. I 2015 var gjennomsnittsprisen for laks 33,70 kroner per kg (SSB, 2016b). I 2016 var gjennomsnittsprisen økt til 59 kroner per kg (SSB, 2017a). I uke 11 i 2017 var prisen på henholdsvis fersk og frossen laks 62 og 65 kroner (SSB, 2017b), og vi ser dermed at lakseprisen fortsatt er på et rekordhøyt nivå ved starten av det nye året.

Ved inngangen til 2017 er det flere faktorer som tyder på at også dette året skal bli et godt år for næringen. Norske og kinesiske myndigheter har kommet frem til enighet om normalisering av handelsforholdet, og økt tilgang til norsk laks for kineserne vil kunne bidra positivt til fortsatt høy laksepris (Norges Sjømatråd, 2016). Likevel er det viktig å ta hensyn til at produksjonen i Norge nærmer seg et tak, og vekstutsiktene har aldri vært lavere. Norske myndigheter er svært opptatt av en bærekraftig utvikling i næringen, og politiske reguleringer kan gjøre det vanskeligere for norske oppdrettselskaper å vokse ytterligere. Videre kan høye produksjonskostnader og andre kostnadsøkninger i bransjen gå utover marginene, og det er

¹ Med førstehandsverdi menes den prisen oppdretteren får ved salg av uforedlet eller frossen fisk (SSB, 2016a).

viktig at høy laksepris ikke medfører at bransjen tillater seg urimelige frynsegoder og høye lønninger.

2.3 Makroforhold

Makroforhold kan beskrives som eksterne forhold som påvirker selskapet og bransjen, og utgjør dermed rammebetingelser aktørene må forholde seg til. Aktørene i bransjen står som regel overfor de samme eksterne forholdene, men de har typisk liten eller ingen innflytelse over disse. Vi skiller i det følgende mellom *økonomiske, politiske og miljømessige faktorer*. Det som presenteres i dette kapittelet vil gi grunnlag for den strategiske analysen i kapittel 5.

2.3.1 Økonomiske forhold

Rentenivå

Høsten 2014 falt oljeprisen kraftig, og en usikker økonomisk fremtid har ledet oss inn i et lavrentemarked. Den norske kronen har blitt betydelig svekket som følge av lav oljepris og lav rente. En svak kronekurs er positivt for norske oppdrettsselskaper, ettersom det blir billigere for utlandet å handle med Norge. Oppdrettsselskapene får som regel betalt i utenlandsk valuta, og en svak kronekurs er dermed fordelaktig.

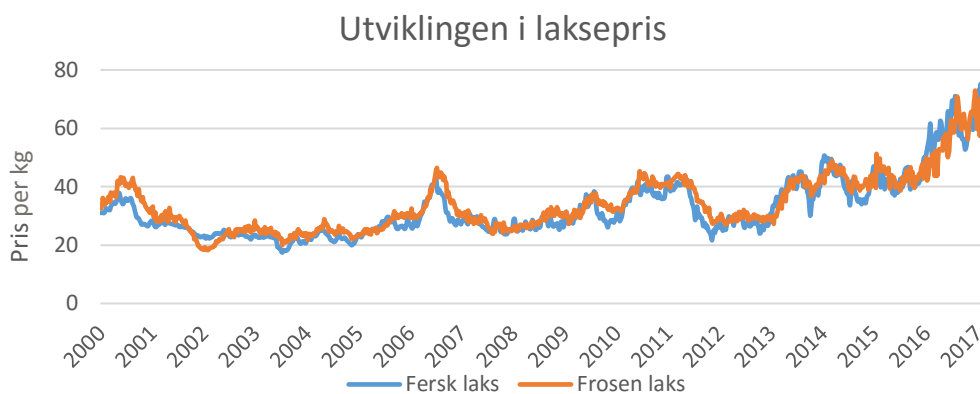
I mars 2016 ble styringsrenten satt ned til 0,5 prosent, og renten har siden da holdt seg på samme nivå (Norges Bank, 2017a). Bakgrunnen for dette er at prisveksten, og veksten i norsk økonomi, er forventet å bli noe lavere fremover. I tillegg har den sterke oppgangen i boligpriser og husholdningenes gjeld økt faren for en brå nedgang i etterspørselen når man ser litt lenger frem i tid. Slik sentralbanksjef Øystein Olsen uttaler vil renten mest sannsynlig bli liggende på dagens nivå en god stund fremover, før den vil begynne å ta seg noe opp (Norges Bank, 2016).

Oppdrettsnæringen er kapitalkrevende og det kreves store investeringer i anleggsmidler, konsesjoner og biomasse for å drive oppdrettsvirksomhet. Når det generelle rentenivået nå er historisk lavt, innebærer dette at tilgangen på fremmedkapital er god. Rentenivået har betydning for oppdrettsselskapenes forhold til gjeld og avkastningskrav, og en lav rente kan medføre at avkastningskravet blir redusert.

Laksepris

Inntjeningen til oppdrettsselskapene drives hovedsakelig av lakseprisen, og en høy laksepris er gunstig ettersom det øker inntjeningen til selskapene. Lakseprisen styres av tilbud og

etterspørsel, og i perioder med lavt tilbud ser vi at lakseprisen øker. Lakseprisen er svært volatil og har gjennom historien variert mye. Slik man kan se av figur 2 har lakseprisen variert mellom ca. 20 og 70 kroner per kilo i perioden 2000-2017, og gjennomsnittlig laksepris har vært 34 kroner (SSB, 2017a). Vi skiller mellom prisen på fersk og frosen laks, men slik det fremkommer av figuren følger disse den samme utviklingen.



Figur 2 – Utviklingen i laksepris (SSB, 2017a)

Oppdrettsnæringens sykliske karakter tilsier at lakseprisen vil svinge mye. Laks er en commodity-vare og man bør derfor være forsiktig med å tro at en høy laksepris vil vedvare på lang sikt. Dersom lakseprisen blir for høy er det nærliggende å tro at konsumentene vil gå over til alternative matvarer. Videre kan det tenkes at konkurranse innad i bransjen driver prisen ned mot et lavere nivå. På en annen side er det mangel på laks globalt, og ettersom tilbudet er mye lavere enn etterspørselen er det lite som tyder på at prisene vil falle på kort sikt (Berglihn, 2017c).

Lakseprisen har gjennom historien endret seg drastisk som følge av handelspolitiske konflikter. I 2011 mistet den norske oppdrettsnæringen et stort marked da norsk laks ble nektet adgang til det kinesiske markedet, som en følge av at Nobels fredspris ble gitt til Liu Xiabo (Normann, 2012). Russland er et stort marked for norsk sjømat, og også de har stanset importen av norsk laks flere ganger, senest i 2014 (Kvistad, 2014). Slike uventede restriksjoner som næringen selv ikke kan kontrollere kan gi store utslag i prisen.

Valutarisiko

Norske oppdrettsselskaper er svært eksportrettet som følger av et begrenset hjemmemarked. Oppdrettsselskapene opererer internasjonalt og er følgelig eksponert for valutarisiko. Selskapenes inntekt kommer ofte i utenlandsk valuta, men de fleste kostnadene er i norske kroner. Kronekursen er dermed avgjørende for oppdrettsselskapenes resultater. Selskapene

benytter seg av valutaderivater, primært terminkontrakter, for å eliminere deler av valutarisikoen på utestående kundefordringer, inngåtte salgskontrakter og pågående kontraktsforhandlinger (Lerøy, 2015). Selv om selskapene forsøker å sikre seg mot risiko forbundet med valutakurssvingninger er det ikke mulig å fjerne all usikkerhet knyttet til valutaeksponeringen. Dette innebærer at utviklingen i kronekursens relative styrke mot andre valutaer, slik som euro og dollar har stor innvirkning på de norske oppdrettselskapene.

2.3.2 Politiske forhold

Etableringsregulering

Norske oppdrettselskaper er underlagt strenge betingelser, herunder krav om konsesjon og lokaliseringstillatelser for å drive sin virksomhet (Regjeringen, 2015b). Gjennom utviklingen av oppdrettsnæringen har myndighetene spilt en sentral rolle. I 1973 vedtok Stortinget en konsesjonslov for oppdrettsnæringen (FHL & Eksportutvalget for fisk, 2011). Formålet med denne loven er å regulere utviklingen av næringen på en slik måte at den styrker norske kyst- og fjordsamfunn, og ikke bare blir en næring for industrigiganter. Loven gir også myndighetene adgang til å stille krav om kvalitet og sunnhet til anleggene. Gjennom konsesjonsloven sørger myndighetene for å regulere utviklingen i oppdrettsnæringen slik at veksten holder seg innenfor rammene av en bærekraftig utvikling, jf. formålet i akvakulturloven § 1 (Akvakulturloven, 2005).

En konsesjon gir selskapet rett til å drive med oppdrett innenfor et visst omfang, både hva gjelder geografisk område, og hvilke fiskearter som produseres (FHL & Eksportutvalget for fisk, 2011). Norge er helt i toppen hva gjelder bærekraftig lakseproduksjon, og myndighetene stiller strenge krav til de som skal få konsesjon. For eksempel må oppdretteren ha tilgang til en lokalitet, og det stilles strenge krav til merdene. I hver lokalitet kan det kun være en årsklasse med fisk, og etter at lokaliteten er tømt skal den ligge brakk i minst to måneder før neste generasjon fisk settes ut. Fiskens helse og velferd er i fokus, og myndighetene stiller krav om at oksygenivået, temperaturen og saltinnholdet overvåkes nøye. Til tross for at oppdrettsnæringen har vokst mye de siste årene, har antall lokaliteter blitt redusert med 40 prosent mellom 2000 og 2010.

Myndighetene er restriktive med å dele ut nye konsesjoner, og de siste konsesjonsrundene fant sted i 2009 og 2013. I 2009 var det et tildelingskrav relatert til aktørstørrelse, og aktører med mindre enn 20 konsesjoner ble prioritert (Nofima, 2014). I 2013 ble de første grønne

konsesjonene utdelt, og fokuset på miljø og bærekraftig lakseproduksjon ble enda sterkere (Fiskeridirektoratet, 2016a).

For å nå ambisjonene om fremtidig vekst innenfor bærekraftige rammer, og en konkurransedyktig norsk oppdrettsnæring, er det nødvendig med et teknologinøytralt forvaltningsregime som legger til rette for innovasjon. Et arbeidsutvalg foreslår en egen type tillatelse for landbaserte matfiskanlegg, uten at det kreves vederlag og antallsbegrensninger (Nofima, 2015). Utvikling av resirkuleringsteknologi innen akvakultur har aktualisert debatten om etablering av landbaserte anlegg. Produksjon på land kan kanskje håndtere utfordringene knyttet til lakselus, rømmingsrisiko og utslipp på bedre måter enn dagens merdoppdrett.

Potensiale for vekst er stort og myndighetene er opptatt av at veksten kommer der naturen kan tåle det. Gjennom en handlingsregel kan myndighetene benytte miljømessig bærekraft som den viktigste forutsetningen for å regulere videre vekst i oppdrettsnæringen (Regjeringen, 2015a). Handlingsregelen innebærer at miljøovervåkingen settes i system, og det danner grunnlag for at næringen kan tilbys vekst der det er forsvarlig. Dette systemet blir også omtalt som et trafikklyssystem der selskapene enten kan få grønt, gult eller rødt lys (Berglihn, 2017a). Er miljøpåvirkningen god kan aktørene få grønt lys, noe som gir rom for en seks prosent økning. Gult lys betyr stillstand, og rødt lys innebærer at aktørene må redusere produksjonen.

Handelspolitiske konflikter

Verdensmarkedet er turbulent og globalisering har medført økt grad av samhandling og integrasjon mellom landene. Flere land og verdensdeler har blitt gjensidig avhengig av hverandre og betydningen av avstander og landegrenser har gjennom globalisering blitt mindre. Norsk oppdrettsnæring er svært eksportrettet, og er derfor avhengig av gode og forutsigbare handelsbetingelser. Næringen har vært utsatt for flere handelspolitiske konflikter og opplevd at enkelte markeder, slik som for eksempel Kina og Russland, har stanset importen av norsk laks. Etter utdelingen av Nobels fredspris til kinesiske Liu Xiaobo i 2010 stanset Kina å importere norsk sjømat. I dag er dette forholdet bedret, og Kina har nå åpnet seg igjen (Schultz, 2017). Eksportutfordringene i Russland skyldes i all hovedsak landets forbud mot import av en rekke mat- og landbruksvarer fra Vesten, deriblant norsk fisk. Dette importforbudet ble innført etter at Norge, sammen med en rekke andre land, innførte sanksjoner mot Russland som følge av deres involvering i Ukraina (Laugen, 2014).

Fremover blir det viktig at Norge ruster seg for Brexit, og får på plass en god handelsavtale med Storbritannia som er et av de viktigste eksportmarkedene for norsk sjømat (Norges Sjømatråd, 2017c). Britenes beslutning om å forlate EU kan få betydning for den norske oppdrettsnæringen, men Norges Sjømatråd styrker satsingen i Storbritannia og er forberedt på de utfordringene som måtte komme.

Donald Trump overtok som president i USA 20. januar 2017, og verden venter i spenning på hvilken handelspolitikk han blir å føre. Slik det kom tydelig frem under valgkampen er Trump en motstander av frihandelsavtaler, og det kan virke som at han vil skape velstand og vekst i USA gjennom en mer proteksjonistisk tilnærming (Riise & Lund, 2017). Allerede første dag som president begynte Trump arbeidet med å skrote TPP (Trans-Pacific Partnership), en frihandelsavtale mellom 12 ulike land. Hvordan Trump vil forholde seg til frihandelsavtalen mellom Europa og USA er i skrivende stund ikke kjent, men siden USA er et viktig eksportmarked for sjømat kan dette få stor betydning for norsk oppdrettsnæring i fremtiden.

2.3.3 Miljømessige forhold

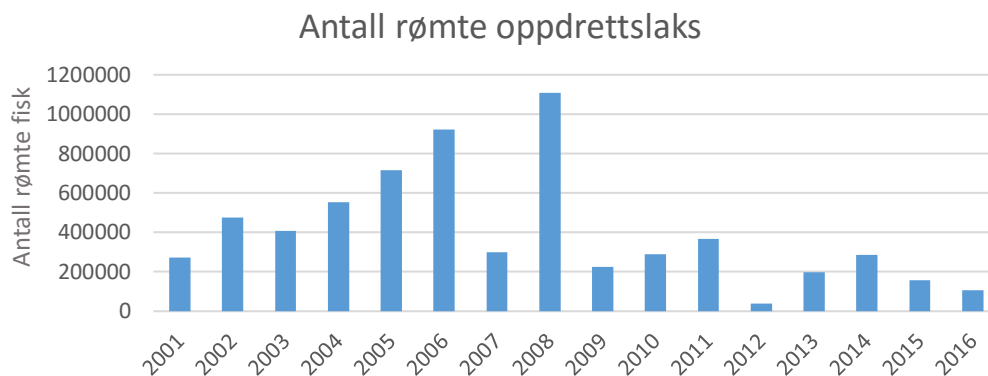
Oppdrettsnæringen står overfor en rekke miljømessige utfordringer og kostnader, enten det er snakk om rømming, lakselus, utslipp og tilgang på fôrråstoff. Gjennom historien har den økonomiske bærekraften blitt utfordret flere ganger, men i dag er det hovedsakelig den miljømessige bærekraften som har sine største utfordringer.

Rømming av oppdrettsfisks

Havbruk foregår i relativt åpne farvann, og produksjonsanleggene er kontinuerlig eksponert for naturkreftene (Laksefakta, 2016b). Dette representerer en viss risiko for ødeleggelse av utstyr med påfølgende risiko for at fisken rømmer. I tillegg er teknisk svikt og feil bruk av utstyr de vanligste årsakene til rømming. Næringen jobber mot en nullvisjon for rømming, men dette er en del av den operasjonelle risikoen og et mer realistisk mål er derfor at antall rømte oppdrettslaks skal være så lavt som mulig. Rømming utgjør hovedsakelig en trussel for ville laksebestander ettersom den rømte oppdrettsfisken blander seg med villaksen og sprer sykdommer. Videre fører rømming til betydelige økonomiske tap for selskapene, og det påvirker næringens omdømme og rammebetingelser negativt.

For å løse problemet knyttet til rømming ble det innført et regelverk som krever at anleggene skal tåle uværet man kan forvente i løpet av en 50-årsperiode (Laksefakta, 2016b). I 2004 kom

det også en forskrift som stiller en rekke krav til sertifisering av utstyr, og tredjepartsvurderinger av fortøyninger og anlegg. Regelverket myndighetene har iverksatt for å redusere rømming ser ut til å ha gitt resultater. Slik figur 3 viser har antall rømte oppdrettslaks i Norge variert en del fra år til år, men trenden er at antallet har blitt kraftig redusert de siste årene. I 2016 rapporterte Fiskeridirektoratet (2016c) at kun 105.000 laks rømte fra norske oppdrettsanlegg. Dette er en nedgang på ca. 33 prosent fra 2015.



Figur 3 – Antall rømte oppdrettslaks i perioden 2001-2016 (Fiskeridirektoratet, 2016c)

Sykdom

Fiskesykdommer er en stor utfordring for oppdrettsnæringen både med hensyn til fiskens velferd, men også med tanke på selskapenes økonomiske interesser (Lerøy, 2015). Fisken er spesielt eksponert for sykdom tidlig i livssyklusen, siden fisken i denne perioden er utsatt for stress og skal venne seg til et nytt miljø. Oppdrettslaksen kan rammes av flere ulike sykdommer, slik som virus, bakterier og parasitter (Miljødirektoratet, 2015). Mest omtalt er lakselusen, som påfører fisken sår og kan resultere i ulike infeksjoner og problemer med saltbalansen. Lakselus finnes naturlig i alle havområder på den nordlige halvkule, men dersom forekomsten av lakselus blir for høy blir parasitten et problem. Luseproblemet har naturlig nok økt i takt med veksten i oppdrettsnæringen, og de senere årene har lakselus blitt et stort problem. Lakselusen utvikler over tid resistens og blir motstandsdyktig mot de vanligste behandlingsmidlene som benyttes, og dette skaper utfordringer i den videre bekjempelsen av lakselus. Det vil være tilnærmet umulig å bekjempe lakselusen fullstendig men risikoen for lakselus kan reduseres ved hjelp av god kvalitet på smolten, vaksinasjoner, godt dyrehold, valg av gode lokaliteter og riktig fôr (Lerøy, 2015).

Utslipp av næringsalter

Fiskeoppdrett er en betydelig kilde til utslipp av næringsalter og organisk stoff (Miljødirektoratet, 2016). Norsk oppdrettsnæring har gjennomgått store forandringer siden begynnelsen av 1970-tallet, og gått fra småskalaproduksjon til storindustri. Økt produksjon av oppdrettsfisk har bidratt til at utslippene har økt de siste årene, og i dag utgjør fiskeoppdrett den største kilden til menneskeskapte utslipp av næringsalter langs kysten. Næringsalter har en naturlig plass i økosystemet, men utslippet blir et problem når konsentrasjonen i havet blir for høy. Ettersom utslipp av næringsalter kan ha svært negative konsekvenser for miljøet og fiskens velferd kreves det at alle som driver med produksjon må ha en utslippstillatelse som er tilpasset den gitte lokaliteten. Gode fôringsrutiner og overvåkning av miljøforholdene er viktige tiltak som har bidratt til å redusere de skadelige utslippene.

Tilgang på fôrråstoff

Veksten i oppdrettsnæringen er avhengig av en rekke faktorer, deriblant tilstrekkelig tilgang på fôr. Den høye veksten i bransjen kan medføre at viktige fôrråstoffer kan bli en mangelvare (Lerøy, 2015). Slik også Berge (2015) hevder, er det knapphet på råvarer til fiskefôr, og dette medfører at man ser en overgang til høyere forbruk av vegetabiliske råvarer. Kostnader knyttet til fiskefôr er den største utgiftsposten for oppdrettsselskapene og knapphet på fôrråstoff kan være med på å øke kostnadene ytterligere.

2.4 Verdikjeden

Norsk oppdrettsnæring består i dag av mange vertikalt integrerte selskap som kontrollerer store deler av verdikjeden selv. Dette inkluderer alt fra fôrproduksjon til salg og distribusjon av ferdigvare. Figur 4 illustrerer verdikjeden, og i det følgende gis en nærmere beskrivelse av de ulike fasene i kjeden (FHL & Eksportutvalget for fisk, 2011).



Figur 4 – Verdikjeden i oppdrettsnæringen (FHL & Eksportutvalget for fisk, 2011)

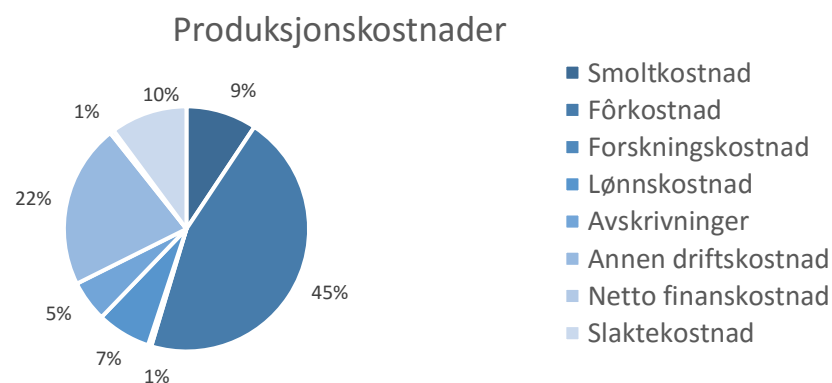
Produksjon av fiskefôr

Oppdrettsprosessen starter ved utvelgelse av den beste stamfisken etter kriterier som vekst og farge. Befruktningen foregår i ferskvann, hvor rognen ligger til klekking i ca. 60 dager ved

vanntemperatur på 8 °C. Etter klekking får yngelen næring gjennom en sekk på magen, og det tar 4-6 uker før yngelen kan ta til seg næring fra fôr. Yngelen kan da flyttes over fra klekkekraet til et større kar, men det er fortsatt nødvendig at yngelen oppbevarer seg i ferskvann.

Oppdrettsfisk må fôres regelmessig, og fôret må ha et innhold som tilfredsstillende næringsbehovene som fisken trenger (Laksefakta, 2016a). Det skal inneholde naturprodukter som protein, fett og karbohydrater, i tillegg til næringsstoffer som vitaminer og mineraler. Før inneholdt fiskefôr ca. 70 prosent marine råvarer, men i dag ser vi en overgang til større bruk av vegetabiliske råvarer. Overgangen skyldes i hovedsak råvaretilgang, men også et økt fokus på bærekraftig produksjon. I Norge er det hovedsakelig tre dominerende leverandører av fiskefôr, henholdsvis Skretting, Biomar og EWOS.

Kostnader til fiskefôr er en dominerende utgiftspost for oppdrettsnæringen. I henhold til Fiskeridirektoratet (2016b) sin lønnsomhetsanalyse av laksekonsesjoner i Norge, utgjorde kostnader til fiskefôr ca. 45 prosent av de totale produksjonskostnadene til selskapene. Fordelingen av produksjonskostnadene fremgår av figur 5.



Figur 5 - Fordeling av produksjonskostnader (Fiskeridirektoratet, 2016b).

Smoltproduksjon

Lakseyngelen lever i ferskvann i 10-16 måneder, mens den gjøres klar for å plasseres i merder til havs. Siden klekkingen har fisken gjennomgått store forandringer, slik at fisken skal tåle et liv i saltvann. Denne prosessen kalles for smoltifisering og her vokser fisken seg stor nok til å defineres som smolt.

Matfiskproduksjon

Videre føres fisken opp i merder langs norskekysten der de befinner seg i 14-22 måneder. Her lever fisken frem til den er klar for slakting, og veier da mellom 4 og 6 kg. Det tar normalt 2-3 år fra man starter å planlegge produksjon av laks til den er slakte- og salgsklar, og produksjonsprosessen er dermed en svært lang.

Slakting

Når laksen når ønsket vekt tas den opp av merden og fraktes til slakteriet. Slakting er prosessen der fisken blir sløyd, pakket og sortert etter størrelse og kvalitet. Fisken er da klar for videre distribusjon, og blir enten sendt til foredling i Norge, til fiskebutikken eller eksportert til andre land.

Videreforedling

Neste steg i prosessen er videreforedling, hvor den sløyde fisken blir bearbeidet og filtrert. Videreforedlingen foregår både i Norge og i utlandet. Høyt lønns- og kostnadsnivå gjør at det ofte lønner seg for selskapene å foredle i utlandet. Fisken blir så om til flere ulike produkter, og de fleste norske oppdrettsselskaper har et bredt varesortiment bestående av blant annet laks, ørret, hvitfisk, pelagisk fisk og skalldyr.

Salg- og distribusjon

Siste steget i prosessen er å selge det ferdige fiskeproduktet til kunden. Kundemassen er global og favner om alt fra små og store eksportører og importører, til større foredlingsbedrifter og butikkjeder. For å være nær kunden og markedet har norske distributører salgskontorer og kundenettverk i flere land. Laksen selges primært gjennom egne salgssapparat og nære samarbeidspartnere. Europa, Asia og hjemmemarkedet er de viktigste markedene for norske oppdrettsselskaper.

2.5 Norske oppdrettsselskaper

For å være i stand til å verdsette Lerøy er vi avhengig av å sammenligne selskapet med bransjen. For at det skal være hensiktsmessig å sammenligne Lerøy med andre selskaper må selskapene være så like Lerøy som mulig. Vi har derfor valgt å ta utgangspunkt i følgende kriterier når vi skal definere hvilke selskaper som inngår i bransjen: 1) selskapene må være børsnoterte, 2) de må være på omtrent samme størrelse som Lerøy og ha de samme vekst- og

driftsutsiktene, 3) de må være norsk. I oppdrettsbransjen er det åtte selskaper som er børsnoterte: Austevoll Seafood, Bakkafrost, Grieg Seafood, Lerøy Seafood Group, Marine Harvest, Norway Royal Salmon, SalMar og The Scottish Salmon Company. På bakgrunn av våre kriterier har vi valgt å utelukke Bakkafrost og The Scottish Salmon Company, da disse selskapene ikke har sine hovedkontor i Norge. I tillegg utelukkes også Austevoll Seafood Group, da selskapet i hovedsak selger pelagisk fisk. *Marine Harvest, SalMar, Norway Royal Salmon* og *Grieg Seafood* utgjør derfor bransjen i denne oppgaven.

2.5.1 Marine Harvest

Marine Harvest er verdens største oppdrettsselskap og produsent av atlantisk laks (Marine Harvest, 2017). Selskapet er representert i 24 land og sysselsetter omlag 11 700 ansatte. Den ledende posisjonen har selskapet oppnådd gjennom organisk vekst, oppkjøp og sammenslåing av mindre selskaper. I Norge er Marine Harvest det eneste oppdrettsselskapet som kontrollerer hele verdikjeden, fra fôrproduksjon til salg- og distribusjon. Mesteparten av fisken eksporteres videre til Europa, USA og Asia. Marine Harvest driver sin virksomhet langs hele norskekysten og i utlandet, men har sitt hovedkontor i Bergen. Selskapet er notert på børsen både i Oslo og i New York, og hovedaksjonær er Geveran Trading Co Ltd. som eies av familien Fredriksen (E24, 2017). Selskapet har i dag en markedsverdi på omtrent 70 milliarder kroner, og er i størrelse på Oslo Børs kun slått av Orkla og fem selskaper som er kontrollert av den norske stat (Schultz, 2017).

Økonomisk utvikling og nøkkeltall

Tabell 1 viser den økonomiske utviklingen og finansielle nøkkeltall for Marine Harvest de siste 6 årene. I fjerde kvartalsrapport for 2016 er tallene oppgitt i euro, og i omregningen til NOK har vi benyttet gjennomsnittlig kurs i 2016 på 9,2899 (Norges Bank, 2017c).

I 2016 omsatte selskapet for 33 000 MNOK, og leverte et rekordhøyt resultat (Marine Harvest, 2016). Selskapets resultater har variert en del gjennom perioden, og 2012 utpeker seg som et relativt dårlig år. Dette kan være en konsekvens av lav laksepris, og importforbudet i Kina (Marine Harvest, 2012). Selskapet har hatt en stor vekst i driftsinntekter gjennom hele perioden, spesielt fra 2013 til 2016. Dette skyldes til dels oppstart av egen fôrproduksjon i begynnelsen av 2014, samt høy laksepris. Marine Harvest ser positivt på årene som kommer, og de ser gode muligheter ettersom forholdet til Kina nå har bedret seg (Schultz, 2017).

I 1000 NOK	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntekt	16 132 000	15 463 000	19 199 000	25 531 000	27 880 000	32 605 691
EBITDA	3 384 000	1 320 600	3 974 900	5 220 800	4 358 600	7 828 599
Driftsresultat etter verdijustering	1 209 500	968 700	4 661 800	3 633 400	3 092 800	9 208 149
Resultat før skatt	1 382 900	789 200	3 457 400	1 486 700	2 240 200	7 052 892
Årsresultat	1 121 200	412 600	2 522 500	939 500	1 417 600	5 010 043
EK-andel	48 %	50 %	49 %	40 %	45 %	43 %
Slaktevolum (tonn)	343 820	392 306	343 772	418 873	420 148	380 621
Ansatte	6 324	6 389	10 676	11 715	12 454	

Tabell 1 – Finansielle nøkkeltall for Marine Harvest (Marine Harvest, 2011-2016)

Som vi kan se av figur 6 har Marine Harvest gjennom de siste fem årene hatt en positiv utvikling i aksjekursen. Fra 2012 til januar 2017 har kursen steget fra kr 30 til kr 155. Selskapet har hatt en formidabel utvikling, og familien Fredriksen har siden 2005 tjent 21 milliarder kroner (Schultz, 2017).



Figur 6 – Aksjekursutviklingen til Marine Harvest i perioden 2012-2017 (Oslo Børs, 2017a)

2.5.2 SalMar

SalMar har vokst fra å være et lite nasjonalt selskap med én konsesjon for lakseoppdrett i Norge, til å bli et globalt selskap med over 100 konsesjoner (SalMar, 2017). De eier i tillegg store deler av Scottish Sea Farms Ltd., Storbritannias nest største produsent av oppdrettslaks. Dette gjør SalMar til Norges tredje største oppdrettsselskap, og gir de en sterk posisjon i utlandet. Selskapet kontrollerer store deler av verdikjeden selv, kun med unntak av fôrproduksjon. Sysselsettingen har økt i takt med selskapet, og i dag har selskapet i overkant av 1000 ansatte. Selskapet er notert på Oslo Børs med en markedsverdi på omtrent 27 milliarder kroner (Oslo Børs, 2017b). Kverva AS er selskapets hovedaksjonær og eier 53,4 prosent av aksjene (SalMar, 2016). SalMar sitt hovedfokus har vært å være kostnadsledende, og sammenlignet med sine konkurrenter er de kjent for å være det mest kostnadseffektive selskapet. I 2013 endret selskapet sin visjon til "Passion for Salmon", og ønsker med dette å

rette fokus mot lidenskapen til biologien, miljøet, medarbeiderne og omgivelsene rundt (SalMar, 2013).

Økonomisk utvikling og nøkkeltall

Tabell 2 viser den finansielle situasjonen og nøkkeltall for SalMar i perioden 2011-2016. Som vi kan lese av tabellen har selskapets omsetning økt mye de siste årene. 2013 og 2016 skiller seg ut som to spesielt gode år, med høy omsetning og gode resultater. Til tross for økning i kostnader knyttet til fôr og lakselus i 2016, bidrar rekordhøy laksepris til at selskapet likevel klarer å levere et meget godt resultat dette året. SalMar har hatt en solid egenkapitalandel de siste fire årene. Solid finansiering er positivt i forhold til videre vekst, og det gir selskapet en buffer mot dårligere tider.

I 1000 NOK	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntekt	3 833 502	4 204 791	6 245 860	7 185 887	7 326 200	9 029 800
EBITDA	738 341	510 834	1 485 313	2 157 212	1 725 300	2 789 700
Driftsresultat etter verdjustering	177 630	638 859	1 949 425	1 646 699	1 443 800	3 085 600
Resultat før skatt	160 478	608 504	2 322 071	1 628 841	1 383 700	3 342 100
Årsresultat	147 372	481 442	1 903 376	1 215 477	1 128 795	2 651 000
EK-andel	35 %	39 %	51 %	51 %	48 %	50 %
Slaktevolum (tonn)	93 000	102 600	115 000	141 000	136 400	115 600
Ansatte	616	823	999	1 083	1 182	

Tabell 2 - Finansielle nøkkeltall for SalMar (SalMar, 2011-2016)

Som vi kan se av figur 7 har SalMar også hatt en positiv utvikling i aksjekursen, og gjennom de siste fem årene har kursen steget fra kr 25 til kr 250.



Figur 7 - Aksjekursutvikling for SalMar i perioden 2012-2017 (Oslo Børs, 2017b)

2.5.3 Norway Royal Salmon ASA

Norway Royal Salmon (NRS) er et mellomstort selskap med 130 ansatte (Norway Royal Salmon, 2015). Selskapet har siden etableringen i 1992 utviklet seg fra å være et salgs- og

markedsføringselskap, til å bli et integrert sjømatelskap. Gjennom de siste 20 årene har selskapet vokst betraktelig, i hovedsak som følge av oppkjøp og sammenslåinger, men også gjennom inngåelse av samarbeidsavtaler med produsenter. Selskapet kontrollerer de fleste ledd i verdikjeden, og driver virksomhet innen lakseoppdrett, settefisk, slakteri, samt salg og markedsføring. NRS eier 35 konsesjoner i regionene Vest-Finnmark, Troms, Rogaland og Hordaland.

Selskapet ble børsnotert i 2011 og har i dag en markedsverdi på ca. 8,6 milliarder kroner (Oslo Børs, 2017c). Det gjør selskapet til det fjerde største oppdrettselskapet i bransjen vår. NRS fikk i 2014 tildelt 10 nye konsesjoner som ga selskapet mulighet til å øke produksjonskapasiteten med ca. 40 prosent (Norway Royal Salmon, 2016). NRS selger laks gjennom eget salgsapparat til omlag 50 land og hovedmarkedene er Europa, Asia og Norge.

Økonomisk utvikling og nøkkeltall

Tabell 3 oppsummerer den finansielle utviklingen til NRS de siste seks årene. Selskapet hadde et negativt resultat i 2011, men har siden levert positive resultater. Fra 2012 til 2013 ser vi at omsetningen doblet seg, noe selskapet selv forklarer med økt laksepris og økt salgs- og slaktevolum (Norway Royal Salmon, 2013). 2016 ble et begivenhetsrikt år også for NRS, der flere historiske rekorder ble forbigått, og selskapet har aldri levert så gode resultater (Norway Royal Salmon, 2016).

I 1000 NOK	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntekt	1 734 022	1 744 266	2 603 712	2 599 799	3 210 548	4 224 340
EBITDA	70 800	50 866	289 729	199 475	255 591	701 676
Driftsresultat etter verdijustering	-25 870	80 308	379 561	242 656	249 065	876 628
Resultat før skatt	-17 166	40 748	396 292	320 707	270 081	1 172 421
Årsresultat	-1 618	31 618	315 805	268 284	237 582	1 004 713
EK-andel	36%	36%	42%	39%	41%	55%
Slaktevolum (tonn)	18 781	21 162	25 191	22 356	27 903	26 819
Ansatte	89	103	114	129	132	

Tabell 3 - Finansielle nøkkeltall for NRS (Norway Royal Salmon, 2011-2016)

Figur 8 viser at selskapet har hatt en positiv utvikling i aksjekursen de siste fem årene, men det er spesielt i 2016 at aksjekursen har økt mye. Det siste året har aksjekursen nesten tredoblet seg, da den steg fra kr 75 til kr 200.



Figur 8 – Aksjekursutvikling for NRS i perioden 2012-2017 (Oslo Børs, 2017c)

2.5.4 Grieg Seafood ASA

Grieg Seafood er et norskeid oppdrettsselskap som ble etablert i 1992, og har siden etableringen hatt en sterk vekst (Grieg Seafood, 2015). I dag sysselsetter selskapet over 700 ansatte og har en årlig produksjonskapasitet på ca. 90 000 tonn. Konsernet ble notert på Oslo Børs i 2007, og har i dag en markedsverdi på nesten 8 milliarder kroner (Oslo Børs, 2017d). Grieg Seafood er et integrert sjømatelskap og har aktiviteter innenfor store deler av verdikjeden. Deres kjernevirksomhet dreier seg om produksjon av laks og ørret, videreforedling, distribusjon, samt salg og markedsføring (Grieg Seafood, 2015). Selskapet eier 100 konsesjoner for lakseoppdrett og 5 for smoltproduksjon. Størstedelen av produksjonsprosessen foregår i Norge, hvor selskapet har oppdrettsanlegg i Rogaland og Finnmark. Selskapet har også produksjonsanlegg på Shetland i Storbritannia og British Columbia i Canada. Europa utgjør det største markedet for selskapet, men Asia og USA er også viktige markeder.

Økonomisk utvikling og nøkkeltall

Tabell 4 viser den finansielle utviklingen og nøkkeltall for Grieg Seafood de siste seks årene. Som tabellen viser har selskapet hatt omsetningsvekst samtlige år, men resultatene har variert noe. I 2014 opplevde selskapet en stor omsetningsvekst sammenlignet med året før, men årsresultatet ble likevel noe lavere (Grieg Seafood, 2014). 2015 ble et dårlig år for selskapet, som leverer et vesentlig lavere resultat sammenlignet med 2014. utfordringer i 2015 som kan ha bidratt til det svake resultatet dette året er konsesjons- og kapasitetsutnyttelsen, som selskapet fortsatt mener er for lav i forhold til praktisk kapasitet i konsernet (Grieg Seafood, 2015). Økt kapasitetsutnyttelse vil kunne bidra til at selskapet reduserer sine produksjonskostnader på sikt. Året 2016 ble derimot det beste for Grieg Seafood noensinne,

med resultat på 1 218 MNOK (Grieg Seafood, 2016). Gode resultater det siste året er et resultat av høy laksepris, vesentlig bedre produksjon og lavere laksedødelighet.

I 1000 NOK	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntekt	2 046 991	2 050 065	2 404 215	4 161 484	4 638 370	6 603 591
EBITDA	345 820	-29 818	484 330	483 820	261 311	1 341 661
Driftsresultat etter verdjustering	-189 567	-93 099	615 743	219 367	80 951	1 683 486
Resultat før skatt	-195 224	-202 358	544 930	171 956	-9 208	1 560 835
Årsresultat	-123 159	-147 188	430 985	144 395	4 366	1 218 288
EK-andel	41 %	37 %	43 %	42 %	38 %	47 %
Slaktevolum (tonn)	60 082	70 000	58 061	64 736	65 398	64 726
Ansatte	589	640	626	657	684	

Tabell 4 – Finansielle nøkkeltall for Grieg Seafood (Grieg Seafood, 2011-2016)

Figur 9 viser at Grieg Seafood har hatt en positiv utvikling i aksjekursen siden 2012, og har på lik linje med NRS hatt en formidabel utvikling i aksjekursen det siste året.



Figur 9 – Aksjekursutvikling for Grieg Seafood i perioden 2012-2017 (Oslo Børs, 2017d)

2.6 Presentasjon av Lerøy Seafood Group ASA

I det følgende vil vi presentere Lerøys historiske utvikling, forretningsområder, produktområder, eierstruktur og kursutvikling, samt finansielle nøkkeltall.

2.6.1 Historisk utvikling

Lerøy har historie tilbake til sent på 1800-tallet. Da startet fiskebonden Ole Mikkel Lerøen med salg av fersk fisk på fisketorget i Bergen (Lerøy, 2015). Aktivitetene har utviklet seg gradvis siden den gang, og i 1939 gikk to av hans ansatte i gang med det som i dag er konsernets største salgsselskap - Hallvard Lerøy AS. Selskapet har gjennom hele sin tid vært en pionerbedrift innenfor en rekke områder, blant annet i utvikling av produktvarianter og nye markedsområder. Konsernet var frem til 1997 et tradisjonelt familieselskap, men i 1997 ble det for første gang gjennomført en emisjon mot finansielle investorer og selskapet ble

omdannet til et allmennaksjeselskap. Selskapet ble i 2002 notert på Oslo Børs og tilgang til kapitalmarkedet har vært en viktig forutsetning for å utvikle konsernet til å bli et integrert sjømatelskap.

Lerøy har siden 1999 kjøpt opp flere ulike nasjonale og internasjonale virksomheter. Konsernet overtok blant annet 100 prosent av aksjene i Lerøy Midnor AS i 2003, Lerøy Aurora AS i 2005, Lerøy Fossen AS og Lerøy Hydrotech AS i 2006, samt Lerøy Vest AS i 2007. I 2010 og 2013 har selskapet utvidet konsernet ytterligere ved oppkjøp av en betydelig andel av aksjene i Sjøtroll Havbruk AS og Villa Organic AS. I 2016 oppnådde Lerøy 100 prosent eierskap i både Havfisk ASA og Norway Seafoods Group AS (Lerøy, 2016). Havfisk er Norges største trålrederi med 11 prosent av det totale antall norske fangstkvoter for hvitfisk. Norway Seafoods er et av Europas største foredlings-, salgs- og distribusjonsselskap for hvitfisk. Kombinasjonen av Havfisk ASA og Norway Seafoods Group AS sikrer Lerøy 100 000 tonn hvitfisk og vil oppfylle Lerøys langsiktige strategiske ambisjon om å være en fullt integrert sjømatleverandør. Gjennom oppkjøp, investeringer, videreutvikling og alliansebygging har konsernet utviklet seg til å bli en nasjonal og global distributør av fersk fisk og de er i dag verdens andre største produsent av atlantisk laks og ørret.

2.6.2 Forretningsområder

Lerøy er en vertikalt integrert leverandør av atlantisk laks og ørret med aktiviteter fra produksjon av smolt til salg og distribusjon av ferdigvare. De har sin kjerneaktivitet innenfor tre hovedsegmenter: *Havbruk*, *Bearbeiding (VAP)* og *Salg og distribusjon* (Lerøy, 2015). Selskapet utøver sin virksomhet gjennom datterselskaper i Norge, Sverige, Frankrike og Portugal. I tillegg har selskapet salgskontorer i andre viktige markeder. Salgs- og distribusjonsaktivitetene er globale, mens størstedelen av produksjonsprosessene foregår i Norge. I det følgende presenteres Lerøys tre hovedsegmenter nærmere.

Havbruk

I segmentet Havbruk ligger selskapets aktiviteter innenfor produksjon av laks og ørret, samt slaktning og filtrering av fisken. Lerøy har siden 2002 hatt en fantastisk utvikling innenfor dette segmentet, og produserte i 2016 hele 150 000 tonn fisk (Lerøy, 2016). Konsernet eier i dag 146 konsesjoner, fordelt langs hele norskekysten i regionene Vest-Norge, Midt-Norge og Nord-Norge. Den nordligste regionen består av 26 konsesjoner, mens Midt-Norge og Vest-Norge består av henholdsvis 57 og 63 konsesjoner. I tillegg har Lerøy det tilknyttede selskapet

Nordskott Havbruk AS i Skottland som produserte 27 000 tonn laks i 2015. Oppdrettsanleggene er alle selvforsynt med rogn og smolt, slik at selskapet reduserer den biologiske risikoen knyttet til å frakte smolten over lengre avstander.

I 2012 inngikk Lerøy et strategisk samarbeid med en av deres største konkurrenter, SalMar. Samarbeidet går ut på at selskapene deler slakteanleggene Frøya og Skjervøy til slakting og videreforedling for å drive mer kostnadseffektivt. Konsernet startet i 2013 å investere i bruk av renseskif og har i løpet av 2016 fått tilstrekkelig tilgang på dette (Lerøy, 2016). Investeringen er et viktig satsningsområde for å bekjempe lakselus og optimalisere produksjonen.

VAP

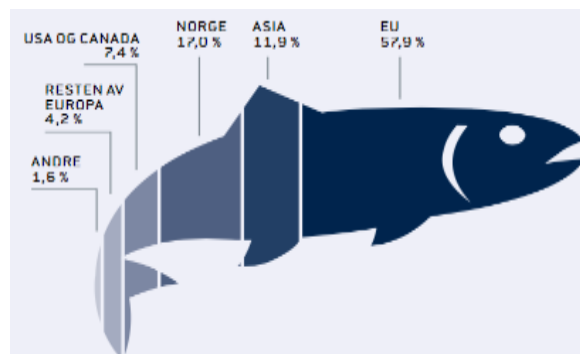
Lerøy har investert betydelig i økt kapasitet for høyforedling av laks og ørret i senere år, og segmentet bearbeiding har derfor blitt en sentral del av verdikjeden. VAP består i dag av fire fabrikker med god spredning i produktvalg, markeder og segmenter. I dette segmentet lages blant annet porsjonspakninger, røkt og gravet laks, sushi, pålegg og ”ready-to-go” varianter. Over 30 prosent av selskapets omsetning i 2015 kom fra salg av videreforedlet laks. Den største utfordringen med dette segmentet er at varierende råvaretilgang gjennom året ikke gir en stabil produksjon.

Salg og distribusjon

Det siste forretningsområdet omfatter salg, markedsføring, produktutvikling og distribusjon. Lerøy har ambisjoner om å være innovativ og tilby nye spennende produkter til nye og eksisterende markeder. Konsernet selger i dag sjømat til mer enn 70 markeder over hele verden og har et omfattende kundenettverk i disse markedene. Dette innebærer at Lerøy har nærhet til sine eksisterende kunder, men også nærhet til markeder der det antas å være et fremtidig vekstpotensial. Dette er spesielt gunstig da selskapet har hovedfokus på omsetning av fersk sjømat. De senere årene har Lerøy investert betydelig i fabrikk-kapasitet for å kunne være med på å revolusjonere distribusjon av fersk fisk. Disse investeringene går under betegnelsen ”fish-cuts”, og er bearbeidingsenheter der ferskhet, servicegrad og nærhet til sluttkunde står i fokus. Internasjonal tilstedeværelse er også viktig for å skaffe seg unik kunnskap om trender i markedet, og samtidig gir den store kundeporteføljen betydelig risikospredning.

Salgs- og distribusjonssegmentet er en stor avdeling i konsernet, og sysselsetter i dag 759 ansatte. Selskapet har flere datterselskap som er ansvarlig for salg og distribusjon i ulike

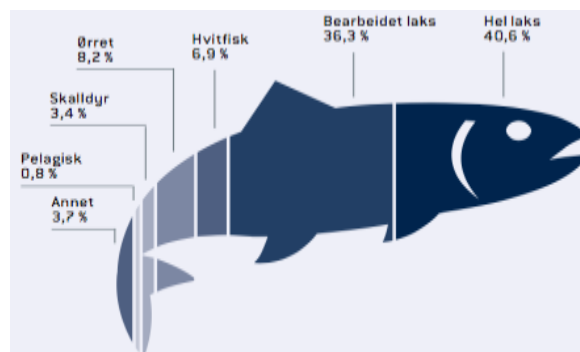
markeder. Det viktigste markedet for salg er Europa, men Norge, Asia og USA er også viktige markeder. Omsetningsfordelingen mellom de ulike markedene er illustrert i figur 10.



Figur 10 – Omsetningsfordeling i ulike markeder (Lerøy, 2015)

2.6.3 Produktområder

Lerøy deler sin produksjon inn i produktområdene laks, ørret, hvitfisk, skalldyr og pelagisk fisk (Lerøy, 2015). Lakseprodukter er det desidert største enkeltsegmentet, og utgjør 76,9 prosent av omsetningen til selskapet. Selv om laks står for store deler av omsetningen, ser selskapet likevel vekstpotensial innenfor segmentet hvitfisk. De resterende segmentene representerer først og fremst nisjeprodukter. Omsetningsfordelingen for produktene er vist i figur 11.



Figur 11 - Omsetningsfordeling av produkter i 2015 (Lerøy, 2015)

Majoriteten av selskapets ferdigstilte produkter er merket med Lerøy, og selskapet har et unikt fokus på å bygge et godt merkenavn. Selskapet ønsker å bli assosiert med høy kvalitet og vil være en innovatør innen produktutvikling. De er blant annet Norges største produsent av sushi, og har utvidet dette konseptet ytterligere gjennom vellykket lansering av ”Retail”-markeder i Finland og Spania.

2.6.4 Eierstruktur og historisk kursutvikling

Siden selskapet ble børsnotert sommeren 2002 har Lerøy hatt en enorm utvikling. Selskapets markedsverdi er per 27.01.2017 på 27,4 milliarder kroner (Oslo Børs, 2017e). Av de børsnoterte oppdrettsselskapene i Norge er det kun Marine Harvest som har en høyere markedsverdi, men SalMar ligger ikke langt bak. Børsnoteringen sikrer selskapet en markeds plass for selskapets aksjer, god fremtidig tilgang på risikokapital, samt muligheter for bruk av selskapets aksjer som oppgjørsmiddel ved eventuelle fremtidige oppkjøp og fusjoner (Lerøy, 2015).

Eierskapet i Lerøy er konsentrert, og de tre største aksjonærene eier til sammen 59,3 prosent av aksjene (Lerøy, 2016). De største aksjonærene er Austevoll Seafood ASA (52,7%), Folketrygdfondet (4,2%) og State Street Bank & Trust Co. (2,4%). Selskapet har en totalbeholdning pr. 31.12.2016 på 59 577 368 aksjer, hvor selskapet selv eier 29 776 av dem. Lerøy har bare én aksjeklasse, og hver aksje gir dermed én stemme under selskapets generalforsamling (Lerøy, 2015). På denne måten sikrer selskapet at alle aksjonærene behandles likt.

Lerøys aksjekurs har aldri vært høyere enn ved inngangen til 2017, med en pris per aksje på ca. 480 kroner (Oslo Børs, 2017e). Slik figur 12 viser har selskapet hatt en jevn økning i aksjekursen siden begynnelsen av 2012, men med noen små kursfall underveis.



Figur 12 - Aksjekursutvikling for Lerøy i perioden 2012-2017 (Oslo Børs, 2017e)

2.6.6 Finansielle nøkkeltall

Tabell 5 illustrerer den finansielle utviklingen til Lerøy i perioden 2011-2016. Trenden har vært en positiv utvikling i omsetningen, og i 2016 oppnådde selskapet en rekordhøy omsetning på 17 269 MNOK (Lerøy, 2016). Omsetningsveksten skyldes blant annet historisk høy

laksepris, begrenset tilbud og høy global etterspørsel. Til tross for historisk høye tall i 2016 har Lerøy fortsatt utfordringer knyttet til høye førkostnader og høye kostnader forbundet med å holde seg innenfor myndighetspålagte grenser for lakselus. Konsernet er solid og hadde ved utgangen av 2016 en regnskapsmessig egenkapital på 13 475 MNOK, noe som tilsvarer en egenkapitalandel på 54 prosent. I kapittel 4 foretar vi en grundigere analyse av Lerøys historiske regnskapstall.

I 1000 NOK	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntekt	9 176 873	9 102 941	10 764 714	12 579 465	13 450 725	17 269 278
EBITDA	1 484 797	774 866	1 938 474	2 160 138	1 813 868	3 355 089
Driftsresultat etter verdijustering	597 131	744 832	2 390 028	1 461 262	1 568 461	4 314 030
Resultat før skatt	534 988	674 509	2 480 376	1 433 411	1 501 110	4 445 321
Årsresultat	378 677	491 760	1 886 395	1 104 473	1 232 883	3 518 630
Driftsmargin	13 %	5 %	15 %	14 %	10 %	17 %
EK-andel	51 %	51 %	54 %	54 %	55 %	54 %
Slaktevolum (tonn)	136 672	153 403	144 784	158 258	157 697	150 182
Ansatte	1 865	1 883	2 067	2 306	2 527	

Tabell 5 – Finansielle nøkkeltall for Lerøy (Lerøy, 2011-2016)

2.7 Hvordan skiller Lerøy seg fra bransjen?

Lokalisering

Lerøy har hovedsakelig sin produksjon konsentrert om norskekysten, med unntak av et tilknyttet selskap i Skottland. Marine Harvest og Grieg Seafood skiller seg fra Lerøy ved at de har sin produksjon spredt over flere land. Slik som resten av bransjen har Lerøy aktiviteter knyttet til videreforedling og distribusjon i flere land. SalMar skiller seg ut ved å ha all produksjon og videreforedling i Norge.

Fordelen ved at Lerøy har størstedelen av sin produksjon i Norge er at norskekysten synes å være lite utsatt for sykdomsutbrudd. Videre blir norsk oppdrettslaks oppfattet som et høykvalitetsprodukt i flere land. Ulempene med å ha majoriteten av oppdrettsanleggene sine langs norskekysten er at rammevilkårene for oppdrett i Norge stadig blir strengere, i tillegg til at produksjonskostnadene er høyere enn i andre land. Med hensyn til diversifisering kan det hevdes å være en fordel for Marine Harvest og Grieg Seafood at de har oppdrettsvirksomhet i flere land. Dersom eventuelle handelssanksjoner mot norsk eksport skulle finne sted har konkurrentene til Lerøy virksomhet i andre land å støtte seg til.

Produkt

Det er store likhetstrekk mellom de norske oppdrettsselskapene når det gjelder produkt, da alle selger de samme standardiserte produktene. Lerøy kan ha en fordel ved at de selger størstedelen av sine produkter til sluttkunden under egen merkevare. Selskapet har et unikt fokus på merkevarebygging, og dette bidrar til å styrke deres markedsposisjon.

Til tross for at produktene er lite differensierte, skiller Lerøy seg fra bransjen ved at de har hvitfisk og skalldyr som to prioriterte satsningsområder. Det kan være et potensiale for å ta ut høyere pris for hvitfisk i fremtiden, og dersom Lerøy lykkes med å gjøre hvitfisken tilgjengelig i flere markeder kan dette være positivt for selskapet. Lerøy har tradisjoner for å utvikle nye produkter og deres tilstedeværelse i strategisk viktige markeder kan gi selskapet en liten fordel i forhold til konkurrentene.

Marked

Størstedelen av norskprodusert laks blir eksportert til utlandet. De viktigste salgsmarkedene for bransjen er Europa, Asia og USA. Lerøy, SalMar og NRS sitt hovedmarked er Europa, mens Marine Harvest og Grieg Seafood skiller seg ut ved å eksportere mest til det amerikanske markedet. Det er lite som tilsier at Lerøy har fordeler å hente ved at deres hovedområde for eksport er Europa, da alle aktører er til stedet i de viktigste markedene. Oppdrettsselskapene står derfor alle overfor den samme markedsrisikoen. Det bør imidlertid nevnes at få andre aktører i bransjen har et like stort omfang av salgskontorer og samarbeidspartnere i utlandet som det Lerøy har.

Verdikjeden

Lerøys kontroll over aktivitetene i verdikjeden skiller seg i liten grad fra de andre aktørene i bransjen. Lerøy og SalMar har kontroll over hele verdikjeden, foruten fôrproduksjon. Marine Harvest er det eneste oppdrettsselskapet som har kontroll over alle ledd i verdikjeden, inkludert produksjon av fiskefôr, og innehar dermed en sterk posisjon på dette området. Fiskefôr utgjør en betydelig andel av selskapenes varekostnad, og det er nærliggende å tro at Marine Harvest har en fordel ved at de får lavere fôrkostnader ved å produsere dette selv.

Lerøy har bransjens nyeste og mest moderne smoltanlegg som benytter seg av resirkuleringsteknologi (Lerøy, 2015). Konsernet har med dette muliggjort utvikling, produksjon og testing av en pilot for et postsmoltanlegg, og selskapet vil med dette tilegne seg

ny kunnskap innen teknologi på området. Prosjektet er nylig oppstartet, og det kan være spennende å se hva selskapet får ut av dette anlegget i fremtiden. Lerøy har i tillegg en ledende rolle når det gjelder bruk av rensefisk, og kan med positiv utvikling i dette prosjektet være mer kapabel enn sine konkurrenter til å bekjempe lakselus.

Finansiell posisjon

Oppdrettsselskapene har alle en solid finansiering, med en egenkapitalandel på mellom 30 og 55 prosent. Sammenlignet med de andre aktørene i bransjen ligger Lerøy i øverste sjiktet med en egenkapitalandel på over 50 prosent. Lerøy, SalMar og Marine Harvest leverer alle gode resultater og anses for å være svært solide selskap. Grieg Seafood og NRS er også solid finansiert, men leverer lavere resultater enn resten av bransjen i enkelte år. En sterk finansiell posisjon er viktig for fremtidig vekst, da verdiskaping er avhengig av investeringer i nye konsesjoner og oppkjøp av mindre aktører.

3. Valg av verdsettelsesteknikk

Dette kapittelet gir innledningsvis en presentasjon av tre ulike teknikker for verdivurdering: *fundamental*, *komparativ* og *opsjonsbasert* verdsettelse. Vi vil beskrive de ulike metodene og vurdere hvilken som egner seg best for å verdsette Lerøy. Avslutningsvis presenterer vi den valgte verdsettelsesteknikken, og gir en forklaring på hvorfor vi har valgt å benytte oss av denne metoden.

3.1 Ulike verdsettelsesteknikker

Det finnes flere ulike måter å foreta en verdsettelse på. I følge Damodaran (2012) er det vanlig å skille mellom tre hovedtyper av verdsettelsesteknikker: *fundamental*, *komparativ* og *opsjonsbasert verdsettelse*. De ulike metodene har sine fordeler og ulemper, og brukes derfor til ulike formål. Ettersom ulike metoder har forskjellige styrker og svakheter brukes metodene ofte som supplement, og ikke alternativer. Hvilken metode som egner seg best i en verdivurdering avhenger av flere faktorer, deriblant tilgang på informasjon, tid til disposisjon og krav til pålitelighet (Kaldestad & Møller, 2016). Videre vil valg av metode også avhenge av forhold knyttet til selve selskapet som skal verdsettes. Det er viktig å ta hensyn til hvilken bransje selskapet opererer i, samt hvilken fase i livssyklusen selskapet befinner seg i.

3.1.1 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse baserer seg på hvilke kontantstrømmer et selskap kan forvente å generere i fremtiden. For å estimere verdien av et selskap beregner man nåverdien av de forventede fremtidige kontantstrømmene (Kaldestad & Møller, 2016).

En fundamental verdsettelse tar utgangspunkt i en analyse av underliggende forhold gjennom strategisk regnskapsanalyse og utarbeidelse av prognoseregnskap. Basert på offentlig tilgjengelig informasjon, hovedsakelig års- og kvartalsrapporter, gjennomføres en kvalitativ strategisk analyse av selskapet og bransjen, samt en kvantitativ regnskapsanalyse. Analysen brukes til å utarbeide et prognoseregnskap, som danner grunnlaget for den fundamentale verdsettelsen. For å komme frem til et verdiestimat må vi beregne et avkastningskrav som brukes til å neddiskontere de forventede kontantstrømmene i prognoseregnskapet. Det er selskapets fremtidige inntjening som bestemmer selskapsverdien, men for å få en forståelse for den underliggende inntjeningen til selskapet er det nødvendig å analysere historisk regnskapsinformasjon. Ved å identifisere historiske trender for selskapet og bransjen blir man

i bedre stand til å predikere fremtidig inntjening. Ved å analysere historisk regnskapsinformasjon langt tilbake i tid blir det enklere å danne seg et bilde av hva lønnsomheten typisk ligger på i høy- og lavkonjunkturer, eller i et normalt år. For sykliske bransjer er det spesielt viktig at man som analytiker får med seg både opp- og nedgangsperioder. Velger man en for kort analyseperiode risikerer man at prognosene som utarbeides ikke blir pålitelige nok. På den andre siden vil en for lang analyseperiode trolig ikke gi relevant informasjon, ettersom markedet og viktige forutsetninger kan ha endret seg betydelig.

Det finnes flere måter å foreta en fundamental verdivurdering på, og man skiller ofte mellom to hovedteknikker; *egenkapitalmetoden* og *total kapitalmetoden* (Damodaran, 2012). Metodene skiller seg fra hverandre ved at egenkapitalmetoden verdsetter egenkapitalen direkte, mens total kapitalmetoden verdsetter egenkapitalen indirekte.

3.1.1.1 Total kapitalmetoden

Total kapitalmetoden har til hensikt å estimere verdien av den underliggende driften til selskapet og verdsetter egenkapitalen indirekte ved å trekke netto finansiell gjeld fra den estimerte virksomhetsverdien (Enterprise Value). Metoden diskonterer fremtidige kontantstrømmer fra drift, etter skatt, med et vektet avkastningskrav som tar høyde for egenkapital og gjeldsfinansiering, WACC.

$$EV = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{E(FCFF)_t}{(1 + WACC)^t}$$

Formel 1 – Enterprise Value (Kaldestad & Møller, 2016)

EV = Virksomhetsverdi (Enterprise Value)

E(FCFF_t) = Forventet fri kontantstrøm til total kapitalen i år t (etter skatt)

WACC = Avkastningskravet til total kapitalen (etter skatt)

I denne modellen beregnes den kontantstrømmen som er tilgjengelig for selskapets aksjonærer og kreditorer. Resultat før avskrivninger og amortiseringer, EBITDA, brukes som et estimat på kontantstrømmen fra driften. For å komme frem til fri kontantstrøm til total kapitalen (FCFF) legges av- og nedskrivninger til driftsresultatet, da dette ikke er betalbare utgifter. Investeringer trekkes fra, ettersom disse representerer en utbetaling for selskapet. Videre må man justere for endring i arbeidskapital. En økning i arbeidskapitalen vil redusere selskapets

kontantstrøm, mens en reduksjon vil øke kontantstrømmen. Virksomhetsverdien vil være nåverdien av forventet fremtidig fri kontantstrøm til totalkapitalen. Tabell 6 viser hvilke poster som inngår i FCFF.

Fri kontantstrøm til totalkapitalen	
	Inntekter
-	Kostnader før avskrivninger
=	EBITDA
-	Av- og nedskrivninger
=	EBIT
-	Skatt på EBIT
=	Driftsresultat etter skatt
+	Av- og nedskrivninger
-	Investeringer
+/-	Endring i arbeidskapital
=	Fri kontantstrøm til totalkapitalen (FCFF)

Tabell 6 - Fri kontantstrøm til totalkapitalen (Kaldestad & Møller, 2016)

Jo lengre frem i tid man kommer, jo større usikkerhet er det knyttet til kontantstrømmene, og på et tidspunkt er det ikke lenger hensiktsmessig å utarbeide eksplisitte prognoser for fri kontantstrøm. Den eksplisitte prognoseperioden skal om mulig dekke perioden frem til selskapet er i steady state, det vil si til selskapet når en stabil vekstfase. Etter den eksplisitte prognoseperioden antar vi at veksten i fri kontantstrøm er konstant, og vi benytter Gordons formel for å estimere en terminalverdi (continuing value).

$$T_n = \frac{E(FCFF)_{n+1}}{(WACC - g)}$$

Formel 2 – Gordons formel (Kaldestad & Møller, 2016)

T_n = Terminalverdi ved tidspunkt

$E(FCFF)_n$ = Forventet fri kontantstrøm i terminalåret

WACC = Avkastningskravet til totalkapitalen (etter skatt)

g = Evig vekstrate

For å finne total Enterprise Value må vi legge sammen verdien fra den eksplisitte prognoseperioden med verdien i terminalåret. For å finne nåverdien av Enterprise Value er det viktig at man også husker å neddiskontere terminalverdien. For å komme frem til verdien på egenkapitalen trekkes netto finansiell gjeld fra Enterprise Value. Selskapets egenkapitalverdi kan altså beregnes på følgende måte:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{E(FCFF)_t}{(1+WACC)^t} + \frac{E(FCFF)_{n+1}}{(WACC-g)} * \frac{1}{(1+WACC)^n} - \text{netto finansiell gjeld}$$

Formel 3 – Selskapets egenkapitalverdi ved bruk av total kapitalmetoden (Kaldestad & Møller, 2016)

$V_0 =$ Selskapets egenkapitalverdi

Netto finansiell gjeld = Finansielle eiendeler – finansiell gjeld

Verdien av egenkapitalen er altså lik verdien av driften justert for netto finansposter. Etter å ha justert for netto finansiell gjeld kommer man frem til den underliggende verdien av egenkapitalen på selvstendig basis (stand alone-verdi). Det er viktig å være oppmerksom på at denne verdien ikke alltid samsvarer med markedsprisen på selskapet, da verdien av egenkapitalen kan justeres med ulike premier og rabatter. Lav likviditet i aksjen, eller en dominerende eier, kan for eksempel bidra til at aksjen omsettes for en lavere pris i markedet. Typiske rabatter er minoritetsrabatt, likviditetsrabatt, småselskapsrabatt og konglomeratrabatt. Er målet å estimere en salgs- eller markedsverdi på selskapets aksje bør man derfor gjøre en ytterligere vurdering knyttet til hvorvidt den underliggende verdien skal justeres.

3.1.1.2 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden foretar en direkte verdivurdering av de fremtidige kontantstrømmene til selskapets egenkapital. Verdien av egenkapitalen finnes ved å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer ved bruk av et krav til egenkapitalen (Damodaran, 2012).

Innenfor egenkapitalmetoden skiller man igjen mellom tre ulike modeller; *fri kontantstrømmodellen, dividendemodellen og residualinntekt/superprofittmodellen.*

Fri kontantstrøm til egenkapitalen

I fri kontantstrøm til egenkapitalen beregnes den kontantstrømmen som er tilgjengelig for selskapets eiere. Denne metoden viser kontantstrømmen etter at de finansielle postene er trukket fra. Egenkapitalverdien vil være nåverdien av forventet fremtidig fri kontantstrøm til egenkapitalen (FCFE). På samme måte som ved fri kontantstrøm til total kapitalen, legges av- og nedskrivninger til, og investeringer trekkes fra driftsresultatet etter skatt. Endring i arbeidskapital må også justeres for. Til slutt trekker man fra tilbakebetaling av gjeld, og legger til nye lån. Ettersom fri kontantstrøm til egenkapitalen ser på kontantstrømmen som er tilgjengelig for aksjonærene, inkluderes betaling av renter, nedbetaling av lån, samt opptak av nye lån. Tabell 7 viser hvilke poster som inngår i fri kontantstrøm til egenkapitalen.

Fri kontantstrøm til egenkapitalen	
	Driftsresultat etter skatt
+	Netto av- og nedskrivninger
-	Investeringer
+/-	Endring i arbeidskapital
+/-	Endring lån
=	Fri kontantstrøm til egenkapitalen (FCFE)

Tabell 7 - Fri kontantstrøm til egenkapitalen (Damodaran, 2012)

Etter å ha estimert de fremtidige kontantstrømmene etter skatt må disse diskonteres med avkastningskravet til egenkapitalen. For at det skal være sammenheng mellom teller og nevner er avkastningskravet til egenkapitalen også etter skatt.

$$V_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{E(FCFE)_t}{(1 + k_e)^t}$$

Formel 4 – Egenkapitalmodellen (Kaldestad & Møller, 2016)

V_0 = Verdi av egenkapitalen til selskapet ved tidspunkt 0

$E(FCFE)_t$ = Forventet fri kontanstrøm til egenkapitalen ved tidspunkt t (etter skatt)

k_e = Avkastningskravet til egenkapitalen (etter skatt)

Modellen forutsetter at kapitalstrukturen er lik gjennom hele perioden, ettersom en endret gjeldsandel vil endre avkastningskravet til egenkapitalen. Egenkapitalkostnaden vil vanligvis øke med økt gjeldsandel på grunn av større risiko for eierne, og egenkapitalmetoden kan dermed være mindre anvendelig for selskaper hvor kapitalstrukturen varierer over tid.

Dividendemodellen

Etter dividendemodellen er verdien av egenkapitalen lik nåverdien av fremtidige dividender (Kaldestad & Møller, 2016). Egenkapitalen blir verdsatt direkte gjennom å lage estimater på fremtidige dividender, for så å diskontere disse med avkastningskravet til egenkapitalen. Modellen er intuitivt fornuftig ettersom utbytte er den mest direkte form for avkastning man får som aksjonær.

$$V_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{D_t}{(1 + k_e)^t}$$

Formel 5 – Dividendemodellen (Kaldestad & Møller, 2016)

V_0 = Verdien av egenkapitalen til selskapet ved tidspunkt 0

D_t = Forventet dividende pr aksje i år t

k_e = Avkastningskravet til egenkapitalen

Dersom man antar at dividenden vil øke med en konstant vekstrate (g) i all fremtid, kan dividendemodellen forenkles ved bruk av Gordons formel.

$$V_0 = \frac{(1 + g)D_0}{(k_e - g)} = \frac{D_1}{(k_e - g)} \quad \text{der } g = b * ROE$$

Formel 6 – Gordons vekstformel (Kaldestad & Møller, 2016)

V_0 = Verdien av selskapets egenkapital ved tidspunkt 0

D_1 = Dividendeutbetaling i år 1, totalt for selskapet

k_e = Avkastningskravet til egenkapitalen

g = Forventet konstant vekstrate på dividende

b = Tilbakeholdt overskudd

ROE = Avkastning på egenkapital

Vekstraten (g) avhenger av tilbakeholdt overskudd (b) og avkastningen på egenkapitalen (ROE). Jo høyere tilbakeholdt overskudd og avkastning på egenkapitalen er, jo høyere vil vekstraten til selskapet være. For å maksimere verdien av selskapets egenkapital bør selskapet betale dividende hvis $ROE < k_e$. I motsatt tilfelle bør selskapet la være å betale utbytte hvis $ROE > k_e$.

En av de største problemene med dividendemodellen er at utbytte fastsettes diskresjonært, noe som innebærer at styret i selskapet bestemmer hvordan utbyttepolitikken skal være. Historiske utbytter sier dermed ikke noe om hva utbytte blir i fremtiden, og det er ikke nødvendigvis en sammenheng mellom selskapets lønnsomhet og dividendeutbetalingene.

Residualinntekt/superprofittmodellen

Residualinntektsmodellen verdsetter egenkapitalen som dagens bokførte verdi av egenkapitalen, pluss nåverdien av forventet fremtidig superprofitt. Et selskap har superprofitt hvis kapitalavkastningen overstiger avkastningskravet. Dette er altså en modell som tar hensyn til alternativkostnaden av den investerte kapitalen. Verdien av egenkapitalen uttrykkes gjennom følgende formel:

$$V_0 = BV_0 + \sum_{t=1}^{t=n} \frac{Ri_t}{(1 + k_e)^t} \quad \text{der } Ri_t = E_t - k_e BV_{t-1}$$

Formel 7 – Residualinntekt/Superprofittmodellen (Kaldestad & Møller, 2016)

V_0 = Verdien av egenkapitalen

BV_0 = Bokført verdi av egenkapitalen på tidspunkt 0

Ri = Residual income (Superprofitt)

k_e = Avkastningskravet til egenkapitalen

E_t = Earnings (Resultat etter skatt)

En fordel med denne metoden er at den i større grad enn kontantstrømmer kan være et nyttig styringsverktøy for ledelsen. Modellen tar hensyn til at resultatet per aksje delvis ignorerer kapitalkostnaden til selskapet. Resultat etter skatt er ikke nødvendigvis et godt mål på om selskapet har skapt verdier i en periode dersom ikke alternativkostnaden til egenkapitalen er trukket fra. Et av hovedproblemene med denne metoden er at avkastningskravet ikke gir økonomisk mening på bokført egenkapital, med mindre alt i regnskapet hadde vært vurdert til virkelig verdi. Som oftest er ikke alt i balansen ført til virkelig verdi, og noen ganger benytter selskaper seg av en kortere, såkalt teknisk økonomisk levetid. I slike tilfeller vil ikke balanseverdien på en eiendel alltid stemme overens med markedsverdien. Modellen har sine fordeler og ulemper, men selv om denne modellen kan fungere i teorien er den vanskelig å bruke i praksis.

3.1.2 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse kjennetegnes av at man estimerer selskapsverdien basert på hva sammenlignbare virksomheter og eiendeler blir omsatt for i markedet (Damodaran, 2012). Metoden er lite ressurskrevende og intuitivt enkel å forstå, og nettopp derfor er komparativ verddivurdering ofte benyttet i praksis. En utfordring knyttet til denne metoden er at den krever at det eksisterer et marked for sammenlignbare selskaper og eiendeler, slik at man kan hente inn markedspriser. Det kan imidlertid være vanskelig å finne komparative selskaper og man må ofte nøye seg med mer grove sammenligninger.

Innenfor komparativ verdsettelse skiller man vanligvis mellom to ulike modeller; *markedsbasert multiplikatormodell* og *den balansebaserte substansverdimodellen*.

3.1.2.1 Markedsbasert tilnærming: Multiplikatormodellen

Multiplikatormodellen innebærer at man ser på den relative prisingen av komparative selskaper (Kaldestad & Møller, 2016). Verdivurdering ved hjelp av multipler gjøres ved å ta utgangspunkt i tall fra resultatoppstillingen eller balansen (skaleringsfaktor) og multiplisere disse med en multipl.

$$\text{Verdien av selskapet} = \text{Multiplikator} * \text{Skaleringsfaktor}$$

Formel 8 – Multiplbasert verdsettelse (Kaldestad & Møller, 2016)

Typisk skiller det mellom *balanseorienterte multipler*, *resultat- og kontantstrømbaserte multipler* og *ikke-finansielle multipler*. Eksempler på slike multipler presenteres i tabell 8.

Balanseorienterte multipler	Resultat- og kontantstrømbaserte multipler	Ikke-finansielle multipler
<ul style="list-style-type: none">• Pris/Bok• Pris/Net Asset Value	<ul style="list-style-type: none">• Pris/Fortjeneste• EV/Omsetning• EV/EBIT• EV/EBITDA	<ul style="list-style-type: none">• Pris/Kunde• EV/Antall ansatte• EV/Produsert volum

Tabell 8 – Balanseorienterte, resultat- og kontantstrømbaserte, og ikke-finansielle multipler (Kaldestad & Møller, 2016)

Multiplikatormodellen estimerer nåverdien av selskapets fremtidige kontantstrømmer indirekte med utgangspunkt i prisingen av relativt like selskaper. For å benytte denne metoden er det avgjørende at man finner like selskaper, noe som kan være utfordrende. For å sikre at sammenlignbare selskaper er like nok kan det være nødvendig å foreta enkelte justeringer. Eventuelt kan man finne en gjennomsnittlig multiplikator basert på flere komparative selskaper.

Hovedutfordringen med denne metoden er at selskaper sjeldent har nøyaktig samme størrelse, lik risikoprofil, vekstforventning, kapitalstruktur osv. Selv om multiplikatormodellen er en indirekte og forenklet måte å verdsette fremtidige kontantstrømmer på, kan metoden være godt egnet som et supplement til den fundamentale verdsettelsen og den kan brukes for å etterprøve verdiesimatet. I kapittel 9 kommer vi tilbake til hvilke multipler vi benytter i den komparative verdsettelsen.

3.1.2.2 Balansebasert tilnærming: Substansverdimodellen

I substansverdimodellen verdsettes selskapets eiendeler til det de anslagsvis kan selges for i markedet i dag, om mulig basert på observerbare priser på lignende eiendeler (Kaldestad & Møller, 2016). Fokuset er på selskapets eiendeler og deres selvstendige verdi, ikke på samspillet mellom eiendelene og hvordan aktiva benyttes i selskapet. Verdien av selskapet settes til markedsverdien av selskapets eiendeler fratrukket netto rentebærende gjeld og latent skatt.

$$\text{Verdien av selskapet} = \text{Eiendeler} - (\text{Netto rentebærende gjeld} + \text{Latent skatt})$$

Formel 9 – Substansverdimodellen (Kaldestad & Møller, 2016)

For at modellen skal ha verdi i praksis bør eiendelenes verdi være uavhengig av selskapet og deres aktiviteter. I tillegg bør det eksistere et marked hvor eiendelene kan omsettes. Metoden egner seg best til å verdsette selskaper innenfor bransjer som shipping og eiendom, der selskapene er kapitalintensive og eiendelene til selskapet er lett å identifisere. Metoden er antagelig minst anvendbar ved verdsettelse av tradisjonelle selskaper, hvor mye av selskapsverdien er bundet opp i immaterielle eiendeler som er vanskelig å finne markedsverdien på. Under presenteres ulike substansverdimodeller.

Bokførte verdier

Bokførte verdier er uinteressant i verdsettelsessammenheng ettersom verdiene i balansen ikke reflekterer virkelige verdier. I henhold til regnskapsprinsippene i IFRS er det ikke lov å balanseføre goodwill utenom det som er oppkjøpt. Dersom man hadde benyttet denne metoden ville verdien av anerkjente merkevarer vært langt lavere enn reell verdi.

Markedsverdi av enkelteiendeler

Markedsmetoden forutsetter at det finnes et marked for selskapets eiendeler. Metoden innebærer at man summerer alle eiendelene og beregner markedsverdien av disse. Deretter estimerer man latent skatt ved salg basert på markedsprisen. Latent skatt finnes ved å multiplisere differansen mellom salgsverdi og skattemessig verdi med gjeldende skattesats (24%). Verdien av selskapet, *net asset value* (NAV) blir dermed markedsverdi av eiendelene fratrukket gjeld og skatt.

Break-up verdi

Et konglomerat driver med virksomhet innenfor flere ulike sektorer, og slike selskap kan ha behov for å estimere verdien av de ulike divisjonene i selskapet hver for seg. For å beregne break-up verdi summerer man verdiene av de ulike divisjonene. På grunn av ulike rabatter og premier ser man ofte at markedsverdien av et konglomerat, slik som for eksempel Orkla, er lavere enn break-up verdien. Store selskap har typisk en konglomeratrabatt som medfører at børsverdien blir lavere enn summen av alle virksomhetsdivisjonene.

Likvidasjonsverdi

Dersom et selskap går konkurs, eller av andre grunner må realisere eiendelene sine raskt, kan likvidasjonsverdi være en relevant substansverdimetode. I tilfeller hvor realisering må skje raskt opplever man ofte at eiendelene blir solgt til en lavere verdi enn ved normale salgsprosesser og selskapsverdien kan derfor bli noe redusert. Dette kommer av at det kan være vanskelig å finne kjøpere på kort sikt, i tillegg til at det kan tenkes at potensielle kjøpere vet at selskapet planlegger likvidering. I sistnevnte tilfelle får kjøperen økt forhandlingsmakt overfor selger, og verdien av selskapet vil følgelig reduseres. Det må i tillegg trekkes fra avviklingskostnader i forbindelse med nedleggelsen.

3.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse

I enkelte situasjoner vil fundamental verdivurdering undervurdere verdien av selskapet, da denne teknikken ikke tar hensyn til fleksibilitet (Kaldestad & Møller, 2016). Opsjonsbasert verdsettelse er en utvidelse av fundamental verdsettelse da denne metoden inkluderer verdien av fleksibilitet som en egen komponent i verdivurderingen. Metoden blir derfor ofte brukt som et supplement til fundamentalanalysen.

$$\text{Verdien av selskapet} = \text{Verdi "as is"} + \text{nåverdien av fleksibilitet}$$

Formel 10 – Opsjonsbasert verdsettelse (Kaldestad & Møller, 2016)

Det skilles vanligvis mellom finansielle opsjoner og realopsjoner. Finansielle opsjoner gir eieren rett til å kjøpe eller å selge finansielle instrumenter til en forhåndsbestemt pris (Damodaran, 2012). Verdien av en realopsjon måles gjennom rettigheten, men ikke plikten, til å utvide, utsette eller stanse et prosjekt. Totalverdien av selskapet finnes ved å summere nåverdien av fremtidige kontantstrømmer med opsjonsverdien.

Verdivurdering ved bruk av realopsjoner er hovedsakelig relevant dersom selskapet står overfor spesielle rettigheter, patenter, lisenser og ikke-utviklede naturressurser og landområder (Kaldestad & Møller, 2016). Opsjonsbasert verdsettelse egner seg blant annet for selskaper som befinner seg i en oppstartsfase og som vokser mye. For modne og etablerte selskaper vil verdien av fleksibilitet i de fleste tilfeller ha begrenset merverdi dersom de ikke har planer om å ekspandere eller avslutte deler av virksomheten. I oppdrettsbransjen kan opsjonsverdier være knyttet til muligheten til å starte opp med landbaserte anlegg, eller avvikle produksjonsanlegg dersom lakseprisen falt under et gitt nivå.

Etterspørselen etter laks vil trolig holde seg på et høyt nivå fremover, men det er en del usikkerhet knyttet til hvorvidt Lerøy kan utvide driften sin, eller starte opp nye produksjonsanlegg innenfor rammene av dagens reguleringer. Teknologiske nyvinninger kan likevel tenkes å gi selskapene i bransjen mulighet til å ekspandere driften sin, og således kunne det vært aktuelt å supplere med opsjonsbasert verdsettelse i denne oppgaven.

3.2 Valg av verdsettelsesteknikk

En fundamental verdsettelse bygger på prognoser om fremtiden. For å utarbeide pålitelige prognoser forutsettes det at man har tilstrekkelig tilgang på historisk regnskapsinformasjon. Lerøy ble børsnotert i 2002, og selskapets historie strekker seg langt tilbake i tid. Dette gjør at vi har nødvendig regnskapsdata flere år tilbake i tid, og vi kan dermed foreta en grundig analyse av historisk regnskapsdata. Det stilles strenge krav til rapportering for børsnoterte selskaper, og som eksterne analytikere har vi derfor god tilgang på pålitelig informasjon.

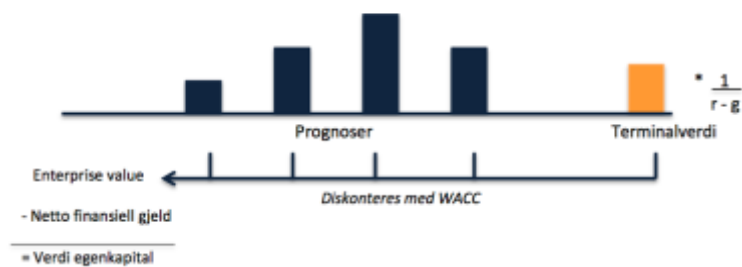
Den norske oppdrettsnæringen har historisk sett gått fra å være en bransje med mange små aktører, til å bli en næring med et fåtall store selskaper. Oppdrettsnæringen har vist lang og stabil inntjening, og veksten har stabilisert seg på et nivå som tilsier at bransjen er i en moden fase. Utsiktene for oppdrettsnæringen er god, og man ser en stadig økende global etterspørsel etter laks og annen sjømat. Lerøy har en sterk finansiell stilling, og selskapets evne til videre drift vurderes som svært positiv. På bakgrunn av pålitelige historiske data, samt gode framtidsutsikter for Lerøy og bransjen, mener vi at en fundamental verdsettelsesteknikk vil være godt egnet for å verdsette selskapet.

Optimalt sett bør man benytte mer enn en tilnærming i en verdsettelse, og vi har kommet frem til at komparativ verdivurdering vil være et godt supplement til den fundamentale verdivurderingen. Den norske oppdrettsbransjen er preget av et fåtall store aktører med relativt

lik historie og drift. Selskapene i bransjen har utviklet seg gjennom organisk vekst, oppkjøp og fusjoner. Laks er en standardisert og homogen vare, noe som innebærer at selskapene i bransjen i stor grad står overfor de samme eksterne omgivelsene og betingelsene. Operasjonell drift og risiko er relativ lik for selskapene i bransjen, og det finnes derfor grunnlag for å sammenligne Lerøy med andre selskaper i bransjen. Videre er selskapene i bransjen notert på Oslo Børs, og rapporterer etter samme regnskapsstandard (IFRS). Samlet sett finner vi det derfor relevant å benytte multiplikatormodellen som et supplement til den fundamentale verdsettelsen.

En opsjonsbasert verdsettelse kan være aktuelt dersom man ønsker å vurdere verdien av muligheten til å kjøpe og selge konsesjoner. I tillegg kan man verdsette muligheten til å åpne og drifte nye typer oppdrettsanlegg, slik som for eksempel landbaserte anlegg. Opsjonsbasert verdsettelse vil kunne være godt egnet dersom det er knyttet stor usikkerhet til framtidige valgmuligheter for Lerøy. I bransjer som er stabile og modne utgjør antakelig opsjonselementet begrenset verdi. Selv om det er viktig å finne innovative løsninger på de utfordringene oppdrettsbransjen står overfor i dag, konkurrerer selskapene i størst grad på operasjonell forbedring og kostnadskutt. Det kan også være vanskelig for oss å innhente informasjon for å analysere en eventuell opsjonsmulighet. På bakgrunn av dette anser vi metoden som mindre egnet til å verdsette Lerøy.

Vi har valgt å benytte oss av en 2-periodisk DCF-modell som baserer seg på resultat før av- og nedskrivninger (EBITDA) som et estimat på fri kontantstrøm fra drift. Vi estimerer virksomhetsverdien i en eksplisitt prognoseperiode, og finner terminalverdien. Disse verdiene diskonteres tilbake til i dag, slik at vi finner *Enterprise Value*. Verdien på egenkapitalen finnes ved å trekke fra netto finansiell gjeld.



Figur 13 – 2-periodisk DCF-modell (Kaldestad & Møller, 2016)

3.3 Rammeverk for fundamental verdsettelse

Når man gjennomfører en fundamental verdsettelse er det i henhold til Kaldestad & Møller (2016) vanlig å gå gjennom seks steg.

3.3.1 Steg 1: Omgruppering for analyseformål

Det første steget er å foreta en omgruppering av balansen for analyseformål. Målet med omgrupperingen er å skille de driftsrelaterte eiendelene og gjeldspostene fra de finansielle. I en verdsettelse er man normalt ute etter å verdsette kjerneaktiviteten til selskapet. Det er derfor ønskelig å skille ut de finansielle eiendelene, ettersom disse ikke påvirker selskapets drift. Det er netto finansielle eiendeler som er interessant å identifisere, ettersom man kan selge finansielle eiendeler og nedbetale finansiell gjeld, uten at dette påvirker selskapets drift. Netto finansielle eiendeler er finansielle eiendeler, fratrukket summen av rentebærende, finansiell gjeld. Netto finansiell gjeld vil benyttes i beregningen av WACC, og trekkes fra virksomhetsverdien for å finne verdien av egenkapitalen.

3.3.2 Steg 2: Normalisering av historiske resultater

Neste steg i prosessen er å normalisere det historiske resultatet. Dersom det er noen målefeil, må man justere for dette. Målefeil kan være knyttet til kreativ regnskapsføring, manglede bruk av virkelig verdi på poster i regnskapet, eller ukorrekte avskrivningstider. Et eksempel på dette kan være at ledelsen i et selskap foretar uhensiktsmessig store nedskrivninger i forkant av en børsnotering, for på den måten å bringe positive resultater til fremtiden. Videre har normalisering til formål å fjerne støy, og få frem det reelle underliggende resultatet fra driften. Ved å normalisere tidligere års resultater, kan man få frem den underliggende inntjeningen, rensset for tilfeldige inntekter og kostnader, engangsposter og lignende som ikke vil gjenta seg på regelmessig basis. Gevinst eller tap knyttet til salg av en eiendel kan eksempelvis være en

engangspost. Det samme kan en stor nedskrivning av varelager være. Det er imidlertid viktig å være kritisk til hva som kan klassifiseres som en engangspost. Restrukturering, nedskrivning og andre tilsynelatende engangsposter kan ha en tendens til å gjenta seg. Det er derfor viktig å ta hensyn til at noe omstrukturering og nedskrivning er vanlig. Målet er ikke å jevne ut resultatet, fjerne trender, eller gjøre resultatet likt normalen i bransjen, men å få frem det underliggende resultatet fra selskapets drift. De normaliserte resultatene vil gi en bedre indikasjon på hvilken inntjening man kan forvente fremover.

3.3.3 Steg 3: Analyse av selskapet

Etter å ha gjennomført en normalisering av de historiske resultatene, er det vanlig å analysere disse. Formålet med en slik nøkkeltallsanalyse er å identifisere og forstå historiske trender og resultatutviklingen i selskapet. Ved å måle kostnader i prosent av omsetning, eller beregne EBITDA-marginen, kan man enklere forstå historiske variasjoner og endringer i resultatet. En nøkkeltallsanalyse av selskapet vil dessuten gjøre det enklere å lage prognoser for fremtiden. Det kan være nyttig å sammenligne ulike nøkkeltall med komparative selskaper. Dersom selskapets marginer er vesentlig høyere enn bransjesnittet, uten at selskapet har en vedvarende strategisk fordel, kan dette være en indikasjon på at marginene sannsynligvis vil bli lavere i fremtiden.

Videre foretas det en strategisk analyse av selskapet og bransjen. Rammeverk som PESTEL, Porter og SVIMA benyttes ofte i denne sammenheng. Disse rammeverkene blir presentert nærmere i kapittel 5.

3.3.4 Steg 4: Utarbeiding av prognoseregnskap

Analysen i det foregående danner grunnlag for utarbeidelsen av prognoseregnskapet. Det finnes ikke noe fasitsvar på hvor lang den eksplisitte prognoseperioden bør være, da dette vil variere fra selskap til selskap og mellom bransjer. Normalt vil man typisk budsjettere fremtidig inntjening i en 5-15 års periode, eller til selskapet når steady state. Tiden det tar før et selskap vil nå steady state, avhenger i stor grad av hvor i livssyklusen selskapet befinner seg.

For å beregne verdien etter den eksplisitte prognoseperioden benytter man Gordons formel. I en verdsettelse antar man at selskapet varer evig, og man kan derfor argumentere med at continuing value er en mer treffende beskrivelse enn terminalverdi. Ved å legge sammen

verdien fra Gordons formel med verdien fra den eksplisitte prognoseperioden, finner man verdien av selskapet før diskontering.

Ettersom det er mye usikkerhet knyttet til de fremtidige prognosene, kan det være hensiktsmessig å foreta en sannsynlighetsvektet scenarioanalyse. Konjunktursvingninger, fall i råvarepriser og andre hendelser som kan være vanskelig å forutse, tilsier at det kan være lurt å lage flere ulike prognoser som man vekter med en forventet sannsynlighet. En mulighet er å lage et base case, et best case og et worst case scenario.

3.3.5 Steg 5: Fundamental verdsettelse

I dette steget gjennomføres den fundamentale verdsettelsen, og man trenger i den forbindelse et avkastningskrav for å diskontere kontantstrømmene. Når man gjennomfører en fundamental verdsettelse kommer man frem til den selvstendige verdien på selskapets egenkapital. Dersom målet med verdsettelsen er å finne en markedsverdi på selskapet, er det viktig å være oppmerksom på at den selvstendige verdien ikke nødvendigvis er lik prisen aksjene omsettes for i markedet. Etter å ha estimert den underliggende verdien på egenkapitalen på selvstendig basis kan det derfor være aktuelt å justere for ulike premier og rabatter.

3.3.6 Steg 6: Vurdering av verdiene

Det er viktig å foreta en vurdering av om verdiene man har kommet frem til virker fornuftige. Dette kan man gjøre ved å gjennomføre en sensitivitetsanalyse hvor man endrer kritiske resultat- og verdidrivere, og ser på effekten av dette. Verdien man beregner er ofte svært sensitiv for de forutsetningene som legges til grunn. Et eksempel på en faktor som kan få avgjørende betydning for verdiestimatet er vekstfaktoren, g . Ved å endre vekstutsiktene litt, risikerer man at verdiestimatet endrer seg betydelig. Et alternativ er å utføre en simulering hvor man gjør kritiske resultat- og verdidrivere om til stokastiske variabler. I tillegg kan det være effektivt å bruke multipler for å sammenligne verdiestimatet med markedsverdien på komparative selskaper. En typisk fallgrube er å bli for optimistisk i sin verddivurdering, og det kan derfor være hensiktsmessig å foreta en grundig vurdering av de verdiene man kommer frem til.

4. Regnskapsanalyse

Formålet med regnskapsanalysen er å beskrive Lerøys finansielle situasjon og si noe om selskapets økonomiske utvikling. Analysen tar utgangspunkt i offentlige tilgjengelige årsregnskap, samt tilhørende tilleggsopplysninger i notene. I dette kapitlet vil vi starte med å gjøre rede for valg av analysenivå og analyseperiode. Videre vil vi presentere Lerøys historiske resultatregnskap og balanse før vi omgrupperer og normaliserer dette. Avslutningsvis vil vi foreta en nøkkeltallsanalyse hvor vi analyserer lønnsomhet, likviditet og soliditet i bransjen og i Lerøy. I tillegg vil vi foreta en common size analyse og gjennomføre en syntetisk rating. Sammen med den strategiske analysen i kapittel 5, vil regnskapsanalysen være med på å danne grunnlaget for våre fremtidsprognoser i kapittel 6.

4.1 Valg av analysenivå og analyseperiode

Analysenivå

En virksomhet kan enten analyseres samlet som en helhet, eller separat som ulike datterselskap og forretningsområder (Kaldestad & Møller, 2016). Hvilket analysenivå som bør velges avhenger av antall forretningsområder, avhengigheten mellom disse og tilgang til regnskapsinformasjon. Virksomheten til Lerøy utøves gjennom flere datterselskaper i Norge og utland. Konsernet rapporterer i tre segmenter: *Havbruk*, *Bearbeiding* samt *Salg og distribusjon*. Til tross for at Lerøy har aktiviteter i tre ulike segmenter, er alle forretningsområdene tett integrerte og en del av selskapets verdikjede. Konsernregnskapet er offentlig tilgjengelig, mens regnskapsinformasjonen til de ulike datterselskapene er begrenset. Vi finner det derfor mest hensiktsmessig å vurdere Lerøy som et helhetlig selskap, og vi velger å basere analysen på konsernregnskapet til selskapet.

Analyseperiode

I analysen av historiske regnskapstall benytter vi tall fra 2011 til 2016. Lerøy befinner seg i en syklisk bransje, og følgelig er det viktig at analyseperioden er relativt lang slik at vi får med både opp- og nedgangskonjunkturer. I sykliske bransjer er selskapene følsom for skiftende konjunkturer, og resultatene er avhengig av hvor i syklusen selskapet befinner seg. Lakseprisen er en viktig faktor for oppdrettsselskapenes resultater, og ved å benytte oss av en lang analyseperiode kan vi i større grad avdekke svingningene i lakseprisen og dens påvirkning på resultatet. Utfordringene bransjen står overfor i dag er ikke nødvendigvis de samme som for 10 år siden, og vi velger derfor å benytte en analyseperiode på 6 år.

4.2 Presentasjon av historiske regnskapstall

I dette kapittelet vil vi presentere Lerøys historiske resultatregnskap og balanse. De historiske regnskapstallene er hentet fra årsrapporter for årene 2011-2015, samt kvartalsrapporten for fjerde kvartal 2016. Årsrapporten for 2016 blir ikke tilgjengelig før andre kvartal 2017, og for å få med regnskapstall fra 2016 blir vi derfor nødt til å benytte oss av kvartalsrapporten for fjerde kvartal 2016. Kvartalsrapporten er mindre detaljert enn årsrapportene, og selskapet rapporterer i samleposter som er vanskelig å splitte opp. Resultatregnskapet og balansen presenteres i sin helhet i tabell 9 og 10 for å gi leseren en bedre forståelse av justeringene som er gjort under omgrupperingen og normaliseringen i kapittel 4.3 og 4.4.

Lerøy Seafood Group konsern (I 1000 NOK)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
DRIFTSINTEKTER OG DRIFTSKOSTNADER						
Driftsinntekter	9 176 873	9 102 941	10 764 714	12 579 465	13 450 725	17 269 278
Andre gevinster og tap	0	0	50 805	117 409	34 206	457
Varekjøp	6 184 793	6 499 768	7 039 813	8 450 392	9 278 374	9 981 245
Endring varelager	-318 613	-57 449	-258 380	-447 053	-465 960	283 775
Lønn og andre personalkostnader	967 789	1 031 872	1 094 464	1 270 880	1 411 024	1 785 537
Andre driftskostnader	858 107	853 884	1 004 148	1 262 518	1 447 625	1 864 088
EBITDA	1 484 797	774 866	1 938 474	2 160 138	1 813 869	3 355 089
Avskrivninger	271 899	291 768	307 175	369 480	433 916	511 621
Nedskrivninger	0	33 000	5 500	1 982	0	
Driftsresultat før verdijustering av biologiske eiendeler	1 212 898	450 098	1 625 799	1 788 676	1 379 953	2 843 468
Verdijustering av biologiske eiendeler	-615 767	294 735	764 229	-327 414	188 508	1 470 561
Driftsresultat	597 131	744 832	2 390 0289	1 461 262	1 568 461	4 314 030
TILKNYTTET VIRKSOMHET OG NETTO FINANS						
Inntekt fra tilknyttet selskap	19 741	24 831	192 188	91 939	61 376	262 783
Netto finansposter	-81 884	-95 153	-101 840	-119 790	-128 728	-131 491
Resultat før skattekostnad	534 988	674 509	2 480 376	1 433 411	1 501 110	4 445 321
Sum skattekostnad	-156 311	-182 749	-593 981	-328 939	-268 226	-926 691
Årsresultat	378 677	491 760	1 886 395	1 104 473	1 232 883	3 518 630
Herav kontrollerende eierinteressers andel	382 705	480 797	1 733 352	1 055 916	1 179 718	3 224 143
Herav ikke-kontrollerende eierinteressers andel	-4 028	10 963	153 043	48 557	53 165	294 488
Resultat per aksje	7,01	8,81	31,76	19,35	21,62	56,49

Tabell 9 – Historisk resultatregnskap for Lerøy (Lerøy, 2011-2016)

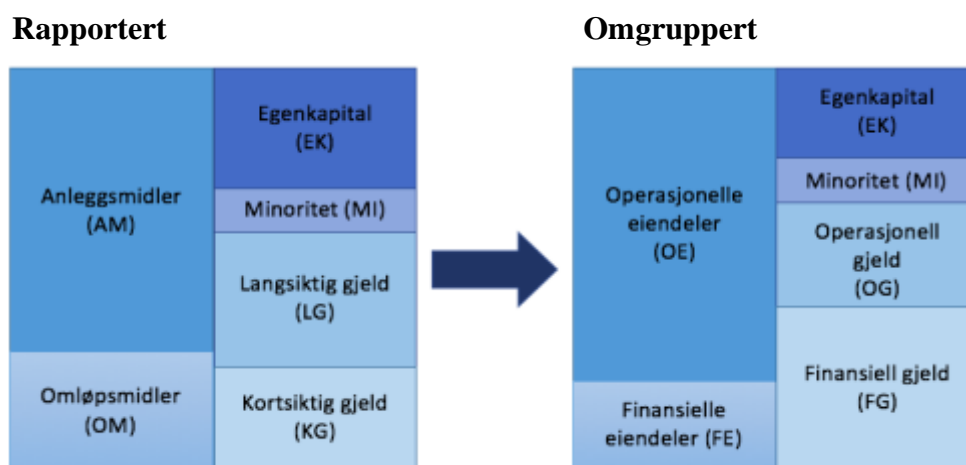
Lerøy Seafood Group konsern (I 1000 NOK)	31.12.11	31.12.12	31.12.13	31.12.14	31.12.15	31.12.16
ANLEGGSMIDLER						
Utsatt skattefordel	6 546	21 545	11 807	42 263	41 536	
Konsesjoner, rettigheter og goodwill	3 878 873	3 972 053	3 987 141	4 234 391	4 349 916	8 049 507
Bygninger, tomter og driftsmidler	1 836 384	2 094 539	2 377 012	2 676 716	2 899 633	4 209 108
Aksjer i tilknyttede selskaper	329 168	331 056	735 071	566 965	670 952	815 574
Aksjer tilgjengelig for salg	23 173	18 281	5 553	8 066	7 293	
Langsiktige fordringer	8 453	8 607	26 171	32 263	17 246	
SUM ANLEGGSMIDLER	6 082 597	6 446 081	7 142 755	7 560 664	7 986 576	13 074 189
OMLØPSMIDLER						
Biologiske eiendeler	2 370 938	2 724 941	3 727 361	3 681 993	4 320 830	6 418 313
Andre varer	328 045	326 225	358 482	524 947	552 065	721 803
Kundefordringer	934 443	995 289	1 486 428	1 427 796	1 568 820	2 183 385
Andre fordringer	148 395	199 083	316 192	302 692	307 798	447 199
Kontanter og kontantekvivalenter	1 597 429	1 082 797	872 513	1 360 272	1 247 614	2 233 700
SUM OMLØPSMIDLER	5 379 250	5 328 337	6 760 976	7 297 700	7 997 127	12 004 399
SUM EIENDELER	11 461 847	11 774 419	13 903 731	14 858 364	15 983 703	25 078 588
EGENKAPITAL						
Aksjekapital	54 577	54 577	54 577	54 577	54 577	
Egne aksjer	-330	-330	-330	-330	-330	
Overkurs	2 731 690	2 731 690	2 731 690	2 731 690	2 731 690	
SUM INNSKUTT EGENKAPITAL	2 758 937	2 758 937	2 785 937	2 785 937	2 785 937	4 837 893
Opptjent egenkapital	2 476 898	2 528 638	3 969 263	4 476 377	5 099 758	7 702 054
Ikke-kontrollerende eierinteresser	534 931	649 381	793 747	817 282	878 357	935 478
SUM EGENKAPITAL	5 797 766	5 963 956	7 548 947	8 079 596	8 764 052	13 475 426
LANGSIKTIG GJELD						
Langsiktig rentebærende gjeld	2 429 365	2 402 770	2 356 803	2 767 118	2 377 123	4 541 276
Utsatt skatt	1 083 693	1 230 458	1 486 972	1 531 262	1 567 973	
Pensjonsforpliktelser	7 812	7 646	3 227	6 878	3 765	
Andre forpliktelser	7 168	44 788	36 700	131 980	126 674	2 929 448
Sum langsiktig gjeld	3 528 038	3 685 662	3 883 702	4 437 238	4 075 535	
KORTSIKTIG GJELD						
Leverandørgjeld	705 165	826 677	1 059 434	1 053 524	915 981	
Kortsiktige kreditter	760 977	911 887	682 574	469 276	1 465 144	1 084 089
Skyldige offentlige avgifter	62 386	66 915	103 656	70 073	123 457	
Betalbar skatt	322 105	88 925	320 344	335 062	200 151	
Annen kortsiktig gjeld	285 410	230 400	305 074	413 595	439 383	3 038 349
Sum kortsiktig gjeld	2 136 043	2 124 802	2 471 082	2 341 530	3 144 116	
SUM GJELD	5 664 081	5 810 464	6 354 784	6 778 768	7 219 651	11 603 162
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	11 461 847	11 774 419	13 903 731	14 858 364	15 983 703	25 078 588

Tabell 10 – Historisk balanse for Lerøy (Lerøy, 2011-2016)

4.3 Omgruppering av balansen

I omgrupperingen er vi ute etter å skille mellom bedriftens finansielle og operasjonelle midler. De rapporterte postene er ikke alltid like nyttig for analyseformål, og vi velger derfor å omgruppere balansen slik vi har illustrert i figur 14 (Kaldestad & Møller, 2016). Vi er ute etter å skille ut driftsrelaterte aktiva ettersom det er dette som driver verdiskapningen i selskapet. Virksomhetsverdien består av operasjonelle eiendeler og gjeld som Lerøy trenger i den

daglige driften sin. Dette omfatter i hovedsak produksjonsanlegg, varelager, konsesjoner og arbeidskapital. Operasjonell gjeld er kortsiktig gjeld som man ikke betaler renter på, slik som leverandørgjeld. Finansielle eiendeler har ingen direkte tilknytning til selskapets drift, og dette kan eksempelvis være aksjer, derivater og andre finansielle aktiva. Finansiell gjeld er langsiktig rentebærende gjeld. For verdsettelsesformål er det mest hensiktsmessig at man finner virkelig verdi av finansielle eiendeler og gjeld.



Figur 14 - Omgruppering av balansen (Kaldestad & Møller, 2016).

4.3.1 Eiendeler

Kontanter, bankinnskudd og lignende

Lerøy hadde ved utgangen av 2016 ca. 2 223 MNOK i kontanter. Selskapet trenger noe likviditet til den daglige driften, og følgelig må deler av kontantbeholdningen være operasjonelle midler. Kontanter og bankinnskudd brukes til å dekke svingningene i arbeidskapital gjennom året, og ofte må man betale leverandører før man får oppgjør fra kundene. Kun overskuddslikviditeten anses som en finansiell eiendel, og dette er totalt bankinnskudd minus skattetrekksmidler og nødvendig driftslikviditet. Det er kun bankinnskudd som gir en finansiell avkastning som representerer en verdi utover virksomhetsverdien. Det vil dermed være avgjørende for egenkapitalverdien hvor stor andel av bankinnskuddet vi klassifiserer som finansielt.

Hvor stort likviditetsbehovet er vil variere fra bransje til bransje, men en grov tommelfingerregel kan være at operasjonelle kontanter tilsvarer omtrent 10 prosent av varelager og kundefordringer. Varelager utgjør her biologiske eiendeler og andre varer. I henhold til tommelfingerregelen ville den operasjonelle delen av bankinnskuddet utgjøre

omtrent 934 MNOK for Lerøy i 2016. Oppdrettsnæringen opplever en relativt stabil etterspørsel gjennom hele året, men sesongmessige variasjoner i produksjon og lignende tilsier at arbeidskapitalbindingen likevel kan variere noe gjennom året. Dette tilsier også at driftslikviditeten ikke bør være for lav.

Varelager

Lerøy sine varer består i all hovedsak av fôr, emballasje, hjelpematerialer, råvarer samt ferdigvarer som er klare for salg. Dette er helt klart driftsrelatert og inngår i virksomhetsverdien.

Biologiske eiendeler

Levende fisk er en biologisk eiendel, og hovedregelen er at dette skal vurderes til virkelig verdi. Denne eiendelen er helt klart driftsrelatert.

Fordringer

Fordringer kan være både driftsrelaterte og finansielle. Kundefordringer er typisk kortsiktige fordringer som inngår i selskapets driftsrelaterte eiendeler. Lerøys andre fordringer består av til gode merverdiavgift og forskuddsbetalinger, hvilket er driftsrelatert. I tidligere årsrapporter har selskapet skilt mellom kundefordringer og andre fordringer, men i fjerde kvartalsrapport for 2016 er informasjonen lite detaljert, og selskapet oppgir kun en samlepост som heter fordringer. Ettersom både kundefordringer og andre fordringer er operasjonelle klassifiserer vi posten i sin helhet som en operasjonell eiendel. Fra tidligere år vet vi at kundefordringer utgjør ca. 84 prosent, og vi velger derfor å klassifisere 84 prosent av totale fordringer som kundefordringer. Resterende fordringer utgjør dermed andre fordringer.

Når det gjelder de langsiktige fordringene har disse mangelfulle spesifikasjoner i notene, og vi må derfor gjøre egne antakelser. Ofte er langsiktige fordringer rentebærende, og skal da klassifiseres som en finansiell eiendel. Ettersom vi ikke har tilstrekkelig informasjon er det mest naturlig å anta at de langsiktige fordringene er rentebærende, og derfor finansielle.

Immaterielle eiendeler

Lerøys immaterielle eiendeler består hovedsakelig av konsesjoner, rettigheter og goodwill. På grunn av næringens sterke reguleringer er Lerøy avhengig av sine konsesjoner og rettigheter for å drive lakseoppdrett, og følgelig kan ikke disse immaterielle eiendelene selges uten at det

påvirker resultatet fra driften. Goodwill er merverdier som Lerøy har ervervet gjennom oppkjøp, og dette er dermed også driftsrelatert. Følgelig er de immaterielle eiendelene tett tilknyttet selskapets drift, og Lerøy er avhengig av disse for å drive sin virksomhet. Eiendelene er derfor operasjonelle og inngår i virksomhetsverdien.

Varige driftsmidler

Driftsrelaterte eiendeler slik som tomter, bygg, maskiner, inventar og annet utstyr inngår som regel i selskapets daglige drift, og er følgelig en del av virksomhetsverdien. Dersom selskapet kan selge noen av disse eiendelene uten at det skader resultatet og kontantstrømmen fra driften, kan de karakteriseres som finansielle eiendeler. Slik det fremkommer av notene i årsrapportene virker det som at Lerøys bygninger, tomter, maskiner og utstyr benyttes i den daglige driften. På bakgrunn av dette velger vi å klassifisere alle de varige driftsmidlene som operasjonelle.

Aksjer

Lerøy har både aksjer i tilknyttende selskaper og aksjer tilgjengelig for salg. Ettersom de tilknyttede selskapene er en forlengelse av aktivitetene til Lerøy kan disse betegnes som en operasjonell eiendel. Samtlige tilknyttende selskap driver med Havbruk, Bearbeiding og Salg og distribusjon, og bidrar dermed i Lerøys verdikjede. Når det gjelder aksjer holdt for salg er disse planlagt solgt, og dermed kan disse klassifiseres som en finansiell eiendel.

Langsiktige fordringer, aksjer i tilknyttede selskaper og aksjer tilgjengelig for salg inngår i samleposten finansielle anleggsmidler i fjerde kvartalsrapport for 2016. I Q4-rapporten skilles det ikke mellom disse postene, men basert på historiske forholdstall velger vi å klassifisere 95 prosent av finansielle anleggsmidler som aksjer i tilknyttede selskaper. Videre vil 5 prosent klassifiseres som aksjer tilgjengelig for salg, samt langsiktige fordringer.

4.3.2 Gjeld

Kortsiktig gjeld

Leverandørgjeld, skyldig offentlige avgifter, betalbar skatt og annen kortsiktig gjeld er knyttet til selskapets daglige drift og klassifiseres derfor som operasjonell gjeld. Kortsiktige kreditter er gjeld til kredittinstitusjoner og neste års avdrag på banklån og leasing. Gjelden er rentebærende, men på grunn av forpliktelsens kortsiktige forfallsstruktur velger vi å klassifisere kortsiktige kreditter som operasjonell gjeld. I Q4-rapporten for 2016 rapporteres

leverandørgjeld, skyldige offentlige avgifter, betalbar skatt og annen kortsiktig gjeld i en samlepost. Ettersom dette uansett er operasjonell gjeld behøver vi ikke å splitte denne posten.

Når det gjelder betalbar skatt er dette en skatt som ilignes på grunnlag av regnskapsårets skattepliktige inntekter og gevinst på salg av eiendeler. På den ene siden kan man si at betalbar skatt er en forpliktelse som ikke vedrører de fremtidige kontantstrømmene, og at forpliktelsen derfor er finansiell. På den andre siden er det ved et "normalresultat" en rentefri forpliktelse, og dermed en del av arbeidskapitalen. Ettersom vi antar at Lerøy er et evigvarende konsern vil man ha en "evig" rentefri kreditt, og vi betrakter derfor betalbar skatt som operasjonell gjeld.

I Q4-rapporten rapporterer Lerøy avsetning for forpliktelser som en samlepost. Denne posten inkluderer utsatt skatt, pensjonsforpliktelser og andre forpliktelser. Utsatt skatt er en operasjonell forpliktelse, og inngår dermed under operasjonell gjeld. Basert på tidligere år har vi estimert utsatt skatt til å utgjøre omtrent 95 prosent av denne. Andre forpliktelser og pensjon blir dermed ca. 5 prosent av samleposten.

Langsiktig gjeld

Langsiktig rentebærende gjeld, pensjonsforpliktelser og andre forpliktelser utgjør Lerøys langsiktige gjeld. Den langsiktige rentebærende gjelden består av gjeld til kredittinstitusjoner og leasing. Selskaper som rapporterer etter IFRS-standarden er pliktig til å oppføre all leasing som finansiell gjeld. Samlet sett vil vi derfor behandle den langsiktige rentebærende gjelden som finansiell. Når det gjelder pensjon er dette en sammensatt post som inneholder både operasjonelle og finansielle elementer. Nåverdien av de pensjonsrettighetene som er opptjent i løpet av året er driftsrelatert, mens forventet avkastning på pensjonsmidler bør klassifiseres som en finansiell post. Pensjon er en pengeplassering på vegne av de ansatte for tidligere års opptjent pensjon, og følgelig er avkastningen på dette finansielt. For praktiske formål velger vi å klassifisere hele posten som en finansiell forpliktelse. Dette er for øvrig i tråd med behandlingen av pensjonskostnader i kapittel 4.4 om normalisering av EBITDA.

Andre forpliktelser er i henhold til notene knyttet til valutaterminkontrakter og rentebytteavtaler. Sikringene er tett knyttet opp mot driften til Lerøy, men ettersom vi klassifiserte fordringen knyttet til valutaterminkontrakter som finansiell, må vi også klassifisere forpliktelsen som finansiell.

Utsatt skatt er gjeld i balansen, men i verdsettelsessammenheng skal man generelt ikke betrakte utsatt skatt som gjeld. Ved kontinuerlig reinvestering i steady state, eller vekst, vil selskapet ha en vedvarende skattegjeld ved realisasjon foran seg. Dersom denne er evig vil nåverdien være null, og følgelig kan man se bort fra denne. Ved reduksjon i utsatt skatt vil denne komme til beskatning. Lerøy har en skatteforpliktelse per 31.12.15 på ca. 1570 MNOK, og en skattefordel på ca. 42 MNOK. I Q4-rapporten fremkommer det ikke hvor stor skatteforpliktelsen og skattefordelen er, men selskapet har en netto skatteforpliktelse. I verdsettelsessammenheng velger vi å se bort fra utsatt skatt ettersom Lerøy er et modent selskap som befinner seg i en stabil fase i livssyklusen.

Minoritetsinteresser

Det er vanlig å estimere virkelig verdi på ikke-kontrollerende eierinteresser og la den inngå i finansiell gjeld.

4.3.3 Omgruppert balanse

Tabell 11 viser den omgrupperte balansen til Lerøy per 31.12.2016. Netto finansielle eiendeler er lik finansielle eiendeler minus finansiell gjeld. Ved hjelp av den omgrupperte balansen har vi estimert at Lerøys netto finansielle gjeld er lik 3 545 MNOK. Størstedelen av postene som inngår er ført til virkelig verdi, og vi mener derfor at denne omgrupperingen gir oss et godt estimat på Lerøys markedsverdi på gjeld.

I 1000 NOK		31.12.16	
OPERASJONELLE EIENDELER		OPERASJONELL GJELD	
Biologiske eiendeler	6 418 313	Leverandørgjeld	
Andre varer	721 803	Skyldige offentlige avgifter	
Kundefordringer	2 200 000	Betalbar skatt	
Andre fordringer	430 584	Annen kortsiktig gjeld	3 038 349
Kontanter	934 000	Kortsiktige kreditter	1 094 089
Immaterielle eiendeler	8 049 507	Utsatt skatt	2 704 465
Varige driftsmidler	4 209 108		
Aksjer i tilknyttet selskaper	774 795		
Sum operasjonelle eiendeler	23 738 110	Sum operasjonell gjeld	6 836 903
FINANSIELLE EIENDELER		FINANSIELL GJELD	
Finansielle anleggsmidler	815 574	Langsiktig rentebærende gjeld	4 541 276
Kontanter	1 299 700	Andre forpliktelser	224 983
Aksjer tilgjengelig for salg og langsiktige fordringer	40 779	Ikke-kontrollerende eierinteresser	935 478
Sum finansielle eiendeler	2 156 053	Sum finansiell gjeld	5 701 737

Tabell 11 – Omgruppert balanse basert på regnskapstall fra 2016 (Lerøy, 2016)

Verdien på netto finansiell gjeld vil videre benyttes som et mål på Lerøys markedsverdi av gjeld. Netto finansiell gjeld vil videre trekkes fra verdiestimatet på virksomhetsverdien for å komme frem til selskapets egenkapitalverdi.

4.4 Normalisering

Normalisering har til formål å få frem det reelle underliggende resultatet fra driften (Kaldestad & Møller, 2016). Dette inkluderer å justere for unormale driftsposter, engangsposter og lignende. De rapporterte regnskapstallene kan inneholde støy, og i henhold til god regnskapsskikk er det viktig at man foretar en justering slik at man får et normalisert resultat. Det er ønskelig å finne trender som kan gi en indikasjon på hvordan driftsinntektene og driftskostnadene blir fremover i tid.

I det følgende vil vi gjennomgå de mest sentrale postene ved normalisering og beskrive hvilke justeringer vi vil foreta. Normalt er det nødvendig å justere tall fem år tilbake i tid, eller mer. I oppdrettsbransjen vil utviklingen i driftsresultatet være sterkt sammenfallende med utviklingen i lakseprisen. Vi velger å foreta en normalisering av årene 2011-2016, og får på denne måten med naturlige svingninger i lakseprisen og dermed også driftsresultatet.

Driftsinntekter

Lerøy får størstedelen av sine inntekter fra posten driftsinntekter, og denne er tett tilknyttet selskapets kjernevirksomhet. Driftsinntektene til Lerøy påvirkes i stor grad av lakseprisen og salgsvolum. Lakseprisen kan svinge fra år til år, og følgelig kan inntektene endre seg mye over en kort periode. Slaktevolumet har vært relativt stabilt på omtrent 150 000 tonn, mens lakseprisen har hatt en jevn økning siden 2011. På bakgrunn av dette er det naturlig at driftsinntektene til Lerøy har økt i perioden, og vi foretar dermed ingen justeringer.

Andre gevinster og tap

Denne posten består av gevinst i forbindelse med ny verdimåling ved virksomhetssammenslutning, salg av aksjer i tilknyttede selskaper, salg av varige driftsmidler og avvikling av virksomhet. Lerøy foretar med jevne mellomrom oppkjøp og salg av tilknyttede selskaper, samt salg av varige driftsmidler. I den forbindelse får selskapet inntekter utover inntjening fra selskapets kjernevirksomhet. Gevinster og tap oppstår regelmessig, men ettersom dette ikke er tilknyttet selskapets kjernevirksomhet velger vi å justere for disse inntektene. De tilknyttede selskapene driver med det samme som Lerøy, men

gevinster som oppstår i forbindelse med salg eller avvikling av disse kan ikke knyttes til Lerøys hovedaktiviteter. Videre kan slike gevinster og tap sees på som engangsposter, og vi finner det derfor rimelig å justere for dette.

Varekostnad

Det fremkommer ikke noen opplysninger knyttet til varekostnad i notene, og vi gjør derfor ingen justeringer for ukurans på varelager eller lignende. Når det gjelder endring varelager mangler denne posten notehenviing, og vi ser følgelig bort fra denne.

Lønnskostnader

Lerøys lønnskostnader har hatt en svak positiv økning, noe som kan forklares ved at antall ansatte har økt jevnt de siste årene. Det kan være interessant å se på selskapets bonusutbetalinger, da disse kan variere en del fra år til år. I Lerøy virker det som at de har relativt stabile og lave bonuser, og ettersom de samlede lønnskostnadene virker stabile og jevne foretar vi ingen justeringer her.

Lønnskostnader kan deles inn i ulike komponenter, inkludert pensjonskostnader. Noen av pensjonskostnadene er finansielle og disse burde være en del av netto finansinntekter. Det er viktig å ta ut de finansielle pensjonskostnadene ettersom de ikke er driftsrelaterte. Nåverdien av årets pensjonsopptjening er driftsrelatert og vil i stor grad variere i takt med lønnskostnadene. Arbeidsgiveravgift knyttet til årets pensjonsopptjening er også driftsrelatert. Følgelig bør disse to postene være en del av lønnskostnadene, men andre pensjonskostnader er finansielle og bør trekkes ut. Slik det fremkommer i notene er nåverdien av årets pensjonsopptjening og arbeidsgiveravgiften tilknyttet årets opptjening relativt liten. På bakgrunn av dette velger vi å justere for hele pensjonskostnaden i normaliseringen av EBITDA.

Valuta

Lerøy får store deler av sin inntekt i utenlandsk valuta, og dette innebærer at selskapet er eksponert for valutarisiko. For å redusere valutarisikoen benytter Lerøy seg av finansielle valutaterminkontrakter. Tap og gevinst på disse kontraktene er ikke en del av kjernevirksomheten til Lerøy. Ettersom valutaeffekter ikke sier noe om selskapets evne til inntjening i fremtiden, justerer vi dette bort fra driften. I regnskapet til Lerøy tas tap og gevinst på kontraktene gjennom varekostnaden og følgelig blir vi nødt til å justere EBITDA for

valutasikringer. Historiske valutasikringer har trolig ikke noe med fremtiden eller kjernevirksomheten å gjøre, og man bør antakelig se på slike poster som engangsposter uavhengig av om de representerer effektiv sikring eller ikke. Man bør fjerne valutaeffekter fra tall i EBITDA, og ta med virkelig verdi av instrumentet som en finansiell eiendel. For eksempel er resultateffekten av valutasikring i 2015 -3,6 MNOK og Lerøy har økt varekostnaden sin tilsvarende dette året. I 2013 var resultateffekten av valutasikringen 11,5 MNOK, og dette året reduserte dermed Lerøy varekostnaden tilsvarende. I normaliseringen ønsker vi å justere for dette ved å øke EBITDA med 3,6 MNOK i 2015, og redusere EBITDA med 11,5 MNOK i 2013. For årene 2011, 2012 og 2016 oppgis ikke resultateffekten i notene og vi foretar derfor ingen justeringer disse årene.

Valutagevinster og tap relatert til varekjøp og varesalg blir presentert som en del av regnskapslinjen varekjøp. På samme måte som valutasikring er valutagevinster og tap ikke en del av kjernevirksomheten til Lerøy, og derfor velger vi å justere for dette. Gevinster trekkes fra, mens tap legges til i justert EBITDA.

Andre driftskostnader

Andre driftskostnader har holdt seg på et relativt stabilt nivå gjennom hele perioden. Notene i Lerøys årsrapporter spesifiserer ikke hva andre driftskostnader er knyttet til, og det blir derfor vanskelig å foreta en vurdering og gjøre eventuelle justeringer av disse kostnadene.

Tap på kundefordringer

Lerøys avsetning til tap på kundefordringer har gjennom hele perioden vært på ca. 2 prosent av totale kundefordringer. Slik det fremkommer av notene virker det som at de faktiske tapene er tilnærmet lik avsetningene, og på bakgrunn av dette er det ikke nødvendig å foreta justeringer på denne posten.

Oppsummering

Samlet sett har vi gjort relativt få justeringer i historiske rapporterte tall. Historisk normalisert EBITDA er presentert i tabell 12. Etter å ha normalisert de historiske tallene ser vi at justert EBITDA er lavere enn rapportert EBITDA, men differansen er ikke så veldig stor. Effektene fra justeringene skyldes i hovedsak korreksjoner av valutasikring og gevinster knyttet til salg av varige driftsmidler og ny verdimaling ved virksomhetssammenslutning. Ettersom det kun er kvartalsrapporten for 2016 som er tilgjengelig har vi ikke tilstrekkelig med opplysninger

for å foreta en normalisering dette året. Vi velger likevel å forsøke å justere tallene fra 2016. Ettersom vi ikke har informasjon fra notene om pensjonskostnadene i 2016 velger vi å anta at disse er omtrent like store som i 2015. De normaliserte EBITDA-tallene vil danne grunnlaget for våre fremtidige prognoser i kapittel 6 om prognostisering av fremtidig kontantstrøm.

I 1000 NOK	2011	2012	2013	2014	2015	2016
EBITDA	1 484 797	774 866	1 938 474	2 106 138	1 813 868	3 355 089
Andre gevinster og tap			-53 805	-117 409	-34 206	-457
Pensjonskostnad	30 148	37 124	42 534	44 531	59 024	60 000
Valutasikring			-11 500	1 900	3 600	
Valutagevinster og tap				-35 900	-29 900	
Normalisert EBITDA	1 514 945	811 990	1 915 703	1 999 260	1 812 386	3 414 632

Tabell 12 – Normalisert EBITDA basert på regnskapstall fra 2011-2016 (Lerøy, 2011-2016)

4.5 Nøkkeltallsanalyse

Nøkkeltallsanalysen skal bidra til å gi innsikt i Lerøys underliggende økonomiske forhold, og vil kunne gi svar på hvordan Lerøy har gjort det sammenlignet med bransjen. Skal nøkkeltallene gi oss større innsikt må de måles over tid, og sammenlignes med andre selskaper i bransjen. I tillegg er det viktig å bruke normaliserte tall ettersom vi skal analysere de underliggende økonomiske forholdene til Lerøy og bransjen. Bransjen utgjør her de komparative selskapene som vi presenterte i kapittel 2.5.

Ved å måle utviklingen over tid kan vi bedre forstå om Lerøys lønnsomhet i dag er unormalt høy eller lav sett i et historisk perspektiv. Historiske nøkkeltall kan også være et nyttig referansepunkt når vi skal utarbeide prognoser og gjøre en rimelighetsvurdering av verdiestimatene våre. Videre kan nøkkeltallsanalysen være nyttig, ettersom man kan identifisere eventuelle konkurransefortrinn. Analysen vil være med på å underbygge våre fremtidige prognoser i kapittel 6. Vi skal i det følgende se på nøkkeltall som beskriver lønnsomhet, likviditet og soliditet.

4.5.1 Lønnsomhet

Lønnsomhetsbaserte nøkkeltall sier noe om selskapets evne til å skape overskudd (Kaldestad & Møller, 2016). For at et selskap skal overleve på lang sikt er god lønnsomhet viktig. Samtidig er lønnsomheten i selskapet ofte avgjørende for hvorvidt eiere og investorer ønsker å skyte inn kapital. Absolutte tall gir som regel lite informasjon, og det er derfor mer

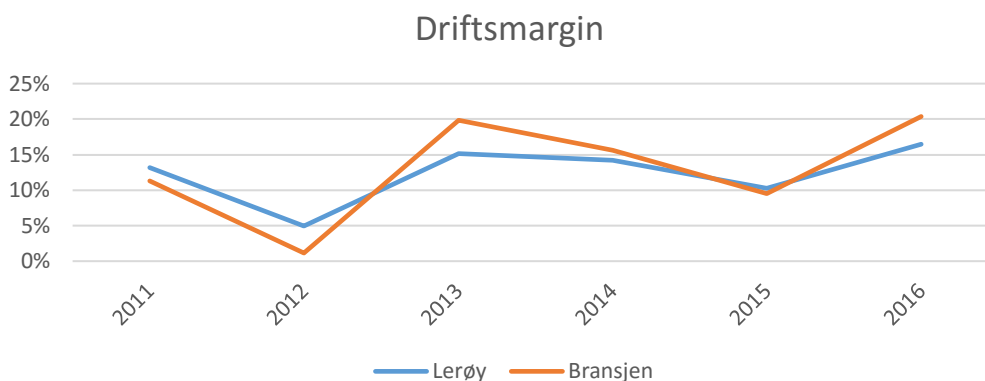
hensiktsmessig å benytte et relativt nøkkeltall som man kan måle mot en benchmark, slik som et bransjesnitt. For å vurdere Lerøys lønnsomhet velger vi å se på driftsmargin og avkastning til sysselsatt kapital.

Driftsmargin

Driftsmarginen viser hvor mye selskapet sitter igjen med for hver krone som er omsatt før finanskostnader og skatt. Driftsmargin er før verdijustering av biologiske eiendeler.

$$\text{Driftsmargin} = \frac{\text{Driftsresultat} * 100\%}{\text{Driftsinntekter}}$$

Formel 11 – Driftsmargin (Kaldestad & Møller, 2016)



Figur 15 - Driftsmargin hos Lerøy og komparative selskap (Tall hentet fra respektive års- og kvartalsrapporter for Lerøy og bransjen)

Gjennomsnittlig driftsmargin til bransjen har vært på 11,5 prosent i perioden 2011-2016. Lerøy har i gjennomsnitt hatt en driftsmargin på 11,6 prosent i samme periode, altså noe høyere enn sine konkurrenter. Dette kan skyldes at Lerøy er blant de største aktørene i bransjen, og er den eneste aktøren som selger sine produkter gjennom egen merkevare. Merkevarebygging kan bidra til å øke betalingsviljen hos kunder og dermed gi selskapet høyere inntjening.

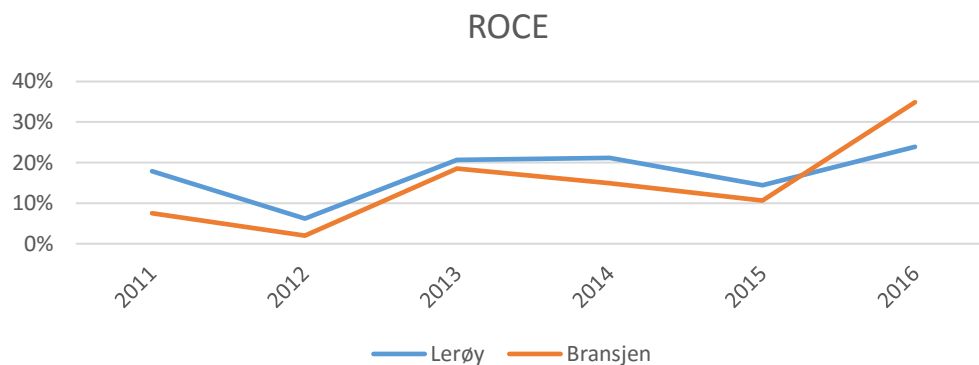
Det kan være verdt å merke seg at SalMar og Marine Harvest har høyest driftsmargin i bransjen, mens NRS og Grieg Seafood har lavest margin. Selv om Lerøy har høyere driftsmargin enn bransjesnittet blir de slått av sine to største konkurrenter, Marine Harvest og SalMar. Dette kan blant annet skyldes at Lerøy har relativt høye produksjonskostnader, og de har store kostnader knyttet til kjøp av fôr fra eksterne leverandører.

Avkastning til sysselsatt kapital (ROCE)

Avkastning til sysselsatt kapital viser hvor mye bedriften får igjen for hver krone investert før skatt. ROCE bør være høyere enn selskapets kapitalkostnad. Dersom dette er tilfelle benytter selskapet kapitalen sin effektivt, og de klarer å skape verdier og oppnår en superprofitt.

$$ROCE = \frac{\text{Driftsresultat (EBIT)} * (1 - t)}{\text{Sysselsatt kapital}}$$

Formel 12 – Avkastning til sysselsatt kapital (ROCE) (Kaldestad & Møller, 2016)



Figur 16 – Historisk utvikling i ROCE for Lerøy og bransjen (Tall hentet fra respektive års- og kvartalsrapporter for Lerøy og bransjen)

Lerøy har noe høyere ROCE enn bransjen frem til 2015, men skiller seg ikke så mye fra sine konkurrenter. Gjennomsnittlig ROCE for Lerøy i perioden har vært 17,4 prosent, mens bransjesnittet har vært 14,8 prosent. Det er rimelig å anta at avkastningskravet til både Lerøy og bransjen er under 14 prosent, hvilket betyr at oppdrettsnæringen har hatt en superprofitt de senere årene.

4.5.2 Likviditet

Likviditetsanalyser benyttes for å vurdere selskapets betalingsevne, og hensikten er å avdekke hvorvidt selskapet er i stand til å betale sine forpliktelser innen forfall (Kaldestad & Møller, 2016). Et selskap kan være svært lønnsomt, men dersom likviditeten ikke er god nok kan selskapet få problemer med å betale sine forpliktelser innen forfall. For å analysere Lerøys likviditet vil vi benytte oss av likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2, som begge tar utgangspunkt i balanseverdier.

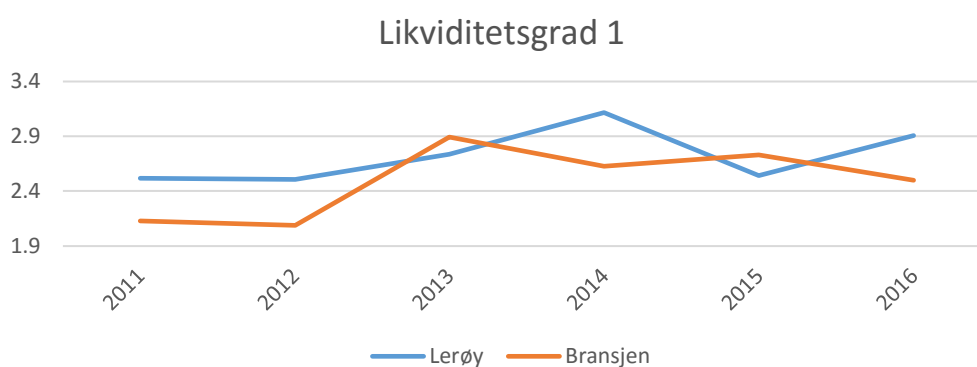
Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 sier noe om selskapets evne til å betjene kortsiktig gjeld med selskapets omløpsmidler. Nøkkeltallet gir følgende informasjon om hvorvidt selskapets mest likvide

eiendeler dekker betalingsforpliktelsene med forfall på ett år. En høy likviditetsgrad indikerer at selskapet har god tilgang på likvide omløpsmidler som lett kan benyttes til å nedbetale den kortsiktige gjelden. Det finnes ikke noe eksakt svar på hva som er et godt eller dårlig forholdstall, og dette vil variere fra bransje til bransje. I denne oppgaven benytter vi bransjen som målestokk når vi vurderer Lerøys likviditetsgrad.

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Formel 13 – Likviditetsgrad 1 (Kaldestad & Møller, 2016)



Figur 17 – Historisk utvikling i likviditetsgrad 1 for Lerøy og bransjen (Tall hentet fra respektive års- og kvartalsrapporter for Lerøy og bransjen)

Slik det fremkommer av figur 17 har Lerøy stort sett hatt en høyere likviditetsgrad 1 enn bransjen. Gjennomsnittlig likviditetsgrad 1 i bransjen er på 2,5, mens Lerøy har hatt en gjennomsnittlig likviditetsgrad 1 på 2,7. Dette kan indikere at Lerøy har en likviditetsfordel sammenlignet med resten av bransjen. Likevel bør det påpekes at selskapets to største konkurrenter, Marine Harvest og SalMar, har hatt en høyere likviditetsgrad enn Lerøy. Årsaken til at bransjen har en noe lavere likviditetsgrad enn Lerøy er at bransjens to minste selskaper, NRS og Grieg Seafood, trekker ned gjennomsnittet. For bransjen generelt ligger likviditetsgrad 1 på et relativt høyt nivå, og både bransjen og Lerøy virker å være svært likvide.

Likviditetsgrad 1 er et nøkkeltall som er mye benyttet i praksis, men en svakhet med dette tallet er at det tar utgangspunkt i alle omløpsmidlene i balansen og inkluderer dermed en del omløpsmidler som ikke nødvendigvis er så likvide. I oppdrettsbransjen er store deler av selskapenes omløpsmidler bundet opp i biologiske eiendeler, og disse er lite likvide på kort og mellomlang sikt. Det tar gjerne 2-3 år fra lakseproduksjonen begynner, til laksen er slakteklar.

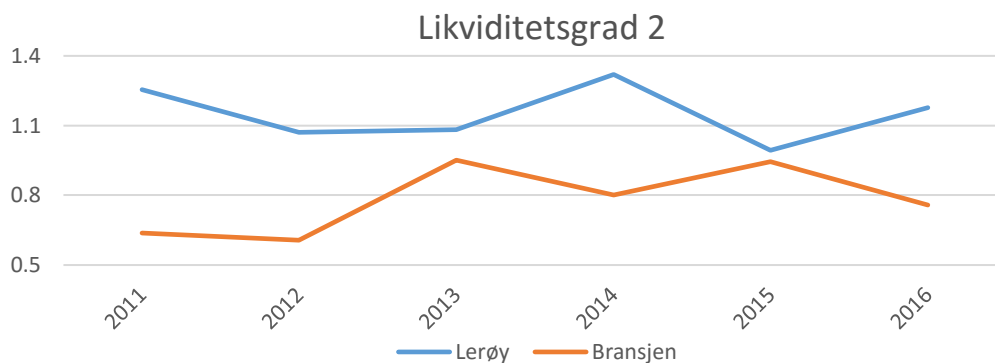
For å ta hensyn til at en stor del av omløpsmidlene til Lerøy og bransjen er lite likvide velger vi å inkludere likviditetsgrad 2, da dette nøkkeltallet tar utgangspunkt i de mest likvide omløpsmidlene.

Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 er forholdet mellom omløpsmidler fratrukket varelager og kortsiktig gjeld. I oppdrettsbransjen utgjør de biologiske eiendelene store deler av varelageret, og ettersom dette ikke er likvide omløpsmidler er det hensiktsmessig å vurdere likviditeten i oppdrettsbransjen basert på likviditetsgrad 2. Dette nøkkeltallet bør også sees i sammenheng med bransjetilhørighet, og vi benytter derfor bransjen som målestokk når vi skal vurdere likviditetsgrad 2 i Lerøy.

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Omløpsmidler} - \text{Varelager}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Formel 14 - Likviditetsgrad 2 (Kaldestad & Møller, 2016)



Figur 18 – Historisk utvikling i likviditetsgrad 2 for Lerøy og bransjen (Tall hentet fra respektive års- og kvartalsrapporter for Lerøy og bransjen)

Figur 18 illustrerer utviklingen av likviditetsgrad 2 for Lerøy og bransjen i perioden 2011-2016. Gjennomsnittlig likviditetsgrad 2 for bransjen er 0,78 prosent, noe som kan virke lavt. En forklaring på dette kan være at biologiske eiendeler utgjør en stor del av varelageret, og følgelig blir de likvide omløpsmidlene relativt lave. Videre kan det tenkes at selskapene har benyttet overskuddslikviditet til å kjøpe opp mindre aktører eller konsesjoner i stedet for å ha store likviditetsreserver. Lerøys gjennomsnittlige likviditetsgrad 2 har vært 1,15, og som vi ser av figur 18 har Lerøys likviditetsgrad vært over bransjesnittet hele perioden.

Samlet sett vurderer vi det slik at både Lerøy og bransjen har relativt god likviditet. Slaktevolumet har økt over tid, og høy laksepris har resultert i svært god inntjening de siste årene. Det er derfor nærliggende å tro at oppdrettsselskapene genererer tilstrekkelig med likvide midler til å betale sine forpliktelser etter hvert som de forfaller.

4.5.3 Soliditet

Soliditet sier noe om selskapets evne til å tåle finansielle tap. Kjentegn på god soliditet er blant annet høy egenkapitalandel, god inntjening, høy rentabilitet og god finansieringsstruktur. For å få en bedre forståelse av soliditeten til oppdrettsbransjen og Lerøy har vi valgt å se nærmere på egenkapitalprosent, rentedekningsgrad og netto driftsrentabilitet.

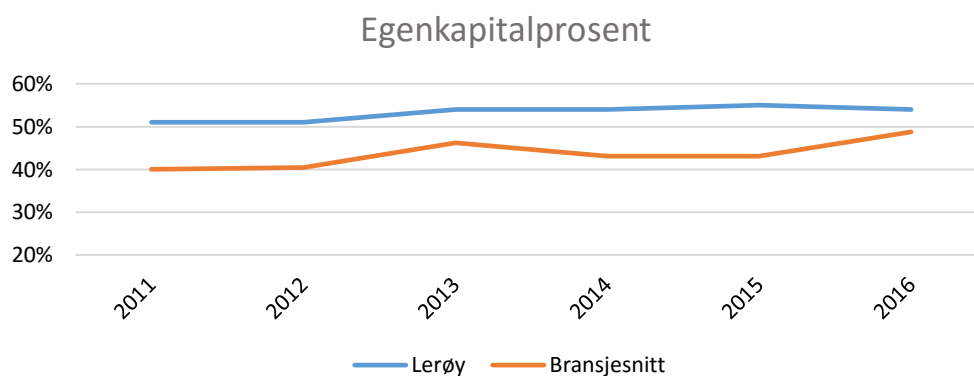
Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosenten viser hvor stor egenkapitalen er i forhold til totalkapitalen. Dette måltallet brukes ofte til å vurdere om selskapet har god finansieringsstruktur, og en fornuftig kapitalbuffer ved uforutsette hendelser (Peterson et al., 2017).

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital} * 100\%}{\text{Totalkapital}}$$

Formel 15 - Egenkapitalprosent (Peterson et al., 2017)

Et eventuelt underskudd i selskapet vil redusere egenkapitalen og forholdstallet gir en indikasjon på hvor mye selskapet tåler å tape før det går utover selskapets evne til å betjene sine forpliktelser. En høy egenkapitalandel er med på å øke soliditeten til selskapet. Gjennomsnittet for oppdrettsbransjen er 46 prosent, og Lerøys egenkapitalandel er på over 50 prosent.



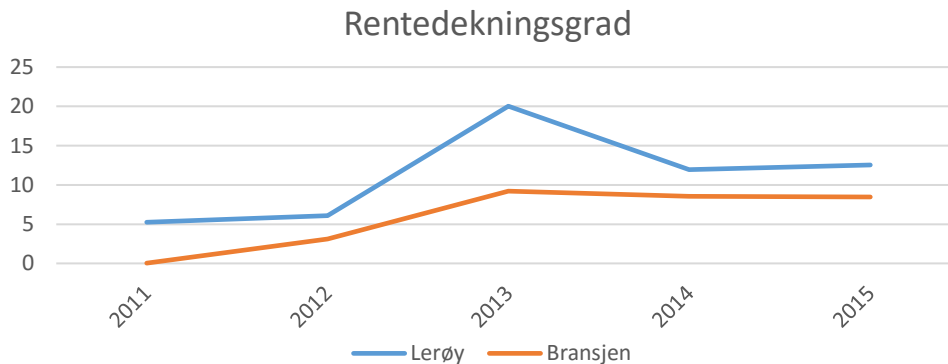
Figur 19 – Historisk utvikling i egenkapitalprosenten for Lerøy og bransjen (Tall hentet fra respektive års- og kvartalsrapporter for Lerøy og bransjen)

Rentedekningsgrad

Rentedekningsgrad er et måltall som sier noe om et selskaps evne til å betale rentekostnaden på gjelden sin (Peterson et al., 2017). Forholdstallet indikerer hvor mange ganger driftsresultatet kan betale rentekostnaden, og på denne måten uttrykker rentedekningsgraden hvilken sikkerhetsmargin et selskap har til å betale rentekostnaden. Et selskap med høy rentedekningsgrad har bedre forutsetning til å betjene rentekostnadene sine innen forfall, også i nedgangstider. En svakhet med dette nøkkeltallet er at det kun tar hensyn til rentekostnadene, og ikke avdragene. Rentedekningsgraden avhenger derfor av lønnsomheten og rentekostnaden på gjelden i selskapet.

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{EBIT} + \text{renteinntekter}}{\text{Rentekostnader}}$$

Formel 16 – Rentedekningsgrad (Kaldestad & Møller, 2016)



Figur 20 – Historisk utvikling i rentedekningsgrad for Lerøy og bransjen (Tall hentet fra respektive års- og kvartalsrapporter for Lerøy og bransjen)

Det finnes ingen klare retningslinjer for hvor høy rentedekningsgraden burde være, men ettersom en rentedekningsgrad på under 1 implisitt gir selskapet et underskudd bør rentedekningsgraden være høyere enn dette. Lerøy har over hele perioden hatt en høyere rentedekningsgrad enn bransjesnittet, og dette indikerer at selskapet har god evne til å dekke sine rentekostnader gjennom driftsresultatet. Lerøy har i perioden alltid hatt en positiv, og relativt høy rentedekningsgrad, selv når konkurrentene har opplevd negativ og lav rentedekningsgrad. Dette kan være et resultat av Lerøys sterke finansielle posisjon og gode resultater. Selv om rentedekningsgraden til både Lerøy og bransjen er relativt høy i dag, vil dette nøkkeltallet reduseres dersom driftsresultatet faller som en konsekvens av lavere laksepris.

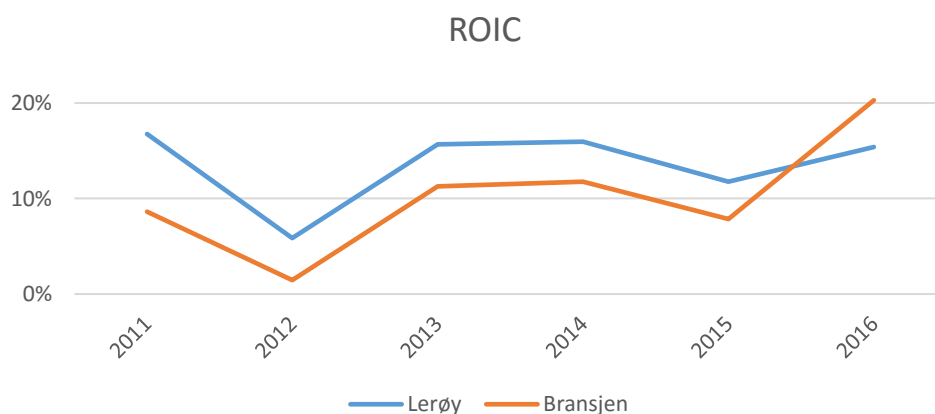
Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet forklarer hvilken rentabilitet selskapet oppnår på driften, og dette nøkkeltallet er også referert til som avkastning på investert kapital (*Return on invested capital, ROIC*) (Kaldestad & Møller, 2016).

$$ROIC = \frac{EBITA * (1 - skatt)}{Investert kapital}$$

Formel 17 – Avkastning på investert kapital (Kaldestad & Møller, 2016)

ROIC er et nyttig nøkkeltall som måler verdiskapningen til selskapet. Overstiger rentabiliteten avkastningskravet (WACC), skaper selskapet verdier. Investert kapital er anleggsmidler pluss netto arbeidskapital, og inkluderer dermed kun driftsrelaterte eiendeler. I beregningen benyttes bokførte verdier på investert kapital, ikke markedsverdier. Legges markedsverdier inn i nevneren vil rentabiliteten og avkastningskravet bli lik. Effektiv skattesats benyttes ettersom det er betalbar skatt som er relevant.



Figur 21 – Historisk utvikling i netto driftsrentabilitet for Lerøy og bransjen ((Tall hentet fra respektive års- og kvartalsrapporter for Lerøy og bransjen)

I likhet med flere andre nøkkeltall, ligger Lerøys netto driftsrentabilitet over bransjesnittet store deler av perioden. Slik figur 21 viser har Lerøy en høyere netto driftsrentabilitet enn bransjen alle år, med unntak av 2016. Selskapet oppnår med andre ord en god rentabilitet på driften sin sammenlignet med sine konkurrenter.

4.6 Common size

I en common size-analyse er man interessert i å se hvor stor de forskjellige kostnadspostene er i forhold til driftsinntektene, samtidig som man ser på utviklingen i postene over tid (Peterson et al., 2017). Tabell 13 viser vår common size-analyse av Lerøy, og tar utgangspunkt i de normaliserte tallene presentert i kapittel 4.4. Når vi analyserer de ulike driftsrelaterte kostnadene i prosent av omsetning, er det interessant å sammenligne Lerøy med bransjen.

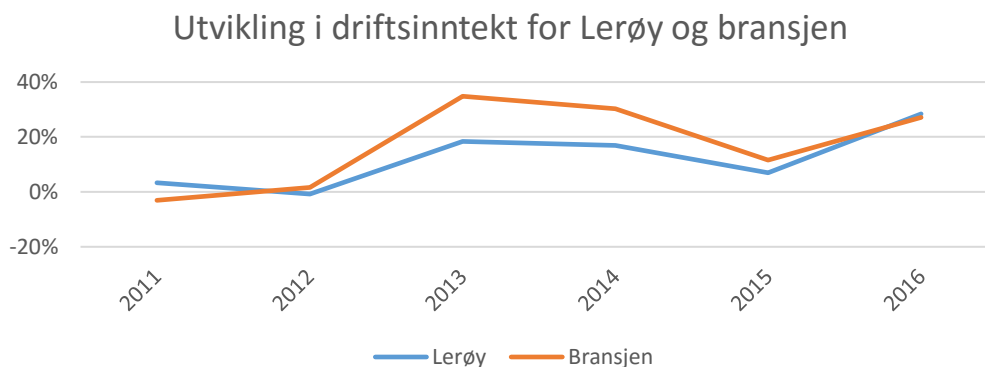
Lerøy Seafood Group	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Snitt
Driftsinntekter	3,3%	-0,8%	18,3%	16,9%	6,9%	28,4%	12,2%
Varekostnad	63,9%	70,8%	63%	63,6%	65,5%	59,4%	64,4%
Lønnskostnader	10,2%	10,9%	9,8%	9,7%	10,1%	10%	10,1%
Andre driftskostnader	9,4%	9,4%	9,3%	10%	10,8%	10,8%	10%
EBITDA	16,5%	8,9%	17,8%	16,6%	13,7%	19,8%	15,6%

Tabell 13 – Common size-analyse av Lerøy

Analyse av historisk driftsinntekt

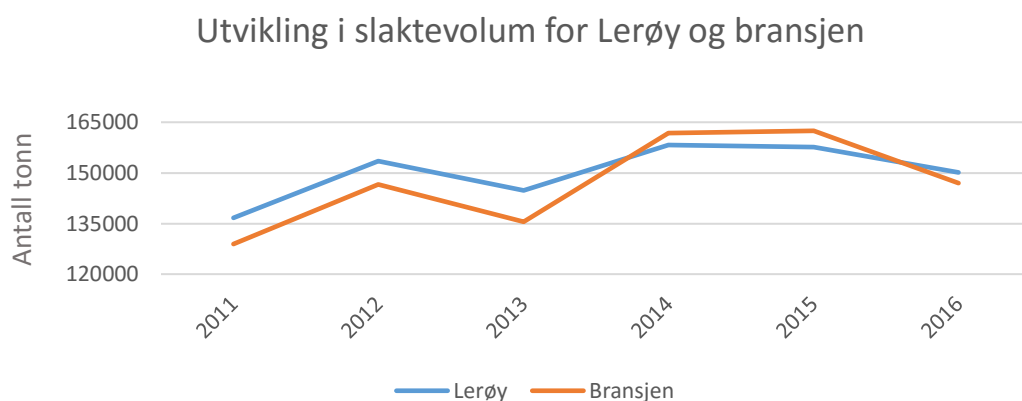
Når det gjelder driftsinntektene viser tabellen utviklingen i driftsinntekt fra foregående år. Som tabell 13 viser har Lerøy over analyseperioden hatt en sterk vekst i driftsinntektene, med et tidsvektet gjennomsnitt på 12,2 prosent. Særlig de siste fire årene har selskapet hatt særdeles høy inntektsvekst, og fra 2015 til 2016 opplevde selskapet en historisk høy vekst på 28,4 prosent. Antall konsesjoner, slaktevolum og laksepris er betydelige drivere for utvikling i driftsinntektene, og det er derfor interessant å se på disse i sammenheng med utviklingen i omsetningen. Ettersom slaktevolumet til Lerøy har vært relativt stabilt gjennom perioden reflekterer økningen i driftsinntekten hovedsakelig høy laksepris, men også at Lerøy har økt antall konsesjoner gjennom perioden. Lavt tilbud og gunstig kronekurs er viktige bidragsyttere til at lakseprisen holder seg på et høyt nivå. Kunnskap om historisk vekst i driftsinntekter vil gi oss bedre forutsetninger for å vurdere fremtidig vekst i driftsinntektene i prognosene i kapittel 6.

Veksten i inntekter er preget av store svingninger gjennom analyseperioden, og figur 22 viser at bransjen og Lerøy ser ut til å følge samme trend. Det betyr at forholdene som påvirker svingningene er de samme for bransjen som for Lerøy. Sammenlignet med bransjen har Lerøys vekst ligget på et noe lavere nivå enn konkurrentene. Selskapets vekst viser imidlertid en positiv trend de siste to årene, og i 2016 hadde Lerøy høyere vekst enn bransjesnittet.



Figur 22 – Historisk utvikling i driftsinntekt for Lerøy og bransjen (Tall hentet fra respektive års- og kvartalsrapporter for Lerøy og bransjen)

I tillegg til laksepris er slaktevolum en viktig driver for inntektsvekst. Figur 23 viser utviklingen i volum for Lerøy og bransjen fra 2011 og frem til 2016. I likhet med driftsinntektene er volumveksten også utsatt for store svingninger, og Lerøy ser ut til å følge samme trend som bransjen hva gjelder produsert volum. Det interessante her er imidlertid at volumveksten ser ut til å svinge motsatt av hva driftsinntektene gjør. Man skulle i utgangspunktet forvente at utvikling i volum og driftsinntekt beveger seg i samme retning, ved at volumvekst gir vekst i driftsinntektene. I oppdrettsnæringen er det imidlertid slik at vekst i volum øker tilbudet av laks, som igjen påvirker lakseprisen negativt slik at driftsinntektene faller. Utviklingen i driftsinntekter kan dermed forklares av høy laksepris, som igjen er en konsekvens av lavt volum.



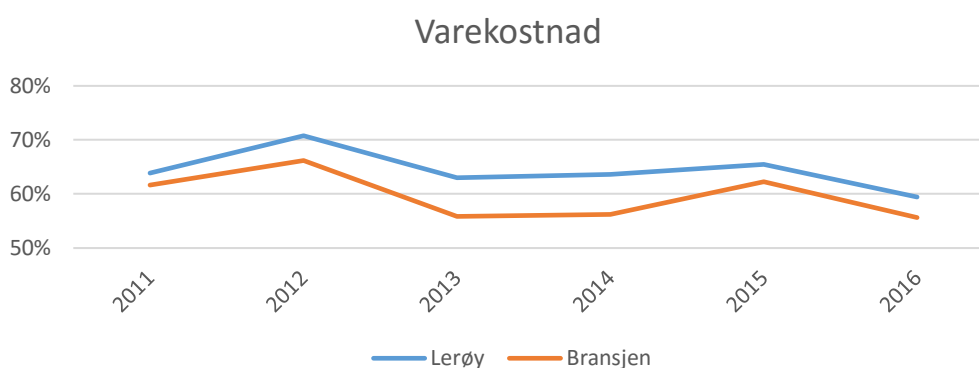
Figur 23 – Historisk utvikling i slaktevolum for Lerøy og bransjen (Tall hentet fra respektive års- og kvartalsrapporter for Lerøy og bransjen)

Analyse av historiske varekostnader

Varekostnaden er Lerøys desidert største utgiftspost, og denne består hovedsakelig av kostnader knyttet til fôr. Kostnadsposten har holdt seg relativt stabil gjennom perioden, med

unntak av i 2012 da varekostnaden i prosent av omsetning var på 70,8 prosent. I snitt har varekostnadene i prosent av omsetning vært på 64,4 prosent. I perioder der driftsinntektene har vært relativt høy, har varekostnaden i prosent av omsetning vært noe lavere. I motsatt tilfelle har varekostnadsandelen vært relativt høy i perioder med lavere driftsinntekt. Varekostnaden vil naturlig nok øke med økt omsetning, men dette kan indikere at varekostnaden er ganske stabil, og at varekostnaden i prosent av omsetning styres av størrelsen på driftsinntektene.

I 2016 utgjorde varekostnaden kun 59,4 prosent av driftsinntektene til Lerøy, og det tilsynelatende lave kostnadsnivået skyldes i stor grad den formidable veksten i driftsinntekter dette året. Selskapets varekostnader har økt fra 2015, og grunnen til at varekostnaden i prosent av omsetning blir relativt lav dette året er med andre ord et resultat av at veksten i driftsinntekter har vært høyere enn veksten i kostnader. Fremover blir det viktig at selskapet forsøker å redusere sine kostnader, spesielt med tanke på at veksten i driftsinntekter trolig vil bli noe lavere. Det er ikke realistisk å forvente at den formidable veksten i driftsinntekter vi har sett de siste årene vil fortsette i lang tid fremover. På bakgrunn av dette er det nødvendig at selskapet reduserer sine kostnader for å opprettholde sine marginer, og for å være konkurransedyktig.



Figur 24 – Historisk utvikling i varekostnad for Lerøy og bransjen (Tall hentet fra respektive års- og kvartalsrapporter for Lerøy og bransjen)

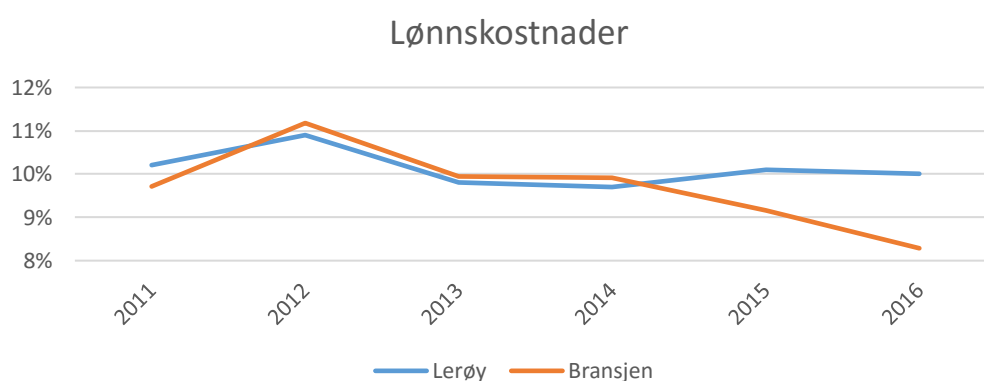
Som figur 24 viser har Lerøy relativt høye varekostnader i prosent av omsetning, sammenlignet med resten av bransjen. Slik den strategiske analysen kommer frem i kapittel 5, har trolig Lerøy en strategisk ulempe ved å ikke ha egen fôrproduksjon. Når Lerøy må forholde seg til eksterne fôrleverandører bidrar dette til høy varekostnader. Varekostnadenes andel av driftsinntektene ligger ganske stabilt mellom 60-70 prosent for Lerøy. Dette kan tyde på at fôrleverandørene har relativt høy forhandlingsmakt. I år med god lønnsomhet tar

fôrleverandørene en høyere pris og legger dermed beslag på en større andel av oppdrettsselskapenes gode resultater. Når varekostnaden i prosent av omsetning er relativt stabil støtter dette opp under argumentet om at fôrleverandørene har en moderat forhandlingsmakt.

Analyse av historiske lønnskostnader

Lønnskostnadene i oppdrettsnæringen drives primært av antall ansatte, antall konsesjoner og generell lønnsvekst. Slik det fremkommer av tabell 13 har de historiske lønnskostnadene til Lerøy holdt seg stabilt på ca. 10 prosent av omsetningen gjennom hele analyseperioden. I 2011 hadde Lerøy 130 konsesjoner, og i 2016 var antallet økt til 146. Økningen i konsesjoner har vært relativt liten, og det er lite som tilsier at lønnskostnadene drives opp av økninger i konsesjoner. Selskapet har hatt en økning i antall ansatte fra 1865 ansatte i 2011 til 2527 ansatte i 2015. Dette kan forklare en del av de økte lønnskostnadene. Samlet sett virker det som at antall ansatte og utviklingen i det generelle lønnsnivået er de viktigste driverne for lønnskostnadene i selskapet.

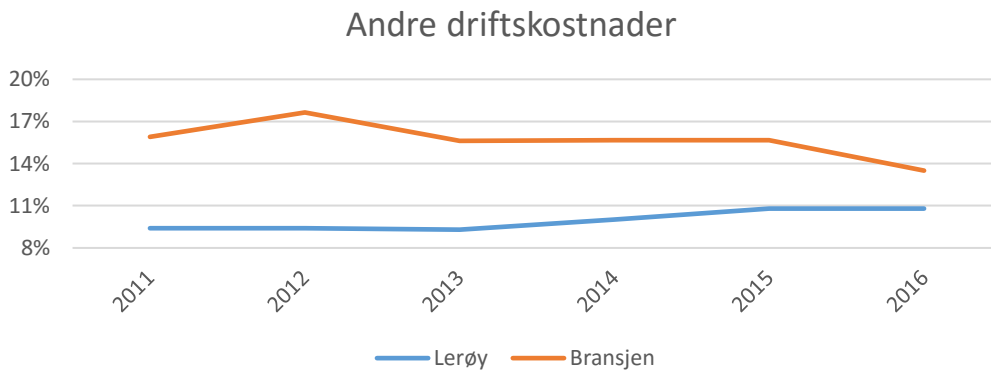
Slik figur 25 illustrerer holder Lerøy og bransjen seg på et relativt likt nivå hva gjelder lønnskostnader i prosent av omsetning. De siste to årene kan det se ut til at Lerøy beveger seg i retning av høyere lønnskostnader enn bransjen generelt. Det er imidlertid verdt å nevne at Lerøy holder seg på et relativt likt nivå sammenlignet med sine to største konkurrenter, Marine Harvest og SalMar og at det er de to minste selskapene i bransjen som trekker ned snittet.



Figur 25 – Historisk utvikling i lønnskostnader for Lerøy og bransjen (Tall hentet fra respektive års- og kvartalsrapporter for Lerøy og bransjen)

Analyse av historiske andre driftskostnader

Slik det fremkommer av tabell 13 har andre driftskostnader i prosent av omsetning hos Lerøy hatt en beskjeden økning siden 2011. Kostnadsposten ligger likevel relativt stabil på omtrent 10 prosent. Hva som inngår i andre driftskostnader er ikke spesifisert i notene til Lerøy, og det er derfor vanskelig å si noe mer konkret om denne kostnadsposten.

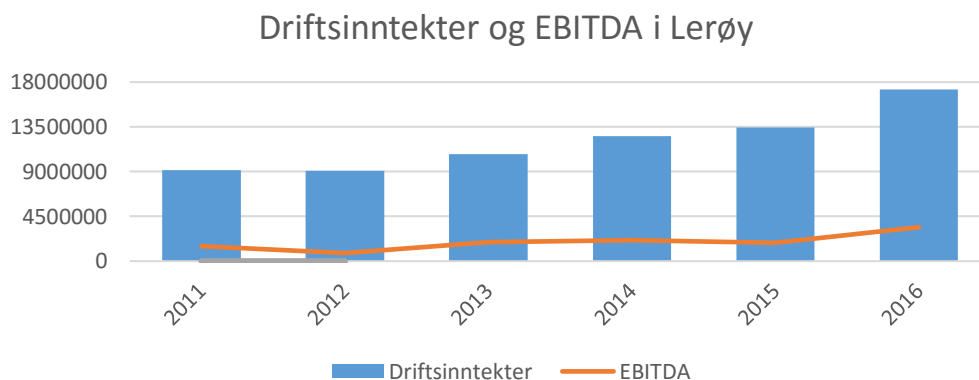


Figur 26 – Historisk utvikling i andre driftskostnader for Lerøy og bransjen (Tall hentet fra respektive års- og kvartalsrapporter for Lerøy og bransjen)

Ser vi på bransjen samlet er andre driftskostnader i gjennomsnitt ca. 16 prosent i perioden. De ulike selskapene inkluderer ulike kostnader i denne posten, og enkelte selskap er ikke så flink til å beskrive hva som inngår i andre driftskostnader. Vi er derfor litt forsiktig med å sammenligne Lerøy med bransjen.

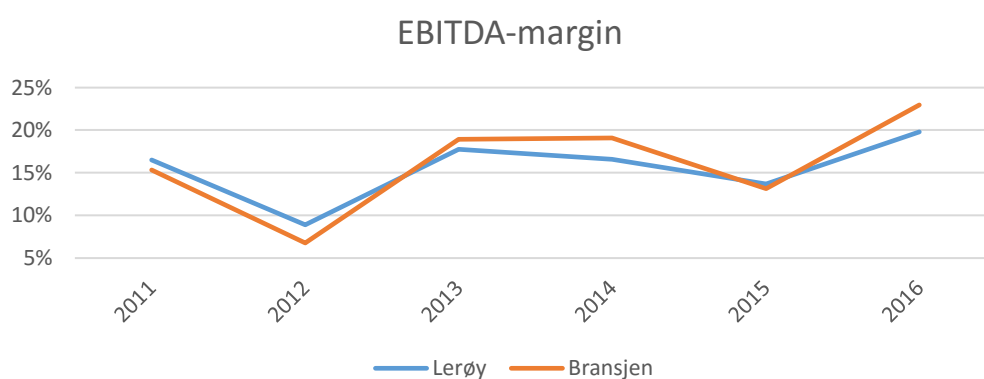
Analyse av historisk EBITDA

EBITDA er normalt et godt estimat på kontantstrømmen fra den underliggende driften.



Figur 27 – Utvikling i driftsinntekter sammenlignet med EBITDA for Lerøy (Tall hentet fra respektive års- og kvartalsrapporter for Lerøy)

Slik figur 27 viser har Lerøy en relativt stabil EBITDA-margin, til tross for at både inntekter og kostnader har variert fra år til år. Gjennomsnittlig EBITDA-margin for Lerøy har i perioden vært 15,6 prosent. Det er interessant å vurdere Lerøys EBITDA-margin opp mot bransjen. Slik figur 28 illustrerer har Lerøy og bransjen en relativt lik EBITDA-margin. Gjennomsnittlig EBITDA-margin for bransjen i perioden har vært 16 prosent, altså noe høyere enn gjennomsnittet til Lerøy. Til tross for at Lerøy har en høy omsetning, har de relativt høye varekostnader sammenlignet med bransjen. Dette kan være en del av forklaringen på hvorfor bransjen har noe høyere EBITDA-margin enn Lerøy. SalMar og Marine Harvest skiller seg ut i bransjen ved at de har forholdsvis høye EBITDA-marginer på ca. 23 og 18 prosent. SalMar er kjent som det mest kostnadseffektive selskapet, og Marine Harvest har sin egen fôrproduksjon. Dette kan være en av grunnene til at disse aktørene har en høyere EBITDA-margin enn bransjen.



Figur 28 – Historisk utvikling i EBITDA-margin for Lerøy og bransjen (Tall hentet fra respektive års- og kvartalsrapporter for Lerøy og bransjen)

4.7 Syntetisk rating

Kredittratingbyråer slik som Standard & Poor's og Moor's gjennomfører ratinger på selskapers lån for å tallfeste konkurssansynligheten, og kreditorenes implisitte risikopremie (Peterson et al., 2017). Kredittrisikopremien reflekterer bankenes forventede tap på utlån, og kredittpåslaget øker som regel når renten faller. Lav rente indikerer dårligere investeringsmuligheter, og bankene blir mer generelt mer forsiktig med å låne ut penger i dårlige tider. Hvis derimot rentenivået er høyt vil kredittpåslaget som regel være mindre. Alt annet likt betyr en høy rating at forventet konkurssansynlighet er lav.

Når man vurderer kredittverdighet vil både likviditetsreserver, egenkapitalandel, rentedekningsgrad og lønnsomhet være viktige måltall (Langohr & Langohr, 2008). I tillegg er informasjon om bransjen, eiere og ledelse med på å påvirke kredittverdigheten. Volatiliteten til kontantstrømmene fra driften, rentekostnader og eiendelsverdier er med på å bestemme kredittratingen, og for de beste ratingklassene stilles det spesielt strenge krav til likviditet. Lerøys konkurrisiko kan oppsummeres ved å bruke ulike nøkkeltall til å gi en karakter på risikoen i form av en syntetisk rating. Vi bruker Standard & Poor's karaktersystem, og denne oppsummeres i tabell 14. De fire nøkkeltallene som brukes i den syntetiske ratingen er likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalandel og netto driftsrentabilitet.

Rating	Likviditets- grad 1	Rente- dekningsgrad	Egenkapital- prosent	Netto drifts- rentabilitet
AAA	11,600	16,900	0,940	0,350
	8,900	11,600	0,895	0,308
AA	6,200	6,300	0,850	0,266
	4,600	4,825	0,755	0,216
A	3,000	3,350	0,660	0,166
	2,350	2,755	0,550	0,131
BBB	1,700	2,160	0,440	0,096
	1,450	1,690	0,380	0,082
BB	1,200	1,220	0,320	0,068
	1,050	1,060	0,270	0,054
B	0,900	0,900	0,220	0,040
	0,750	0,485	0,175	0,026
CCC	0,600	0,070	0,130	0,012
	0,550	-0,345	0,105	-0,002
CC	0,500	-0,760	0,080	-0,016
	0,450	-0,170	0,030	-0,030
C	0,400	-1,580	-0,020	-0,044
	0,350	-1,995	-0,100	-0,058
D	0,300	-2,410	-0,180	-0,072

Tabell 14 – Syntetisk rating basert på grenseverdier for fire nøkkeltall (Langohr & Langohr, 2008)

Karakteren uttrykkes med bokstaver og ratingen går fra AAA til D. Kredittrateringer fra AAA til BBB tilsvarer ”investment grade”, mens ratinger under BBB tilsvarer ”speculative grade” (Peterson et al., 2017). Ratinger mellom AAA og CCC kan justeres med pluss og minus for å gi en mer nøyaktig klassifisering ettersom kategoriene er store. Basert på nøkkeltallsanalysen av Lerøy og bransjen har vi utarbeidet en syntetisk rating som presentert i tabell 15.

Lerøy	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet gjennomsnitt
Likviditetsgrad 1	2,5 A	2,5 A	2,7 A	3,1 A+	2,5 A	2,9 A	2,7 A
Rentedekningsgrad	5,2 AA	6,0 AA	20 AAA	11,9 AAA	12,5 AAA		11,1 AAA
Egenkapitalandel	0,51 BBB+	0,51 BBB+	0,54 A-	0,54 A-	0,55 A	0,54 A	0,53 A-
Netto driftsrentabilitet	0,17 A+	0,06 BB	0,16 A	0,16 A	0,12 A-	0,15 A	0,14 A
Samlet rating							A
Bransjen	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet gjennomsnitt
Likviditetsgrad 1	2,1 A-	2,1 A-	2,9 A	2,6 A	2,7 A	2,5 A	2,5 A
Rentedekningsgrad	0,15 CCC+	1,9 BBB	9,4 AA+	8,3 AA+	8,2 AA+		5,6 AA
Egenkapitalandel	0,4 BBB	0,41 BBB	0,46 BBB+	0,43 BBB	0,43 BBB	0,49 BBB+	0,44 BBB+
Netto driftsrentabilitet	0,09 BBB	0,01 CCC	0,11 BBB+	0,12 A-	0,08 BBB-	0,20 AA-	0,10 BBB+
Samlet rating							A

Tabell 15 – Lerøy og bransjens syntetiske rating

Tidsvektet gjennomsnitt er utgangspunkt for karaktersettingen og ratingen til Lerøy og bransjen. Rentedekningsgraden i 2016 er ikke beregnet, ettersom kvartalsrapportene har mangelfulle opplysninger hva gjelder finansinntekter- og kostnader. Dette er ikke avgjørende for den samlede vurderingen av verken Lerøys eller bransjens totale rating, og det medfører dermed ingen stor ulempe. Lerøy oppnår samlet sett karakteren A, hvilket indikerer en meget lav konkurssansynlighet på 0,06 prosent (Peterson et al., 2017).

Bransjen har gjennom analyseperioden hatt en noe lavere likviditetsgrad og egenkapitalandel enn Lerøy. Generelt er bransjen, sett i forhold til Lerøy, finansiert med en større andel rentebærende gjeld. Dette bidrar til at bransjen står overfor en større risiko i sin finansiering sammenlignet med Lerøy. Når det gjelder den operasjonelle risikoen er denne tilnærmet lik for bransjen og Lerøy. Samlet sett oppnår bransjen også karakteren A, og dette underbygger vårt estimat på den samlede ratingen til Lerøy.

Kredittratingbyråene publiserer data som viser sammenhengen mellom selskapenes kredittrating og diverse nøkkeltall. Et selskap med rating A skal ha en kredittrisikopremie som er 25 prosent av risikofri rente. Som diskutert i kapittel 7.1.1 er risikofri rente satt lik 2 prosent. Dersom vi utelukkende beregner kredittpåslaget basert på den syntetiske ratingen, tilsier dette at Lerøy får en kredittrisikopremie lik 0,5 prosent. Et kredittpåslag på 0,5 prosent kan virke noe lavt for Lerøy. Vi ønsker derfor å supplere med en subjektiv vurdering av operasjonell risiko og de økonomiske framtidsutsiktene for selskapet.

Lerøy har en sterk finansiell posisjon med en egenkapitalandel på over 50 prosent, og dette taler for at kredittpåslaget til Lerøy kan være lavt. Likevel er selskapet utsatt for en del operasjonell risiko knyttet til blant annet lakselus og rømming. Selskapets inntjening er i

tillegg svært avhengig av utviklingen i laksepris, og inntjeningen kan variere mye ettersom Lerøy befinner seg i en syklisk bransje. Dette tilsier at et kredittpåslag på 0,5 kan virke lavt. Oppdrettsbransjen er svært kapitalintensiv, og biologiske eiendeler utgjør en stor del av selskapenes omløpsmidler. På bakgrunn av dette antar vi at bransjens likviditetsgrad 1 er høy sammenlignet med andre bransjer. Dersom likviditetsgraden hadde vært noe lavere, kunne vi fått en samlet rating som er lavere enn A. Dette trekker også i retning av at kredittpåslaget trolig burde være høyere enn 0,5.

Kredittpåslaget kan tenkes å øke i dårlige tider, og ettersom renten i dag er på et historisk lavt nivå indikerer dette at framtidsutsiktene til økonomien er relativt svak. Svake framtidsutsikter og færre attraktive investeringsmuligheter kan gjøre at bankene blir mer forsiktige med å låne ut penger, og kredittpåslaget kan følgelig tenkes å være noe høyere enn 0,5. Etter å ha vurdert både operasjonell risiko og framtidsutsiktene til Lerøy velger vi å justere risikopåslaget opp til 1,5 prosent.

En svakhet ved modellen er at den ikke tar hensyn til bransjespesifikke forhold, hvilket kan resultere i for høye eller lave grenseverdier. Ratingen kan variere fra år til år og mellom bransjer, og det er derfor viktig at vi benytter skjønn i fastsettelsen av kredittpåslaget. Ettersom grenseverdiene ikke er tilpasset hvilken bransje selskapene befinner seg i, kan modellen gi et feilaktig bilde på selskapenes kredittrisiko. Modellen baseres kun på fire nøkkeltall, og ettersom det kan være knyttet feilkilder til nøkkeltallene, kunne modellen vært forbedret ved å inkludere flere nøkkeltall. Det bør også påpekes at ratingmodellen er tilbakeskuende, og dermed vil ikke kredittratingen nødvendigvis være representativ for Lerøy i fremtiden. Ettersom vi har gjennomført ratingen tilbake til 2011, og alle årene gir omtrent samme rating, mener vi likevel at kredittratingen kan fungere som en god indikator på kredittverdigheten for selskapet i årene fremover.

5. Strategisk analyse

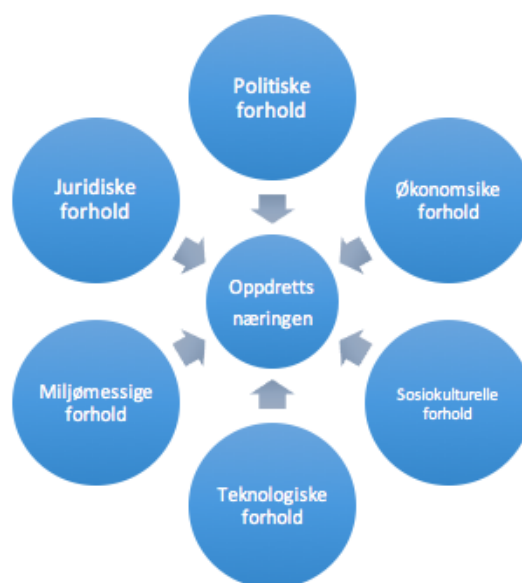
I dette kapittelet gjennomfører vi en strategisk analyse som gir verdifull innsikt i bransjen og Lerøy. Vi deler analysen inn i to deler: *ekstern bransjeorientert* analyse av oppdrettsnæringen, og *intern ressursbasert* analyse av Lerøy.

5.1 Ekstern bransjeorientert analyse

I den eksterne bransjeorienterte analysen bruker vi analyseverktøyet PESTEL og Porter. Her kartlegges og analyseres makroforholdene i bransjen, slik at vi kan identifisere hva som påvirker rammevilkårene i bransjen og hvilke eksterne faktorer som påvirker selskapenes lønnsomhetspotensiale. De eksterne faktorene er felles for alle selskapene i bransjen, og påvirker konkurransesituasjonen innad i næringen. Den eksterne analysen danner grunnlag for å forstå bransjens dynamikk og hvorvidt det finnes forhold i de eksterne omgivelsene som kan gi opphav til bransjefordeler.

5.1.1 PESTEL

PESTEL står for seks ulike hovedgrupper av eksterne forhold som kan påvirke bransjen: *Politiske, Økonomiske, Sosiokulturelle, Teknologiske, Miljømessige og Juridiske forhold* (Roos et al., 2013). Det er viktig å ha kunnskap om hvordan de seks faktorene endrer seg og hvilke implikasjoner disse har for selskapene i bransjen. I det følgende presenteres og drøftes hver enkelt faktor. Verktøyet er illustrert i figur 29.



Figur 29 – PESTEL-rammeverket (Roos et al., 2013).

5.1.1.1 Politiske forhold

Myndighetene har spilt en sentral rolle i utviklingen av den norske oppdrettsnæringen gjennom ulike reguleringer, og politiske forhold har derfor stor påvirkning på bransjen. Vi vil i det følgende gå nærmere inn på betydningen av etableringsregulering og handelspolitiske konflikter, som presentert i kapittel 2.3.2.

Etableringsregulering

Den norske oppdrettsnæringen er underlagte sterke politiske reguleringer, og for å kunne drive med oppdrett kreves det tillatelser i form av konsesjoner. Det å forholde seg til konsesjonssystemet synes å være utfordrende og muligens noe hemmende for bransjens utvikling og vekst. Nyetablerte selskaper er avhengig av å få konsesjoner, og følgelig kan systemet være med på å redusere trusselen fra nyetableringer.

Ettersom det relativt sjeldent deles ut nye konsesjoner, kjøper typisk selskapene opp konkurrenter for å vokse. Dagens konsesjonssystem gjør det vanskeligere for selskapene å vokse organisk, og det begrenser produksjonsveksten for bransjen som helhet, selv om enkelt-selskaper kan øke sin produksjon gjennom oppkjøp. Krav til eierskapsspredning er fjernet, og dette gjør det lettere for selskapene å få tak i nye konsesjoner. På den andre siden har nye og strengere krav til miljø gjort ervervelse av konsesjoner vanskeligere. Strengt miljømessige krav gir selskapene insentiv til å forske på nye og mer miljøvennlige produksjonsprosesser, noe som er positivt for næringen. Et resultat av den strenge reguleringen er at selskapene må finne andre måter å skape fremtidig vekst og lønnsomhet på. For å møte utfordringene knyttet til etableringsregulering kan selskapene for eksempel fokusere på merkevarebygging og utvikling av nye produkter. På denne måten kan aktørene i bransjen øke sine marginer og oppnå bedre lønnsomhet. Man bør likevel være oppmerksom på at laks er en standardisert vare, og det kan derfor være vanskelig å si om merkevarebygging vil gi betydelige utslag i selskapets lønnsomhet.

Den sterke globale etterspørselen fører til at det blir mer attraktivt for potensielle nykommere å entre markedet. Ettersom etterspørselen er større enn tilbudet vil det være fristene å etablere seg, og eksisterende selskaper vil nok ønske å utvide produksjonen. Strengt etableringsreguleringer kan gjøre det vanskelig å etablere seg i Norge, men når næringen oppnår svært gode resultater bør man forvente at nye aktører vil komme til. En konsekvens av

den strenge reguleringen i Norge kan være at vi ser flere nyetableringer i utlandet, og konkurransen fra utlandet kan bli større. Det kan også tenkes at etablerte oppdrettsselskaper ønsker å starte opp produksjonsanlegg i utlandet. Dersom aktører flytter produksjonen sin til utlandet, kan dette være gunstig for selskapene dersom produksjonskostnadene reduseres. På den andre siden kan det være krevende for norske oppdrettsselskaper å forholde seg til reguleringer i andre land. For norsk økonomi kan det være en ulempe hvis selskapene flytter produksjonen ut av landet, ettersom oppdrettsnæringen sysselsetter mange og er en viktig bidragsyter til norsk økonomi.

Handelspolitiske konflikter

Oppdrettsnæringen er svært eksportrettet, og bransjen er følgelig avhengig av gode handelsavtaler for å sikre god inntjening. Norsk oppdrettsnæring er svært sårbar for handelspolitiske konflikter, da restriksjoner fra andre land kan få store økonomiske konsekvenser. Ettersom store deler av inntjeningen til de norske oppdrettsselskapene kommer fra utlandet, er det helt avgjørende at aktørene i bransjen har et godt handelspolitisk forhold med strategisk viktige markeder. Dersom for eksempel USA, Kina eller Russland innfører straffetiltak, eller andre restriksjoner som begrenser handelen med norske oppdrettsselskaper, er dette med på å svekke inntjeningen og resultatene til selskapene. Handelspolitiske rammevilkår kan endre seg brått, og som regel skyldes endringer forhold som er utenfor oppdrettsselskapenes kontroll. For oppdrettsselskapene er det derfor vanskelig å unngå og bli rammet dersom slike konflikter skulle oppstå. Ved å eksportere til flere ulike markeder, og ha en diversifisert kundeportefølje, kan selskapene likevel redusere risikoen knyttet til handelspolitiske konflikter. Tilgang til strategisk viktige, og flere ulike markeder kan være en kilde til et potensielt konkurransefortrinn.

Den globale etterspørselen etter laks og annen sjømat er stadig økende, men verdensmarkedet er turbulent og i stadig endring. Den underliggende risikoen for at det skal oppstå handelspolitiske konflikter vil ikke forsvinne i årene fremover. Slik det er i dag er det en del usikkerhet knyttet til Brexit, samt Trumps inntreden som president i USA. For den norske oppdrettsnæringen er det svært viktig at myndighetene får på plass en god handelsavtale med Storbritannia, da dette bidrar til at eksporten til et viktig marked opprettholdes. Når det gjelder forholdet til USA er det fortsatt vanskelig å si noe om hvordan presidentskiftet vil påvirke handelsforholdet mellom USA og Norge. For oppdrettsnæringen i Norge utgjør USA et

mindre marked enn for eksempel Europa, men dersom Trump innfører importrestriksjoner, vil dette ha negativ påvirkning på eksportinntektene til norske oppdrettsselskaper.

5.1.1.2 Økonomiske forhold

Økonomiske forhold dreier seg om hvordan konjunktursvingninger, rentenivå og lignende virker inn på oppdrettsnæringens lønnsomhet. Bransjen har opplevd en sterk vekst de siste årene, men næringens sykliske karakter tilsier at selskapene er utsatt for svingninger. Vi vil i det følgende komme nærmere inn på betydningen av rentenivå, laksepris og valutarisiko som presentert i kapittel 2.3.1.

Rentenivå

Dagens styringsrente på 0,5 prosent er på et historisk lavt nivå, og slik Norges Bank predikerer vil rentenivået mest sannsynlig fortsatt være lavt de kommende årene. Det lave rentenivået er en av årsakene til at den norske kronen har svekket seg. Ettersom oppdrettsnæringen er en kapitalintensiv næring vil aktørene dra nytte av det lave rentenivået gjennom lavere finansieringskostnader og økte eksportinntekter. Den lave renten gjør at selskapene kan låne penger relativt billig. Selv om dagens renter er lave, bærer selskapene fortsatt en renterisiko knyttet til sine langsiktige lån og mange velger derfor å sikre renten med en fastrenteavtale. På denne måten unngår selskapene usikkerhet knyttet til fremtidig rentenivå, og investorene får en større trygghet. Det er viktig å være oppmerksom på at dagens rentenivå er svært lavt, og det er derfor naturlig å forvente at renten vil øke i fremtiden. Økt rente vil medføre høyere finansieringskostnader for oppdrettsselskapene. I tillegg vil nok kronekursen styrkes av en høyere norsk rente, noe som vil være negativt for selskapene som eksporterer til utlandet.

Laksepris

Oppdrettsnæringens lønnsomhet påvirkes i stor grad av utviklingen i laksepris. Lakseprisen er svært volatil, og avhenger av tilbud og etterspørsel. En konsekvens av dagens konsesjonssystem er at oppdrettsselskapene har lite fleksibilitet med hensyn til å øke produksjonen, spesielt på kort og mellomlang sikt. Økt tilbud avhenger i stor grad av tilgangen på konsesjoner, mens redusert tilbud kan være en konsekvens av miljømessige utfordringer slik som lakselus, rømming og lignende. Ettersom tilbudssiden i stor grad er gitt på kort sikt, styres derfor lakseprisen av etterspørselen. Etterspørselen etter laks har hatt en svært positiv utvikling de siste årene, og det er lite som tyder at den globale etterspørselen vil falle i nærmeste fremtid. Lav forventet vekst i tilbudet, kombinert med høy forventet vekst i

etterspørselen indikerer at lakseprisen vil holde seg på et relativt høyt nivå de neste årene. Likevel bør man ikke forvente at dagens rekordhøye laksepris vil vedvare på lang sikt.

På grunn av at lakseprisen er svært volatil, finner mange av oppdrettsselskapene det ofte nødvendig å sikre seg mot prissvingninger gjennom å inngå kontrakter. Ved å inngå fastpriskontrakter, eller selge laks gjennom Fish Pool, kan aktørene begrense eksponeringen mot den volatile lakseprisen (Fish Pool, 2017a).

Valutarisiko

Oppdrettsbransjen er svært eksponert for valutarisiko gjennom valutakurssvingninger, ettersom aktørene stort sett får betalt i utenlandsk valuta. Valutarisikoen er utenfor selskapenes kontroll, men for å redusere denne risikoen benytter selskapene seg ofte av sikringsinstrumenter. Dette kan eksempelvis være valutaterminkontrakter, som innebærer at valutakursen sikres frem i tid. Selve sikringen kan medføre både tap og gevinst, men en fordel er at det gir forutsigbarhet, og det kan dermed bli enklere å lage prognoser og budsjetter for fremtiden.

Dagens kronekurs er relativt svak, og dette er positivt for oppdrettsnæringen ettersom det blir billigere for utlandet å handle med Norge. Dersom kronekursens relative styrke mot andre valutaer styrker seg kan dette bli en utfordring for bransjen fordi en sterk norsk krone vil gjøre det dyrere for utlandet å importere norske varer. Slik Norges Bank predikerer vil rentenivået i Norge fortsatt holde seg på et lavt nivå de kommende årene, før renten etter hvert vil stige. Dette vil innebære at kronekursen også vil styrke seg på sikt.

5.1.1.3 Sosiokulturelle forhold

Sosiokulturelle forhold handler blant annet om befolkningens preferanser, holdning og livsstil. I oppdrettsnæringen er det spesielt demografiske og sosiale trender som påvirker etterspørselen etter sjømat.

I 2011 passerte verdens befolkning 7 milliarder mennesker, og frem mot 2050 forventes det at verdens befolkning vil nå 9 milliarder (FN, 2016). En hurtig voksende befolkning, og et større fokus på sunn mat, er positivt for oppdrettsnæringen da disse faktorene bidrar til å øke etterspørselen etter sjømat. Økt etterspørsel bidrar til høyere laksepris, som igjen bidrar til økt lønnsomhet for selskapene. Mulighetene for vekst i matproduksjon til vanns er stor, ettersom omtrent 70 prosent av jorda er dekket av vann (FHL & Eksportutvalget for fisk, 2011). I dag

foregår kun en liten andel av dagens matproduksjon i havet, og potensialet er derfor stort for videre vekst i oppdrettsnæringen.

Sosiale trender legger føringen på hvilke preferanser vi har i matveien, og påvirker oss i valget av matvarer. Sjømat er en viktig kilde til blant annet protein, omega 3-fettsyrer, vitamin D samt en rekke andre næringsstoffer (Regjeringen, 2014). Ettersom fokuset på sunt og variert kosthold er stort, bidrar sosiale trender til å øke etterspørselen etter sjømat. Flere helseorganisasjoner råder oss til å øke inntaket av sjømat for å forbedre folkehelsen. Det er utvilsomt flere helsemessige gevinster ved å spise mer fisk, og bransjen påvirkes positivt av de sosiale trendene. Fisk blir stadig mer tilgjengelig gjennom nye produktvarianter, og med dens anvendelighet har fisk blitt et mer populært produkt. Laks brukes blant annet i sushi, som de senere årene har blitt et svært ettertraktet og luksuriøst produkt verden over. Fremveksten av nye sushirestauranter er et eksempel på at sosiale trender kan bidra positivt til næringen. Den positive utviklingen i etterspørselen etter sjømat, og spesielt laks, indikerer gode framtidsutsikter for oppdrettsnæringen.

5.1.1.4 Teknologiske og miljømessige forhold

Oppdrettsnæringen står overfor en rekke miljømessige utfordringer, og løsningen er ofte teknologiske nyvinninger. På bakgrunn av dette velger vi å omtale de teknologiske og miljømessige forholdene samlet.

Produksjonskapasiteten i den norske oppdrettsnæringen er i dag tilnærmet fullt utnyttet, og for å møte den sterke veksten i etterspørselen er det avgjørende at aktørene i næringen finner alternative måter å øke produksjonen på. I tillegg har oppdrettsnæringen store utfordringer relatert til miljø og bærekraft, slik som lakselus og rømming. Dette er faktorer som påvirker aktørene i næringen i form av økte kostnader, svekket omdømme og redusert tilbud. For å kunne møte den økte etterspørselen, og håndtere de miljømessige utfordringene, er det viktig å forske på innovative løsninger.

Landbaserte anlegg er et eksempel på en nyvinning som kan bidra til å gi en mer miljøvennlig og bærekraftig vekst i oppdrettsnæringen. Slike anlegg kan få slutt på at oppdrettsfisk rømmer, i tillegg til å eliminere problemet med at lus sprer seg fra oppdrettslaks til villaks. En utfordring vil være at vannet i kummene må skiftes ut, noe som kan være kostnadskrevende. Det er knyttet en del usikkerhet til lønnsomheten ved landbaserte anlegg, og de største aktørene i næringen har derfor foreløpig ikke tatt i bruk slike anlegg. Dersom landbasert produksjon

skulle bli like lønnsomt som produksjon til havs, vil trolig produksjon foregå på land og nær viktige markeder (Nissen-Meyer, 2015). Dersom dette skjer vil Norge kunne miste sitt komparative fortrinn hvis produksjonen flyttes til utlandet. Det foregår hele tiden forskning og utvikling på ny teknologi, og det kan tenkes at landbaserte anlegg blir et reelt alternativ på lengre sikt.

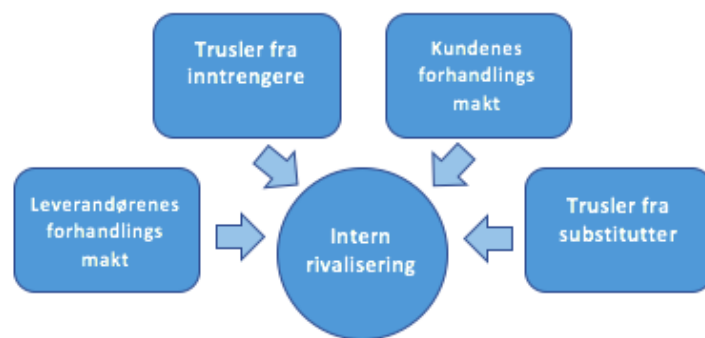
Ettersom næringen er underlagt strenge reguleringer, må utviklingen av ny teknologi falle innenfor de bestemmelser som gjelder. Trafikklys-systemet er et eksempel på et tiltak fra myndighetenes side som skal bidra til å øke produksjonen der det er bærekraftig forsvarlig. Slike tiltak kan være med på å gi aktørene insentiv til å forske frem metoder for å produsere og drive virksomheten på en miljøvennlig måte.

5.1.1.5 Juridiske forhold

Norske oppdrettsselskaper er underlagt en rekke lover og forskrifter som legger føringer for selskapenes virksomhet. I følge norsk lov skal oppdrettsnæringen ta hensyn til miljøet, og aktørenes forhold til miljøet reguleres gjennom Akvakulturloven (Laksefakta, 2016c). Loven stiller krav til hvordan havbruk skal etableres, drives og avvikles. Selskapene må forholde seg til en rekke forskrifter som regulerer virksomheten deres, og det kan være både tidskrevende og kostbart for selskapene å holde seg innen for de juridiske rammene.

5.1.2 Porters femfaktormodell

Porters femfaktormodell er et anerkjent rammeverk for å analysere en bransje med utgangspunkt i konkurranseomgivelsene (Porter, 1985). Som illustrert i figur 30 er det fem krefter som har størst innvirkning på konkurranseintensiteten i en bransje: *trusler fra inntrengere*, *kundenes forhandlingsmakt*, *leverandørenes forhandlingsmakt*, *trusler fra substitutter* og *intern rivalisering*. Lønnsomheten, eller bransjens attraktivitet, avhenger av i hvilken grad de ulike konkurransekraftene er tilstede. I henhold til Porter vil man få en bransje med tilnærmet fri konkurranse dersom det er sterk tilstedeværelse av de fem konkurransekraftene, og en slik bransje vil være lite attraktiv. Ved hjelp av Porters femfaktormodell skal vi analysere faktorer som synes å påvirke lønnsomheten og konkurransesituasjonen innad i oppdrettsnæringen, og dette vil gi nyttig innsikt når vi videre skal estimere Lerøys fremtidige lønnsomhet.



Figur 30 – Porters femfaktormodell (Porter, 1985)

5.1.2.1 Kundenes forhandlingsmakt

Generelt er kunder opptatt av å få god service, høy kvalitet og lav pris. Følgelig kan kunder utgjøre en trussel mot lønnsomheten i en bransje. Kunder med sterk forhandlingsmakt kjennetegnes ved at de kan kapre deler av verdiskapningen ved å påvirke priser og vilkår i forhandlinger med aktørene i bransjen. Kundenes forhandlingsmakt er som regel høy når bransjens produkter er lite differensierte og det eksisterer mange tilbydere. Videre vil forhandlingsmakten være sterk når produktene er kostbare eller når kundegruppen er konsentrert.

Laks er en standardisert og lite differensiert vare, og det eksisterer mange tilbydere. På denne måten kan det være vanskelig å skille produkter fra ulike leverandører fra hverandre. Selv om enkelte selskap har en sterkere merkevare enn andre, er produktene fortsatt ganske like, og det vil dermed være vanskelig å ta en høyere pris enn konkurrentene. Når enkelte selskaper forsøker å bygge en merkevare kan dette være en smart strategi, men samtidig er differensiering i oppdrettsnæringen lite utbredt, og når produktene er tilnærmet homogene tilsier dette at kundene har lave byttekostnader. Trolig er tilbøyeligheten for å velge en annen oppdrettsleverandør liten, men langsiktige kontrakter og samarbeidsavtaler kan likevel redusere kundenes forhandlingsmakt noe.

Oppdrettsselskapenes største kunder er dagligvarekjeder og grossister. Disse kundene er typisk ganske store og kan følgelig være krevende i forhandlinger med leverandørene sine. Kundene har en rekke leverandører å velge mellom, hvilket betyr at oppdrettsselskapene i stor grad må tilfredsstille kundenes ønsker og behov. På denne måten kan kundenes

forhandlingsmakt sies å være relativt høy. På den andre siden er etterspørselen etter norsk oppdrettslaks stor, samtidig som tilbudet er begrenset, og dette tilsier at kundenes forhandlingsmakt er relativt lav.

På bakgrunn av dette mener vi at kundenes forhandlingsmakt er moderat. Når prisen på laks øker, er det grunn til å tro at kundene krever høyere marginer, og det er dermed ikke gitt at hele prisøkningen tilfaller oppdrettsselskapene. Det er rimelig å anta at kundene forsøker å kapre deler av verdiskapningen, og kundene har en reell forhandlingsmakt som kan påvirke lønnsomheten i bransjen.

5.1.2.2 Leverandørenes forhandlingsmakt

For å oppnå høyest mulig overskudd forsøker leverandørene å presse opp prisen, eller redusere kvaliteten på det produktet de leverer. Leverandørenes forhandlingsmakt vil avhenge av en rekke forhold, og leverandørmakten er typisk sterk når det er få leverandører i markedet og leverandørens produkter er unike. I tillegg vil leverandørmakten være sterk dersom byttekostnadene er høye, og selskapet ikke er en spesielt betydningsfull kunde for leverandøren. Jo sterkere forhandlingsposisjon leverandørene har, jo større trussel utgjør leverandørene for lønnsomheten i bransjen.

Ettersom kostnader for anskaffelse av fiskefôr er en dominerende utgiftspost for oppdrettsselskapene, fremstår leverandørene av fiskefôr som de mektigste leverandørene i oppdrettsbransjen. Per i dag er markedet relativt leverandørkonsentrert hvor tre store produsenter dominerer det norske markedet, BioMar, Skretting og EWOS. Konsekvensen ved få og store leverandører er at leverandørenes forhandlingsmakt er stor og de kan dermed sette fôrprisene høyt, noe som bidrar til å redusere lønnsomheten til oppdrettsselskapene. Det at fiskefôr er en av de viktigste råvarene i lakseproduksjon er også med på å styrke denne posisjonen. Marine Harvest sitt insentiv til å utvikle egen fôrproduksjon kan indikere at leverandørene av fiskefôr har priset seg for høyt. Verdens største oppdrettsselskap er nå nesten selvforsynt med fiskefôr, og har med dette svekket leverandørmakten i bransjen noe. Dersom andre aktører i bransjen velger å gjøre som Marine Harvest vil dette kunne utgjøre en reell trussel for leverandørene av fiskefôr. I tillegg anses fiskefôr å være et homogent produkt, og byttekostnadene som oppdrettsselskapene står overfor er derfor lav.

I likhet med fôrleverandørene er de norske oppdrettsselskapene også store, noe som skaper gjensidig avhengighet mellom aktørene. Det vil være kritisk for fôrleverandørene dersom oppdrettsselskapene skulle velge dem bort, da oppdrettsselskapene handler fiskefôr i store volumer. Det er mye som tyder på at dette er en relasjon hvor begge parter drar nytte av samarbeidet, noe som trekker i retning av redusert leverandørmakt i bransjen. Samlet sett vurderer vi det slik at leverandørene i bransjen har moderat forhandlingsmakt.

5.1.2.3 Trusler fra inntrengere

Bedrifter som ikke er i markedet, men som kan entre markedet om de vil, sees på som potensielle inntrengere. Trusselen fra inntrengere vil øke dersom det er relativt enkelt for nye aktører å entre markedet. Dette vil være en ulempe for de etablerte aktørene, da økt trussel fra inntrengere vil bidra til å øke konkurranseintensiteten i bransjen. Nye aktører tilfører bransjen ny kapasitet, noe som bidrar til pressede priser, økte kostnader og økte investeringer. Dersom trusselen fra inntrengere er lav, kan dette medføre et lønnsomhetspotensiale for etablerte aktører som da befinner seg i en svekket konkurransesituasjon.

Etableringstrusselen avhenger av bransjens inngangsbarrierer, samt reaksjoner fra allerede etablerte aktører. Sentrale kilder til inngangsbarrierer som kan hindre nyetableringer er merkeloyalitet, stordriftsfordeler, kapitalbehov, myndighetsreguleringer, kostnadsfortrinn samt adgang til distribusjonskanaler. Vi vil i det følgende se nærmere på de inngangsbarrierene vi mener har mest relevans for oppdrettsnæringen.

Myndighetsreguleringer

Dagens konsesjonssystem utgjør en inngangsbarriere i oppdrettsnæringen, da alle selskaper må ha tillatelse fra myndighetene til å drive med oppdrett i Norge. Konsekvensene av den strenge reguleringen er at det ikke er fritt frem for potensielle inntrengere å entre markedet uten tillatelse. Som tidligere nevnt foregår tildeling av konsesjoner gjennom såkalte konsesjonsrunder, hvor kun et begrenset utvalgt konsesjoner deles ut. Konkurransen om konsesjonene er derav stor, noe som også bidrar til å presse opp prisene på konsesjonene. Konsesjoner kan også kjøpes på annenhåndsmarkedet, men da til en vesentlig høyere pris enn om man får kjøpt av myndighetene. Lavt tilbud av konsesjoner, og høye priser på disse, gjør det vanskelig for potensielle inntrengere å etablere seg i bransjen.

Geografisk beliggenhet representerer også en inngangsbarriere for eventuelle nykommere, da oppdrettsanleggene er avhengig av gode lokaliteter med gunstige vekstforhold for å drive lønnsomt. Ettersom det er stor konkurranse rundt lokaliteter er det rimelig å anta at de etablerte aktørene allerede har kapret de beste lokalitetene, noe som er til ulempe for potensielle nye aktører. Per i dag kan det tenkes at konsesjonssystemet representerer den største inngangsbarrieren i oppdrettsbransjen. På grunn av den strenge myndighetsreguleringen vil trusler fra inntrengere være begrenset og næringens lønnsomhet blir følgelig lite påvirket av nyetableringer.

Kostnadsfortrinn

I oppdrettsnæringen kan det sies at de etablerte aktørene har et kostnadsfortrinn på eventuelle nye aktører. Å drive et oppdrettsanlegg krever relativt mye kunnskap og erfaring om selve produksjonsprosessen, håndtering av lakselus samt andre miljømessige utfordringer. I tillegg har typisk etablerte aktører investert mye tid og ressurser i produksjonsanlegg, samt forskning og utvikling. At de fleste etablerte aktørene er vertikalt integrert, med kontroll over store deler av verdikjeden, representerer også en inngangsbarriere for potensielle nykommere. Oppdrettsproduksjon er en tidskrevende prosess, og for nye aktører tar det gjerne to til tre år før investeringene gir inntjening. Videre kreves det relativt store finansielle investeringer når man starter opp, både når det gjelder kjøp av konsesjoner og utvikling av produksjonsanlegg. Nye aktører må derfor ha en sterk finansiell posisjon for å kunne etablere seg. Disse momentene trekker i retning av at inngangsbarrierene i bransjen er høy.

Etablerte aktører i bransjen kan dra nytte av stordriftsfordeler, men ettersom selskapene har relativt like produksjonsprosesser vil denne fordelene trolig være begrenset. Stordriftsfordeler kan representere en etableringsbarriere, men dette er nok ikke den største utfordringen nye aktører står overfor. Dersom landbaserte anlegg blir et reelt alternativ i fremtiden kan dette medføre at trusselen fra inntrengere øker. Det blir trolig enklere å entre markedet dersom nye aktører ikke trenger tillatelse i form av ordinære konsesjoner. De etablerte selskapene vil nok fortsatt ha en fordel i form av kompetanse og kapital, og samlet sett vil derfor inngangsbarrierene i oppdrettsbransjen være relativt høy.

Med utgangspunkt i de ovennevnte forholdene anser vi trusselen fra potensielle inntrengere som lav. På lengre sikt kan imidlertid trusselen fra inntrengere øke dersom myndighetene endrer sin konsesjonspolitik i retning av at nye konsesjoner blir lettere tilgjengelig.

5.1.2.4 Trusler fra substitutter

En substitutt er et produkt eller en tjeneste som dekker de samme funksjonene eller behovene som det opprinnelige produktet, og fungerer således som et alternativ. Det finnes flere substitutter til laks og annen sjømat, og konsumentene kan relativt enkelt bytte ut fisk med andre matvarer dersom fisken blir for kostbar. Det faktum at det finnes mange substitutter begrenser maksimalt prisnivå i bransjen, og reduserer således den potensielle lønnsomheten. Dersom lakseprisen blir for høy er det rimelig å anta at mange vil velge andre matvarer, og følgelig er det ikke realistisk at lakseprisen øker evig. Byttekostnader, produkt differensiering og pris vil være avgjørende når trusselen fra substitutter vurderes.

Laks er en næringsrik matvare som gir rikelig med næringsstoffer. Hva som betraktes som et substitutt avhenger av hva slags kriterier man vektlegger. Dersom man er opptatt av proteiner kan andre fisketyper, fjærkre, lam, storfe og andre typer kjøtt utgjøre en trussel mot oppdrettslaksen. Generelt vil fisk typisk inneholde flere andre viktige næringsstoffer enn det man finner i ulike typer kjøtt, og følgelig bør man være forsiktig med å karakterisere kjøtt som en nær substitutt til fisk. På den andre siden dekker alle disse ulike matvarene menneskers grunnleggende behov for mat, og således kan de ulike produktene anees som relativt nære substitutter. Hvor stor prisøkning som kreves før konsumenter velger kjøtt fremover fisk er uvisst, og dette vil trolig variere ut i fra hvilke preferanser den enkelte har. Når næringen stadig utvikler nye produktvarianter, kan også det brede spekteret av produkter representere substitutter for hverandre.

Samlet sett vurderer vi det slik at trusselen fra substitutter er relativt lav, ettersom få andre matvarer inneholder de samme viktige næringsstoffene som laks. Den globale etterspørselsveksten etter laks kan også tyde på at trusselen fra substitutter er lav, men det er viktig å være oppmerksom på at dersom lakseprisen blir for høy vil trolig flere være tilbøyelige til å erstatte laksen med andre matvarer.

5.1.2.5 Intern rivalisering

Intern rivalisering dreier seg om kampen om å tilrive seg markedsandeler fra konkurrentene gjennom pris, design, tilbud, annonsering og service. Høy rivalisering innad i en bransje vil typisk legge press på selskapets marginer, hvilket vil kunne resultere i lavere lønnsomhet i bransjen. Bransjens konkurranseintensitet bestemmes blant annet av antall konkurrenter og

deres størrelse, grad av produktdifferensiering, byttekostnader, bransjevekst og utgangsbarrierer.

Oppdrettsbransjen består i dag av få og store aktører. De tre største oppdrettsselskapene i bransjen står for over 50 prosent av produksjonsvolumet i Norge, noe som tyder på at markedet er relativt konsentrert. Da det tildeles få nye konsesjoner av myndighetene blir oppdrettsselskapene tvunget til å kjøpe opp mindre selskaper for å vokse. Ettersom utviklingen går mot færre og større aktører i markedet tyder dette på at den interne rivaliseringen er lav.

Den internasjonale etterspørselen er sterk, og nå som Kina har gjenåpnet for laksehandel med Norge forventes den globale etterspørselen å øke ytterligere. Selv om etterspørselen øker, så medfører det begrensede tilbudet at bransjen ikke vokser. En konsekvens av dette vil være at den interne rivaliseringen vil være relativt lav og lønnsomhetspotensiale er dermed stort.

Produktene i bransjen er lite differensierte, noe som tilsier at konkurransen innad i bransjen øker. I dag er etterspørselen etter konsesjoner stor, og følgelig er det grunn til å tro at selskapene enkelt kan selge sine konsesjoner til andre aktører i bransjen ved utgang. Dette medfører lave utgangsbarrierer og dermed lav intern rivalisering. På en annen side kan en konsekvens av trafikklys-systemet gjøre det mindre attraktivt å kjøpe konsesjoner i områder med rødt lys, da rødt lys betyr at man må redusere produksjonen i dette området. Avhengig av hvor lokaliteten ligger kan dermed trafikklys-systemet bidra til å både styrke og redusere utgangsbarrierene.

Samlet sett vurderer vi det slik at den interne rivaliseringen i oppdrettsbransjen kan betraktes som moderat til lav. Homogene produkter trekker i retning av at det er en viss konkurranse mellom aktørene, men høy etterspørsel og begrenset tilbud tilsier at konkurransen ikke blir så stor mellom aktørene.

5.1.3 Oppsummering av ekstern bransjeorientert analyse

I den eksterne bransjeorienterte analysen har vi studert forhold som kan danne grunnlag for eventuelle bransjefordeler. Ved å benytte PESTEL-rammeverket og Porters femfaktormodell har vi vurdert hvorvidt det finnes slike forhold i omgivelsene til Lerøy. Sammen med Lerøys interne ressursfordeler vil bransjefordelene danne grunnlag for Lerøys samlede strategiske fordel.

Analysen av makroomgivelsene har vist at konsesjonssystemet og myndighetenes reguleringer begrenser den organiske veksten til oppdrettsselskapene. Politiske og juridiske forhold er med på å begrense tilbudet i bransjen, og etterspørselen får følgelig størst betydning for lakseprisen og derav bransjens lønnsomhet. Oppdrettsselskapene er svært eksportrettet, og gode handelspolitiske avtaler er avgjørende for å sikre fremtidig inntjening. Lav rente og svak kronekurs virker positivt på etterspørselen, og dette bidrar til god lønnsomhet for selskapene. Til tross for at bransjen opplever gode tider står selskapene overfor store utfordringer knyttet til miljø og bærekraft. I tiden fremover blir det blant annet spennende å se hvordan trafikklys-systemet, landbaserte anlegg, samt andre teknologiske nyvinninger påvirker bransjens lønnsomhet og potensiale for vekst.

Konkurransenintensiteten er avgjørende for aktørenes mulighet til å oppnå gode marginer og resultater. Konsesjonssystemet og kapitalintensiv drift bidrar til høye inngangsbarrierer. Dette medfører at konkurransen fra nye aktører er relativt liten, og bransjen skjermes således for en del konkurranse. Oppdrettslaks er et lite differensiert produkt, noe som bidrar til å øke den interne rivaliseringen, samt øke kundenes forhandlingsmakt. Selv om fiskefôr er en viktig råvare for oppdrettsselskapene, trekker gjensidig avhengighet mellom leverandørene og oppdrettsselskapene i retning av at leverandørene har moderat forhandlingsmakt. Totalt sett er konkurranseintensiteten i den norske oppdrettsnæringen er lav til moderat, og det er dermed grunnlag for å oppnå en bransjefordel.

5.2 Intern analyse

Intern analyse har til hensikt å avdekke lønnsomhetsforskjeller mellom selskaper innad i en bransje ved å se på interne selskapsspesifikke ressurser (Jakobsen & Lien, 2015). Ressurser er innsatsfaktorer som gjør det mulig for en bedrift å skape verdier for sine kunder. De kan være fysiske, finansielle, organisatoriske, relasjonsbaserte og kompetansebaserte. Gjennom en intern ressursbasert analyse ønsker vi å kartlegge og kategorisere Lerøys ressurser, for så å vurdere hvorvidt selskapets ressurser kan gi opphav til midlertidige eller varige konkurransefortrinn. For å analysere Lerøys interne ressurser benytter vi oss av SVIMA-rammeverket.

5.2.1 SVIMA-rammeverket

Ifølge SVIMA-rammeverket må Lerøys ressurser være sjeldne, viktige, ikke-imiterbare, mobilisert og appropriert for å skape varige konkurransefortrinn (Jakobsen & Lien, 2015). At

en ressurs er *sjelden* innebærer at konkurrentene ikke besitter en lik eller tilsvarende ressurs. Det vil si at konkurrenter ikke har ressursen i samme kvantitet eller kvalitet. Videre forutsettes det at ressursen er *viktig*, altså at den har signifikant effekt på selskapets kostnader og kundenes betalingsvilje. Det neste vilkåret innebærer at ressursen vanskelig kan *imiteres* av konkurrenter. Forutsetningen om at en ressurs er *mobilisert* handler om hvorvidt selskapet er i stand til å bruke ressursen i nye markeder samt konvertere den til økonomisk verdi for selskapet. Det siste vilkåret, *appropriert*, går ut på at de økonomiske verdiene som blir skapt, faktisk tilfaller selskapet selv og ikke andre aktører i markedet. Analyseverktøyet SVIMA er oppsummert i tabell 16.

Sjelden	Viktig	Ikke-Imiterbar	Mobilisert	Appropriert	Utfall
Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig konkurransefortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Nei	Ikke beholdt fortrinn
Ja	Ja	Ja	Nei	Ja	Potensielt konkurransefortrinn
Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig konkurransefortrinn
Nei	Ja	Ja	Ja	Ja	Paritetsfortrinn
Ja	Nei	Ja	Ja	Ja	Trivielt konkurransefortrinn

Tabell 16 - SVIMA-rammeverket (Jakobsen & Lien, 2015)

5.2.1.1 Finansiell posisjon

Oppdrettsnæringen er en svært kapitalkrevende bransje og det er derfor viktig å ha finansielle muskler. Finansiell styrke er en verdifull ressurs fordi det bidrar til stabilitet og fleksibilitet, i tillegg til at det gir selskapene mulighet til å foreta fremtidige investeringer. De siste årene har Lerøy hatt en god soliditet med en egenkapitalandel på over 50 prosent. Dette er et resultat av at Lerøy har operert i bransjen i mange år og selskapet har opparbeidet seg en betydelig markedsandel. Lerøys egenkapitalandel er noe høyere enn bransjesnittet, men det er gjennomgående høy egenkapitalandel hos alle de store aktørene. Dette gjør at ressursen ikke kan karakteriseres som sjelden, og Lerøy befinner seg ikke i særstilling ved å ha mye egenkapital. Ressursen kan imiteres, men det tar tid å bygge en sterk finansiell posisjon. Overfor mindre aktører i bransjen kan det derfor være vanskelig å skaffe seg en sterk finansiell posisjon på kort sikt, men for større aktører er ressursen lettere imiterbar. Finansielle reserver har vanligvis høy mobilitet, da ressursen lett kan overføres til nye markeder. Kravet til

appropriertbarhet synes også å være oppfylt, da eventuell avkastning på de finansielle reservene vil tilfalle Lerøy og deres aksjonærer.

Vår konklusjon er at finansiell styrke er en viktig ressurs i oppdrettsnæringen, men fordi Lerøys kapitalstruktur på ingen måte er unik for selskapet, vil Lerøys finansielle posisjon kun gi opphav til konkurransemessig paritet.

5.2.1.2 Merkevare

Lerøy skiller seg ut fra sine konkurrenter ved at de selger produktene sine til sluttkunden under egen merkevare. Selskapet har levert gode kvalitetsprodukter gjennom flere år, og har på denne måten opparbeidet seg en sterk posisjon i markedet både nasjonalt og internasjonalt. Merkevarebygging er et effektivt virkemiddel for å skape verdier og økonomisk vekst, da en sterk merkevare bidrar til kundelojalitet og økt betalingsvilje. Sammenlignet med bransjen er Lerøys merkevare en sjelden ressurs som få andre aktører besitter. En markedsundersøkelse foretatt i 2015 viser at Lerøy har en gjenkjennelsesgrad på 84 prosent (Berge, 2016). Denne ligger høyt sammenlignet med andre aktører i bransjen.

På grunn av juridiske begrensninger i næringen er det per i dag begrensede muligheter for organisk vekst, og en sterk merkevare blir derav stadig viktigere for at selskapene i bransjen skal sikre gode resultater. En sterk merkevare er også viktig for å øke kundenes betalingsvilje og dette kan derfor bidra til å sikre høyere marginer for selskapet. Ressursen beskrives som ikke-imiterbar fordi det er tids- og kostnadskrevenende å anskaffe en sterk merkevare. Ressursen er vanskelig å kopiere på kort sikt, og det vil nok ta tid før Lerøys konkurrenter klarer å opparbeide seg en sterk merkevare. Kriteriet om overførbarhet og appropriertbarhet synes å være tilfredsstillende, da en sterk merkevare vanligvis har en høy mobilitet og avkastningen vil tilfalle Lerøy.

Momentene diskutert overfor trekker i retning av at ressursen gir opphav til konkurransefortrinn. Siden en sterk merkevare vanskelig kan imiteres, trekker det i retning av å være et varig konkurransefortrinn. Ettersom laks er en commodity-vare, bør man likevel være forsiktig med å tro at merkevaren skal gi et varig fortrinn, og det vil være mer realistisk å si at ressursen gir opphav til et midlertidig fortrinn.

5.2.1.3 Verdikjede

Lerøy er et vertikalt integrert selskap med kontroll over store deler av verdikjeden, fra smoltproduksjon til salg og distribusjon. Å kontrollere store deler av verdikjeden selv er kostnadsbesparende, og det er derfor en viktig ressurs for selskapene i bransjen. Ettersom eierskap til store deler av verdikjeden synes å være tilstede hos alle de største aktørene i bransjen, er ikke ressursen sjelden og på bakgrunn av dette ikke nok til å skape konkurransemessig fortrinn. Sammenlignet med Marine Harvest, kan det hevdes at Lerøy har en midlertidig ulempe ettersom de ikke har egen fôrproduksjon. Marine Harvest produserer 60-80 prosent av eget behov, mens Lerøy kjøper fiskefôr av eksterne leverandører (Marine Harvest, 2015). At Lerøy må bruke eksterne leverandører for å anskaffe fôr antas å gi opphav til høyere fôrkostnader for selskapet. Det vil være mulig for Lerøy å investere i egne anlegg for fôrproduksjon i fremtiden, men dette vil være tids- og kostnadskrevende for selskapet. Sammenlignet med Marine Harvest, mener vi derfor at Lerøys tilgang til innsatsfaktorer i dag utgjør en strategisk ulempe for bedriften.

5.2.1.4 Lokalisering

Lerøy har majoriteten av sine oppdrettsanlegg lokalisert langs norskekysten i regionene Vest, Midt og Nord. For oppdrettsselskapene er det viktig å ha produksjonsanlegg i Norge, da norskekysten synes å være langt mindre utsatt for sykdomsutbrudd enn andre markeder i verden. Dersom eventuelle handelssanksjoner mot norsk lakseeksport skulle finne sted, er det en ulempe at selskapet kun har anlegg i Norge. Ettersom lokalisering langs hele norskekysten synes å være malen blant norske oppdrettsselskaper, er denne ressursen i seg selv ikke sjelden. Ettersom Lerøys produksjonsanlegg er konsentrert om norskekysten, og selskapet ikke har diversifisert sin produksjon i større grad, mener vi dette utgjør en potensiell konkurransemessig ulempe.

5.2.1.5 Produktutvikling og sortiment

Lerøy har investert betydelige midler i utvikling av nye produkter, slik at de har det bredeste produktsortimentet innenfor sjømatkategorien på markedet. Selskapet er i dag det eneste som i tillegg til laks og ørret, også satser på annen type sjømat som hvitfisk og skalldyr. Sammenlignet med bransjen har Lerøy en sjeldent bred produktportefølje. På lengre sikt forventes et bredt produktsortiment å være en strategisk viktig ressurs i oppdrettsnæringen, da selskapene er avhengig av å nå ut til nye markeder for å vokse. Samtidig kan et bredt

produktspekter gjøre selskapet mindre sårbar overfor endringer i markedspreferanser, i tillegg til å være en åpenbar kilde til risikospredning og diversifisering.

Samlet sett kan et bredt produktsortiment karakteriseres som en sjelden og viktig ressurs, noe som trekker i retning av at Lerøy har et konkurransemessig fortrinn på dette området. Det må likevel forventes at andre aktører over tid vil kunne imitere denne ressursen, hvilket trekker i retning av at fortrinnet kun er av midlertidig karakter.

5.2.1.6 Strategiske relasjoner

Lerøy jobber kontinuerlig med å videreutvikle viktige relasjoner på kunde- og leverandørsiden. Gjennom internasjonale salgskontorer har Lerøy tilstedeværelse i store deler av verden, og selskapet har opparbeidet seg en unik evne til å kartlegge ulike markedsbehov og tilpasse sine produkter ut fra lokale preferanser. I 2013 inngikk Lerøy en langsiktig avtale med Norges største dagligvarekjede, noe som legger til rette for en revolusjon innen ferskpakket fisk og sushi i Norge (Lerøy, 2015). Selskapet har i dag også et tett samarbeid med konkurrenten SalMar som innebærer at selskapene kan benytte hverandres videreforedlingsfabrikker. I tillegg har Lerøy et pågående strategisk samarbeid med et dansk eksportfirma for å produsere, markedsføre og distribuere ferskpakket laks i Danmark og Tyskland. Disse samarbeidsavtalene, blant mange flere, er viktig for Lerøy da de skaper stordriftsfordeler og styrker selskapets markedsposisjon.

Lerøys evne til å skape gode og langvarige relasjoner antas å være en sjelden og viktig strategisk ressurs i fremtiden. Evnen til å bygge gode relasjoner og kartlegge markedsbehov tar tid og krever erfaring, hvilket kan tilsi at ressursen er vanskelig for andre aktører å kopiere på kort sikt. På lengre sikt vil si likevel tro at konkurrentene til Lerøy også vil være i stand til å bygge gode relasjoner. På bakgrunn av dette anses ressursen å danne grunnlag for et midlertidig fortrinn.

5.2.2 Oppsummering av SVIMA-analysen

Hensikten med SVIMA-rammeverket var å undersøke hvorvidt Lerøy er kapabel til å danne varige konkurransefortrinn med sitt nåværende ressursgrunnlag. Vi har sett på om deres ressurser oppfyller kriteriene om sjeldenhet, viktighet, ikke-imiterbarhet, mobiliserbarhet og approprierbarhet. Tabell 17 oppsummerer resultatet av SVIMA-analysen.

Ressurs	Sjelden	Viktig	Ikke-Imiterbar	Mobilisert	Appropriert	Utfall
Finansiell posisjon	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Paritetsfortrinn
Merkevare	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Verdikjede	Nei	Ja	Nei	Nei	Nei	Midlertidig ulempe
Lokalisering	Nei	Ja	Nei	Ja	Ja	Potensiell ulempe
Produktutvikling og sortiment	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Strategiske relasjoner	Ja	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn

Tabell 17 – SVIMA-analysens resultat

SVIMA-analysens slutninger er at ressursene merkevare, strategiske relasjoner og produktsortiment er de viktigste konkurransemessige ressursene til Lerøy. Disse ressursene er alle sjeldne og viktige i bransjen, og vanskelig for konkurrentene å kopiere uten at det medfører store kostnader. Gitt at Lerøy utnytter disse ressursene på en god måte vil det være mulig for selskapet å oppnå et midlertidig konkurransemessig fortrinn. Generelt bør man være forsiktig med å anta at et konkurransemessig fortrinn vil vare evig. Bransjen og konkurrentene er i stadig utvikling, og konkurransekraftenes tilbøyelighet til å eliminere meravkastning over tid innebærer at et konkurransefortrinn sjeldent vil vare for evig. Lerøy har imidlertid også noen svakere ressurser enn sine konkurrenter. De er avhengig av eksterne leverandører for å få tilgang til fiskefôr og majoriteten av deres lokaliteter er sentrert rundt norskekysten. Dette stiller Lerøy i en svakere konkurransemessig situasjon enn noen av konkurrentene. Når det gjelder Lerøys finansielle posisjon er de likeverdige med sine konkurrenter, og ressursen danner hverken grunnlag for konkurransemessig fordel eller ulempe.

5.3 Oppsummering av den strategiske analysen

For å oppsummere de interne og eksterne forholdene som påvirker Lerøys konkurranseevne i en SWOT-analyse. I den eksterne bransjeorienterte analysen har vi kartlagt hvilke muligheter og trusler Lerøy står overfor, og i den interne analysen har vi studert Lerøys interne ressurser som reflekterer deres styrker og svakheter. SWOT-analysen fungerer som et bindeledd mellom de interne og eksterne forholdene, og figur 31 oppsummerer våre viktigste funn fra den strategiske analysen (Peterson et al., 2017).



Figur 31 – SWOT-analyse (Peterson et al., 2017)

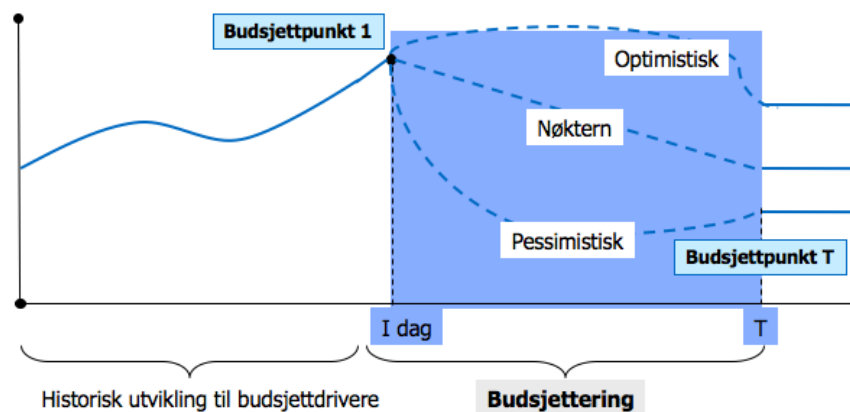
6. Prognostisering av kontantstrøm

I dette kapitlet skal vi estimere kontantstrømmene i den eksplisitte prognoseperioden ved hjelp av tre ulike scenarioer. Terminalverdien som dekker all verdiskaping etter eksplisitt prognoseperiode beregnes i kapittel 8.

6.1 Eksplisitt prognoseperiode

Det finnes ikke et fasitsvar på hvor lang den eksplisitte prognoseperioden bør være, men prognosen bør om mulig dekke perioden frem til selskapet når steady state, det vil si når selskapet når en stabil vekstfase. Tiden det tar før selskapet når steady state avhenger av hvilken type bransje man befinner seg i, og forhold internt i selskapet (Kaldestad & Møller, 2016). I steady state vil det ikke være mulig å oppnå meravkastning på ekspansjonsinvesteringer og fremtidige investeringer vil ha en netto nåverdi lik null. Årlig vekst i steady state bør ikke være høyere enn langsiktig vekstrate, og selskapets marginer og investeringer bør være på et normalisert nivå. Selv om det kan være vanskelig å predikere kontantstrømmer ut over et par år, vil det være nødvendig å lage en lengre eksplisitt prognoseperiode for Lerøy ettersom de befinner seg i en syklisk bransje. På bakgrunn av dette har vi valgt å utarbeide et eksplisitt prognoseregnskap frem til 2023.

Verdivurderinger utarbeides ofte basert på en enkelt prognose, typisk med utgangspunkt i selskapets budsjetter. Etersom det er betydelig usikkerhet knyttet til selskapets fremtidige inntjening velger vi å benytte oss av tre sannsynlighetsvektede scenarioer, slik figur 32 illustrerer. Verdien til Lerøy beregnes ved å vekte de tre scenarioene med ulike sannsynligheter for at de inntreffer. På denne måten vil verdien reflektere at Lerøy kan få både god og dårlig inntjening i fremtiden. Verdivurderinger har en tendens til å komme til for høye verdier fordi man blir for optimistisk, men ved å lage ulike scenarioer tar vi hensyn til usikkerheten rundt verdien på en bedre måte.



Figur 32 - Sannsynlighetsvektede scenarioer (Kaldestad & Møller, 2016)

Vi velger å utarbeide tre scenarioer; et *base case*, et *best case* og et *worst case*. Lakseprisen har stor effekt på selskapets kontantstrøm og utviklingen i laksepris er en av de mest sentrale usikkerhetsmomentene scenarioene bygger på. Lakseprisen er sterkt korrelert med tilbudet i bransjen, og tilbudsveksten vil også ha stor innvirkning på oppdrettselskapenes fremtidige inntjening. Andre viktige usikkerhetsfaktorer som har stor effekt på kontantstrømmen er blant annet biologisk risiko, myndighetsreguleringer, prisutviklingen på innsatsfaktorer og valutakursutviklingen.

6.1.1 Hovedscenario

Base case bygger på antakelser om at lakseprisen på sikt vil falle fra dagens høye nivå, og at veksten i tilbudet vil være begrenset eller tilnærmet lik null. Oppdrettsnæringen står overfor en sterk global etterspørsel og høy laksepris. I følge tall fra SSB (2017c) ble det den første uken i januar 2017 satt nok en lakseprisrekord, og et kilo laks ble i snitt eksportert for 75,25 kroner. Den historisk høye lakseprisen kan tyde på at oppdrettsnæringen har nådd en topp, og det er lite som tilsier at lakseprisen vil fortsette å stige. Lakseprisen har siden starten av året hatt en nedgang, og ligger ved inngangen til mars på i overkant av 60 kroner per kilo. Til tross for noe nedgang i lakseprisen siden starten av 2017, ligger lakseprisen så langt på et høyere nivå i år sammenlignet med samme periode i fjor. Videre anslår flere analytikere at lakseprisen fortsatt vil holde seg på et høyt nivå de neste par årene (Lye, 2017). Dette skyldes at tilbudet er begrenset, og på kort og mellomlang sikt vil trolig ikke tilbudet øke. På grunn av strenge bransjereguleringer og biologiske utfordringer vil det ta noen år før tilbudet kan øke. Dessuten tar det gjerne 2-3 år fra produksjonsprosessen starter, til laksen er klar for salg. Dette innebærer at selv om selskapene legger til rette for produksjonsvekst, vil ikke dette gi utslag i tilbudet før om noen år. Disse forholdene vil være med på å holde lakseprisen oppe enda noen år, men

vi forventer ikke at den vil øke. På bakgrunn av dette forventer vi at lakseprisen vil ligge på 50-60 kroner de neste par årene. Gjennomsnittlig laksepris i perioden 2000-2017 er mellom 30 og 40 kroner, og på lang sikt forventer vi at lakseprisen vil falle betydelig ned mot dette nivået. Økt tilbud og konkurranse vil på sikt drive prisen ned mot et mer normalt lakseprisnivå.

Prognostisering av driftsinntekter

Hovedkildene til vekst i driftsinntekter fremover er slaktevolum og laksepris. Ved starten av 2017 er norsk oppdrettsnæring i en utfordrende situasjon, der manglende vekst i volum har resultert i en svært høy laksepris. Politiske, juridiske og biologiske forhold legger begrensninger for volumvekst på kort og mellomlang sikt. Myndighetenes strenge konsesjonssystem bidrar til å holde produksjonsnivået nede, og aktørene har vanskeligheter med å øke produksjonen for å møte den høye globale etterspørselen. I tillegg opplever næringen store utfordringer knyttet til laksedødelighet i merdene, og dette bidrar også til å begrense tilbudet. Tall fra Fiskeridirektoratet viser at 53 millioner oppdrettslaks døde i 2016, og 19 prosent av all fisk som settes ut i havet dør eller forsvinner før den er slaktemoden (Berglihn, 2017b).

Ettersom vi ikke forventer noe økning i tilbudet på kort sikt, er det nærliggende å tro at lakseprisen vil holde seg på et relativt høyt nivå enda en stund fremover. Gjennomsnittlig laksepris i 2016 var 59 kroner, og vi forventer at lakseprisen i snitt vil være i overkant av 60 kroner i 2017. Lakseprisen har vært historisk høy også i begynnelsen av 2017, og Lerøy forventer å øke produsert volum til omtrent 180 000 tonn dette året (Lerøy, 2016). Høy laksepris og en liten økning i volum vil trolig resultere i en svak omsetningsvekst i 2017. I 2018 og 2019 forventer vi at gjennomsnittlig laksepris vil bli mellom 50-60 kroner. Ettersom tilbudsveksten er forventet å være nær null, antar vi null vekst i omsetningen disse årene. Våre antagelser angående laksepris er i tråd med Fish Pool (2017b) sine forwardpriser for de kommende årene.

På lengre sikt antar vi at Lerøy vil kunne øke sin produksjon, og til tross for at lakseprisen mest sannsynlig har falt fra dagens høye nivå vil økt volum kunne bidra til at selskapet øker sin omsetning. Tilbudsvekst kan skje dersom det utvikles ny teknologi som klarer å håndtere de miljømessige og biologiske utfordringene som bransjen står overfor i dag. Dersom selskapet klarer å redusere omfanget av lakselus og rømming, kan dette være en kilde til omsetningsvekst. Aktørene i næringen forsker mye på hvordan de biologiske utfordringene

kan løses, og teknologiske nyvinninger kan medføre at tilbudet vil øke, selv om dette trolig vil ta flere år. Oppdrettsnæringen er syklisk, og ettersom selskapene har levert historisk gode resultater de siste årene, er det grunn til å forvente at oppdrettsnæringen vil stå overfor en periode med lavere vekst de neste par åene. For perioden 2020-2023 forventer vi at omsetningsveksten vil ligge mellom 1 og 3 prosent, ettersom vi forventer en lav volumvekst. Det er imidlertid viktig å presisere at lakseprisen trolig vil være på et lavere nivå enn i dag, og oppdrettsselskapene vil derfor ikke få en like høy omsetningsvekst som de har hatt de siste årene.

Lavere laksepris gjør at Lerøy primært får vekst i omsetningen fra økt volum. Volumvekst kan komme fra økt produksjon av annen type sjømat, slik som hvitfisk. Ervervene av Havfisk ASA og Norway Seafoods Group AS i 2016 styrker selskapets posisjon innen det europeiske hvitfisk-segmentet og det foreligger et vesentlig potensiale til verdiskaping gjennom en satsing på markedet for hvitfisk. Når Lerøy kan tilby både rød og hvit fisk, vil det kunne styrke Lerøys markedsposisjon. Vi forventer derfor at Lerøy er noe mindre følsom for et fall i lakseprisen enn flere av konkurrentene, og eksponeringen mot hvitfisksegmentet bidrar til at Lerøy kan opprettholde og øke omsetningen noe til tross for at lakseprisen faller.

Ettersom 2023 danner grunnlaget for verdien i terminalåret forventer vi at veksten dette året vil være lik langsiktig vekstrate på 2 prosent. Når vi skal fastsette langsiktig vekst for Lerøy bør ikke denne settes høyere enn samlet vekst i økonomien. Dette forklares med at vekst over dette vil resultere i at selskapet til slutt utgjør hele økonomien. Historisk sett har veksten i den norske økonomien vært mellom 2-3 prosent, og på bakgrunn av dette velger vi å sette langsiktig vekstrate i steady state til 2 prosent. I tabell 18 presenteres våre anslag på fremtidig utvikling i driftsinntekter for Lerøy frem til 2023.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Vekst i omsetning	5%	0%	0%	1%	2%	3%	2%

Tabell 18 – Lerøys driftsinntekter i prognoseperioden i base case

Prognostisering av varekostnader

I løpet av de siste seks årene har gjennomsnittlig varekostnad vært 64 prosent av driftsinntektene til Lerøy. Fremover kan det tyde på at høye fôr-kostnader og økte kostnader forbundet med å holde seg innenfor myndighetspålagte grenser for lakselus er de største

driverne for varekostnaden. Lerøy har høyere varekostnad i prosent av omsetning enn bransjen, og per i dag har selskapet ikke egen fôrproduksjon. På lang sikt kan det forventes at Lerøys kostnader vil komme på nivå med resten av bransjen, da dette er viktig for å være konkurransedyktig. Lerøy er den nest største aktøren i bransjen og det er nærliggende å tro at også de vil utvikle egen fôrproduksjon i tiden fremover. Dette kan imidlertid ta tid, men det kan bidra til å redusere varekostnaden på sikt. På en annen side står oppdrettsnæringen fortsatt overfor store utfordringer knyttet til lakselus. Lakselus koster oppdrettsnæringen flere milliarder i året, og den økte laksedødeligheten kan indikere at varekostnadene vil holde seg på et høyt nivå fremover. Dersom omsetningsveksten blir svakere fremover, og kostnadene ikke reduseres betydelig, kan dette bety at kostnadene i prosent av omsetning vil øke noe fra dagens nivå. På grunn av nullvekst i 2018 og 2019 vil varekostnaden i prosent av omsetning trolig øke disse årene. På lengre sikt antar vi at Lerøy klarer å redusere kostnadene sine noe, ettersom vi forventer at de får egen fôrproduksjon. I tillegg forventer vi at selskapet vil ha insentiv til å få kostnadene ned på nivå med resten av bransjen. Endelig tallfestet prognose for varekostnaden er illustrert i tabell 19.

% av omsetning	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Varekostnad	64%	66%	66%	65%	64%	63%	63%

Tabell 19 – Lerøys varekostnad i prosent av omsetning i prognoseperioden i base case

Prognostisering av lønnskostnader

Hovedkilden til økning i lønnskostnader fremover er økning i antall ansatte, samt reallønnsvekst. Vi antar at det vil ta tid før Lerøy klarer å øke sin produksjon, og vi forventer derfor ikke en betydelig økning i antall ansatte. Historisk sett har Lerøys lønnskostnader i prosent av omsetning vært på et stabilt nivå. Ettersom omsetningsveksten fremover antas å bli lavere enn det den har vært historisk, er det rimelig å anta at lønnskostnaden i prosent av omsetning vil øke noe i de årene der omsetningsveksten er svært lav eller null. Lerøys to største konkurrenter, Marine Harvest og SalMar har historisk sett lønnskostnader i prosent av omsetning på 9-15 prosent, og det virker derfor rimelig at Lerøys lønnskostnader i prosent av omsetning blir slik tabell 20 viser.

% av omsetning	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Lønnskostnad	11%	12%	12%	12%	11%	11%	11%

Tabell 20 – Lerøys lønnskostnad i prosent av omsetning i prognoseperioden i base case

Prognostisering av andre driftskostnader

Andre driftskostnader er en restpost som inkluderer ulike kostnader knyttet til selskapets drift. Ettersom Lerøy ikke har beskrevet hva som inngår i denne posten i notene, finner vi det vanskelig å estimere utviklingen i denne kostnadsposten. Andre driftskostnader i prosent av omsetning hos Lerøy har vært relativt stabilt på ca. 10 prosent, men vi kan se antydninger til en svak vekst. Vi velger på bakgrunn av dette å utvikle en prognose for andre driftskostnader i prosent av omsetning slik tabell 21 viser.

% av omsetning	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Andre driftskostnader	11%	12%	12%	12%	12,5%	12,5%	12,5%

Tabell 21 – Lerøys andre driftskostnader i prosent av omsetning i prognoseperioden i base case

Oppsummering hovedscenarior

Lakseprisen holder seg på et relativt høyt nivå enda en stund fremover, men vi forventer ikke noe økning i laksepris etter 2017. Høy global etterspørsel bidrar til at markedsutsiktene for oppdrettsnæringen fortsatt er gode, men veksten i omsetning fremover vil nok bli betydelig lavere enn det den har vært historisk, ettersom lakseprisen er forventet å falle. Biologiske utfordringer og strenge bransjereguleringer medfører at tilbudsveksten er tilnærmet null på kort sikt. Kombinert med en redusert laksepris, vil dette gi lavere marginer de neste par årene. På lengre sikt antar vi at Lerøy vil klare å øke sin produksjon, og dette kan være en kilde til økt omsetning og økte marginer.

Lerøy har antatte potensielle strategiske fortrinn innen merkevarebygging, produktutvikling og strategiske relasjoner. Dette bidrar til at Lerøy har en sterk posisjon i bransjen, og selv om vi forventer at lakseprisen vil bli lavere, tror vi at Lerøy vil gjøre det godt frem mot 2023. Ettersom laks er en commodity-vare bør man likevel være forsiktig med å tro at selskapet vil klare å opprettholde en vedvarende strategisk fordel på lang sikt. Det er ikke realistisk å tro at Lerøy vil gjøre det bedre enn bransjen. Lerøy og bransjens historiske EBITDA-margin har i gjennomsnitt vært mellom 15 og 16 prosent i perioden 2011-2016. Ettersom bransjen har opplevd historisk høy laksepris i slutten av denne perioden, er det rimelig å anta at EBITDA-marginen vil være på et lavere nivå i våre prognoser som følge av lavere inntjening. Vi antar at EBITDA-marginen vil holde seg på omtrent 14 prosent ved slutten av den eksplisitte prognoseperioden. Tabell 22 oppsummerer prognostisert EBITDA for Lerøy i base case.

I 1000 NOK	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Driftsinntekt	18 132 742	18 132 742	18 132 742	18 314 069	18 680 351	19 240 761	19 625 576
- Varekostnader	11 604 955	11 967 610	11 967 610	11 904 145	11 955 424	12 121 680	12 364 113
- Lønnskostnader	1 994 602	2 175 929	2 175 929	2 197 688	2 054 839	2 116 484	2 158 813
- Andre driftskostr	1 994 602	2 175 929	2 175 929	2 197 688	2 335 044	2 405 095	2 453 197
= EBITDA	2 538 584	1 813 274	1 813 274	2 014 548	2 335 044	2 597 503	2 649 453
EBITDA-margin	14 %	10 %	10 %	11 %	13 %	14 %	14 %

Tabell 22 – Prognostisert EBITDA-margin for Lerøy i hovedscenarioet

6.2 Normalisert operasjonell kontantstrøm

For å komme frem til en normalisert operasjonell kontantstrøm etter skatt må EBITDA justeres for investeringer, endringer i arbeidskapital og skatt (Kaldestad & Møller, 2016).

6.2.1 Normaliserte investeringer

I verdsettelsessammenheng legger vi til grunn at selskapet skal være evig, og kontantstrømmene må belastes med reinvesteringer som er tilstrekkelig til å vedlikeholde kapasiteten i evighetsperspektivet (Kaldestad & Møller, 2016). For å få et inntrykk av hva det fremtidige investeringsnivået bør ligge på, kan det være hensiktsmessig å se på historiske investeringer og avskrivninger. Over tid er det omsetningen som driver investeringene, og det er derfor spesielt nyttig å analysere forholdet mellom investeringer og omsetning over tid slik vi har gjort i tabell 23. Vi finner historisk investeringsnivå hos Lerøy ved å beregne brutto investeringer i varige driftsmidler og immaterielle eiendeler, for så å trekke fra salg av varige driftsmidler og immaterielle eiendeler. For prognoseformål er det interessant å finne et normalisert investeringsnivå, og vi holder derfor engangsforhold utenfor i beregningene.

I 1000 NOK	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Kjøp av varige driftsmidler	534 122	515 995	583 393	601 035	651 548	
+ Kjøp av immaterielle eiendeler	9 405	565	20 081	2 615	10 053	
= Brutto investeringer	543 527	516 560	603 474	603 650	661 601	
- Salg av varige driftsmidler og immaterielle eiendeler	17 462	10 473	94 507	18 278	85 336	
= Netto investeringsnivå	-526 065	-506 087	-508 967	-585 372	-576 265	-742 629
Nettoinvestering i % av omsetning	6%	6%	5%	5%	4%	4%

Tabell 23 – Historisk investeringsnivå for Lerøy (Lerøy, 2011-2016)

Hovedsakelig vil investeringer være rettet mot fremtiden, og man kan risikere å få et feilaktig bilde av investeringsbehovet dersom man utelukkende ser på det historiske investeringsnivået. Historiske investeringer kan være en blanding av både vedlikeholds- og kapasitetsinvesteringer, og i fastsettelsen av normalt investeringsbehov er det viktig å skille

mellom disse. Vedlikeholdsinvesteringer gjøres for å opprettholde kapasitet, mens kapasitetsinvesteringer gjøres for å ekspandere driften.

Gjennomsnittlig historisk investeringsnivå i Lerøy har i perioden 2011-2016 vært 5 prosent av omsetningen. I perioder med lav omsetning har investeringsnivået i prosent av omsetning vært noe høyere enn i perioder med høyere omsetning. Dersom vi antar at investeringsnivået holder seg på et relativt stabilt nivå, er det naturlig å anta at investeringene i prosent av omsetning vil øke noe når veksten i omsetning reduseres. I den eksplisitte prognoseperioden øker omsetningen til Lerøy litt, og vi finner det rimelig å anta at normale investeringer vil utgjøre omtrent 5 prosent av omsetningen.

Den høye globale etterspørselen gir grunn til å forvente at Lerøy vil foreta både vedlikeholds- og kapasitetsinvesteringer i tiden fremover. Lerøy må trolig fortsette å investere betydelige midler i forebyggende tiltak mot lakselus, og næringen må jobbe med å utvikle nye metoder for å bekjempe biologiske problemer. For at Lerøy skal nå ut til nye markeder er det nødvendig at selskapet foretar investeringer innenfor salg- og distribusjon. Lerøy vil trolig måtte foreta ytterligere investeringer i fabrikker for å lykkes med sin distribusjon av fersk fisk, samt satsning på hvitfisk. Selv om myndighetenes strenge reguleringer gjør det vanskelig å investere i økt kapasitet, er det likevel andre momenter som trekker i retning av at investeringsnivået i selskapet vil opprettholdes.

6.2.2 Investering i arbeidskapital

Arbeidskapital defineres ofte som kortsiktige eiendeler fratrukket kortsiktige forpliktelser (Kaldestad & Møller, 2016). Arbeidskapitalen er kapital som bindes opp i forbindelse med den daglige driften, og avkastningen på disse postene oppnås gjennom driftsresultatet. Eiendelene som inngår i selskapets arbeidskapital er typisk varelager, kundefordringer, driftslikviditet og forskuddsbaserte kostnader og inntekter som er opptjente men ikke fakturerte. De kortsiktige forpliktelsene som inngår er typisk leverandørgjeld, skyldige offentlige avgifter og betalbar skatt. Leverandørgjeld knyttet til anskaffelse av varige driftsmidler er ikke en del av arbeidskapitalen.

Endringer i arbeidskapital har effekt på selskapets frie kontantstrøm og dermed innvirkning på selskapsverdien, ved at selskapet enten må binde opp mer eller frigjøre kapital. Typisk vil selskaper binde opp mer arbeidskapital etter hvert som de vokser. Ved å analysere historisk nivå på arbeidskapitalen får man et godt grunnlag for å lage prognoser for fremtidig utvikling.

Det kan være lurt å analysere arbeidskapitalen i prosent av omsetning for å sjekke om nivået har vært stabilt de siste årene, eller om man ser en trend mot økende eller fallende arbeidskapital.

Arbeidskapitalen kan svinge gjennom året, og det er derfor viktig å finne et normalisert nivå. Balanseposter som er definert som engangsposter og driftsfremmede poster er normalt ikke en del av arbeidskapitalen, og disse må følgelig justeres for i normaliseringen. I prinsippet bør den normaliserte arbeidskapitalen representere den kapitalen som er nødvendig for å drive selskapets virksomhet i det omfanget den har på verdsettelsestidspunktet (Weiby & Grov, 2014). I praksis er det vanlig å legge til grunn gjennomsnittlig arbeidskapital over de siste 12 månedene, eller noen år tilbake, som et uttrykk for selskapets normaliserte nivå.

I 1000 NOK	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Biologiske eiendeler	2 370 938	2 724 941	3 727 361	3 681 993	4 320 830	6 418 313
+ Kundefordringer	934 443	995 289	1 486 428	1 427 796	1 568 820	2 200 000
+ Andre fordringer	148 395	199 083	316 192	302 692	307 798	430 584
+ Andre varer	328 045	326 225	358 428	524 947	552 065	721 803
+ Kontanter	363 343	404 646	557 222	563 474	644 172	934 000
- Leverandørgjeld	705 165	826 677	1 059 434	1 053 524	915 981	
- Annen kortsiktig gjeld	322 105	230 400	305 074	413 595	439 383	3 038 349
- Kortsiktige kreditter	760 977	911 887	682 574	469 276	1 465 144	1 094 089
- Skyldige offentlige avgifter	62 386	66 915	103 656	70 073	123 457	
- Betalbar skatt	322 105	88 925	320 344	335 062	200 151	
= Netto arbeidskapital	1 972 426	2 525 380	3 974 549	4 159 372	4 249 569	6 572 262
Δ netto arbeidskapital	750 150	-552 954	-1 449 169	-184 823	-90 197	-2 322 694
Arbeidskapital i % av omsetning	21 %	28 %	37 %	33 %	32 %	38 %

Tabell 24 – Historisk arbeidskapital i Lerøy (Lerøy 2011-2016)

Slik tabell 24 viser er arbeidskapitalbindingen i 2011 og 2012 noe lavere enn de siste årene, og vi ser at netto arbeidskapital har svingt gjennom perioden. Høyere fôrpriser, behandlingkostnader og større verdi på biomassen i sjø kan ha bidratt til en høy arbeidskapitalbinding de siste årene. Bedre drift, lavere behandlingkostnader og lavere fôrpriser kan i fremtiden tenkes å gi potensiale for lavere arbeidskapital. Bransjen står i dag overfor relativt høye behandlingkostnader på grunn av lakselus og andre biologiske utfordringer, og høy laksepris gir høy verdi på de biologiske eiendelene. Laksepris og verdien på de biologiske eiendelene henger sammen, og dersom lakseprisen faller i tiden fremover vil også arbeidskapitalen reduseres som en konsekvens av lavere verdi på biomassen. Det siste året har lakseprisen vært historisk høy, og ettersom vi forventer en fallende laksepris vil trolig arbeidskapitalen fremover reduseres sammenlignet med nivået i 2016. Samlet sett virker det

fornuftig å anta at arbeidskapitalbindingen vil ligge på omtrent 30 prosent av omsetningen fremover.

For 2016 har vi ikke like detaljerte noteopplysninger, men baserte på tallene fra Q4-rapporten finner vi at arbeidskapitalen i 2016 var ca. 38 prosent av omsetningen. Det er endring i arbeidskapital som er interessant i verdsettelsessammenheng, og i prognosene reduseres EBITDA med økningen i arbeidskapital fra foregående år. Prognostisert endring i arbeidskapital i den eksplisitte prognoseperioden illustreres i tabell 25.

I 1000 NOK	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Driftsinntekt	18 132 742	18 132 742	18 132 742	18 314 069	18 680 351	19 240 761	19 625 576
Netto arbeidskapital	5 439 823	5 439 823	5 439 823	5 494 221	5 604 105	5 772 228	5 887 673
Δ Netto arbeidskapital	1 132 439	0	0	-54 398	-109 884	-168 123	-115 445

Tabell 25 – Prognostisert endring i netto arbeidskapital

6.2.3 Skatt

I prognostiseringen av kontantstrømmen er det vanlig å beregne skatten av EBITDA minus normalinvesteringer, og benytte en effektiv skattesats (Kaldestad & Møller, 2016). Den nominelle selskapsskatten er 24 prosent i 2017 (Finansdepartementet, 2017). Effektiv skattesats kan være ulik den nominelle, og den effektive skattesatsen vil variere mellom bransjer og over tid. Ikke minst vil effektiv skattesats variere som en funksjon av vekst. I praksis kan det være fornuftig å ta utgangspunkt i en tommelfingerregel for å beregne effektiv skattesats for et selskap med virksomhet i Norge. Generelt er norske selskaper underlagt 25 prosent nominell selskapskatt, men virksomheter som har relativt høy vekst eller er kapitalintensive har typisk en effektiv skatt på omtrent 20-22 prosent. På bakgrunn av dette finner vi det passende å fastsette effektiv skattesats for Lerøy lik 20 prosent.

6.2.4 Langsiktig vekstrate

En kritisk forutsetning i Gordons vekstformel er hvilken langsiktig vekstrate (g) som legges til grunn (Kaldestad & Møller, 2016). Den langsiktige vekstraten skal reflektere Lerøys evige vekst. Dagens historisk lave rentenivå indikerer at markedet forventer lav vekst fremover, og inflasjonsforventningene er lave. Et selskap kan ikke vokse raskere enn økonomien (BNP) i et evighetsperspektiv, og derfor kan ikke veksten på lang sikt være større enn forventet vekst i den samlede økonomien. Om et selskap vokser raskere enn BNP vil det over tid utgjøre en

urimelig stor andel av økonomien. Realveksten i norsk BNP har historisk vært 2-3 prosent, men dagens lavrentemarked signaliserer at veksten fremover trolig vil bli noe lavere enn det vi har sett historisk. Et selskaps vekstrate bør dessuten settes noe lavere enn veksten i BNP ettersom landets økonomi er summen av ulike bransjer og selskaper.

Ettersom vi skal fastsette en langsiktig vekstrate som skal vare ”evig” er det viktig at vi tar hensyn til rentenivået på lang sikt. I et evighetsperspektiv kan det argumenteres for at dagens rentenivå er for lavt, og risikofri rente bør trolig settes noe høyere enn det den er i dag. Slik det fremkommer av kapittel 7.1.1 settes risikofri rente i terminalleddet lik 3 prosent. Langsiktig vekstrate bør ikke settes noe høyere enn dette, og vi finner det dermed hensiktsmessig å fastsette langsiktig vekstrate lik 2 prosent.

6.2.5 Oppsummering hovedscenario

I 1000 NOK	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Driftsinntekt	18 132 742	18 132 742	18 132 742	18 314 069	18 680 351	19 240 761	19 625 576
- Varekostnader	11 604 955	11 967 610	11 967 610	11 904 145	11 955 424	12 121 680	12 364 113
- Lønnskostnader	1 994 602	2 175 929	2 175 929	2 197 688	2 054 839	2 116 484	2 158 813
- Andre driftskostnader	1 994 602	2 175 929	2 175 929	2 197 688	2 335 044	2 405 095	2 453 197
= EBITDA	2 538 584	1 813 274	1 813 274	2 014 548	2 335 044	2 597 503	2 649 453
EBITDA-margin	14 %	10 %	10 %	11 %	13 %	14 %	14 %
- Normalinvesteringer	906 637	906 637	906 637	915 703	934 018	962 038	981 279
Arbeidskapital	5 439 823	5 439 823	5 439 823	5 494 221	5 604 105	5 772 228	5 887 673
+ Δ Arbeidskapital	1 132 439	0	0	-54 398	-109 884	-168 123	-115 445
- Effektiv skatt	326 389	181 327	181 327	219 769	280 205	327 093	333 635
= Operasjonell KS etter skatt	2 437 997	725 310	725 310	824 677	1 010 937	1 140 249	1 219 095

Tabell 26 – Prognostisert fri kontantstrøm i hovedscenarioet

6.3 Alternative scenarier

Fremtiden er usikker, og det er knyttet stor usikkerhet til våre antagelser og estimater i hovedscenarioet. Vi har på bakgrunn av dette valgt å benytte oss av to alternative scenarier som kan inntreffe: best case og worst case. Disse representerer Lerøys antatte opp- og nedsidepotensiale. Nedenfor presenteres de to scenarioene som benyttes videre i verdsettelsen.

6.3.1 Best case

I det optimistiske scenarioet antar vi at lakseprisen holder seg på dagens nivå gjennom hele 2017, og at gjennomsnittlig laksepris i 2017 blir litt høyere enn i 2016. Så langt har lakseprisen vært høyere i 2017 enn i 2016, og vi antar at denne trenden fortsetter ut året. Litt høyere laksepris, og noe økning i volum gir derfor en omsetningsvekst på syv prosent i 2017.

Det er ikke realistisk å forvente at dagens rekordhøye laksepris vil vedvare på lang sikt, og vi forventer derfor at lakseprisen vil falle også i dette scenarioet. Sterk etterspørsel etter laks og annen fisk vil likevel bidra til å holde prisen på et relativt høyt nivå. Generelt står norsk oppdrettslaks sterkt i utlandet, og en stabil etterspørsel etter norsk sjømat vil trolig bidra til relativt høye priser også i årene fremover. Likevel er det ikke realistisk å forvente at lakseprisen vil øke, og omsetningsveksten må derfor komme fra økt volum. Markedsutsiktene for Lerøy og den norske oppdrettsbransjen er svært gode, og i dette scenarioet antar vi at gode handelsavtaler med USA, Kina og Russland vil holde eksportvolumet og dermed også inntjeningen til Lerøy på et høyt nivå. Den gunstige kronekursen vil trolig vedvare enda en stund fremover, og dette bidrar også til å holde selskapenes inntjening på et høyt nivå. Biologiske utfordringer knyttet til lakselus vil trolig reduseres, og dette bidrar til at Lerøy kan selge et større volum. Økt tilbud gir likevel ikke en stor reduksjon i lakseprisen, ettersom den økte globale etterspørselen oppveier tilbudsveksten. Lerøys strategiske fortrinn innen merkevarebygging og produktutvikling vil også være med på å opprettholde en god inntjening for selskapet.

Ettersom dette er et optimistisk scenario antar vi at Lerøy vil få noe lavere varekostnader i prosent av omsetning enn i base case. For at Lerøy skal være konkurransedyktig er det viktig at de får ned sine kostnader, spesielt med tanke på at omsetningsveksten forventes å bli relativt lav fremover. Videre har vi troen på at Lerøy vil klare å utvikle en egen fôrproduksjon, noe som også bidrar til reduserte varekostnader. Lerøy har historisk sett hatt høyere kostnader enn sine konkurrenter og det vil trolig ta tid før de klarer å redusere sine kostnader. På sikt forventer vi likevel at Lerøy får redusert sine varekostnader, og vi ser derfor en fallende trend i varekostnader i prosent av omsetning. Videre antar vi at lønnskostnader og andre driftskostnader følger samme utvikling som i hovedscenarioet. Tabell 27 viser omsetningsveksten og utviklingen i varekostnad i best case.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Vekst i omsetning	7%	2%	1%	2%	3%	4%	2%
Varekostnad	63%	63%	63%	62%	62%	61%	61%

Tabell 27 - Vekst i omsetning og varekostnad i prosent av omsetning hos Lerøy i best case

Tabell 28 oppsummerer best case, og slik vi ser av tabellen vil EBITDA-marginen være noe høyere enn i base case.

I 1000 NOK	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Driftsinntekt	18 478 127	18 847 690	19 036 167	19 416 890	19 999 397	20 799 373	21 215 360
- Varekostnader	11 641 220	11 874 045	11 992 785	12 038 472	12 399 626	12 687 617	12 941 370
- Lønnskostnader	2 032 594	2 261 723	2 284 340	2 330 027	2 199 934	2 287 931	2 333 690
- Andre driftskostnader	2 032 594	2 261 723	2 284 340	2 330 027	2 499 925	2 599 922	2 651 920
= EBITDA	2 771 719	2 450 200	2 474 702	2 718 365	2 899 913	3 223 903	3 288 381
EBITDA-margin	15 %	13 %	13 %	14 %	15 %	16 %	16 %
- Normalinvesteringer	923 906	942 385	951 808	970 845	999 970	1 039 969	1 060 768
Arbeidskapital	5 543 438	5 654 307	5 710 850	5 825 067	5 999 819	6 239 812	6 364 608
+ Δ Arbeidskapital	1 028 824	-110 869	-56 543	-114 217	-174 752	-239 993	-124 796
- Effektiv skatt	369 563	301 563	304 579	349 504	379 989	436 787	445 523
= Operasjonell KS etter skatt	2 507 074	1 095 383	1 161 772	1 283 799	1 345 202	1 507 155	1 657 294

Tabell 28 - Prognostisert fri kontantstrøm i best case

6.3.2 Worst case

I det pessimistiske scenarioet har vi en mer nøktern holdning til utviklingen i laksepris, og vi forventer at lakseprisen vil falle noe mer enn den gjør i base case. Slik vi forventer i hovedscenarioet, vil tilbudet fortsatt være begrenset på kort og mellomlang sikt. En reduksjon i laksepris kombinert med nullvekst i produksjonen vil gi negativ vekst i omsetningen de første årene i den eksplisitte prognoseperioden. På lang sikt kan tilbudet tenkes å øke, men en redusert laksepris medfører at veksten i omsetning blir lav. Vi forventer ikke at Lerøy klarer å dra nytte av sin sterke merkevare, og selskapet vil ikke oppleve økt omsetning på grunn av merkevarebygging. I dag har oppdrettsnæringen en fordel av en svak kronekurs, men i fremtiden kan en sterkere kronekurs bidra til lavere inntjening for norske oppdrettsselskaper. En sterkere kronekurs kan i fremtiden gjøre at det eksporteres mindre laks, og etterspørselen fra utlandet kan bli svekket. Oppdrettsbransjen har opplevd historisk gode resultater de siste årene, og når vi forventer både lavere laksepris og begrenset tilbud i fremtiden er det realistisk å tro at veksten i omsetning vil bli betydelig lavere enn det vi har sett de siste årene.

Næringen står i dag overfor store biologiske utfordringer, og det kan ta tid før aktørene har funnet bærekraftige løsninger som ivaretar hensynet til fiskens velferd og myndighetenes krav. Laksedødeligheten har vært svært høy de siste årene, og dette kan medføre en stor kostnad for Lerøy i fremtiden. Laksen blir resistent mot de medikamentene som brukes mot lakselus i dag, og det kan ta tid før selskapene finner alternative metoder for å bekjempe problemet. Selv om Lerøy klarer å øke produksjonen, kan det tenkes at problemer knyttet til lakselus bidrar til å holde solgt volum nede. Kombinert med lavere laksepris vil dette kunne medføre en negativ omsetningsvekst i enkelte år.

Lerøy har høye kostnader sammenlignet med bransjen, og dette gjør at selskapet blir ekstra følsom for en lavere laksepris. Dersom omsetningsveksten faller og blir negativ i enkelte år, men varekostnadene ikke reduseres, vil nok kostnaden i prosent av omsetning øke. Med tiden vil kanskje Lerøy utvikle egen fôrproduksjon, men det vil trolig ta lang tid før dette gir et positivt utslag på selskapets kostnader. Tabell 29 viser omsetningsveksten og varekostnaden i prosent av omsetning. Lønnskostnader og andre driftskostnader vil være som i hovedscenariot.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Vekst i omsetning	3%	-2%	-2%	0%	1%	2%	2%
Varekostnad	65%	67%	67%	66%	65%	65%	65%

Tabell 29 - Vekst i omsetning og varekostnad i prosent av omsetning hos Lerøy i worst case

Tabell 30 oppsummerer worst case, og slik vi ser av tabellen vil EBITDA-marginen være noe lavere enn i base case.

I 1000 NOK	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Driftsinntekt	17 787 356	17 431 609	17 082 977	17 082 977	17 253 807	17 598 883	17 950 861
- Varekostnader	11 561 782	11 679 178	11 445 595	11 274 765	11 214 974	11 439 274	11 668 059
- Lønnskostnader	1 956 609	2 091 793	2 049 957	2 049 957	1 897 919	1 935 877	1 974 595
- Andre driftskostnader	1 956 609	2 091 793	2 049 957	2 049 957	2 156 726	2 199 860	2 243 858
= EBITDA	2 312 356	1 568 845	1 537 468	1 708 298	1 984 188	2 023 872	2 064 349
EBITDA-margin	13 %	9 %	9 %	10 %	12 %	12 %	12 %
- Normalinvesteringer	889 368	871 580	854 149	854 149	862 690	879 944	897 543
Arbeidskapital	5 336 207	5 229 483	5 124 893	5 124 893	5 176 142	5 279 665	5 385 258
+ Δ Arbeidskapital	1 236 055	106 724	104 590	0	-51 249	-103 523	-105 593
- Effektiv skatt	284 598	139 453	136 664	170 830	224 299	228 785	233 361
= Operasjonell KS etter skatt	2 374 446	664 536	651 245	683 319	845 949	811 619	827 851

Tabell 30 - Prognostisert fri kontantstrøm i worst case

7. Avkastningskrav

Et avkastningskrav skal reflektere hvilken avkastning en investor kan oppnå ved alternativ plassering av kapitalen med tilsvarende risiko (Koller et al., 2015). Avkastningen skal kompensere for risiko, inflasjon og tidsverdi. Ettersom vi verdsetter Lerøy ved å neddiskontere kontantstrømmer til totalkapitalen vil vi i denne oppgaven benytte et avkastningskrav til totalkapitalen, *Weighted Average Cost of Capital* (WACC). WACC er selskapets vektete, gjennomsnittlige kapitalkostnad. Et selskap kan finansiere sin virksomhet gjennom tradisjonell egenkapital eller gjeld, preferanseaksjer, konvertible lån osv. De ulike finansieringskildene bærer ulik risiko og må derfor vektet basert på deres verdi og forventede avkastning for å estimere selskapets krav til totalkapitalen. Avkastningskravet til totalkapitalen kan defineres som følger:

$$WACC = k_e \frac{E}{E + G} + k_g(1 - t) \frac{G}{E + G}$$

Formel 18 – WACC (Koller et al., 2015)

E = Markedsverdien av selskapets egenkapital

G = Markedsverdien av selskapets gjeld

k_e = Selskapets egenkapitalkostnad

k_g = Selskapets gjeldskostnad

t = Nominell selskapskatt

I en verdsettelse er man normalt ute etter å estimere markedsverdien av selskapets egenkapital. I beregningen av WACC bør man bruke markedsverdien av gjeld og egenkapital, og vi møter derfor på et sirkularitetsproblem. Verdien av egenkapitalen bestemmes av WACC, som igjen bestemmes av verdien på egenkapitalen. Lerøy er et børsnotert selskap, og vi vil estimere markedsverdien av egenkapitalen basert på offentlig tilgjengelig informasjon, samt ta utgangspunkt i at netto finansiell gjeld er lik det vi kom fram til i den omgrupperte balansen i kapittel 4.3.3.

I det følgende vil vi beregne egenkapitalkostnaden og gjeldskostnaden hver for seg, før vi vekter disse i kapittel 7.3.

7.1. Egenkapitalkostnad

Det finnes flere ulike modeller for å estimere avkastningskravet til egenkapitalen, slik som *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), Arbitrage Pricing Model og Fama-Frenchs tre-faktormodell (Koller et al., 2015) I praksis er det ofte CAPM som benyttes mest, og dette er en sentral modell innenfor finansieringsteori. På bakgrunn av dette velger vi å anvende CAPM for å beregne Lerøys avkastningskrav.

$$k_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Formel 19 – Egenkapitalkostnaden i henhold til CAPM (Koller et al., 2015)

k_e = Selskapets egenkapitalkostnad

R_f = Risikofri rente

β = Selskapets beta

$R_m - R_f$ = Markedets risikopremie

En investor står overfor to typer risiko: *generell markedsrisiko* (systematisk risiko) og *bedriftsspesifikk risiko* (usystematisk risiko). Bedriftsspesifikk risiko relaterer seg til forhold som kun påvirker et spesifikt selskap, og denne type risiko kan elimineres ved å diversifisere investeringene i ulike selskaper og bransjer. Generell markedsrisiko er knyttet til faktorer som påvirker alle selskaper, slik som konjunkturutvikling, rentenivå, arbeidsledighet og inflasjon. En del av kursvariasjonen i enhver aksje kan forklares ved at selskapene til en viss grad beveger seg i takt med de underliggende driverne i markedet, og det er ikke mulig å kvitte seg med den generelle markedsrisikoen. Etersom man kan eliminere all usystematisk risiko ved å diversifisere vil en rasjonell investor kun sitte igjen med generell markedsrisiko. Fordi man kan diversifisere, kompenseres investorene kun for systematisk risiko i avkastningskravet.

7.1.1 Risikofri rente

Risikofri rente skal reflektere avkastningen på et verdipapir som ikke har noe konkurs- eller misligholdsrisiko (Koller et al., 2015). I teorien vil det beste estimatet på en risikofri rente være avkastningen til en null-beta portefølje (Peterson et al., 2017). Det kan være vanskelig å finne plasseringer som er fullstendig risikofri, men et godt alternativ kan være statsobligasjoner. Når man velger å bruke statsobligasjoner som et mål på risikofri rente er dette under antagelse om at statsobligasjonen er fullstendig risikofri. Etersom stater har ulik landrisiko er det viktig å velge en sikker stat, slik som Norge. I tillegg er det viktig å sikre

konsistens mellom risikofri rente og type valuta som benyttes i kontantstrømmene. Lerøys regnskap er i NOK, og det vil derfor være passende å benytte en norsk risikofri rente.

Det finnes ulike alternativer ved valg av risikofri rente. Et alternativ er å ha ulik risikofri rente for hver periode. Dette innebærer at kontantstrømmen i år 1 diskonteres med et vektet avkastningskrav basert på en risikofri 1-årsrente, kontantstrømmen i år 2 diskonteres med et krav basert på en risikofri 2-årsrente osv. (Koller et al., 2015). Denne fremgangsmåten benyttes sjelden i praksis ettersom det er svært krevende å operere med et avkastningskrav som endrer seg hvert år. En mer praktisk tilnærming vil være å legge til grunn en kort eller lang rente for hele perioden.

Kortsiktige rentepapirer kan sies å være tilnærmet risikofrie i den forstand at forventet og faktisk avkastning har stor sannsynlighet for å bli den samme. Investerer man i lange statspapirer risikerer man i større grad at det kan inntreffe et verdifall på porteføljen. En ulempe med den korte renten er at den svinger mer enn lang rente, og avkastningskravet kan derfor blir mer ustabil. Stabile avkastningskrav har en egenverdi som taler for at man bør benytte lengre renter. Vanligvis forventer man at et selskap skal ha lang levetid, og i en verdsettelse er det vanlig å anta at levetiden er evig. Durasjonen på lang rente sammenfaller i større grad med durasjonen til kontantstrømmen til verdsettelsesobjektet, og således kan en lang rente være mest hensiktsmessig (Koller et al., 2015).² En ulempe er at den lange obligasjonsrenten ofte har innbakt en likviditetspremie, og derfor er den strengt tatt ikke fullstendig risikofri. Lange rentepapirer er mindre likvide enn de korte, og investorer krever kompensasjon for at de ikke kan selge når de vil. Prisen på den lange renten reflekterer derfor en likviditetspremie. Aksjeeiere er i større grad beskyttet mot inflasjon enn obligasjonseiere ettersom de eier realaktiva, og det er dermed ikke gitt at man bør inkludere en varierende premie knyttet til inflasjonsrisiko slik den lange renten gjør. Til tross for at lang rente inkluderer en likviditetspremie og en premie for inflasjonsrisiko velger mange likevel å benytte lang rente som et estimat på risikofri rente.

PwC har i samarbeid med Norske Finansanalytikere Forening (NFF) utført en omfattende undersøkelse av risikopremien i det norske markedet (PwC, 2016). Formålet med undersøkelsen er å få et innblikk i norske aktørers oppfatning av størrelsen på blant annet

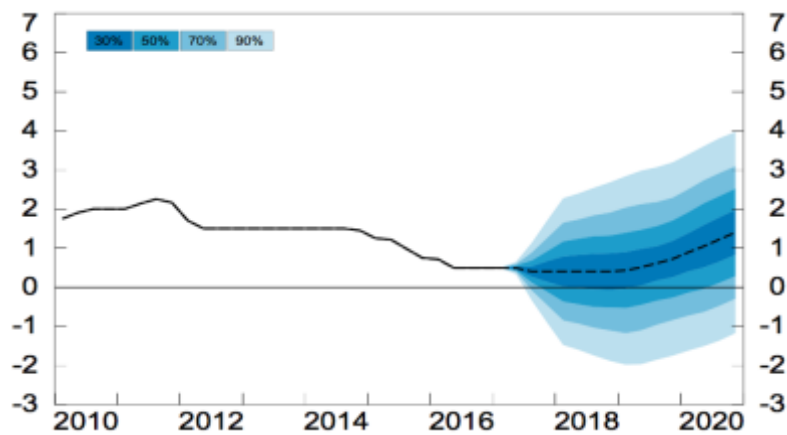
² Durasjonen er løpetiden basert på et vektet gjennomsnitt til forfall av nåverdien av alle kontantstrømmer

markedsrisikopremien og risikofri rente. Undersøkelsen er basert på svar fra 143 av NFFs 1166 medlemmer, som er analytikere og økonomer med erfaring i det norske finans- og aksjemarkedet. Således kan deres formening knyttet til ulike parametere gi en god indikasjon på markedets syn på sentrale finansielle størrelser i Norge. Undersøkelsen viser at 41 prosent mener at 10-årig statsobligasjon bør benyttes som risikofri rente i det norske markedet. 10 prosent mener at 5-årig statsobligasjon bør benyttes, og 24 prosent mener at normalisert risikofri rente bør benyttes. Medianen for normalisert risikofri rente er 3 prosent i 2016. Til sammenligning er en 10-årig og 5-årig norsk statsobligasjon henholdsvis 1,33 og 0,84 prosent i 2016 (Norges Bank, 2017b).

Det kan være fordelaktig med et langsiktig og stabilt avkastningskrav og under normale omstendigheter virker det fornuftig å benytte 10-årig norsk statsobligasjon som en proxy på risikofri rente. Damodaran (2012) og flere andre akademikere mener at 10-årig statsobligasjonsrente er et godt estimat på risikofri rente ettersom varigheten til et selskap som regel er over 10 år. På bakgrunn av momentene diskutert ovenfor velger vi å benytte norsk 10-årig statsobligasjon som risikofri rente.

De to siste årene har årsgjennomsnittet av norske statsobligasjoner vært under 2 prosent, men vi skal ikke mange år tilbake i tid før obligasjonsrenten var betydelig høyere enn det den er i dag. I denne oppgaven trenger vi et avkastningskrav for å diskontere fremtidige kontantstrømmer. Det er derfor mest interessant å anslå hva fremtidig risikofri rente vil være, og det spiller derfor ikke så stor rolle hva den har vært historisk. Etter en samlet vurdering av de økonomiske utsiktene og risikobildet vedtok Norges Banks hovedstyre å holde styringsrenten uendret på 0,5 prosent ved forrige rentemøte i mai 2017 (Norges Bank, 2017d). Etter hovedstyrets vurdering er det fortsatt behov for en ekspansiv pengepolitikk, da kapasitetsutnyttelsen er under et normalt nivå og prisveksten ser ut til å bli mellom 1-2 prosent de neste årene. Slik hovedstyret vurderer utsiktene nå vil styringsrenten mest sannsynlig bli liggende på dagens nivå den nærmeste tiden. Figur 33 viser styringsrenten de siste årene og gir et anslag på hva renten vil være fremover. Vi skal estimere et avkastningskrav som skal benyttes i den eksplisitte prognoseperiode frem til 2023, og et annet avkastningskrav som skal benyttes i beregningen av terminalverdien. 10-årig norsk statsobligasjonsrente er i 2016 1,33 prosent, men dette er trolig et for lavt nivå på risikofri rente i et mer langsiktig perspektiv. Slik figur 33 viser anslår Norges Bank at styringsrenten med 50 prosent sannsynlighet vil være mellom 0 og 2,5 prosent frem mot 2020. Selv om styringsrenten og 10-årig obligasjonsrente er to forskjellige renter, vil det være en sannsynlig sammenheng mellom nivået på disse. Vi

finder det dermed fornuftig å anslå at risikofri rente kan settes lik 2 prosent for den eksplisitte prognoseperioden.



Figur 33 – Styringsrenten de siste årene og anslag fremover (Norges Bank, 2017e)

I beregningen av terminalverdi er vi ute etter å estimere verdien av selskapet i et evighetshetsperspektiv. Renten i Norge er i dag på et historisk lavt nivå, og vi forventer en høyere risikofri rente i et langsiktig perspektiv ettersom vi står overfor en stigende rentekurve. I denne sammenheng kan det være fornuftig å legge til grunn en noe høyere risikofri rente i terminalleddet enn den vi benytter i den eksplisitte prognoseperioden. Det er knyttet stor usikkerhet til rentenivået så langt frem i tid, og Norges Bank har ingen konkrete anslag på størrelsen på styringsrenten etter 2020. Dagens historisk lave rentenivå indikerer likevel at risikofri rente mest sannsynlig vil være høyere på svært lang sikt, og vi velger å oppjustere risikofri rente med et prosentpoeng når vi kommer til terminalåret, slik at risikofri rente blir 3 prosent.

7.1.2 Beta

Beta benyttes som et mål på den enkelte aksjes risiko relativt til aksjemarkedet (Koller et al., 2015). I snitt er beta lik 1, ettersom gjennomsnittet av aksjemarkedet nødvendigvis svinger i takt med seg selv. Beta kan brukes til å si noe om risikoen til aksjen sammenlignet med markedet, og en lavere betaverdi vil redusere avkastningskravet. Selskapets beta bestemmes ved hjelp av følgende formel:

$$\beta = \frac{\text{cov}(r_i, r_m)}{\sigma_m * \sigma_i} * \frac{\sigma_i}{\sigma_m}$$

Formel 20 – Selskapets beta (Koller et al., 2015)

$\beta =$ Selskapets beta

$cov(r_i, r_m) =$ Kovariansen mellom aksje i og markedsporteføljen

$\sigma_m =$ Standardavviket til markedsporteføljen

$\sigma_i =$ Standardavviket til aksje i

$\frac{cov(r_i, r_m)}{\sigma_m * \sigma_i} =$ korrelasjon mellom markedet og aksje i ($\rho_{i,m}$)

En vanlig påstand er at beta indikerer i hvilken grad avkastningen til en aksje samvarierer med markedet. Det er ikke så enkelt å gi en god verbal forklaring på beta, men dersom man ser nærmere på det matematiske uttrykket ser man at denne påstanden ikke er helt korrekt. Det første leddet uttrykker korrelasjonen mellom aksje i og markedet, men ettersom uttrykket også består av det siste leddet blir påstanden noe misvisende. Dersom beta er lik 1, og det er full korrelasjon ($\rho_{i,m} = 1$) må også det siste leddet av uttrykket være lik 1 for at påstanden skal være gyldig. Det vil si at aksjen har samme volatilitet som markedet. Den eneste måten aksjen kan ha samme volatilitet som markedet på, er ved at det ikke eksisterer noe usystematisk risiko. Det vil si at aktivum i er helt identisk med markedet. Aksje i må med andre ord være en tro kopi av markedet, noe som ikke gir mening og i tillegg er svært usannsynlig.

Det finnes flere ulike måter å beregne selskapets betaverdi på. Betaverdier publiseres ofte i finansaviser og gjennom andre nyhetskilder, og det kan være nyttig å observere hva historisk beta i selskapet har vært. Det er ikke gitt at fremtidig beta tilsvarer historisk beta ettersom risikoen i selskapet kan ha endret seg. Historisk beta kan likevel gi en indikasjon på hvilket nivå fremtidig beta vil ligge på. En ulempe med å benytte observerte betaverdier er at det kan være store variasjoner knyttet til hvilken tidsperiode som er lagt til grunn, hyppighet på målingene, og hvilken indeks regresjonsanalysen er kjørt mot. Dagens Næringsliv (DN) oppgir at Lerøys betaverdi er lik 0,87, men de baserer seg kun på observasjoner de siste 52 ukene (DN Investor, 2017). Ettersom Lerøy er et syklisk selskap mener vi det er hensiktsmessig å følge selskapet gjennom en lengre tidsperiode enn et år i beregningen av beta. Selskapet har vært børsnotert siden 2002, og det finnes tilstrekkelig med kursdata til å gjennomføre en regresjonsanalyse.

7.1.2.1 Regresjonsanalyse

For å estimere beta (β) vil vi kjøre en regresjonsanalyse av aksjeavkastning (R_i), og markedsavkastning (R_m). I følge Koller et al. (2015) er den vanligste markedsmodellen gitt ved følgende formel:

$$R_i = \alpha + \beta R_m + \varepsilon$$

Formel 21 – Regresjonsligning (Koller et al., 2015)

R_i = Selskapets aksjeavkastning

α = Skjæringspunktet i regresjonen

β = Helning på regresjonslinjen

R_m = Markedsporteføljens avkastning

ε = Feilledd

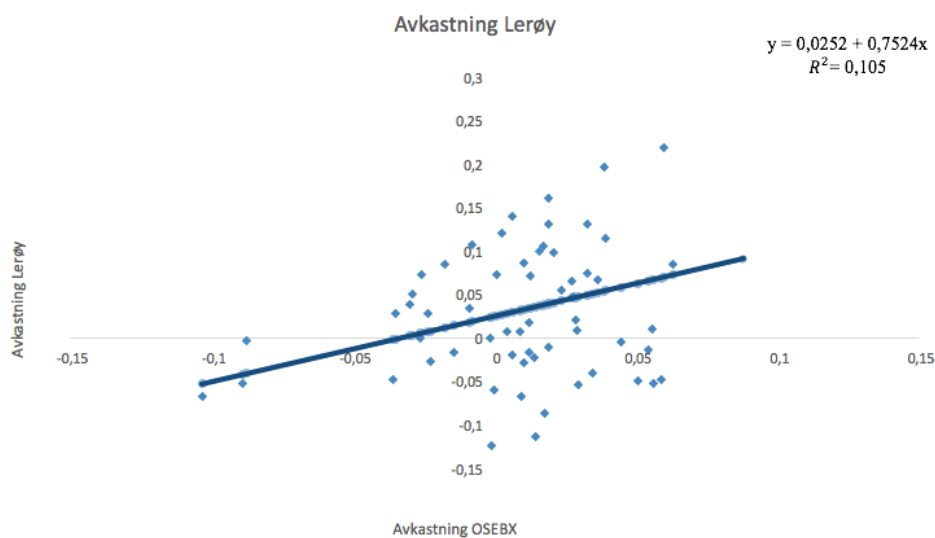
Skjæringspunktet til ligningen uttrykker forventet aksjeavkastning gitt at markedsavkastningen er lik null. Helningen på regresjonslinjen betegnes som beta og måler aksjens systematiske risiko. Beta uttrykker sensitiviteten i aksjeavkastningen i forhold til markedsindeksen, og måler hvor mye avkastningen til selskapet øker (faller) for en prosent økning (reduksjon) i markedsavkastningen. Residual, eller feilleddet i regresjonsanalysen er variasjonen i selskapets aksjeavkastning som ikke kan forklares ved hjelp av modellen. Et idealisert tilfelle med en modell som har residualer lik 0, vil bety at all variasjon i den avhengige variabelen blir forklart.

Når man skal kjøre en regresjonsanalyse kan man legge til grunn ulike tidsperioder og sammenligningsindekser. Dersom man legger til grunn en lengre tidsserie får man sett samvariasjonen mellom selskapet og indeksen gjennom både opp- og nedgangstider. På kort sikt kan selskapsspesifikke hendelser påvirke betaen, og dette kan gjøre at betaen over- eller undervurderes. Den reduksjonen i støy man kan oppnå ved lange tidsserier kan gå på bekostning av relevans, og det er dermed ikke gitt at en lang tidsserie alltid er mest hensiktsmessig. Betaverdier er ikke statiske, og det kan være lurt å bruke både en kort og lang tidshorisont på regresjonsanalysen. Dersom disse gir ulike svar er det viktig å prøve å forstå hvorfor, og gjøre en skjønnsmessig vurdering av hvilken beta som er mest pålitelig. Det er viktig å huske på at målet er å estimere selskapets fremtidige beta, og det er ikke alltid historisk beta gir et godt estimat på fremtidig beta. Etter å ha gjennomført regresjonsanalysen vil vi vurdere om det er nødvendig å foreta en justering av betaverdien vi kommer frem til.

Slik Koller et al. (2015) anbefaler, har vi benyttet 60 månedlige observasjoner i vår regresjonsanalyse, det vil si kursdata fra 01.01.2012 til 01.12.2016. For å undersøke om betaverdien varierer mye ved bruk av en kort eller lang tidsserie, har vi i tillegg kjørt en regresjonsanalyse der vi deler perioden i to. Månedlige observasjoner har lavere standardavvik

sammenlignet med både ukentlige og daglige observasjoner, og dette er med på å redusere systematisk bias.

Lerøy er et norsk oppdrettsselskap som er notert på Oslo Børs (OSEBX), og det er derfor fornuftig å benytte OSEBX som referanseindeks. En ulempe med å benytte OSEBX er at denne indeksen er relativt sterkt vektet mot oljerelatert industri. Etter det kraftige oljeprisfallet i 2014 er riktignok Oslo Børs noe mindre oljetung enn tidligere, og Lerøy måles derfor ikke mot en oljeindeks. Et alternativ kunne vært å benytte en markedsindeks som inkluderer de fleste store aksjemarkedene i verden, slik som *Morgan Stanley Capital International (MSCI) World Index* (MSCI, 2017). For veldiversifiserte investorer bør man benytte en verdivektet og veldiversifisert markedsindeks slik som for eksempel MSCI. I denne oppgaven ønsker vi å verdsette verdien av Lerøy for aksjonærene i selskapet. Eierskapet i selskapet er konsentrert, og hovedaksjonæren er Austevoll Seafood ASA som selv er tungt investert i annen sjømatvirksomhet. Aksjonærene i Lerøy er hovedsakelig norske, og de har mest sannsynlig en norsk referanseramme. Dette taler for at OSEBX kan være bedre egnet enn for eksempel MSCI, og vi finner det passende å benytte Oslo Børs som referanseindeks. Kursdata som er benyttet i regresjonen er hentet fra Datastream. Avkastningen kan beregnes aritmetisk eller geometrisk, og vi har valgt å benytte et aritmetisk snitt (Døskeland, 2014). Resultatet fra regresjonsanalysen er presentert i figur 34 og tabell 31.



Figur 34 – Avkastningen til Lerøy mot Oslo Børs (Datastream)

Regresjonsstatistikk	
Multipel R	0,3243
R-kvadrat	0,1051
Justert R-kvadrat	0,0897
Standardfeil	0,0795
Observasjoner	60

Variansanalyse	fg	SK	GK	F	Signifikans-F
Regresjon	1	0,0431	0,0431	6,8149	0,0115
Residualer	58	0,3667	0,0063		
Totalt	59	0,4098			

	Koeffisienter	Standardfeil	t-Stat	P-verdi	Nederste 95%	Øverste 95%	Nedre 95,0%	Øverste 95,0%
Skjæringspunkt	0,0253	0,0107	2,3687	0,0212	0,0039	0,0466	0,0039	0,0466
Avkastning OSEBX	0,7524	0,2882	2,6105	0,0115	0,1755	1,3294	0,1755	1,3294

Tabell 31 – Regresjonsanalyse av Lerøy og OSEBX 01.01.2012 – 01.12.2016 (Datastream).

Stigningstallet i regresjonsanalysen som inkluderer 60 månedlige observasjoner er lik 0,75. Lerøys beta er lavere enn 1, noe som er et resultat av at Lerøys aksjeavkastning i liten grad samvarierer med markedet, samtidig som at aksjeavkastningen er svært volatil. En beta på under 1 virker intuitivt fornuftig. Selskaper som produserer og selger laks opplever nok en relativt stabil etterspørsel, og er ikke spesielt konjunkturfølsom. Det er nærliggende å tro at etterspørselen etter laks vil være relativt lik i både oppgang- og nedgangskonjunkturer ettersom laks er en sunn og populær matvare. Etterspørselen vil kanskje falle noe i enkelte markeder i nedgangstider, men generelt vil vi tro at laks ikke ansees for å være et luksusgode, og etterspørselen vil derfor være relativt stabil uavhengig av økonomiske konjunkturer.

Regresjonsanalysen har en forklaringskraft, R^2 , på 10,5 prosent. Forklaringskraften i regresjonsanalysen er lav, noe som betyr at svingningene i avkastningen til Lerøy i liten grad kan forklares av svingningene i markedsavkastningen. Lerøys aksjeavkastning samvarierer lite med markedsavkastningen, og dette kan blant annet skyldes at det er laksepris og tilbud som styrer aksjeavkastningen i selskapet, og ikke de generelle økonomiske konjunkturer. Lakseprisen svinger ikke nødvendigvis i takt med de generelle markedssvingningene, og det er dermed naturlig at korrelasjonen er relativt lav. En kraftig volatilitet trekker likevel betaverdien opp. Lakseprisen kan svinge mye, og aksjekursen som er svært avhengig av utviklingen i laksepris blir dermed svært volatil. Lerøys aksjekurs svinger mye mer enn markedet fordi Lerøy befinner seg i en syklisk bransje.

Når vi deler tidsserien i to, kjører vi to regresjonsanalyser med 30 observasjoner. Den første regresjonsanalysen gjelder perioden 01.01.2012 til 01.06.2014, og gir oss en betaverdi på ca. 1. Den neste regresjonsanalysen gjelder perioden 01.07.2014 til 01.12.2016, og gir en

betaverdi på ca. 0,5. Ved å dele perioden i to ser vi at betaverdien svinger en del. En grunn til at Lerøys historiske beta blir relativt lav i siste periode, er at selskapet har hatt en formidabel vekst i aksjekursen disse årene. Sammenlignet med markedet har oppdrettsbransjen hatt en svært positiv utvikling i aksjekursen, og dette resulterer i at Lerøy og de andre oppdrettsselskaperes avkastning øker mer enn den generelle markedsavkastningen.

Regresjonsanalysen indikerer at Lerøys beta er lik 0,75, men vi ønsker å gjøre en justering av selskapets betaverdi. Mange akademikere velger å justere verdien ettersom man forventer at beta over tid vil bevege seg mot gjennomsnittlig beta som er lik 1 (Koller et al., 2015). I verdsettelsessammenheng legges et evighetsperspektiv til grunn, og det er derfor viktig at den estimerte betaverdien er representativ for flere år frem i tid. På bakgrunn av dette velger vi å justere beta basert på Bloombergs formel:

$$\text{Justert beta} = 0,33 + 0,67 * \text{Beta}$$

Formel 22 – Bloombergs justerte beta (Koller et al., 2015)

Denne justering gir en betaverdi på omtrent 0,8. Til sammenligning har Damodaran (2017) utviklet en oversikt over ulike bransjebetaer basert på amerikanske data. De fleste bransjer er ganske vide, og oppdrettsnæringen er ikke en egen bransje i dette utvalget. Bransjen for matproduksjon kan likevel være et godt sammenligningsgrunnlag, og denne bransjen har en betaverdi lik 0,75. Til sammenligning rapporterer flere analytikere og nyhetsbyråer, deriblant Dagens Næringsliv, at Lerøys beta er lik 0,87 (DN Investor, 2017). Vårt justerte estimat på 0,8 virker derfor som et fornuftig anslag på Lerøys fremtidige beta.

7.1.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er meravkastningen investorene i aksjemarkedet forventer å få utover den risikofrie renten (Koller et al., 2015). I praksis er det vanlig å beregne markedets risikopremie ved å analysere historisk avkastning på aksjer relativt til risikofri rente. Denne metoden sammenligner avkastningen over tid på en markedsindeks med avkastningen på risikofrie statsobligasjoner. Det er ikke sikkert at historisk premie er representativt for fremtidig premie, men det historiske nivået kan likevel gi en god indikasjon på hva premien bør være. Når man ser på historisk risikopremie vil valg av tidsperiode, type indeks og målemetode være avgjørende for hvilken historisk risikopremie man kommer frem til.

I en undersøkelse gjort av Dimson et al. (2002) ble historisk markedspremie til en konstruert verdensindeks mellom 4,3 og 5,4 prosent, målt i geometrisk og aritmetisk snitt. Undersøkelsen dekket 16 land i perioden 1900-2001. Selv om det var stor variasjon i markedspremien mellom de ulike landene som var med i undersøkelsen, gir dette en god indikasjon på hva historisk markedspremie har vært, ettersom undersøkelsen inkluderte et bredt spekter av land og gikk 101 år tilbake i tid. En undersøkelse av USA, Storbritannia og de Skandinaviske landene viser at markedets risikopremie i perioden 2012-2016 varierte mellom 5 og 6 prosent (Peterson et al., 2017).

Slik det fremkommer av undersøkelsen til PwC (2016) er det samsvar mellom nivået på den historiske premien på verdensbasis og markedsrisikopremien i Norge i dag. Undersøkelsen viser at risikopremien i det norske markedet har vært mellom 4,9 og 5,2 prosent i perioden 2011-2016, og respondentene svarer at dagens premie er 5 prosent. I vurderingen av fremtidig markedsrisikopremie tar vi hensyn til både historisk risikopremie og oppfatninger blant investorer og akademikere. Samlet sett finner vi det derfor fornuftig å fastsette markedsrisikopremien til 5 prosent. Risikopremien øker typisk i usikre tider, og faller som regel i mer stabile tider. Ettersom vi har et langt tidsperspektiv i våre prognoser kan det tenkes at risikopremien vil variere, men av praktiske hensyn er det rimelig å legge til grunn en gjennomsnittlig markedsrisikopremie på 5 prosent.

7.1.4 Oppsummering egenkapitalkostnad

Oppsummert finner vi at Lerøys egenkapitalkostnad blir som følger:

$$k_e = 2\% + 0,8 * 5\% = 6\%$$

7.2 Gjeldskostnad

Når vi skal estimere Lerøys gjeldskostnad kan vi ta utgangspunkt i renten selskapet betaler i dag, eller anslå en kredittrating på selskapet. Ettersom både risikofri rente, kredittpåslaget og selskapets risiko kan ha endret seg etter at Lerøy tok opp lånene sine, velger vi å beregne Lerøys gjeldskostnad ved hjelp av den syntetiske ratingen vi gjennomførte i kapittel 4.7. Selskapets gjeldskostnad kan estimeres ved å anslå en kredittrating på Lerøy, og deretter beregne hvilket kredittpåslag som bør legges til risikofri rente.

$$k_g = R_f + \text{kredittrisikopåslag}$$

Formel 23 – Gjeldskostnaden til et selskap (Koller et al., 2015)

$k_g = \text{Selskapets gjeldskostnad}$

$R_f = \text{Risikofri rente}$

Slik vi kom frem til i den syntetiske ratingen er et fornuftig anslag på Lerøys kredittrisikopremie 1,5 prosent. Ved å legge til risikofri rente oppnår vi da en gjeldskostnad på 3,5 prosent, noe som virker å være et fornuftig estimat på Lerøys gjeldskostnad.

$$k_g = 2 \% + 1,5 \% = \mathbf{3,5 \%}$$

7.2.1 Skatt

I WACC skal selskapets gjeldskostnad etter skatt benyttes (Koller et al., 2015). Vi benytter den nominelle selskapsskatten på 24 prosent når vi beregner gjeldskostnaden etter skatt. Formålet med avkastningskravet er å komme frem til en markedsavledet alternativkostnad på kapitalen. Hvor mye skatt selskapet faktisk betaler reflekteres i kontantstrømmen, og det blir derfor mest korrekt å benytte en nominell og ikke effektiv skattesats i utregningen av gjeldskostnaden.

7.3 Vekting av egenkapital- og gjeldskostnad i WACC

Selskapets totalkapitalkostnad finnes ved å vekte egenkapital- og gjeldskravet med andelen egenkapital og gjeld, og det er markedsverdier som benyttes. Verdien på egenkapitalen til Lerøy finnes ved å multiplisere selskapets børskurs med antall utestående aksjer. Lerøys markedsverdi på Oslo Børs er kr 439 per aksje den 11.05.2017 (Oslo Børs, 2017e). Med 59 547 592 utestående aksjer gir dette en markedsverdi på 26 141 MNOK. Markedsverdien på selskapets gjeld er lik netto finansiell gjeld, som i kapittel 4.3 ble regnet ut til å være 3 545 MNOK. Dette gir at totalkapitalen i Lerøy blir omtrent 29 686 MNOK.

Vi estimerer to avkastningskrav, ett for den eksplisitte prognoseperioden og ett for terminalverdien. Avkastningskravet som benyttes til å diskontere kontantstrømmene de første årene ($WACC_1$) er lavest. Dette skyldes at den korte risikofrie renten er noe lavere enn den lange.

$$WACC_1 = 6 \% * \frac{26\ 141}{29\ 686} + 3,5 \% * (1 - 0,24) * \frac{3\ 545}{29\ 686} = 5,6 \%$$

$WACC_1$ er 5,6 prosent, og vil benyttes i neddiskonteringen av fremtidige kontantstrømmer i den eksplisitte prognoseperioden. Som diskutert i kapittel 7.1.1 kan det være fornuftig å benytte en høyere risikofri rente i terminalåret, ettersom vi skal beregne verdien av Lerøy i et evighetsperspektiv. En risikofri rente på 3 prosent gir en $WACC_2$ i terminalåret lik:

$$WACC_2 = 7\% * \frac{26\,141}{29\,686} + 4,5\% * (1 - 0,24) * \frac{3\,545}{29\,686} = 6,5\%$$

Slik Lerøy selv rapporterer i sine årsrapporter har WACC etter skatt vært mellom 5-6 prosent de siste årene (Lerøy, 2015). På bakgrunn av dette virker våre estimater på WACC fornuftig.

8. Fundamental verdsettelse

Vi har så langt beregnet frie kontantstrømmer til totalkapitalen i tre ulike scenarioer. I dette kapitlet benytter vi WACC til å diskontere kontantstrømmene slik at vi finner verdien i dag. Vi har valgt å benytte en 2-periodisk DCF-modell, med to ulike avkastningskrav. Enterprise Value finnes dermed ved hjelp av følgende formel:

$$\text{Enterprise Value} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{E(\text{FCFF})_t}{(1 + \text{WACC}_1)^t} + \frac{E(\text{FCFF})_{n+1}}{(\text{WACC}_2 - g)} * \frac{1}{(1 + \text{WACC}_1)^n}$$

Formel 24 – Enterprise Value (Kaldestad & Møller, 2016)

8.1 Terminalverdi

Terminalverdi omtales ofte som ”Continuing Value”, og er betegnelsen på noe som fortsetter evig og ikke noe som avsluttes. Ved slutten av den eksplisitte prognoseperioden er det vanlig å forutsette at kontantstrømmen fortsetter evig. Vi finner terminalverdien basert på Gordons vekstformel. Terminalverdien utgjør store deler av verdiestimatet i en verdsettelse, ettersom man antar at selskapet skal vare evig. Vi finner terminalverdien ved å ta utgangspunkt i den estimerte kontantstrømmen i år 2023, og multipliserer med en vekstfaktor (g). Vekstfaktoren indikerer årlig prosentvis i endring i kontantstrømmen i et evighetsperspektiv, og slik vi kom fram til i kapittel 6.2.4 er langsiktig vekstrate lik 2 prosent. I fastsettelsen av Enterprise Value er det viktig å huske på at man må neddiskontere terminalverdien slik at man finner nåverdien.

$$\text{Terminalverdi} = \frac{E(\text{FCFF } 2023) * (1 + g)}{\text{WACC} - g}$$

Formel 25 – Terminalverdi (Kaldestad & Møller, 2016)

8.2 Enterprise Value

Base case er det vi anser som mest sannsynlig, og vi vekter derfor dette scenariet med 60 prosent. Ettersom vi har historisk høy laksepris i dag anser vi worst case som noe mer sannsynlig enn best case. Når lakseprisene nå er på et historisk høyt nivå, kan det argumenteres for at sannsynligheten for et prisfall er større enn sannsynligheten for ytterligere prisøkning på lang sikt. Videre har oppdrettsnæringen store kostnader knyttet til lakselus og andre biologiske og miljømessige utfordringer. Dette taler også for at forventet fremtidige marginer kan bli

reduisert slik vi antar i worst case. På bakgrunn av dette anslår vi at sannsynligheten er 25 og 15 prosent for henholdsvis worst case og best case. Vektet Enterprise Value presenteres i tabell 32.

I 1000 NOK	Best case	Base case	Worst case
NV av kontantstrøm	8 618 379	6 662 868	5 741 813
+ Terminalverdi	25 653 097	18 870 250	12 814 234
= Estimert Enterprise Value	34 271 476	25 533 118	18 556 047
Vekting	15 %	60 %	25 %
Vektet Enterprise Value	25 099 604		

Tabell 32 – Vektet Enterprise Value til Lerøy

8.3 Egenkapitalverdi

For å estimere Lerøys egenkapitalverdi trekkes markedsværdien av selskapets gjeld fra Enterprise Value. Netto finansiell gjeld, som ble estimert i omgrupperingen i kapittel 4.3.3, benyttes som estimat på markedsværdien av Lerøys gjeld. Tabell 33 presenterer vårt estimat på Lerøys egenkapitalverdi og verdi per aksje.

I 1000 NOK	
Vektet Enterprise Value	25 099 604
- Netto finansiell gjeld	3 454 684
= Egenkapitalverdi	21 644 920
Antall utestående aksjer	59 547 592
Estimert verdi per aksje	363

Tabell 33- Estimert egenkapitalverdi for Lerøy

Vi har estimert Lerøys egenkapitalverdi til å være 21 600 MNOK. Dette gir en verdi per aksje på 363 NOK. Lerøy omsettes på verdsettelsestidspunktet for kr 439 per aksje, og dette kan tyde på at Lerøy er noe overpriset. I kapittel 9 vil vi etterprøve vårt verdiestimat ved hjelp av en komparativ verdsettelse, før vi presenterer anbefalt handlingsstrategi i konklusjonen i kapittel 11.

8.3.1 Justering av verdi med premier/rabatter

Vi har estimert den underliggende verdien på egenkapitalen på selvstendig basis til å være 21 600 MNOK, eller kr 363 per aksje. En typisk fallgrube i en verdsettelse er å blande verdi og pris. Den underliggende verdien på selskapet er ikke nødvendigvis lik den prisen aksjen omsettes for i markedet, og det kan derfor være aktuelt å justere egenkapitalverdien med ulike premier eller rabatter. For et børsnotert selskap som Lerøy, med god informasjonsspredning og likvide aksjer, er ofte aksjekursen et godt estimat på underliggende verdi. Likevel er det viktig å være oppmerksom på at salgpris og underliggende verdi kan være forskjellig. Kjøper man for eksempel majoriteten av et selskap kan det tenkes at kjøper er villig til å betale mer enn underliggende verdi dersom man tror at selskapet kan driftes bedre, eller på grunn av synergier. En kjøper av en minoritetspost vil kunne kreve likviditetsrabatt, for eksempel dersom det er risiko for at kjøper blir innelåst i et fallende marked.

Lerøy er et stort, børsnotert selskap som har levert gode resultater over en lang periode, og oppdrettsnæringen er en attraktiv bransje. Til tross for at Lerøy har en dominerende aksjonær, Austevoll Seafood ASA, som eier over 50 prosent av aksjene, vurderer vi det slik at aksjene og aktivaene i selskapet ikke er spesielt vanskelig å selge i dagens marked. Vi har ingen informasjon som tilsier at hovedaksjonæren opptrer lite vennlig mot minoriteten, og vi foretar dermed ingen justeringer av den verdien vi har kommet frem til. Dersom Austevoll Seafood ASA kunne tenkt seg å kjøpe resten av aksjene i Lerøy, så er det grunn til å tro at Austevoll vil identifisere synergieffekter som har positiv betydning for verdien på Lerøy-aksjen. Vi er ikke i stand til å identifisere disse effektene, da det krever innsyn i Austevoll Seafood ASA.

8.3.2 Markedskonsensus

De siste årene har det gitt svært god avkastning å investere i lakseoppdrett. Et viktig spørsmål er hva vi, og andre analytikere, tror om fremtidig avkastning. Et sentralt spørsmål i en verddivurdering er hvorvidt vi bør legge til grunn vårt eget markedssyn, eller markedskonsensus. Målet med denne oppgaven er å teste eller estimere dagens aksjekurs, og prognosene våre bør derfor sammenlignes med markedskonsensus. Dagens markedspris bestemmes av markedets forventninger, og uavhengig av hva vi selv mener om dagens prising, bør prognosene våre derfor sammenlignes med markedskonsensus. Mange analytikere leter etter feilprisede aksjer, og dersom målet med oppgaven hadde vært å identifisere en feilpriset aksje ville det blitt feil å basere analysen på markedskonsensus. Leter man etter en feilpriset aksje er jo nettopp poenget å identifisere hvor man har et annet syn enn konsensus, innta en

posisjon og håpe på at konsensus beveger seg i retning av det man selv tror på. Tabell 34 presenterer handlingsstrategien til 13 ulike analytikere som dekker Lerøy.

Bedrift	Analytiker	Anbefaling	Prisestimat	Dato
ABG Sundal Collier	Vidar Strat	Kjøp	500	12.05.2017
Nordea	Kolbjørn Giskecodegard	Selg	415	12.05.2017
SpareBank 1 Markets AS	Tore A Tonseth	Hold	480	12.05.2017
Fearnley Securities	Bruce Diesen	Kjøp	480	12.05.2017
Beringer Finance	Knut Erik Lovstad	Kjøp	510	11.05.2017
Pareto Securities	Henning Lund	Kjøp	591	11.05.2017
Swedbank	Marius Gaard	Hold	485	11.05.2017
DNB Markets	Stein Alexander Aukners	Kjøp	480	11.05.2017
Handelsbanken	Kjetil Lye	Kjøp	590	05.05.2017
Arctic Securities ASA	Thomas Lorck	Hold	500	03.05.2017
Carnegie	Lage Bohren	Hold	430	25.04.2017
Danske Bank	Knut-Ivar Bakken	Kjøp	572	24.04.2017
SEB Equities	Bent Rolland	Hold	450	24.03.2017

Tabell 34 – Handlingsstrategien til 13 ulike analytikere (Bloomberg, 2017)

Slik vi ser av tabell 34 anbefaler 7 av 13 analytikere å kjøpe Lerøy-aksjen, ettersom deres prisestimat er høyere enn markedsprisen på daværende tidspunkt. Kun en analytiker anbefaler å selge aksjen, og 5 analytikere anbefaler å holde aksjen. Analysene er presentert av flere anerkjente meglerhus, og markedsconsensus gir oss et inntrykk av hva markedet forventer. Vi har anbefalt å holde aksjen, og vår anbefaling er dermed i tråd med hva 39 prosent av disse analytikerne anbefaler.

9. Komparativ verdsettelse

I dette kapitlet vil vi gjennomføre en komparativ verdsettelse for å etterprøve verdiestimatet vi kom frem til i forrige kapittel. Ved multiplbasert verdsettelse estimeres Lerøys selskapsverdi basert på hva sammenlignbare selskaper og eiendeler er omsatt for i markedet (Kaldestad & Møller, 2016). Denne metoden estimerer Lerøys selskapsverdi på en indirekte måte gjennom konkurrentenes relative prising. Bruk av multiplikatorer er enkelt, lite tidskrevende og således et godt supplement til den fundamentale verdsettelsen vår. Slik diskutert i kapittel 2.5 utgjør vårt komparative utvalg Marine Harvest, SalMar, NRS og Grieg Seafood. Ved å benytte samme bransjeutvalg som i den fundamentale verdsettelsen, vil det komparative verdiestimatet best kunne sammenlignes med resultatet i den fundamentale verdivurderingen.

Vi har valgt å benytte multiplikatormodellen fremfor substansverdimodellen på bakgrunn av oppdrettsnæringens karakter og dens utsikter til videre drift. Multiplikatormodellen er også den mest brukte verdsettelsesmetoden i praksis. Modellen beregner egenkapitalverdien til et selskap ved å multiplisere en skaleringsfaktor med tilhørende multiplikator (Kaldestad & Møller, 2016). De valgte multiplikatorene blir presentert videre i dette kapitlet.

9.1 Utvalgte multiplikatorer

Multiplene vi har valgt å bruke er P/E, EV/EBIT, EV/kg og EV/Salg. Disse multiplikatorene vil sammen danne et helhetlig bilde av selskapets resultat, balanse og produksjon, og er mye benyttede multipler for oppdrettsselskaper.

9.1.1 Pris/Fortjeneste-modellen (P/E)

Multiplikatoren P/E viser forholdet mellom selskapets markedsverdi og inntjening (Kaldestad & Møller, 2016).

$$\frac{\text{Pris}}{\text{Fortjeneste}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Resultat etter skatt}}$$

Formel 26 - Multiplikatoren P/E (Kaldestad & Møller, 2016)

P/E er det forholdstallet som er mest anvendt i praksis, da nødvendige regnskapstall er lett tilgjengelig og metoden er enkel å bruke. Videre kan resultatet etter skatt være et godt estimat på kontantstrømmen til egenkapitalen for selskaper som har nådd en stabil vekstfase. En

ulempe med dette forholdstallet er at verdiene varierer i stor grad utfra hvilken bransje som analyseres, men dette kan løses ved å bruke det komparative bransjeutvalget som målestokk. I tillegg er det slik at jo lengre ned i resultatregnskapet man kommer, jo større er sannsynligheten for at tilfeldige inntekter og kostnader er inkludert i resultatet. Forholdstallet er avhengig av selskapenes kapitalstruktur, og to selskaper med samme verdi på drift kan derfor få et forskjellig P/E-forhold. Ettersom selskapene i vår bransje har relativt lik kapitalstruktur kan denne multiplikatoren være passende å bruke i den komparative verdsettelsen.

9.1.2 EV/EBIT

EV/EBIT viser sammenhengen mellom selskapsverdien og resultatet av driften (Kaldestad & Møller, 2016).

$$\frac{EV}{EBIT} = \frac{\text{Enterprise Value}}{\text{Driftsresultat}}$$

Formel 27 - Multiplikatoren EV/EBIT (Kaldestad & Møller, 2016)

EV/EBIT er en av de mest anvendte multiplene i forbindelse med kjøp og salg av selskaper, ettersom metoden gjør det mulig å sammenligne den underliggende driften til selskapene. Enterprise Value er selskapsverdien, mens EBIT er det normaliserte driftsresultatet før netto finanskostnader og skatt. Til forskjell fra EV/EBITDA tar denne multiplikatoren hensyn til selskapenes ulike investeringsbehov ved å inkludere avskrivninger. Ettersom EBIT er driftsresultat etter avskrivninger og nedskrivninger, kan forskjeller i avskrivningsprofil og nedskrivning av goodwill og andre eiendeler ha betydning.

9.1.3 EV/kg

EV/kg er en multiplene som tar for seg forholdet mellom virksomhetsverdien og produksjonsnivået i selskapet (Kaldestad & Møller, 2016).

$$\frac{EV}{kg} = \frac{\text{Enterprise Value}}{kg}$$

Formel 28 - Multiplikatoren EV/kg (Kaldestad & Møller, 2016)

EV/kg er et produksjonsmål som gir verdien per kg solgt laks, og er således en aktuell multiplene for å verdsette Lerøy. Dette forholdstallet kan være interessant fordi det kan gi

inntrykk av hvordan virksomhetsverdien svinger med produsert og solgt volum. I perioder med lavt volum er gjerne lakseprisen høy, og dette medfører videre en høyere virksomhetsverdi. Et høyt forholdstall betyr at selskapet har en relativt høy verdi per produsert kg laks. En ulempe med dette forholdstallet er at foredlingsgraden kan variere mye mellom oppdrettselskapene. Videre foretar flere av selskapene i oppdrettsnæringen slaktning for eksterne aktører, noe som kan være med på å redusere deres multippelverdi. Ettersom mye av verdiskapingen blir appropriert av eksterne aktører, er det nødvendigvis ikke slik at dette forholdstallet gjenspeiler den virkelige verdiskapingen til selskapet.

9.1.4 EV/Salg

EV/Salg er en multipl som viser sammenhengen mellom virksomhetsverdien og selskapets omsetning (Kaldestad & Møller, 2016).

$$\frac{EV}{Salg} = \frac{Enterprise\ Value}{Salg}$$

Formel 29 - Multiplikatoren EV/Salg (Kaldestad & Møller, 2016)

I følge Kaldestad og Møller (2016) er EV/Salg en metode som egner seg best som en sekundær multipl. Da EV/Salg gir en veldig grov sammenligning mellom selskapene, egner metoden seg best sammen med for eksempel EV/EBIT. Ettersom laks er et relativt homogent produkt, kan denne multippelen passe bra å bruke i oppdrettsbransjen.

9.2 Komparativt verdiestimat

I forbindelse med selve verdsettelsen av Lerøy benyttes bransjens gjennomsnittsmultipler. Ujustert gjennomsnitt er i følge Kaldestad & Møller (2016) den beste løsningen dersom man har tilgang til bransjetall. Våre komparative selskaper er like hva gjelder drift og kapitalstruktur, men har blant annet ulik størrelse og inntjening. Ved å benytte gjennomsnittsmultipler tar vi høyde for variasjon mellom selskapene i bransjen. I tillegg beregnes multipler per aksjebasis, og vi benytter utestående aksjer for samtlige selskap. Tabell 35 presenterer ulike regnskapstall som blir anvendt i den komparative verdsettelsen. Vi bruker normaliserte tall for å få et bilde av den normale driften sin evne til å generere inntekter, og utelater dermed engangsposter. For å beregne markedsverdien av egenkapitalen til selskapene har vi tatt utgangspunkt i børskursen per 11.05.2017 multiplisert med antall utestående aksjer (Oslo Børs, 2017f).

I 1000 NOK	Lerøy	Marine Harvest	SalMar	NRS	Grieg Seafood
Aksjekurs (11.05.2017)	439	148	214	161	71
Antall utestående aksjer	59 547 592	452 289 840	112 315 631	43 473 912	110 412 000
Markedsverdi EK	26 141 393	66 938 896	24 035 545	6 999 300	7 839 252
+ Netto finansiell gjeld	3 545 684	8 268 011	2 364 200	282 160	1 411 000
= Enterprise value	29 687 077	75 206 907	26 399 745	7 281 460	9 250 252
Driftsinntekt	17 269 278	32 605 691	9 029 800	4 224 340	6 603 591
EBIT	2 843 000	6 140 624	2 403 000	641 000	1 162 000
Resultat etter skatt	2 121 000	4 421 992	2 142 000	631 000	801 000
Slaktet volum (tonn)	150 182	380 621	115 600	26 819	64 726

Tabell 35 – Utvalgte regnskapstall til beregning av multipler (Tall hentet fra respektive Q4-rapporter i 2016 for Lerøy og bransjen)

I tabell 36 er Lerøy og bransjens multipler beregnet. Lerøys multipler er beregnet for sammenligningsformål. Til tross for at Lerøy er verdens nest største oppdrettsselskap viser tabellen under at selskapet prises lavere enn bransjesnittet på samtlige multipler. For å finne et verdiesimat per aksje for Lerøy benyttes bransjens gjennomsnittsmultipler, og på denne måten tar vi hensyn til variasjon mellom selskapene. Det antas i den forbindelse at de komparative selskapene er korrekt priset, med de feilkilder det medfører. Grieg Seafood fremstår som det selskapet som avviker mest fra de resterende selskapene i bransjen, og på bakgrunn av dette velger vi å utelate selskapet ved utregningen av bransjesnittet. Med andre ord vil vi benytte multiplene til Marine Harvest, SalMar og NRS, og vekter disse likt for å komme frem til bransjesnittet.

Multiplikator	P/E	EV/EBIT	EV/kg	EV/Salg
Lerøy	12,3	10,4	197,7	1,7
Marine Harvest	15,1	12,2	197,6	2,3
SalMar	11,2	11,0	228,4	2,9
NRS	11,1	11,4	271,5	1,7
Grieg Seafood	9,8	8,0	142,9	1,4
Bransjesnitt	12,5	11,5	232,5	2,3

Tabell 36 – Multiplikatorer for Lerøy og bransjen

Ser vi først på P/E-forholdet skiller Marine Harvest seg ut ved at de prises høyere enn de andre selskapene i bransjen. Mens de øvrige selskapene har en P/E på 11-12, har Marine Harvest en P/E på ca. 15. En årsak til at Marine Harvest prises noe høyere enn konkurrentene kan være at de er verdens største oppdrettsselskap, og de har levert solide resultater i mange år.

EV/EBIT kan i teorien gi et bedre verdiestimat enn for eksempel P/E. Dette har sammenheng med at EBIT er et mål før finansiering, og multiplikatoren vil derfor være uavhengig av kapitalstruktur og regnskapsmessige effekter. Lerøy prises litt under snittet hva gjelder EV/EBIT og isolert sett kan dette være et tegn på at man bør kjøpe aksjen til Lerøy.

Som vi kan se av tabell 37 er det relativt stor spredning mellom verdien på høyeste og laveste multipl. EV/Salg ga det høyeste verdiestimatet på kr 613, mens P/E ga den laveste verdien på kr 445. Det endelige verdiestimatet for den komparative verdsettelsen finner vi ved å ta gjennomsnittet av de fire verdiestimatene. Modellen gir oss et gjennomsnittlig verdiestimat per aksje på kr 519.

Multiplikator	P/E	EV/EBIT	EV/kg	EV/Salg
Verdiestimat per aksje	445	491	527	613
Gjennomsnittlig verdiestimat	519			

Tabell 37 – Komparativt verdiestimat per aksje for Lerøy

9.3 Mulige feilkilder ved bruk av multiplikatormodellen

Verdiestimatet vi kommer frem til ved å bruke multiplikatormodellen er påvirket av sammenligningsgrunnlaget og markedets meninger om hva selskapene er verdt. Bruk av modellen krever konsistent bruk av forutsetninger for Lerøy og de komparative selskapene. For å unngå mulige feilkilder har vi valgt referanseselskaper som er sammenlignbare med Lerøy, både hva gjelder kapitalstruktur, vekstmuligheter og lignende. Videre har vi brukt regnskapstall fra samme tidsperiode, og forsøkt å justere for de samme postene for samtlige selskaper. Ettersom vi har benyttet ujusterte multipler har vi ikke justert for ulikheter i gjeldsgrad, rentekostnader og lignende, og dette kan tenkes å gi utslag i multiplene. Selv om de komparative selskapene i bransjeutvalget vårt er relativt lik Lerøy, er det likevel visse forskjeller som vil kunne gi utslag i ulik prising. Marine Harvest er eksempelvis betydelig større enn resten av bransjen, og er mer diversifisert ettersom de har deler av produksjonen sin i utlandet. NRS og Grieg Seafood er på den andre siden betydelig mindre aktører, og samlet sett er det ganske stor forskjell mellom den største og den minste aktøren i bransjen. Ettersom vi ser på gjennomsnittlige multipler for bransjen vil trolig disse forskjellene likevel kunne utjevne hverandre.

9.4 Vektet estimat av funamental og komparativ verdi

Den komparative verdsettelsen resulterer i et verdiestimat på kr 519 per aksje, og er dermed noe høyere enn det vi kom frem til i den fundamentale verdsettelsen. Verdien på kr 519 per aksje er også høyere enn børskursen den 11.05.2017 på kr 439. Det er ganske stor spredning mellom verdiestimatet fra høyeste og laveste multipl, og det er derfor viktig å være kritisk til hvor pålitelig resultatene fra den multiplbaserte verdsettelsen er. Det kan være galt å stole blindt på multiplene i den komparative verdivurderingen ettersom prisingen i markedet kan endre seg uten at det skyldes fundamentale forhold ved selskapene. Multiplene i den komparative verdsettelsen er basert på ferske regnskapstall, og samtlige selskaper har levert historiske gode resultater den siste tiden. Høy prising på grunn av rekordhøye resultater kan tenkes å bidra til et høyt verdiestimat i den multiplbaserte verdsettelsen.

Det fundamentale verdiestimatet på kr 363 per aksje er basert på mer detaljerte analyser, og det virker derfor rimelig å legge størst vekt på dette verdiestimatet. I den fundamentale verdsettelsen baserer vi verdiestimatet på historisk analyse og vi gjør en grundig vurdering av framtidsutsiktene langt frem i tid. Lerøy og oppdrettsnæringen har opplevd svært høy vekst og gode resultater de siste årene, men når vi ser fremover er det ikke realistisk å tro at den formidable veksten vil fortsette. Det fundamentale verdiestimatet vil derfor bli lavere, og vi anser dette verdiestimatet som mer pålitelig. Selv om vi ønsker å legge hovedvekt på den fundamentale verdsettelsen, ønsker vi å inkludere verdiestimatet fra den komparative verdsettelsen. Ettersom vi er ute etter å estimere en markedsverdi på selskapet i dag, bør vi ta hensyn til markedets prising. Multiplikatormodellen tar hensyn til markedets forventninger, og estimerer Lerøys aksjekurs på en indirekte måte gjennom bransjens relative prising. På denne måten gir verdiestimatet fra den komparative verdsettelsen viktig innsikt i markedets forventninger, og vi finner det fornuftig å vekte verdiestimatet fra den komparative verdsettelsen med $\frac{1}{3}$.

$$\begin{aligned} \text{Endelig verdiestimat} &= \text{Fundamental verdi} * \frac{2}{3} + \text{Komparativ verdi} * \frac{1}{3} \\ &= 363 * \frac{2}{3} + 519 * \frac{1}{3} = \mathbf{415} \end{aligned}$$

Samlet sett gir det vektete snittet av fundamental og komparativ verdi et endelig verdiestimat på kr 415.

10. Sensitivitetsanalyse

Verdsettelse er ingen eksakt vitenskap og selv om vi har benyttet anerkjente analysemetoder og relevant faglitteratur, har vi foretatt skjønsmessige vurderinger for å komme frem til et verdiestimat på egenkapitalen til Lerøy. Det vil derfor være knyttet usikkerhet til verdiestimatet vårt og det kan være nyttig å foreta en sensitivitetsanalyse for å se hvordan verdien påvirkes dersom viktige nøkkelvariabler endres. Vår fundamentale verdsettelse av Lerøy resulterte i en markedsverdi på 21 600 MNOK, noe som tilsvarer en pris på kr 363 per aksje. Denne verdien er lavere enn verdien på Oslo Børs i tiden rundt verdsettelsestidspunktet. Det er flere faktorer som påvirker vårt estimat. Komponentene som inngår i avkastningskravet, og vekstraten vil spesielt utgjøre en kilde til usikkerhet. På bakgrunn av dette vil vi foreta en nærmere analyse av risikofri rente, markedspremie, beta, kredittrisikopremie på gjeld og vekstfaktoren. Ettersom Lerøy har en høy egenkapitalfinansiering antar vi at komponentene i egenkapitalkravet vil ha størst påvirkning på selskapets verdi. I tillegg utgjør terminalverdien en svært stor andel av verdiestimatet, og verdien vil følgelig være følsomt for endringer i vekstfaktoren.

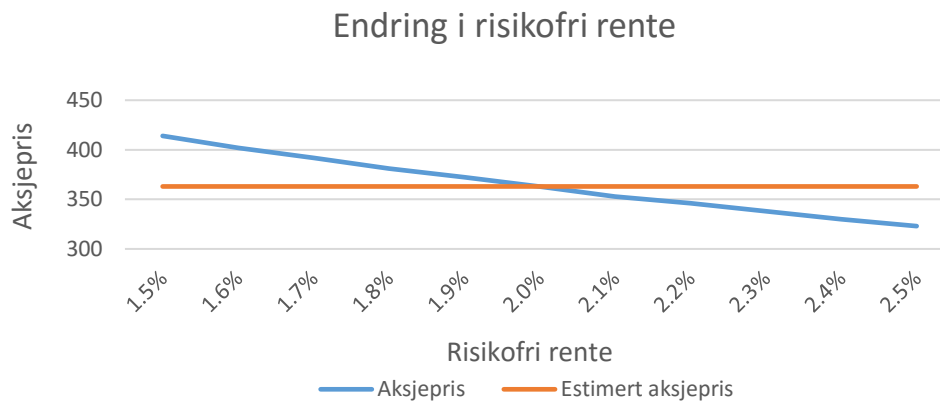
Det første vi vil gjøre er å foreta en sensitivitetsanalyse hvor vi endrer en og en parameter for å se hvordan det slår ut i vårt fundamentale verdiestimat per aksje for Lerøy. Deretter vil vi kjøre en Monte Carlo simulering ved bruk av tilleggsprogrammet Oracle Crystal Ball i Excel. Sistnevnte metode kjører et stort antall simuleringer og endrer flere variabler samtidig.

10.1 Risikofri rente

Slik vi kom fram til i kapittel 7.1.1 er risikofri rente i den eksplisitte prognoseperioden 2 prosent, og risikofri rente i terminalåret er lik 3 prosent. Det kan være nyttig å se på hvilke utslag en endring i risikofri rente gir på aksjeprisen til Lerøy, og ettersom dagens rentenivå er historisk lavt forventer vi at sannsynligheten for en renteøkning i fremtiden er større enn sannsynligheten for et fall i renten. Vi har valgt å øke/reducere risikofri rente med 0,5 prosentpoeng. Ettersom vi har benyttet to ulike avkastningskrav, ser vi på en renteendring i begge disse. I den forbindelse antar vi at en 0,5 prosentpoeng økning i Rf_1 gir en tilsvarende økning i Rf_2 . Vi legger inn de nye risikofrie rentene i de tre ulike scenarioene våre, og beregner tilhørende aksjepris for Lerøy. For ordens skyld gjør vi oppmerksom på at det kun er Rf_1 som vises på x-aksen i figur 35.

Rf_1	1,5 %	1,6 %	1,7 %	1,8 %	1,9 %	2,0 %	2,1 %	2,2 %	2,3 %	2,4 %	2,5 %
$WACC_1$	5,1 %	5,2 %	5,3 %	5,4 %	5,5 %	5,6 %	5,7 %	5,7 %	5,8 %	5,9 %	6,0 %
Rf_2	2,5 %	2,6 %	2,7 %	2,8 %	2,9 %	3,0 %	3,1 %	3,2 %	3,3 %	3,4 %	3,5 %
$WACC_2$	6,0 %	6,1 %	6,2 %	6,3 %	6,4 %	6,5 %	6,6 %	6,7 %	6,8 %	6,9 %	7,0 %
Aksjepris	414	402	392	381	372	363	353	346	338	330	323

Tabell 38 – Endring i WACC og aksjepris som et resultat av endring i risikofri rente



Figur 35 - Endring i aksjepris som et resultat av endring i risikofri rente

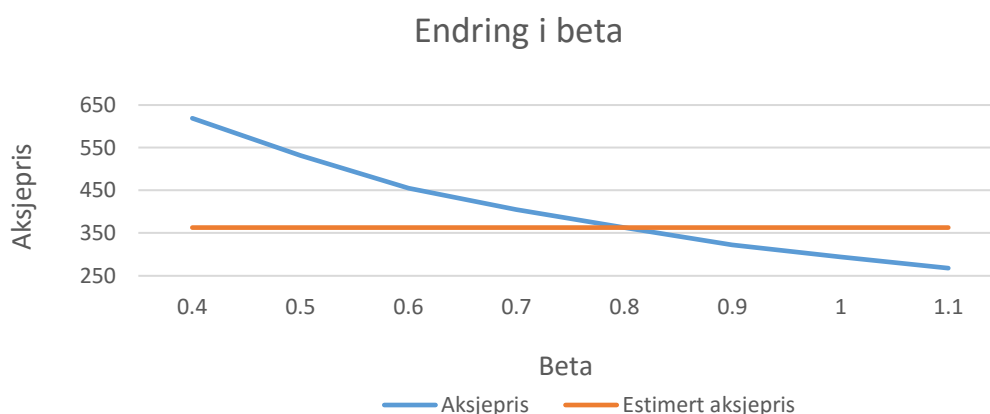
Som figur 35 illustrerer vil aksjeprisen endre seg markant som en konsekvens av at risikofri rente endrer seg. Dersom for eksempel Rf_1 øker til 2,5 prosent, og Rf_2 øker til 3,5 prosent, gir dette alt annet likt en aksjekurs på kr 323. Lerøys aksjekurs er dermed følsom for en endring i risikofri rente. Rf_2 inngår i terminalleddet, og ettersom terminalverdien utgjør omtrent 70 prosent av verdiestimatet vil endringer i Rf_2 naturlig nok få størst betydning for verdiestimatet. En endring i risikofri rente vil mest sannsynlig gi utslag i andre parametere, og det kan dermed være noe misvisende å kun se på hvordan en endring i risikofri rente vil påvirke aksjekursen, uten at noe annet også endres.

10.2 Beta

Vi har estimert Lerøys betaverdi til å være lik 0,8. I denne analysen har vi har valgt å se på endringer i WACC og aksjepris for beta mellom 0,4 og 1,1. I kapittel 7.1.2.1 fant vi at beta ikke er spesielt stabil, og avhenger av hvilken måleperiode og markedsindeks vi benytter. Da vi delte regresjonsanalysen i to fant vi at beta varierte mellom 0,5 og 1. Vi ser dermed at beta kan svinge en del, og har valgt å analysere endringer i beta i et relativt stort intervall.

Beta	0,4	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9	1	1,1
WACC ₁	3,8 %	4,3 %	4,7 %	5,1 %	5,6 %	6,0 %	6,4 %	6,9 %
WACC ₂	4,8 %	5,2 %	5,7 %	6,1 %	6,5 %	7,0 %	7,4 %	7,8 %
Aksjepris	619	531	455	405	363	323	295	268

Tabell 39 – Endring i WACC og aksjepris som et resultat av endring i beta



Figur 36 - Endring i aksjepris som et resultat av endring i beta

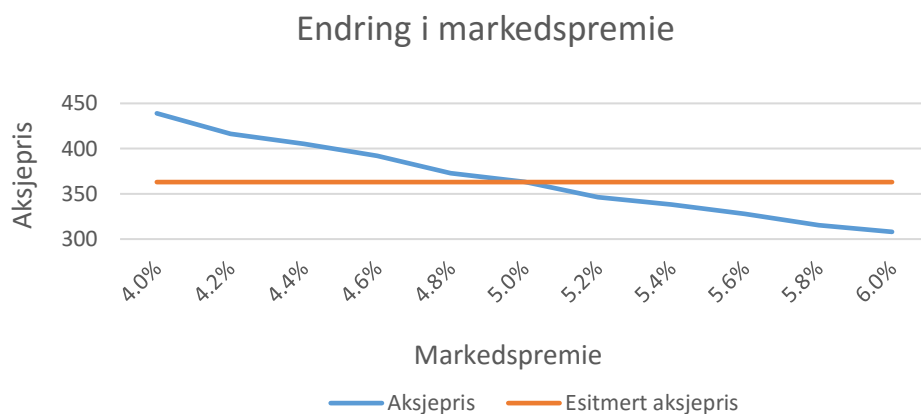
Slik vi ser av tabell 39 og figur 36 vil en liten endring i beta gi betydelig utslag i aksjeprisen til Lerøy. Dersom vi antar at Lerøys aksjeavkastning i større grad svinger i takt med markedet, gir dette en høyere beta, og dermed en lavere aksjepris. En beta på 1 vil for eksempel gi en aksjepris lik kr 295. Beta inngår i kravet til egenkapitalen. Ettersom Lerøy har en høy egenkapitalandel vil en endring i beta gi store utslag på selskapets totalavkastningskrav, og dermed får endringer i beta stor betydning på aksjeprisen.

10.3 Markedets risikopremie

Slik det fremkommer i kapittel 7.1.3 har markedspremien historisk sett variert mellom 4 og 6 prosent de siste 100 årene. I Norge har markedets risikopremie vært ganske stabil rundt 5 prosent de siste årene. Ettersom markedspremien har vært ganske stabil over en svært lang periode er det mindre usikkerhet knyttet til størrelsen på denne variabelen sammenlignet med for eksempel risikofri rente og beta. Vi finner det dermed hensiktsmessig å øke/reducere markedspremien med 1 prosentpoeng i våre analyser.

MP	4,0 %	4,2 %	4,4 %	4,6 %	4,8 %	5,0 %	5,2 %	5,4 %	5,6 %	5,8 %	6,0 %
<i>WACC₁</i>	4,9 %	5,0 %	5,1 %	5,3 %	5,4 %	5,6 %	5,7 %	5,8 %	6,0 %	6,1 %	6,2 %
<i>WACC₂</i>	5,8 %	6,0 %	6,1 %	6,2 %	6,4 %	6,5 %	6,7 %	6,8 %	6,9 %	7,1 %	7,2 %
Aksjepris	439	416	405	392	373	363	346	338	328	315	308

Tabell 40 – Endring i WACC og aksjepris som et resultat av endring i markedspremien



Figur 37 – Endring i aksjepris som et resultat av endring i markedspremien

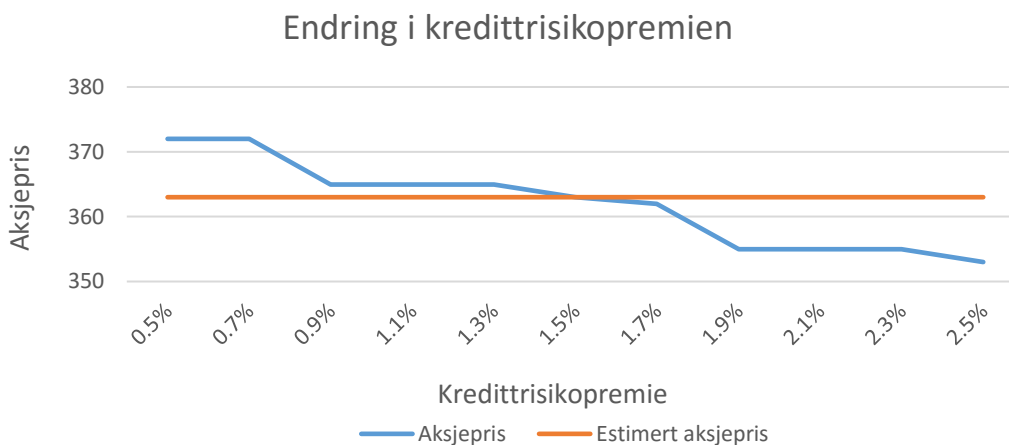
På samme måte som beta, inngår markedets risikopremie også som en del av kravet til egenkapitalen. Etersom Lerøy har en høy egenkapitalandel vil dermed en eventuell endring i markedspremien også få relativt stor betydning for størrelsen på avkastningskravet, og dermed også Lerøys aksjepris. Vi ser likevel at aksjeprisen svinger mindre for endringer i markedspremien sammenlignet med svingninger i betaverdien. Alt annet likt ser vi at en økning i markedspremien på 1 prosentpoeng gir en aksjepris på kr 308.

10.4 Kredittrisikopremie på gjeld

I kapittel 4.7 om syntetisk rating ble Lerøys kredittrisikopremie fastsatt til 1,5 prosent. Kredittrisikopremien fastsettes på bakgrunn av en grundig vurdering av selskapets likviditetsreserver, egenkapitalandel, rentedekningsgrad og lønnsomhet. I tillegg inkluderes en subjektiv vurdering av operasjonell risiko og økonomiske framtidsutsikter. Samlet sett må man altså gjøre en omfattende vurdering av flere parametere for å estimere en kredittrisikopremie, og det kan derfor være knyttet en del usikkerhet til størrelsen på kredittrisikopremien. Vi ønsker å gjøre en sensitivitetsanalyse for en økning/reduksjon i kredittrisikopremien på 1 prosentpoeng.

Kredittrisikopremie	0,5 %	0,7 %	0,9 %	1,1 %	1,3 %	1,5 %	1,7 %	1,9 %	2,1 %	2,3 %	2,5 %
WACC ₁	5,5 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %	5,6 %	5,6 %	5,6 %	5,6 %	5,6 %	5,7 %
WACC ₂	6,4 %	6,4 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,6 %	6,6 %	6,6 %	6,6 %
Aksjepris	372	372	365	365	365	363	362	355	355	355	353

Tabell 41 - Endring i WACC og aksjepris som et resultat av endring i kredittrisikopremien



Figur 38 - Endring i aksjepris som et resultat av endring i kredittrisikopremien

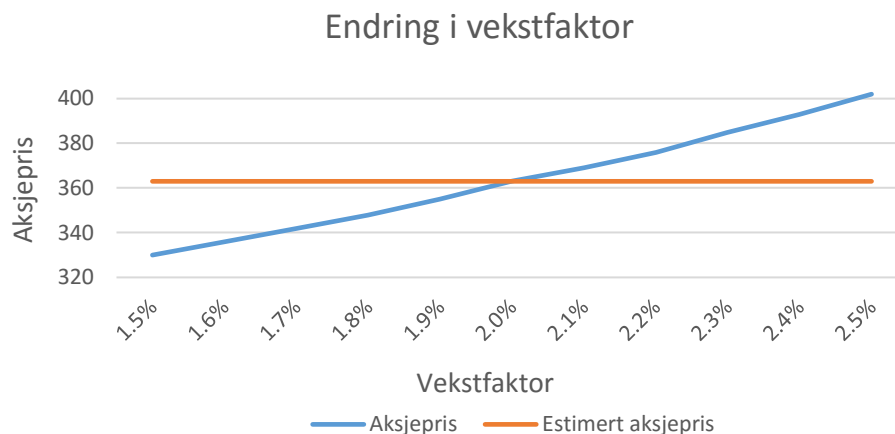
Lerøy har et ganske lavt kredittpåslag og i vektingen av WACC har selskapet en svært liten andel netto finansiell gjeld. Kredittpåslaget får dermed ganske liten betydning for Lerøys avkastningskrav til totalkapitalen. Slik figur 38 viser ligger aksjeprisen mellom kr 372 og kr 353 for et kredittpåslag mellom 0,5 og 2,5 prosent.

10.5 Vekstfaktor

Terminalverdien utgjør i overkant av 70 prosent av Lerøys virksomhetsverdi og derfor vil endringer i vekstfaktoren få relativt stor innvirkning på verdiestimatet. Ettersom veksten i et evighetsperspektiv ikke kan overstige den samlede veksten i økonomien, finner vi det hensiktsmessig å se på en vekstfaktor mellom 1,5 og 2,5 prosent.

Vekstfaktor	1,5 %	1,6 %	1,7 %	1,8 %	1,9 %	2,0 %	2,1 %	2,2 %	2,3 %	2,4 %	2,5 %
Aksjepris	330	336	342	348	355	363	369	376	385	393	402

Tabell 42 - Endring i aksjepris som et resultat av endring i vekstfaktoren



Figur 39 - Endring i aksjepris som et resultat av endring i vekstfaktoren

Vi ser at en 0,5 prosent økning i vekstfaktoren, alt annet likt, vil øke aksjeprisen til kr 402. Tilsvarende vil en 0,5 prosent reduksjon i vekstfaktoren gi en aksjepris på kr 330. Vi mener at vårt valg av vekstfaktor er fornuftig, da den langsiktige vekstraten ikke bør overstige den langsiktige risikofrie renten. Videre forventer vi ikke at veksten i økonomien vil overstige det historiske nivået på 2-3 prosent, og dermed bør ikke den langsiktige vekstraten være noe høyere enn dette.

10.6 Simulering

Sensitivitetsanalysen har vist oss hvordan endringer i nøkkelvariabler vil påvirke verdiestimatet vårt. Til nå har vi sett på hvordan verdiestimatet endres når en variabel endres. For å øke validiteten i oppgaven ønsker vi i tillegg å gjennomføre en mer omfattende simulering, der flere variabler kan endres samtidig. Dette kan gjøres ved hjelp av Monte Carlo simulering, et analyseverktøy som synliggjør usikkerheten i verdiestimatet ved at flere nøkkelvariabler og verdidrivere kan endres samtidig og innenfor en gitt ramme (Rystad et al., 1998). Det er ikke realistisk å forvente at en variabel endrer seg, uten at dette også påvirker størrelsen på andre variabler. Dermed kan en Monte Carlo simulering gi nyttig innsikt i hvordan verdiestimatet endres som følge av endringer i sentrale variabler.

Vi velger å analysere de samme variablene som i sensitivitetsanalysen, det vil si risikofri rente, beta, markedspremien, kredittrisikopremien og vekstraten. Det kunne vært hensiktsmessig å teste endringer i andre variabler, slik som vekst i omsetning og kostnadsnivå. Ettersom vi har basert verdiestimatet vårt på tre ulike scenarioer, har vi allerede hensynstatt endringer i disse variablene til en viss grad. For å gjennomføre simuleringsanalysen benytter vi Crystal Ball som er et tilleggsprogram i Excel.

Vi har valgt å benytte en triangulær sannsynlighetsfordeling i Monte Carlo simuleringen for risikofri rente, markedspremien, kredittpåslaget og vekstfaktoren. Dette er en kontinuerlig sannsynlighetsfordeling med en nedre og øvre grense og en mest sannsynlig verdi. Vi har valgt å benytte denne sannsynlighetsfordelingen ettersom vi antar at verdien på de ulike variablene mest sannsynlig vil være lik de verdiene vi har benyttet i den fundamentale verdsettelsen. Likevel tror vi at verdiene kan svinge innenfor et gitt intervall. For eksempel antar vi at markedspremien mest sannsynlig vil være på 5 prosent ettersom markedets risikopremie har vært ganske stabil rundt 5 prosent i Norge de siste årene. Slik det fremkommer i kapittel 7.1.3 har markedspremien variert mellom 4 og 6 prosent de siste 100 årene, og ettersom denne variabelen svinger lite tror vi det er lite sannsynlig at markedspremien havner utenfor dette intervallet. Når det gjelder risikofri rente har vi basert våre anslag på rentenivået på kort og lang sikt på rentekurven presentert av Norges Bank i figur 33. Det er spesielt usikkert hva risikofri rente vil være på lang sikt, men basert på dagens rentenivå, fremtidig rentekurve og øvrige framtidsutsikter virker våre intervallet fornuftige.

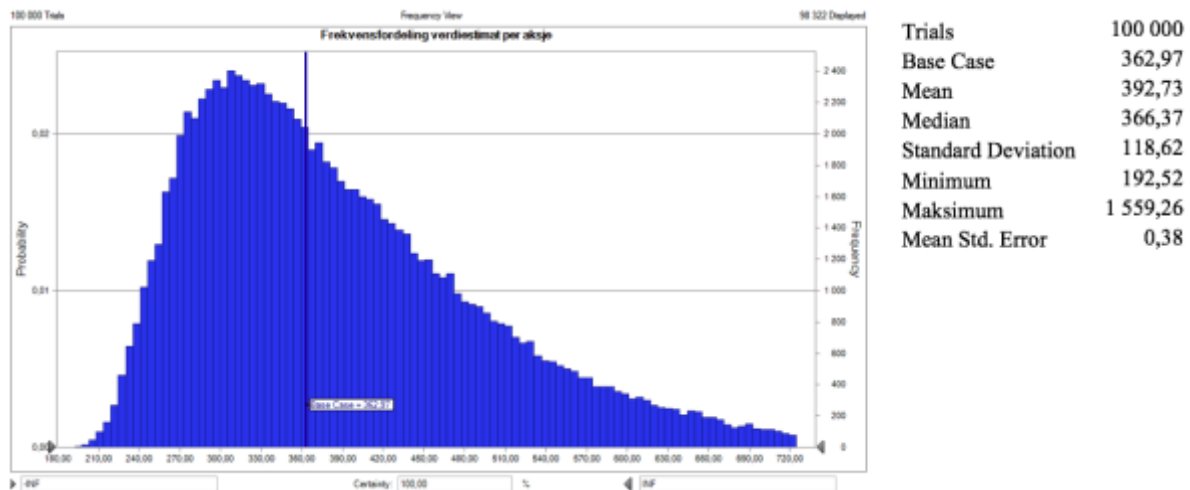
Når det gjelder beta har vi valgt å benytte en uniform sannsynlighetsfordeling, hvor alle verdiene i utfallsrommet er like sannsynlige. For beta virker en uniform fordeling mer passende enn en triangulær fordeling ettersom det er knyttet stor usikkerhet til størrelsen på beta. I kapittel 7.1.2.1 estimerte vi en betaverdi på 0,8 gjennom en regresjonsanalyse, men størrelsen på beta er svært sensitiv for valg av måleperiode og referanseindeks. Vi ser for eksempel at ved å dele analyseperioden i to vil beta svinge mellom 0,5 og 1. Valg av referanseindeks har også betydning for størrelsen på beta, og slik for eksempel OSEBX og MSCI viser varierer beta mellom 0,5 og 0,8. Tabell 43 viser en oversikt over våre estimat på minimum, maksimum og mest sannsynlig verdi for variablene i Monte Carlo simuleringen.

Variabel	Sannsynlighetsfordeling	Minimum	Mest sannsynlig	Maksimum
Rf_1	Triangulær	1 %	2 %	3 %
Rf_2	Triangulær	2 %	3 %	5 %
Beta	Uniform	0,4		1,1
MP	Triangulær	4 %	5 %	6 %
Kredittpåslag	Triangulær	1 %	1,5 %	3 %
Vekstfaktor	Triangulær	1 %	2 %	3 %

Tabell 43 – Intervall for samtlige variabler i Monte Carlo simuleringen

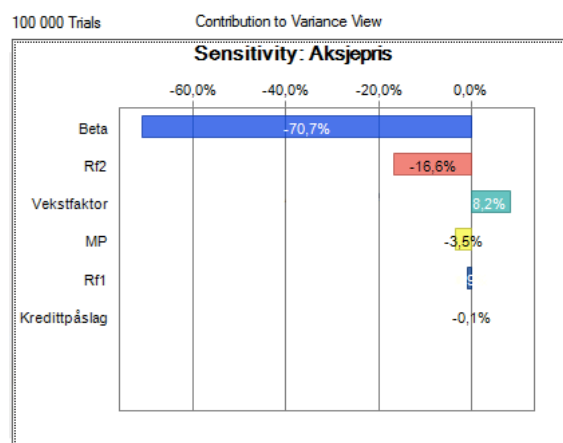
Vi gjennomførte 100 000 simuleringer og dette resulterte i en frekvensfordeling av verdiestimatet per aksje slik figur 40 viser. Gjennomsnittsverdien og medianen er på henholdsvis kr 393 og kr 366, noe som er litt høyere enn vårt verdiestimat på kr 363.

Sannsynligheten for at aksjekursen havner over Base Case er større enn sannsynligheten for at den havner under, og følgelig er det naturlig at medianen og gjennomsnittlig verdi blir høyere enn kr 363.



Figur 40 – Verdiestimat med 100 prosent sannsynlighet

Figur 40 viser i hvor stor grad de ulike variablene påvirker variansen i verdiestimatet. På denne måten kan vi avdekke hvilke drivere som er av størst betydning for verdiestimatet på aksjen til Lerøy.

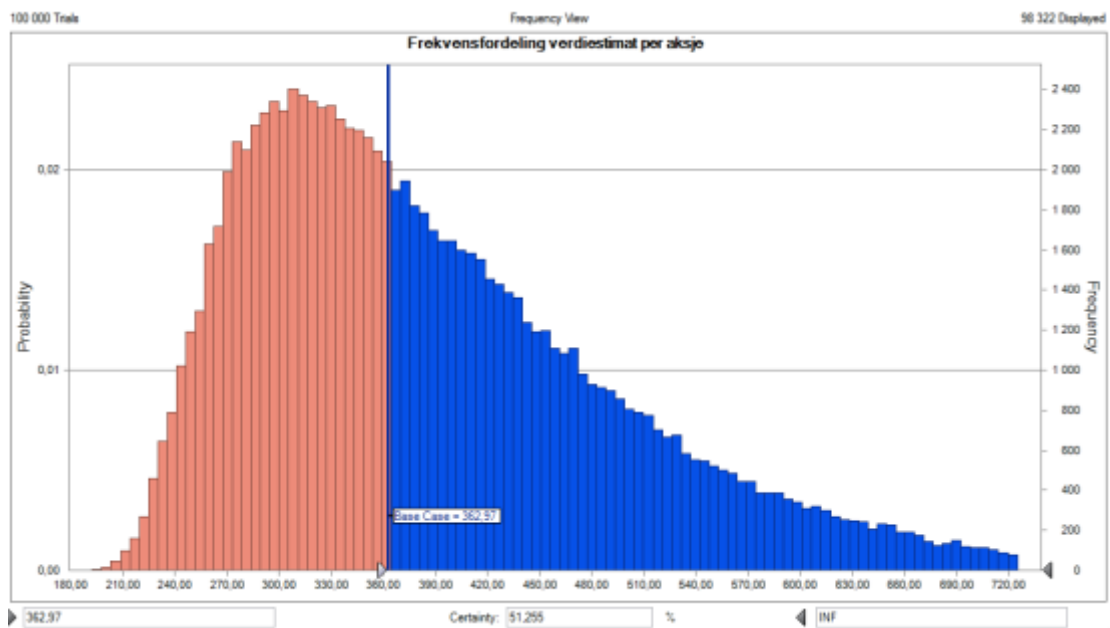


Figur 41 – Tornadodiagram for Monte Carlo simulering

Slik figur 41 viser er verdiestimatet svært sensitiv for endringer i beta, risikofri rente i terminalåret og den langsiktige vekstraten. Markedspremien, risikofri rente i den eksplisitte prognoseperioden og kredittpåslaget er av mindre betydning. Ettersom Rf_2 og den langsiktige vekstraten inngår i terminalverdien, som utgjør ca. 70 prosent av verdien til selskapet, er det naturlig at verdiestimatet er spesielt sensitiv overfor endringer i disse variablene. Beta har stor betydning for egenkapitalkravet og ettersom Lerøy har en stor andel egenkapital vil beta

dermed også få stor innvirkning på WACC. Slik vi så i sensitivitetsanalysen ga små endringer i beta relativt store utslag i WACC og dermed blir aksjekursen sensitiv overfor endringer i beta.

Oppsidepotensialet og nedsiderisikoen er sannsynligheten for at virkelig verdi blir høyere eller lavere enn verdiestimatet vårt. Slik figur 42 viser er sannsynlighet for at verdien blir høyere enn kr 363 ca. 51 prosent, og med 49 prosent sannsynlighet blir verdien lavere. Det er med andre ord tilnærmet lik sannsynlighet for at aksjekursen skal bli høyere eller lavere enn verdiestimatet vårt. Dersom sannsynligheten for at aksjeprisen skulle bli høyere enn kr 363 hadde vært betydelig høyere enn sannsynligheten for at aksjeprisen skulle bli lavere enn verdiestimatet vårt ville dette skapt en ekstra usikkerhet knyttet til verdiestimatet vårt. Således kan det være en fordel at sannsynligheten er tilnærmet lik for at aksjekursen enten kan bli høyere eller lavere enn verdiestimatet vårt.



Figur 42 – Oppsidepotensiale og nedsiderisiko ved Monte Carlo simulering

Slik sensitivitetsanalysen og simuleringen viser er det knyttet stor usikkerhet til verdiestimatet vårt. Dette samsvarer med den strategiske analysen som tilsier at det er flere forhold, både internt og eksternt, som påvirker Lerøy og deres lønnsomhet. For eksempel vil handelspolitiske konflikter, utvikling av egen fôrproduksjon og endring i rente- og kronekurs kunne påvirke selskapets inntjening, og dermed verdiestimat.

11. Oppsummering og handlingsstrategi

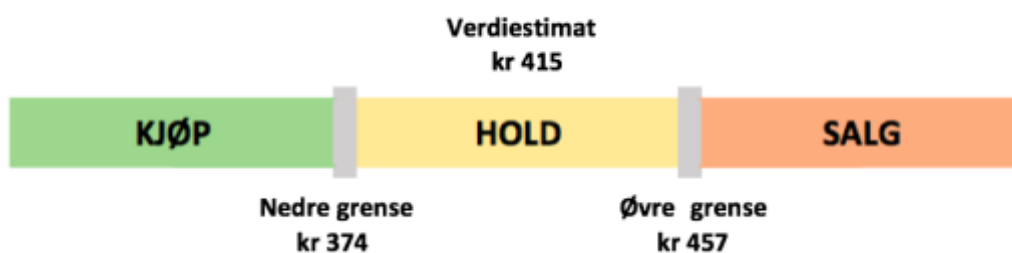
I denne masteroppgaven har vi benyttet to metoder for å estimere verdien på egenkapitalen til Lerøy. Vi har lagt hovedvekt på en fundamental verdsettelse, og anvendt en 2-periodisk DCF-modell. Som et supplement har vi utført en komparativ verdsettelse ved bruk av en markedsbasert multiplikatormodell.

Den fundamentale verdsettelsesmetoden estimerer virksomhetsverdien til selskapet ved å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer. Vi har beregnet et avkastningskrav til totalkapitalen basert på våre estimater av risikofri rente, beta, markedets risikopremie, samt kredittrisikopremien til selskapets gjeld. For å komme frem til en verdi på egenkapitalen har vi trukket fra netto finansiell gjeld fra virksomhetsverdien. Framtidsregnskapet er basert på en analyse av historisk regnskapsinformasjon, strategisk analyse av Lerøy og bransjen, samt våre skjønnsmessige vurderinger av framtidsutsiktene. Våre analyser avdekker at laksepris og tilbud henger tett sammen, og disse er de viktigste faktorene for Lerøy og øvrige oppdrettsselskapers lønnsomhet. For å bedre håndtere usikkerheten knyttet til de fremtidige kontantstrømmene har vi valgt å utarbeide verdiestimatet som en forventningsverdi, basert på tre ulike scenarioer.

I den fundamentale verdsettelsen kom vi frem til et verdiestimat for Lerøy på 21 600 MNOK, eller kr 363 per aksje. Den komparative verdsettelsen resulterte i et verdiestimat på kr 519 per aksje. Den fundamentale verdsettelsen er basert på grundige analyser av fundamentale forhold og vi ønsker dermed å legge hovedvekt på denne. Multiplikatormodellen verdsetter Lerøy indirekte basert på hva sammenlignbare selskaper er priset til, og vi ønsker å inkludere denne markedsbaserte verdsettelsesmodellen. Ved å vekte fundamental og komparativ verdi med henholdsvis $\frac{2}{3}$ og $\frac{1}{3}$ kommer vi frem til et endelig verdiestimat på kr 415 per aksje. Aksjekursen på Oslo Børs den 11.05.2017 var kr 439 per aksje. Våre analyser indikerer dermed at Lerøys aksje er noe overpriset.

Verdsettelse er ingen eksakt vitenskap og oppgaven vår er basert på en rekke forutsetninger og skjønnsmessige vurderinger. For å vurdere rimeligheten av verdiestimatet vårt, har vi foretatt en sensitivitetsanalyse. Analysen avdekker at det er stor usikkerhet knyttet til verdiestimatet, som er spesielt følsom overfor endringer i risikofri rente, beta og langsiktig vekstrate.

Avslutningsvis ønsker vi å utlede en handlingsstrategi basert på vårt verdiestimat av Lerøy. På grunn av usikkerhet i verdiestimatet har vi valgt å utarbeide handlingsstrategien om kjøp, hold og salg med et avvik på +/- 10 prosent. Slik figur 43 viser anbefales kjøp dersom børskursen er under nedre grense, og dersom børskursen er over øvre grense anbefales salg. Den 11.05.2017 var Lerøys børskurs kr 439 per aksje, noe som tilsier en hold-anbefaling.



Figur 43 – Handlingsstrategi for Lerøy

Litteraturliste

Litteratur

- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation* (Vol. 3rd ed.). New Jersey: John Wiley & Sons.
- Dimson, E., Marsh, P., & Staunton, M. (2002). *Global Evidence on the Equity Risk Premium*. *Journal of Applied Corporate Finance*, 15(4), 27-34.
- Døskeland, T. (2014). *Personlig finans*. Fagbokforlaget: Bergen.
- Jakobsen, E. W., & Lien, L. B. (2015). *Ekspansjon og konsernstrategi* (2.utg.). Oslo: Gyldendal Akademisk.
- Kaldestad, Y., & Møller, B. (2016). *Verdivurdering: Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper* (2.utg.). Bergen: Fagbokforlaget.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D., (2015). *Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies*. (6th ed.). New Jersey: John Wiley & Sons.
- Langohr, H., & Langohr, P. (2008). *The rating agencies and their credit ratings: What They Are, How They Work, and Why They are Relevant*. England: John Wiley & Sons Ltd.
- Peterson, C., Plenborg, T., & Kinserdal, F. (2017). *Financial Statement Analysis: Valuation – Credit analysis – Performance Evaluation*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Porter, Michael E. (1985). *Competitive Advantage*. New York: The Free Press.
- Roos, G., von Krogh, G., & Roos, J. (2013). *Strategi – en innføring* (5. utg.). Bergen: Fagbokforlaget.

Rapporter

Diverse

- Fiskeri- og havbruksnæringens landsforening (FHL) & Eksportutvalget for fisk. (2011). *Norsk havbruk*. Hentet 18.01.2017 fra http://sjomatnorge.no/wp-content/uploads/2009/06/eff_fhl_komplett_lowres.pdf
- Lye, Kjetil. (2017). *Salmon farming*. *Handelsbanken Capital Markets*. Hentet 08.03.2017 fra https://www.researchonline.se/f/JQkKP9tKu4qLDeIH_yaBh4s1
- PwC. (2016). *Risikopremien i det norske markedet*. *Norske Finansanalytikerers Forening*. Hentet 02.03.2017 fra <http://www.pwc.no/no/publikasjoner/verdivurdering/risikopremien-2016.pdf>

Grieg Seafood

- Grieg Seafood. (2016). Kvartalsrapport fjerde kvartal. Hentet 27.02.2017 fra <http://www.griegseafood.no/wp-content/uploads/2017/02/GSF-Q4-2016-rapport-NO.pdf>
- Grieg Seafood. (2015). Årsrapport. Hentet 25.01.2017 fra <http://www.griegseafood.no/wp-content/uploads/2016/06/GSF2015aarsrapportNO3.pdf>
- Grieg Seafood. (2014). Årsrapport. Hentet 25.01.2017 fra <http://grieg14.digirapport.no/wp-content/uploads/2015/06/GSF-2014-NORSK-FINAL1.pdf>
- Grieg Seafood. (2013). Årsrapport. Hentet 25.01.2017 fra <http://www.griegseafood.no/wp-content/uploads/2014/12/GSF2013-NORSK-FINAL.pdf>
- Grieg Seafood. (2012). Årsrapport. Hentet 25.01.2017 fra <http://grieg14.digirapport.no/wp-content/uploads/2015/06/GSF-2014-NORSK-FINAL1.pdf>
- Grieg Seafood. (2011). Årsrapport. Hentet 25.01.2017 fra http://www.griegseafood.no/wp-content/uploads/2014/12/GSF_annualreport_2011.pdf

Lerøy

- Lerøy. (2016). Kvartalsrapport fjerde kvartal. Hentet 21.02.2017 fra <http://hugin.info/131537/R/2080225/783320.pdf>
- Lerøy. (2015). Årsrapport. Hentet 24.01.2017 fra <http://hugin.info/131537/R/2007871/742441.pdf>
- Lerøy. (2014). Årsrapport. Hentet 24.01.2017 fra <http://hugin.info/131537/R/1912100/682394.pdf>
- Lerøy. (2013). Årsrapport. Hentet 24.01.2017 fra <http://hugin.info/131537/R/1779068/607924.pdf>
- Lerøy. (2012). Årsrapport. Hentet 24.01.2017 fra <http://hugin.info/131537/R/1691814/578089.pdf>
- Lerøy. (2011). Årsrapport. Hentet 24.01.2017 fra <http://hugin.info/131537/R/1601936/578093.pdf>

Marine Harvest

- Marine Harvest. (2016). Kvartalsrapport fjerde kvartal. Hentet 27.02.2017 fra <http://hugin.info/209/R/2078701/782391.pdf>
- Marine Harvest. (2015). Årsrapport. Hentet 23.01.2017 fra <http://hugin.info/209/R/1999866/737534.pdf>
- Marine Harvest. (2014). Årsrapport. Hentet 23.01.2017 fra <http://hugin.info/209/R/1915630/684760.pdf>
- Marine Harvest. (2013). Årsrapport. Hentet 23.01.2017 fra <http://hugin.info/209/R/1781099/609198.pdf>
- Marine Harvest. (2012). Årsrapport. Hentet 23.01.2016 fra <http://hugin.info/209/R/1696633/558857.pdf>
- Marine Harvest. (2011). Årsrapport. Hentet 23.01.2017 fra <http://hugin.info/209/R/1608160/510268.pdf>

Norway Royal Salmon

- Norway Royal Salmon. (2016). Kvartalsrapport fjerde kvartal. Hentet 27.02.2017 fra <http://norwayroyalsalmon.com/files/10/NRS%20Q4%202016%20Rapport.pdf>
- Norway Royal Salmon. (2015). Årsrapport. Hentet 25.01.2017 fra http://norwayroyalsalmon.com/getfile.php/542/NRS_Aarsrapport2015.pdf
- Norway Royal Salmon. (2014). Årsrapport. Hentet 25.01.2017 fra http://norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS_Aarsrapport_2014.pdf
- Norway Royal Salmon. (2013). Årsrapport. Hentet 25.01.2017 fra http://norwayroyalsalmon.com/files/9/Årsberetning_2013-NRS_NO.pdf
- Norway Royal Salmon. (2012). Årsrapport. Hentet 25.01.2017 fra http://norwayroyalsalmon.com/files/9/aarsrapport_nrs2012.pdf
- Norway Royal Salmon. (2011). Årsrapport. Hentet 25.01.2017 fra http://norwayroyalsalmon.com/files/9/aarsrapport_nrs2011.pdf

SalMar

- SalMar. (2016). Kvartalsrapport fjerde kvartal. Hentet 27.02.2017 fra <http://hugin.info/138695/R/2078684/782388.pdf>
- SalMar. (2015). Årsrapport. Hentet 23.01.2017 fra <http://hugin.info/138695/R/2008392/742847.pdf>

-
- SalMar. (2014). Årsrapport. Hentet 24.01.2017 fra <http://hugin.info/138695/R/1917404/685879.pdf>
 - SalMar. (2013). Årsrapport. Hentet 24.01.2017 fra <http://hugin.info/138695/R/1781478/609515.pdf>
 - SalMar. (2012). Årsrapport. Hentet 24.01.2017 fra <http://hugin.info/138695/R/1697772/559610.pdf>
 - SalMar. (2011). Årsrapport. Hentet 24.01.2017 fra <http://hugin.info/138695/R/1607522/559614.pdf>

Internettkilder

Dagens Næringsliv

- Berglihn, H. (2017a, 17.01). Grønt lys for oppdrettsvekst. *Dagens Næringsliv*. Hentet 20.01.2017 fra <http://www.dn.no/nyheter/2017/01/17/2031/Havbruk/gront-lys-for-oppdrettsvekst>
- Berglihn, H. (2017b, 05.03). Laksedødeligheten til himmels. *Dagens Næringsliv*. Hentet 09.03.2017 fra <http://www.dn.no/nyheter/2017/03/05/1946/Havbruk/laksedodeligheten-til-himmels>
- Berglihn, H. (2017c, 11.01). Mener lakseeventyr vil vare i tre år til – minst. *Dagens Næringsliv*. Hentet 22.03.2017 fra <http://www.dn.no/nyheter/2017/01/11/1541/Havbruk/mener-lakseeventyr-vil-vare-i-tre-ar-til-minst>
- DN Investor. (2017). Lerøy Seafood Group. *Dagens Næringsliv*. Hentet 05.05.2017 fra <https://investor.dn.no/#!/Aksje/S140/LSG/LerøySeafoodGroup>
- Laugen, S. (2014, 07.08). Leter etter omveier for norsk laks. *Dagens Næringsliv*. Hentet 26.01.2017 fra <http://www.dn.no/nyheter/2014/08/07/2157/Russlands-boikott/leter-etter-omveier-for-norsk-laks>
- Riise, K. & Lund, K. (2017, 23.01). Trump trekker handelsavtale. *Dagens Næringsliv*. Hentet 24.01.2017 fra <http://www.dn.no/nyheter/2017/01/23/1447/Handel/trump-trekker-handelsavtale>
- Schultz, J. (2017, 08.01). Har tjent 21 mrd. på norsk laks. *Dagens Næringsliv*. Hentet 19.01.2017 fra <http://www.dn.no/nyheter/2017/01/08/1955/Finans/har-tjent-21-mrd-pa-norsk-laks>

Diverse

- Akvakulturloven. Lov 17. Juni 2005 nr. 79 om akvakultur. *Lovdata*. Hentet 21.01.2017 fra <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-06-17-79>
- Damodaran, A. (2017) *Damodaran*. Betas by Sector (US). Hentet 05.04.2017 fra http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html
- Finansdepartementet. (2017). Skattesatser 2017. Hentet 12.03.2017 fra <http://www.statsbudsjettet.no/Statsbudsjettet-2017/Artikler/Skattesatser-2017/>
- Fish Pool. (2017a). Fish Pool concept. Hentet 09.02.2017 fra <http://fishpool.eu/products/concept/>
- Fish Pool. (2017b). Forward Prices. Hentet 27.03.2017 fra <http://fishpool.eu/price-information/forward-prices-3/>
- FN. (2016, 05.07). Verdens befolkning. Hentet 01.02.2017 fra <http://www.fn.no/Tema/Befolkning/Verdens-befolkning>
- MSCI. (2017). MSCI World Index. Hentet 05.04.2017 fra <https://www.msci.com/world>
- Rystad, K., Westgaard, S., & Vestrum, G. (1998). Styring av markedsrisiko i finansielle organisasjoner. *Magma*. Hentet 26.04.2017 fra <https://www.magma.no/styring-av-markedsrisiko-i-finansielle-organisasjoner>
- Weiby, S., & Grov, H. (2014). Virksomhetsoverdragelser – oppgjørmekanismer og klassifisering av balanseposter. *Magma*. Hentet 12.03.2017 fra <https://www.magma.no/virksomhetsoverdragelser-oppgjorsmekanismer-og-klassifisering-av-balanseposter>

E24

- Nissen-Meyer, J. (2015, 02.06). Marine Harvest advarer mot å fremme landbaserte anlegg. *E24*. Hentet 23.03.2017 fra <http://e24.no/naeringsliv/marine-harvest-advarer-mot-aa-fremme-landbasert-oppdrett/23463171>
- Normann, T. (2012, 19.09). Norsk laks kan bli liggende 14 dager på flyplassen. *E24*. Hentet 23.01.2017 fra <http://e24.no/makro-og-politikk/kinas-nobel-raseri-rammer-norsk-fisk-knallhardt/20276015>
- E24. (2017, 24.01). Kursbildet til Marine Harvest. *E24*. Hentet 24.01.2017 fra <https://bors.e24.no/#!/instrument/MHG.OSE>

Fiskeridirektoratet

- Fiskeridirektoratet. (2016a, 14.04). Grønne tillatelser. Hentet 20.01.2017 fra <http://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Kommersielle-tillatelser/Laks-oerret-og-regnbueoerret/Groenne-tillatelser>
- Fiskeridirektoratet. (2016b, 30.11). Lønnsomhetsundersøkelse for laks og regnbueørret: Matfiskproduksjon. Hentet 19.01.2017 fra <http://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Statistikk-akvakultur/Loennsomhetsundersoekelse-for-laks-og-regnbueoerret/Matfiskproduksjon-laks-og-regnbueoerret>
- Fiskeridirektoratet (2016c, 23.12) Rømmingsstatistikk. Hentet 25.01.2017 fra <http://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Statistikk-akvakultur/Roemningsstatistikk>

iLaks

- Berge, A. (2016, 05.02). Her er Lerøys visjon om merkevarer. *iLaks*. Hentet 12.02.2017 fra <http://ilaks.no/her-er-leroys-visjon-om-merkevarer/>
- Berge, A. (2015, 04.02). Det er en reell knapphet på fiskeolje. *iLaks*. Hentet 25.01.2017 fra <http://ilaks.no/det-er-en-reell-knapphet-pa-fiskeolje/>

Laksefakta

- Laksefakta. (2016a, 09.05). Hva er i fôret til laksen? *Laksefakta*. Hentet 19.01.2017 fra <https://laksefakta.no/hva-spiser-laksen/hva-er-i-foret-til-laksen/>
- Laksefakta. (2016b, 09.05). Hvorfor rømmer laksen? *Laksefakta*. Hentet 25.01.2017 fra <https://laksefakta.no/laks-og-miljo/romming/>
- Laksefakta. (2016c, 09.05). Norske regler for miljø og oppdrett. *Laksefakta*. Hentet 23.03.2017 fra <https://laksefakta.no/laks-og-miljo/norske-regler-for-miljo-og-oppdrett/>

Marine Harvest

- Marine Harvest. (2017). I korte trekk. Hentet 23.01.2017 fra <http://www.marineharvest.com/about/in-brief/>

Miljødirektoratet

- Miljødirektoratet. (2015, 03.12). Lakselus. Hentet 25.01.2017 fra <http://www.miljostatus.no/lakselus/>
- Miljødirektoratet. (2016, 13.09). Utslipp av næringssalter fra fiskeoppdrett. Hentet 25.01.2017 fra <http://www.miljostatus.no/tema/hav-og-kyst/overgjodsling/utslipp-av-naringssalter-fra-fiskeoppdrett/>

Nofima

- Nofima. (2014, 17.01). Små aktører eier verdifulle laksekonsesjoner. Hentet 25.01.2017 fra <https://nofima.no/nyhet/2014/01/smaa-aktorer-eier-verdifulle-laksekonsesjoner/>
- Nofima. (2015, 21.01). Gratis konsesjoner for laks på land. Hentet 25.01.2017 fra <https://nofima.no/nyhet/2015/01/gratis-konsesjoner-for-laks-pa-land/>

Norges Bank

- Norges Bank (2017a). Endringer i styringsrenten. Hentet 22.03.2017 fra <http://www.norges-bank.no/pengepolitikk/Styringsrenten/Styringsrenten-Oversikt-over-rentemoter-og-endringer-i-styringsrenten/>
- Norges Bank. (2017b). Statsobligasjoner årsgjennomsnitt. Hentet 02.03.2017 fra <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>
- Norges Bank. (2017c). Valutakurs for Euro (EUR). Hentet 30.03.2017 fra <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Valutakurser/valuta/EUR>
- Norges Bank. (2017d). Rentemøte mai 2017. Hentet 09.05.2017 fra <http://www.norges-bank.no/pengepolitikk/Rentemoter/2017/rentemote-mai-2017/>
- Norges Bank. (2017e). Styringsrenten. Hentet 09.05.2017 fra <http://www.norges-bank.no/pengepolitikk/Styringsrenten/>
- Norges Bank. (2016, 15.12). Rentemøte desember 2016. Hentet 23.01.2017 fra <http://www.norges-bank.no/pengepolitikk/Rentemoter/2016/Rentemote-desember-2016/>

Norges Sjømatråd

- Norges Sjømatråd. (2017a, 04.01). Nøkkeltall. Hentet 20.01.2017 fra <http://seafood.no/nøkkeltall>
- Norges Sjømatråd. (2017b, 04.01). Nøkkeltall. Hentet 20.01.2017 fra <http://seafood.no/markedsinnsikt/apne-rapporter/sjomataret/>
- Norges Sjømatråd. (2017c, 25.01). Ruster seg for Brexit. Hentet 26.01.2017 fra <http://www.seafood.no/Nyheter-og-media/Nyhetsarkiv/Pressemeldinger/Ruster-seg-for-Brexit>
- Norges Sjømatråd. (2016, 20.12). Sjømatrådet styrker satsingen i Kina. Hentet 23.01.2017 fra <http://seafood.no/Nyheter-og-media/Nyhetsarkiv/Pressemeldinger/Sjømatrådet-styrker-satsingen-i-Kina>

Oslo Børs

- Oslo Børs. (2017a). Kursoversikt Marine Harvest. *Oslo Børs*. Hentet 24.01.2017 fra <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/MHG.OSE/overview>
- Oslo Børs. (2017b). Kursoversikt SalMar. *Oslo Børs*. Hentet 24.01.2017 fra <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/SALM.OSE/overview>
- Oslo Børs. (2017c). Kursoversikt Norway Royal Salmon. *Oslo Børs*. Hentet 24.01.2017 fra <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/NRS.OSE/overview>
- Oslo Børs. (2017d). Kursoversikt Grieg Seafood. *Oslo Børs*. Hentet 24.01.2017 fra <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/GSF.OSE/overview>
- Oslo Børs. (2017e). Kursoversikt Lerøy Seafood Group. *Oslo Børs*. Hentet 15.03.2017 fra <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/LSG.OSE/overview>
- Oslo Børs. (2017f). Kursoversikt konsumvarer. *Oslo Børs*. Hentet 24.03.2017 fra <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/OSE30GL.OSE/overview>

Regjeringen.no

- Regjeringen. (2014, 24.11). Kostholdsråd. Hentet 20.03.2017 fra <https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/fiskeri-og-havbruk/trygg-og-sunn-sjomat/kostholdsrad1/id748681/>

-
- Regjeringen. (2015a, 20.03). Bærekraftig og forutsigbar vekst for laks. Hentet 21.01.2017 fra <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/barekraftig-og-forutsigbar-vekst-for-laks/id2401801/>
 - Regjeringen. (2015b, 05.03). Kongsjonssystemet – generelt. Hentet 26.01.2017 fra <https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/fiskeri-og-havbruk/fiskeflaten-listeside/kongsjonssystemet--generelt/id418041/>

SalMar

- SalMar. (2017). SalMar ASA – Historisk utvikling av SalMar konsernet. Hentet 23.01.2017 fra <http://www.salmar.no/historie>

Sjømat Norge

- Kvistad, A. (2014, 07.08). Russland stopper import av norsk sjømat. *Sjømat Norge*. Hentet 23.01.2017 fra <http://sjomatnorge.no/russland-stopper-import-av-norsk-sjomat/>

Statistisk Sentralbyrå

- SSB. (2017a). Statistikkbanken. *Statistisk sentralbyrå*. Hentet 23.01.2017 fra <https://www.ssb.no/statistikkbanken/selecttable/hovedtabellHjem.asp?KortNavnWeb=laks&CMSSubjectArea=utenriksokonomi&checked=true>
- SSB. (2017b, 01.03). Eksport av laks, veke 11 2017. *Statistisk sentralbyrå*. Hentet 22.03.2017 fra <https://www.ssb.no/utenriksokonomi/statistikker/laks/uke>
- SSB. (2016a, 28.10). Akvakultur 2015, endelige tall. *Statistisk sentralbyrå*. Hentet 23.01.2017 fra <https://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/statistikker/fiskeoppdrett/aar>
- SSB. (2016b, 02.06). Akvakultur 2015, foreløpige tall. *Statistisk sentralbyrå*. Hentet 23.01.2017 fra <https://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/statistikker/fiskeoppdrett/aar-forelopige>

Appendiks

Figuroversikt

FIGUR 1 – SOLGT MENGDE OG FØRSTEHÅNDSVERDI AV LAKS (SSB, 2016A)	12
FIGUR 2 – UTVIKLINGEN I LAKSEPRIS (SSB, 2017A).....	14
FIGUR 3 – ANTALL RØMTE OPPDRETTSLAKS I PERIODEN 2001-2016 (FISKERIDIREKTORATET, 2016C)	18
FIGUR 4 – VERDIKJEDEN I OPPDRETTSNÆRINGEN (FHL & EKSPORTUTVALGET FOR FISK, 2011)	19
FIGUR 5 - FORDELING AV PRODUKSJONSKOSTNADER (FISKERIDIREKTORATET, 2016B).	20
FIGUR 6 – AKSJEKURSUTVIKLINGEN TIL MARINE HARVEST I PERIODEN 2012-2017 (OSLO BØRS, 2017A)	23
FIGUR 7 - AKSJEKURSUTVIKLING FOR SALMAR I PERIODEN 2012-2017 (OSLO BØRS, 2017B).....	24
FIGUR 8 – AKSJEKURSUTVIKLING FOR NRS I PERIODEN 2012-2017 (OSLO BØRS, 2017C)	26
FIGUR 9 – AKSJEKURSUTVIKLING FOR GRIEG SEAFOOD I PERIODEN 2012-2017 (OSLO BØRS, 2017D)	27
FIGUR 10 – OMSETNINGSFORDELING I ULIKE MARKEDER (LERØY, 2015).....	30
FIGUR 11 - OMSETNINGSFORDELING AV PRODUKTER I 2015 (LERØY, 2015)	30
FIGUR 12 - AKSJEKURSUTVIKLING FOR LERØY I PERIODEN 2012-2017 (OSLO BØRS, 2017E)	31
FIGUR 13 – 2-PERIODISK DCF-MODELL (KALDESTAD & MØLLER, 2016)	47
FIGUR 14 - OMGRUPPERING AV BALANSEN (KALDESTAD & MØLLER, 2016).	53
FIGUR 15 - DRIFTSMARGIN HOS LERØY OG KOMPARATIVE SELSKAP (TALL HENTET FRA RESPEKTIVE ÅRS- OG KVARTALSRAPPORTER FOR LERØY OG BRANSJEN	62
FIGUR 16 – HISTORISK UTVIKLING I ROCE FOR LERØY OG BRANSJEN (TALL HENTET FRA RESPEKTIVE ÅRS- OG KVARTALSRAPPORTER FOR LERØY OG BRANSJEN	63
FIGUR 17 – HISTORISK UTVIKLING I LIKVIDITETSGRAD 1 FOR LERØY OG BRANSJEN (TALL HENTET FRA RESPEKTIVE ÅRS- OG KVARTALSRAPPORTER FOR LERØY OG BRANSJEN)	64
FIGUR 18 – HISTORISK UTVIKLING I LIKVIDITETSGRAD 2 FOR LERØY OG BRANSJEN (TALL HENTET FRA RESPEKTIVE ÅRS- OG KVARTALSRAPPORTER FOR LERØY OG BRANSJEN)	65
FIGUR 19 – HISTORISK UTVIKLING I EGENKAPITALPROSENTEN FOR LERØY OG BRANSJEN (TALL HENTET FRA RESPEKTIVE ÅRS- OG KVARTALSRAPPORTER FOR LERØY OG BRANSJEN)	66
FIGUR 20 – HISTORISK UTVIKLING I RENTEDEKNINGSGRAD FOR LERØY OG BRANSJEN (TALL HENTET FRA RESPEKTIVE ÅRS- OG KVARTALSRAPPORTER FOR LERØY OG BRANSJEN)	67
FIGUR 21 – HISTORISK UTVIKLING I NETTO DRIFTSRENTABILITET FOR LERØY OG BRANSJEN ((TALL HENTET FRA RESPEKTIVE ÅRS- OG KVARTALSRAPPORTER FOR LERØY OG BRANSJEN)	68
FIGUR 22 – HISTORISK UTVIKLING I DRIFTSINNTEKT FOR LERØY OG BRANSJEN (TALL HENTET FRA RESPEKTIVE ÅRS- OG KVARTALSRAPPORTER FOR LERØY OG BRANSJEN)	70
FIGUR 23 – HISTORISK UTVIKLING I SLAKTEVOLUM FOR LERØY OG BRANSJEN (TALL HENTET FRA RESPEKTIVE ÅRS- OG KVARTALSRAPPORTER FOR LERØY OG BRANSJEN)	70
FIGUR 24 – HISTORISK UTVIKLING I VAREKOSTNAD FOR LERØY OG BRANSJEN (TALL HENTET FRA RESPEKTIVE ÅRS- OG KVARTALSRAPPORTER FOR LERØY OG BRANSJEN)	71
FIGUR 25 – HISTORISK UTVIKLING I LØNSKOSTNADER FOR LERØY OG BRANSJEN (TALL HENTET FRA RESPEKTIVE ÅRS- OG KVARTALSRAPPORTER FOR LERØY OG BRANSJEN)	72

FIGUR 26 – HISTORISK UTVIKLING I ANDRE DRIFTSKOSTNADER FOR LERØY OG BRANSJEN (TALL HENTET FRA RESPEKTIVE ÅRS- OG KVARTALSRAPPORTER FOR LERØY OG BRANSJEN).....	73
FIGUR 27 – UTVIKLING I DRIFTSINNTEKTER SAMMENLIGNET MED EBITDA FOR LERØY (TALL HENTET FRA RESPEKTIVE ÅRS- OG KVARTALSRAPPORTER FOR LERØY).....	73
FIGUR 28 – HISTORISK UTVIKLING I EBITDA-MARGIN FOR LERØY OG BRANSJEN (TALL HENTET FRA RESPEKTIVE ÅRS- OG KVARTALSRAPPORTER FOR LERØY OG BRANSJEN)	74
FIGUR 29 – PESTEL-RAMMEVERKET (ROOS ET AL., 2013).	78
FIGUR 30 – PORTERS FEMFAKTORMODELL (PORTER, 1985).....	85
FIGUR 31 – SWOT-ANALYSE (PETERSON ET AL., 2017)	97
FIGUR 32 - SANNSYNLIGHETSVEKTEDE SCENARIOER (KALDESTAD & MØLLER, 2016)	99
FIGUR 33 – STYRINGSRENTEN DE SISTE ÅRENE OG ANSLAG FREMOVER (NORGES BANK, 2017E).....	116
FIGUR 34 – AVKASTNINGEN TIL LERØY MOT OSLO BØRS (DATASTREAM)	119
FIGUR 35 - ENDRING I AKSJEPRIS SOM ET RESULTAT AV ENDRING I RISIKOFRI RENTE.....	136
FIGUR 36 - ENDRING I AKSJEPRIS SOM ET RESULTAT AV ENDRING I BETA	137
FIGUR 37 – ENDRING I AKSJEPRIS SOM ET RESULTAT AV ENDRING I MARKEDSPREMIEN	138
FIGUR 38 - ENDRING I AKSJEPRIS SOM ET RESULTAT AV ENDRING I KREDITTRISIKOPREMIEN	139
FIGUR 39 - ENDRING I AKSJEPRIS SOM ET RESULTAT AV ENDRING I VEKSTFAKTOREN	140
FIGUR 40 – VERDIESTIMAT MED 100 PROSENT SANNSYNLIGHET	142
FIGUR 41 – TORNADODIAGRAM FOR MONTE CARLO SIMULERING.....	142
FIGUR 42 – OPPSIDEPOTENSIALE OG NEDSIDERISIKO VED MONTE CARLO SIMULERING	143
FIGUR 43 – HANDLINGSSTRATEGI FOR LERØY	145

Tabelloversikt

TABELL 1 – FINANSIELLE NØKKELTALL FOR MARINE HARVEST (MARINE HARVEST, 2011-2016).....	23
TABELL 2 - FINANSIELLE NØKKELTALL FOR SALMAR (SALMAR, 2011-2016)	24
TABELL 3 - FINANSIELLE NØKKELTALL FOR NRS (NORWAY ROYAL SALMON, 2011-2016)	25
TABELL 4 – FINANSIELLE NØKKELTALL FOR GRIEG SEAFOOD (GRIEG SEAFOOD, 2011-2016).....	27
TABELL 5 – FINANSIELLE NØKKELTALL FOR LERØY (LERØY, 2011-2016)	32
TABELL 6 - FRI KONTANTSTRØM TIL TOTALKAPITALEN (KALDESTAD & MØLLER, 2016)	37
TABELL 7 - FRI KONTANTSTRØM TIL EGENKAPITALEN (DAMODARAN, 2012).....	39
TABELL 8 – <i>BALANSEORIENTERTE, RESULTAT- OG KONTANTSTRØMBASERTE, OG IKKE-FINANSIELLE MULTIPLER (KALDESTAD & MØLLER, 2016)</i>	42
TABELL 9 – HISTORISK RESULTATREGNSKAP FOR LERØY (LERØY, 2011-2016)	51
TABELL 10 – HISTORISK BALANSE FOR LERØY (LERØY, 2011-2016).....	52
TABELL 11 – OMGRUPPERT BALANSE BASERT PÅ REGNSKAPSTALL FRA 2016 (LERØY, 2016)	57
TABELL 12 – NORMALISERT EBITDA BASERT PÅ REGNSKAPSTALL FRA 2011-2016 (LERØY, 2011-2016).....	61
TABELL 13 – COMMON SIZE-ANALYSE AV LERØY.....	69
TABELL 14 – SYNTETISK RATING BASERT PÅ GRENSEVERDIER FOR FIRE NØKKELTALL (LANGOHR & LANGOHR, 2008).....	75

TABELL 15 – LERØY OG BRANSJENS SYNTETISKE RATING	76
TABELL 16 - SVIMA-RAMMEVERKET (JAKOBSEN & LIEN, 2015)	92
TABELL 17 – SVIMA-ANALYSENS RESULTAT	96
TABELL 18 – LERØYS DRIFTSINNTEKTER I PROGNOSEPERIODEN I BASE CASE	101
TABELL 19 – LERØYS VAREKOSTNAD I PROSENT AV OMSETNING I PROGNOSEPERIODEN I BASE CASE	102
TABELL 20 – LERØYS LØNNKOSTNAD I PROSENT AV OMSETNING I PROGNOSEPERIODEN I BASE CASE	102
TABELL 21 – LERØYS ANDRE DRIFTSKOSTNADER I PROSENT AV OMSETNING I PROGNOSEPERIODEN I BASE CASE	103
TABELL 22 – PROGNOSTISERT EBITDA-MARGIN FOR LERØY I HOVEDSCENARIOET	104
TABELL 23 – HISTORISK INVESTERINGSNIVÅ FOR LERØY (LERØY, 2011-2016)	104
TABELL 24 – HISTORISK ARBEIDSKAPITAL I LERØY (LERØY 2011-2016).....	106
TABELL 25 – PROGNOSTISERT ENDRING I NETTO ARBEIDSKAPITAL	107
TABELL 26 – PROGNOSTISERT FRI KONTANTSTRØM I HOVEDSCENARIOET.....	108
TABELL 27 - VEKST I OMSETNING OG VAREKOSTNAD I PROSENT AV OMSETNING HOS LERØY I BEST CASE	109
TABELL 28 - PROGNOSTISERT FRI KONTANTSTRØM I BEST CASE.....	110
TABELL 29 - VEKST I OMSETNING OG VAREKOSTNAD I PROSENT AV OMSETNING HOS LERØY I WORST CASE	111
TABELL 30 - PROGNOSTISERT FRI KONTANTSTRØM I WORST CASE	111
TABELL 31 – REGRESJONSANALYSE AV LERØY OG OSEBX 01.01.2012 – 01.12.2016 (DATASTREAM).	120
TABELL 32 – VEKTET ENTERPRISE VALUE TIL LERØY	126
TABELL 33- ESTIMERT EGENKAPITALVERDI FOR LERØY	126
TABELL 34 – HANDLINGSSTRATEGIEN TIL 13 ULIKE ANALYTIKERE (BLOOMBERG, 2017).....	128
TABELL 35 – UTVALGTE REGNSKAPSTALL TIL BEREGNING AV MULTIPLER (TALL HENTET FRA RESPEKTIVE Q4- RAPPORTER I 2016 FOR LERØY OG BRANSJEN)	132
TABELL 36 – MULTIPLIKATORER FOR LERØY OG BRANSJEN.....	132
TABELL 37 – KOMPARATIVT VERDIESTIMAT PER AKSJE FOR LERØY	133
TABELL 38 – ENDRING I WACC OG AKSJEPRIS SOM ET RESULTAT AV ENDRING I RISIKOFRI RENTE	136
TABELL 39 – ENDRING I WACC OG AKSJEPRIS SOM ET RESULTAT AV ENDRING I BETA	137
TABELL 40 – ENDRING I WACC OG AKSJEPRIS SOM ET RESULTAT AV ENDRING I MARKEDSPREMIEN	138
TABELL 41 - ENDRING I WACC OG AKSJEPRIS SOM ET RESULTAT AV ENDRING I KREDITTRISIKOPREMIEN	139
TABELL 42 - ENDRING I AKSJEPRIS SOM ET RESULTAT AV ENDRING I VEKSTFAKTOREN	139
TABELL 43 – INTERVALL FOR SAMTLIGE VARIABLER I MONTE CARLO SIMULERINGEN.....	141

Formeloversikt

FORMEL 1 – ENTERPRISE VALUE (KALDESTAD & MØLLER, 2016).....	36
FORMEL 2 – GORDONS FORMEL (KALDESTAD & MØLLER, 2016).....	37
FORMEL 3 – SELSKAPETS EGENKAPITALVERDI VED BRUK AV TOTALKAPITALMETODEN (KALDESTAD & MØLLER, 2016).....	38
FORMEL 4 – EGENKAPITALMODELLEN (KALDESTAD & MØLLER, 2016)	39

FORMEL 5 – DIVIDENDEMODELLEN (KALDESTAD & MØLLER, 2016).....	39
FORMEL 6 – GORDONS VEKSTFORMEL (KALDESTAD & MØLLER, 2016).....	40
FORMEL 7 – RESIDUALINNTJEKT/SUPERPROFITMODELLEN (KALDESTAD & MØLLER, 2016)	41
FORMEL 8 – MULTIPPELBASERT VERDSETTELSE (KALDESTAD & MØLLER, 2016)	42
FORMEL 9 – SUBSTANSVERDIMODELLEN (KALDESTAD & MØLLER, 2016).....	43
FORMEL 10 – OPSJONSBASERT VERDSETTELSE (KALDESTAD & MØLLER, 2016).....	44
FORMEL 11 – DRIFTSMARGIN (KALDESTAD & MØLLER, 2016)	62
FORMEL 12 – AVKASTNING TIL SYSSLESATT KAPITAL (ROCE) (KALDESTAD & MØLLER, 2016)	63
FORMEL 13 – LIKVIDITETSGRAD 1 (KALDESTAD & MØLLER, 2016).....	64
FORMEL 14 – LIKVIDITETSGRAD 2 (KALDESTAD & MØLLER, 2016)	65
FORMEL 15 – EGENKAPITALPROSENT (PETERSON ET AL., 2017)	66
FORMEL 16 – RENTEDEKNINGSGRAD (KALDESTAD & MØLLER, 2016)	67
FORMEL 17 – AVKASTNING PÅ INVESTERT KAPITAL (KALDESTAD & MØLLER, 2016).....	68
FORMEL 18 – WACC (KOLLER ET AL., 2015)	112
FORMEL 19 – EGENKAPITALKOSTNADEN I HENHOLD TIL CAPM (KOLLER ET AL., 2015).....	113
FORMEL 20 – SELSKAPETS BETA (KOLLER ET AL., 2015).....	116
FORMEL 21 – REGRESJONSLIGNING (KOLLER ET AL., 2015)	118
FORMEL 22 – BLOOMBERGS JUSTERTE BETA (KOLLER ET AL., 2015)	121
FORMEL 23 – GJELDSKOSTNADEN TIL ET SELSKAP (KOLLER ET AL., 2015)	123
FORMEL 24 – ENTERPRISE VALUE (KALDESTAD & MØLLER, 2016).....	125
FORMEL 25 – TERMINALVERDI (KALDESTAD & MØLLER, 2016).....	125
FORMEL 26 – MULTIPLIKATOREN P/E (KALDESTAD & MØLLER, 2016).....	129
FORMEL 27 – MULTIPLIKATOREN EV/EBIT (KALDESTAD & MØLLER, 2016)	130
FORMEL 28 – MULTIPLIKATOREN EV/KG (KALDESTAD & MØLLER, 2016).....	130
FORMEL 29 – MULTIPLIKATOREN EV/SALG (KALDESTAD & MØLLER, 2016)	131