



Lerøy Seafood Group ASA

Strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering

Anne Victoria Julsvoll & Cedrik Tvetter Svendsen

Veileder: Kjell Henry Knivsfå

Selvstendig arbeid – Masterstudiet i regnskap og revisjon

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i regnskap og revisjon 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

I vår masterutredning har vi vurdert verdien av egenkapitalen til Lerøy Seafood Group ASA per 31.12.17. Verdivurderingen baserer seg på det fundamentale rammeverket til professor Kjell Henry Knivsflå. Med rammeverket som utgangspunkt har vi gjennomført en strategisk analyse av selskapets underliggende økonomiske forhold samt en kvantitativ lønnsomhetsanalyse. I analysene fant vi at Lerøy Seafood Group ASA besitter en historisk strategisk fordel på 15,4%. Fordelen knytter seg hovedsakelig til bransjen da selskapet isolert besitter en liten ressursulempe per i dag.

På bakgrunn av analysene har vi utarbeidet et fremtidig regnskap og fremtidige krav for Lerøy Seafood Group ASA. Basert på dette finner vi at den strategiske fordelene vil fortsette å være positiv, men avtagende fra dagens nivå. Den strategiske fordelene forventes å stabilisere seg på 4,0% på lang sikt.

Videre har vi estimert verdien til egenkapitalen ved å neddiskontere budsjetterte kontantstrømmer ved å benytte de budsjetterte kravene. Vi har benyttet tre ulike metoder, der det gjennomsnittlige resultat ga første verdiestimat på egenkapitalen. Ved så å gjennomføre en konvergeringsprosess kom vi til et mer presist verdiestimat på 54,83 kr per aksje. Videre har vi justert estimatet for risiko samt vurdert usikkerhet gjennom en Crystal Ball-analyse. Ved å ta hensyn til risikoen for konkurs, endte det endelige verdiestimatet fra den fundamentale verdivurderingen på 54,69 kr per aksje.

I tillegg har vi gjennomført en supplerende verdivurdering ved hjelp av multiplikatormodellen. Denne modellen resulterte i et verdiestimat på 54,17 kr per aksje. Likheten mellom verdiestimatene styrker troverdigheten til vår analyse.

Basert på både den fundamentale og supplerende verdivurderingen har vi estimert et endelig verdiestimat på 54,56 kr per aksje.

Til slutt har vi presentert vår handlingsstrategi basert på Lerøy Seafood Group ASA sin børskurs per 04.12.17. Handlingsrommet har et slingringsmål på +/- 10,0% av vårt verdiestimat. På bakgrunn av dette anbefaler vi å kjøpe aksjer i Lerøy Seafood Group ASA.

Forord

Denne masterutredningen er utarbeidet som et ledd i vår mastergrad i regnskap og revisjon ved Norges Handelshøyskole. Teamet for masterutredningen, strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering, har vært et naturlig valg for oss ettersom verdivurdering er sentralt i revisjonsyrket.

Masterutredningen bygger på rammeverket til professor Kjell Henry Knivsflå. Rammeverket er presentert i masterkurset, *MRR413A – strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering*.

I løpet av oppgaveskrivingen har vi fått dyp innsikt i Lerøy Seafood Group ASA og norsk oppdrettsnæring. Kunnskapen vi har opparbeidet oss om temaet ser vi på som svært interessant og nyttig for vår fremtid. Videre har vi fått muligheten til å anvende teori fra både vår bachelor- og masterutdanning. Vi har gjennom arbeidet virkelig sett verdien av kunnskapen vi har opparbeidet oss på Norges Handelshøyskole. Dette er vi takknemlige for.

Til slutt ønsker vi å takke vår veileder, Kjell Henry Knivsflå, for god veiledning gjennom høstsemesteret 2017.

Bergen, desember 2017



Anne Victoria Julsvoll



Cedrik Tveter Svendsen

Innhold

Sammendrag	2
Forord	3
1 Innledning.....	10
1.1 Formål	10
1.2 Bakgrunn og motivasjon.....	10
1.3 Avgrensning	10
1.4 Struktur.....	11
2 Presentasjon av oppdrettsbransjen og Lerøy Seafood Group ASA	13
2.1 Oppdrettsbransjen.....	13
2.1.1 Historie	13
2.1.2 Verdikjeden	14
2.1.3 Konesjoner	14
2.1.4 Prisdannelse og utvikling	16
2.1.5 Kostnadsdrivere	17
2.1.6 Miljøutfordringer	18
2.1.7 Teknologi.....	19
2.1.8 Makroøkonomiske forhold	19
2.2 Lerøy Seafood Group (LSG).....	22
2.2.1 Historie	22
2.2.2 Strategi.....	22
2.2.3 Forretningsområde.....	22
2.2.4 Risikostyring og utfordringer	26
2.2.5 Miljø og innovasjon.....	26
2.2.6 Merkevarenavn	26
2.2.7 Aksjonærer og aksjer	27
2.2.8 Økonomiske nøkkeltall.....	27
2.3 Konkurrenter og avvik.....	28
2.3.1 Marine Harvest ASA	28
2.3.2 SalMar ASA	29
2.3.3 Grieg Seafood ASA.....	29
2.3.4 Norway Royal Salmon ASA	30
2.4 LSG sammenlignet med «gjennomsnittsselskapet»	31
2.4.1 Størrelse.....	31
2.4.2 Lokalisering og konesjoner	31

2.4.3	Integrasjon	32
2.4.4	Finansiell stilling	33
3	Valg av verdsettelsesteknikk	34
3.1	Oversikt: Fundamental, komparativ og opsjonsbasert	34
3.1.1	Fundamental verdivurdering	34
3.1.2	Komparativ verdivurdering	35
3.1.3	Opsjonsbasert verdivurdering.....	36
3.2	Valg av hovedteknikk, fundamental verdivurdering	36
3.3	Rammeverk for fundamental verdivurdering	38
4	Strategisk analyse	40
4.1	Ekstern bransjeorientert analyse.....	40
4.1.1	PESTEL.....	40
4.1.2	Porters fem krefter.....	46
4.1.3	Oppsummering av ekstern bransjeorientert analyse.....	51
4.2	Intern ressursbasert analyse.....	52
4.2.1	VRIO-analyse.....	52
4.2.2	Oppsummering av intern ressursanalyse	57
4.3	Oppsummering strategisk analyse.....	58
5	Regnskapsanalyse.....	60
5.1	Rammeverk og praktiske valg	60
5.1.1	LSG sitt analysenivå.....	61
5.1.2	LSG sin analyseperiode.....	61
5.1.3	Komparative selskap til LSG.....	62
5.2	Presentasjon av rapporterte tall og «trailing»	63
5.2.1	Presentasjon av historiske tall.....	63
5.2.2	Forklaring av «Trailing».....	65
5.3	Omgruppering for analyse	69
5.3.1	Omgruppering resultat.....	70
5.3.2	Omgruppering av balansen.....	74
5.3.3	Omgruppering av kontantstrøm.....	80
5.4	Analyse av målefeil og justering	80
5.4.1	Justering av målefeil.....	81
5.5	Omgruppert og justert resultatregnskap og balanse	83
5.6	Rammeverk for forholdstallanalyse	84
6	Analyse av risiko	86
6.1	Analyse av kortsiktig risiko – likviditetsanalyse.....	87

6.1.1	Likviditetsgrad 1	87
6.1.2	Likviditetsgrad 2, "utradisjonell"	89
6.1.3	Likviditetsgrad 2 - "tradisjonell" ("Quick ratio"/ "Acid test").....	90
6.1.4	Finansiell gjeldsdekningsgrad	91
6.1.5	Rentedekningsgrad	91
6.1.6	Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm	92
6.1.7	Rente- og avdragsdekning ett år frem i tid	93
6.1.8	Supplerende likviditetsanalyse	94
6.2	Analyse av langsiktig risiko – soliditetsanalyse	95
6.2.1	Egenkapitalprosent	95
6.2.2	Netto driftsrentabilitet	96
6.2.3	Analyse av kapitalstruktur	97
6.3	Oppsummering – syntetisk rating.....	99
7	Historisk avkastningskrav	102
7.1	Teori for avkastningskravet.....	102
7.1.1	Faktormodellen.....	102
7.1.2	Kapitalverdimodellen	103
7.1.3	Selskapskapitalmetoden (WACC).....	103
7.2	Krav til egenkapital og minoritet.....	103
7.2.1	Risikofri rente.....	104
7.2.2	Markedets risikopremie	105
7.2.3	Egenkapitalbeta	106
7.2.4	Likviditetspremie.....	108
7.2.5	Egenkapital- og minoritetskrav	109
7.3	Finansielle krav	110
7.3.1	Finansielt gjeldskrav.....	110
7.3.2	Finansiell gjeldsbeta	111
7.3.3	Krav til finansielle eiendeler:	111
7.3.4	Finansiell eiendelsbeta.....	112
7.3.5	Krav til avkastning på netto finansiell gjeld og netto finansiell gjeldsbeta	113
7.3.6	Netto finansiell gjeldsbeta	113
7.4	Selskapskapitalkrav (WACC)	114
7.5	Oppsummering	114
8	Analyse av lønnsomhet, strategisk fordel.....	116
8.1	Egenkapitalrentabilitet.....	117
8.1.1	Superrentabilitet til egenkapitalen	117

8.2	Rammeverk for strategisk drifts- og finansieringsanalyse	118
8.3	Driftsfordel – bransje, ressurs og gearing.....	119
8.4	Ren driftsfordel.....	120
8.4.1	Bransjefordel drift	120
8.4.2	Ressursfordel drift	121
8.4.3	Oppsummering driftsfordel	128
8.5	Gearingfordel drift.....	129
8.6	Oppsummering samlet driftsfordel.....	130
8.7	Finansieringsfordel.....	130
8.7.1	Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	130
8.7.2	Finansieringsfordel minoritetsinteresser.....	134
8.7.3	Oppsummering finansieringsfordel	135
8.8	Oppsummering av strategisk fordel.....	135
9	Fremtidsregnskap	138
9.1	Rammeverk	138
9.2	Steg 1 - Analyse av tidligere vekst.....	139
9.2.1	Driftsinntektsvekst.....	139
9.2.2	Egenkapitalvekst	140
9.3	Valg ved utarbeidelsen av fremtidsregnskapet.....	141
9.3.1	Budsjettthorisont.....	141
9.3.2	Detaljnivå	142
9.3.3	Fremskrivingsteknikk.....	142
9.4	Budsjett drivere i budsjettperioden.....	142
9.4.1	Driftsinntektsvekst.....	143
9.4.2	Netto driftseiendeler	146
9.4.3	Netto driftsresultat	148
9.4.4	Netto finansiell gjeld	150
9.4.5	Netto finansresultat.....	152
9.4.6	Minoritetsinteresser	153
9.4.7	Netto minoritetsresultat	154
9.5	Det budsjetterte fremtidsregnskapet.....	154
9.5.1	Resultat.....	154
9.5.2	Balanse	155
9.5.3	Kontantstrøm.....	156
10	Fremtidskrav.....	157
10.1	Egenkapitalkrav og minoritetskrav.....	157

10.1.1 Risikofri rente.....	157
10.1.2 Markedsrisikopremie.....	158
10.1.3 Egenkapitalbetaen.....	158
10.1.4 Likviditetspremien.....	159
10.1.5 Presentasjon av egenkapitalkrav og minoritetskrav	159
10.2 Finansielle krav	159
10.2.1 Syntetisk rating.....	159
10.2.2 Finansielt gjeldskrav.....	160
10.2.3 Finansielt eiendelskrav	160
10.2.4 Netto finansielt gjeldskrav.....	160
10.3 Beta til finansiell gjeld, finansiell egenkapital og netto finansiell gjeld.....	161
10.3.1 Beta til finansiell gjeld.....	161
10.3.2 Beta til finansiell eiendel	161
10.3.3 Beta til netto finansiell gjeld.....	162
10.4 Selskapskrav	162
10.5 Oppsummering kravene	163
10.6 Fremtidig strategisk fordel	163
11 Fundamental verdsettelse	165
11.1 Egenkapitalmetoden	165
11.1.1 Utbyttmodellen	166
11.1.2 Fri kontantstrøm-modellen	166
11.1.3 Superprofittmodellen.....	166
11.1.4 Superprofittvekstmodellen	167
11.2 Selskapskapitalmetoden	167
11.2.1 Sysselsatt kapitalmetoden.....	167
11.2.2 Netto driftskapitalmetoden	168
11.3 Første verdiestimat ved bruk av budsjetterte vekter.....	168
11.3.1 Oppsummering av første verdiestimat.....	170
11.4 Konvergens mot felles verdiestimat	170
11.5 Analyse av usikkerhet	173
11.5.1 Konkursrisiko	173
11.5.2 Fundamentalt P/E- og P/B- forhold.....	174
11.5.3 Sammenligning av estimert aksjekurs med konsensus.....	175
11.5.4 Crystal Ball.....	175
11.5.5 Utvidet sensitivitetsanalyse	183
11.6 Oppsummering av verdiestimat og usikkerhet	188

12 Supplerende verdivurdering	190
12.1 Komparative selskap	190
12.2 Multipler	190
12.2.1 Multippel P/B	191
12.2.2 Multippel EV/EBITDA	192
12.2.3 Multippel EV/EBIT	193
12.2.4 Multippel Price / Earnings	194
12.2.5 Multippel P/S	195
12.3 Samlet resultat fra komparativ verdsettelse	195
13 Konklusjon og handlingsstrategi	197
13.1 Konklusjon	197
13.2 Handlingsstrategi	198
Referanser	199
Faglitteratur	199
Forelesningsnotater	199
Offentlige kilder	200
Årsrapporter og øvrig selskapsinformasjon	207
Andre kilder	208
Forkortelser	209

1 Innledning

I dette kapittelet presenterer vi formålet med oppgaven, bakgrunnen og vår motivasjon. Videre forklarer vi hvilke avgrensninger vi har gjort samt oppgavens struktur.

1.1 Formål

Formålet med oppgaven er å verdsette Lerøy Seafood Group ASA sin egenkapitalverdi per 31.12.17. Verdivurderingen bygger på både en kvalitativ strategisk analyse og en kvantitativ regnskapsanalyse for å analysere de underliggende økonomiske forholdene i selskapet. Basert på funnene estimeres fremtidige krav og regnskapstall for selskapet. Ved hjelp av ulike verdsettelsesteknikker kommer vi frem til et samlet verdiestimat av egenkapitalen som vi sammenligner med markedsverdien. Sammenligningen legger grunnlag for vår anbefaling til handlingsstrategi. I tillegg påpekes det at det er knyttet usikkerhet til verdiestimatet da analysen baserer seg på flere forutsetninger.

1.2 Bakgrunn og motivasjon

Strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering av Lerøy Seafood Group ASA er masterutredningen til vår mastergrad i regnskap og revisjon (MRR) ved Norges Handelshøyskole. Oppgaven bygger på rammeverket til professor Kjell Henry Knivsflå som er presentert i masterkurset MRR413A – strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering. Etter å ha fulgt kurset i våres, har vi vært motivert for å sette teorien og kunnskapen ut i praksis.

Ettersom masterutredningen gir oss mulighet til å fordype oss i en bransje, ble vi tidlig enige om at vi ønsket å fordype oss i en bransje som er særegen for norsk næringsliv. Etter å ha vurdert både shipping, energi og sjømat, falt valget til slutt på sjømatindustrien. Grunne til dette er at vi mener sjømat er en viktig næring som kan bidra til å dekke matbehovet til en økende befolkning. Videre falt valget på å verdsette Lerøy Seafood Group ASA. Hovedårsaken til valget var at vi kjenner til merkevaren Lerøy. I tillegg er Lerøy Seafood Group ASA et av de ledende selskapene innen norsk oppdrettsnæring.

1.3 Avgrensning

Tallmaterialet presentert i oppgaven er basert på årsrapporter og kvartalsrapporter fra 2011 til 2016 samt 1. og 2. kvartalsrapport for 2016 og 2017. Ettersom 3. kvartalsrapport 2017 ikke

forelå da vi utførte våre analyser, har vi ikke benyttet denne. Regnskapstallene for 2017 er derfor «trailet» basert på 1. og 2. kvartalsrapport for 2016 og 2017.

Den historiske analyseperioden er avgrenset til å gjelde 2012 til 2017. Likevel er regnskapstall for 2011 benyttet for å beregne endringer i balansen.

Alle tabellene som representerer regnskapstall er presentert i 1 000 norske kroner.

I gjennomføringen av den strategiske analysen har vi valgt å avgrense markedet til kun å gjelde Norge. En av grunnene til dette er at Norge eksporterer hovedandelen av sin laks og ørret til Europa. Videre hadde Norge, i 2014, en markedsandel på 84% i Europa (Kvalvik mfl., 2016). Siden de norske selskapene er de største aktørene i samme marked, vil det være naturlig å avgrense seg til å se på oppdrettsselskapene i Norge og ikke eksempelvis Chile og Storbritannia.

Oppdrett er et ord som går igjen i oppgaven. Med oppdrett mener vi oppdrett av både laks og ørret. Imidlertid står laks for den største andelen. Dette medfører at ørret ikke er nevnt i stor grad.

Gjennom oppgaven har vi valgt å benytte forkortelsen LSG for Lerøy Seafood Group ASA

1.4 Struktur

Oppgaven bygger på det fundamentale rammeverket presentert av Kjell Henry Knivsflå i masterfaget MRR413A – Regnskapsanalyse og verdivurdering, våren 2017. Vår strategiske regnskapsanalyse og verdivurdering tar følgelig utgangspunkt i Knivsflå sitt presenterte rammeverk. Dette rammeverket består av 12 kapitler fordelt på tre deler.

Den første delen består av kapittel 2 til kapittel 4. I kapittel 2 presenteres sentral informasjon om oppdrettsbransjen og LSG. Dette gir leseren innsikt i bransjen og selskapet som skal verdivurderes. I kapittel 3 presenteres ulike metoder for å foreta en verdivurdering. Her blir det forklart hvorfor vi har valgt å ta utgangspunkt i det fundamentale rammeverket til Kjell Henry Knivsflå. I kapittel 4 foretas det en kvalitativ strategisk analyse av både oppdrettsbransjen og LSG. Analysen gir innsikt i selskapets strategiske fordel.

Den andre delen består av kapittel 5 til kapittel 8. I kapittel 5 presenteres først LSG sitt resultatregnskap, balanse og kontantstrøm. Videre omgrupperes og justeres regnskapstallene før det endelige resultatet og balansen som benyttes videre i analysen presenteres. Omgrupperingen og justeringen av regnskapet som er foretatt er også foretatt på de resterende

selskapene som vi har definert som bransjen, slik at hele bransjen har samme utgangspunkt for videre analyse. I kapittel 6 vurderes risikoen knyttet til selskapet. Resultatene fra kapittel 6 danner så grunnlag for beregning av kravene i kapittel 7. I kapittel 8 gjennomføres det en kvantitativ lønnsomhetsanalyse av LSG for å avdekke hvorvidt de besitter en strategisk fordel. Til dette nyttes kravene fra kapittel 7.

Den tredje delen består av kapittel 9 til kapittel 12. I kapittel 9 fastsettes vekstfaktorer som benyttes til å beregne et fremtidig regnskap for LSG. I kapittel 10 benyttes det budsjetterte regnskapet til å beregne fremtidskrav. I kapittel 11 foretas selve verdivurderingen av egenkapitalen til LSG ved å benytte fundamental verdsettelsesteknikk. Verdivurderingen baserer seg på utregninger fra både kapittel 9 og 10. Videre i kapittel 11 presenteres usikkerheten knyttet til den estimerte egenkapitalverdien. For å kvalitetssikre den estimerte verdien, foretas det en supplerende verdivurdering i kapittel 12.

Til slutt, i kapittel 13, presenteres vår konklusjon og handlingsstrategi.

2 Presentasjon av oppdrettsbransjen og Lerøy Seafood Group ASA

I dette kapitlet presenteres fiskeoppdrettsbransjen og Lerøy Seafood Group (LSG). Kapitlet starter med en presentasjon av oppdrettsbransjen og de makroøkonomiske forholdene som er knyttet til næringen. Deretter presenteres LSG og selskapene som vi mener er LSG sine største konkurrenter. Til slutt følger en sammenligning av LSG og konkurrentene.

2.1 Oppdrettsbransjen

Oppdrett av laks og ørret har vært en sentral næring i Norge i flere tiår, og oppdrettsselskapene har gått gjennom en enorm utvikling i løpet av denne tiden. I dette delkapitlet presenteres informasjon om oppdrettsbransjen som vi mener er relevant for vår verdivurdering. Først gis det et innblikk i historien til oppdrettsbransjen. Deretter følger en introduksjon av verdikjeden, en forklaring av konsesjoner, en presentasjon av prisdannelse med utvikling, de mest sentrale kostnadsdrivere i bransjen, dagens miljøutfordringer og teknologi. Til slutt introduseres de makroøkonomiske forholdene som påvirker næringen.

2.1.1 Historie

Norsk lakseoppdrett er en suksesshistorie. Helt siden steinalderen har befolkningen i Norge levd av fiske, og så tidlig som på 1100-tallet startet Norge å eksportere tørket torsk og sild til England (Hallenstvedt, 2017). Siden den tid har norsk sjømat vært en ettertraktet importvare for mange nasjoner, hvilket har medført at fiske har vært en betydelig næring i Norge opp gjennom historien.

På 1950-tallet begynte noen entusiaster i Norge å se på mulighetene for å drive oppdrett av fisk, da spesielt laks og ørret. Etter prøving og feiling var oppdrett av laks og ørret en realitet på 1970-tallet. Siden den tid har fiskeoppdrett utviklet seg til å bli en næring i Norge som årlig omsetter for milliarder. Fiskeoppdrett i Norge har hovedsakelig omfattet oppdrett av atlantisk laks (Hovland, 2017).

Norge er i dag verdens største eksportør av atlantisk laks (Marine Harvest, 2016b). Dette skyldes at Norges kyst byr på optimale forhold for lakseoppdrett med riktig havtemperatur, skjærmede fjorder og gode strømforhold. Suksessen i norsk oppdrettsnæring har ført til at norsk laks har blitt en merkevare på verdensbasis.

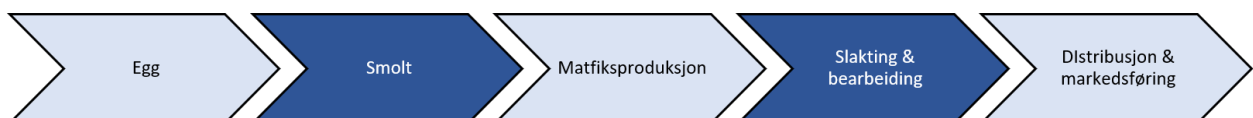
2.1.2 Verdikjeden

Oppdrettsnæringen består av en verdikjede som innebærer smoltproduksjon, matfiskproduksjon, slaktning & bearbeiding og distribusjon & markedsføring, slik som vist i figur 2-1 under. Som følge av stor konkurranse i næringen har de store oppdrettsselskapene hatt fokus på å integrere store deler av eller hele verdikjeden (Lerøy Seafood Group, 2016) (Marine Harvest, 2016a) (SalMar, 2016).

Oppdrettsprosessen starter med dyrking av rogn i inkubasjonstanker i ferskvann som måler 8°C. Etter omtrent 60 dager klekkes eggene, og 4-5 uker senere er yngelen utviklet nok til å settes over i større ferskvannstanker. I ferskvannstankene starter prosessen som kalles smoltifisering. Altså den tiden der laksen skal vokse og bli klar for å leve i saltvann. Dette stadiet i verdikjeden går under betegnelsen settefiskproduksjon (Fiskeri- og havbruksnæringens landsforening, 2011).

Etter at smoltifiseringsprosessen er ferdig (10-16 måneder), kan matfiskproduksjonen starte. Smolten, som på dette tidspunktet veier 60-100 gram, fraktes ut til matfiskanlegg i sjøen ved hjelp av en brønnbåt som setter den ut i merder. Under transporten blir ferskvannet smolten lever i gradvis tilsatt saltvann slik at fisken blir klar for å leve i havet. I merdene i sjøen skal smolten vokse og utvikle seg til å bli fullvoksne laks. Etter 14-22 måneder er laksen, som da veier rundt 4-6 kg, klar for slaktning (Fiskeri- og havbruksnæringens landsforening, 2011).

Når laksen er slakteklar blir den fisket opp av en brønnbåt som frakter den til et slakteanlegg på land. Der blir fisken bedøvet før den slaktes, sløyes og bearbeides for så å legges på is og pakkes. Siden laks er en ferskvare, må den etter slaktning og bearbeiding raskt distribueres til konsumenter verden over. På grunn av dette er oppdrettsselskapene avhengig av å ha gode distribusjonskanaler med en effektiv infrastruktur (Fiskeri- og havbruksnæringens landsforening, 2011).



Figur 2 - 1 Oversikt over verdikjeden til lakseoppdrett

2.1.3 Konsesjoner

For å kunne drive fiskeoppdrett i Norge, må en ha tillatelse fra Nærings- og fiskeridepartementet. Tillatelsene, som kalles konsesjoner, "gir rett til produksjon av bestemte

arter på avgrensede geografiske områder (lokaliteter), med de til enhver tid fastsatte begrensninger av tillatelsens omfang" (akvakulturloven, 2005, §5, 1.ledd). Departementet gir slike tillatelser på bakgrunn av faktorer som miljømessige hensyn, arealinteresser og andre kriterier om forhold som matproduksjon og avfallshåndtering. Med andre ord er det strenge krav for å få konsesjoner til å drive med fiskeoppdrett. Årsaken til dette er loven om å "fremme akvakulturnæringens lønnsomhet og konkurransekraft innenfor rammene av en bærekraftig utvikling, og bidra til verdiskaping på kysten" (akvakulturloven, 2005, §1).

For oppdrett av laks, ørret og regnbueørret har Nærings- og fiskeridepartementet delt ut et begrenset antall konsesjoner, og i dag deler de ikke ut flere. I tillegg henviser akvakulturloven til en egen forskrift om tillatelse til akvakultur av laks, ørret og regnbueørret. Forskriften sier at en konsesjon maksimalt kan dekke fire lokaliteter. I tillegg sier forskriften at produksjon av matfisk ikke kan overstige 780 tonn levende fisk per konsesjon. For lokaliteter som ligger i Troms og Finnmark kan tillatelsen gjelde produksjon av inntil 900 tonn levende fisk (laksetildelingsforskriften, 2004). Denne begrensningen av matfisk går under betegnelsen maksimalt tillatt biomasse (MTB). MTB kan deles inn i to nivåer, selskaps- og lokalitetsnivå. Selskapsnivået handler om at et selskap aldri kan produsere et større volum laks, ørret eller regnbueørret enn hva den totale MTB er for selskapets samlede konsesjoner. Lokalitetsnivået handler om at produksjonsvolumet til hver enkelt lokalitet ikke kan overstige MTB for den enkelte lokaliteten. MTB for lokaliteten avhenger av lokalitetens miljømessige bæreevne (Fiskeridirektoratet, 2017c).

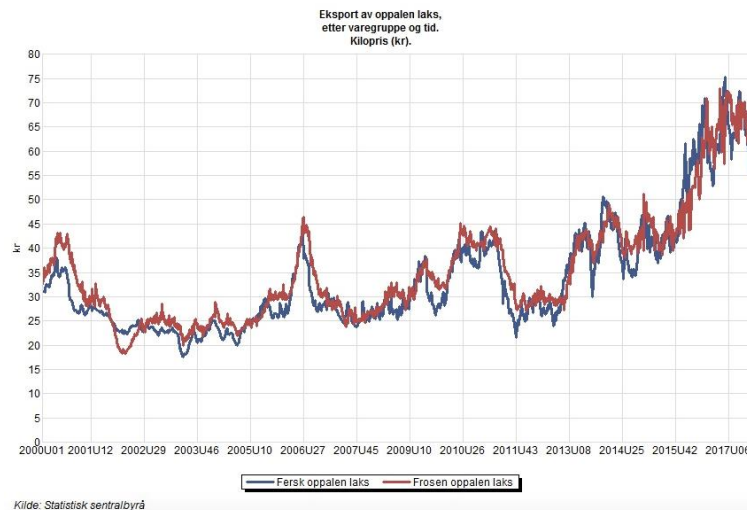
I tillegg finnes det såkalte grønne konsesjoner og utviklingskonsesjoner. Grønne konsesjoner ble gitt ut i 2013. Konsesjonene ble utdelt til oppdrettsselskapene som tok i bruk ny teknologi og driftsmidler for å hindre rømming og spredning av lakselus. Videre var det et krav om at kunnskapen og erfaringene fra de teknologiske nyvinningene skulles deles med resten av bransjen. Konsesjonene ble kategorisert i gruppe A, B og C. Gruppe A og B, som utgjorde 35 konsesjoner, forutsatte at selskapene innløste en av sine tidligere tillatelser. Gruppe C, som bestod av 10 konsesjoner, krevde ikke innbytte av en tidligere tillatelse. Imidlertid hadde gruppe C et enda strengere krav knyttet til mengde lus i anlegget (Fiskeridirektoratet, 2017d).

Utviklingskonsesjoner blir utdelt i dag av Nærings- og fiskeridepartementet. Kriteriene for konsesjonene er at det må foreligge et innovativt investeringsprosjekt som tar for seg miljø- og arealutfordringene næringen står overfor. Innvilges en slik tillatelse skal de teknologiske nyvinningene som utvikles deles med resten av næringen. Etter endt prosjektperiode, kan

utviklingskonsesjonen konverteres til en vanlig tillatelse mot et vederlag på 10 millioner kroner til staten (Fiskeridirektoratet, 2017e).

2.1.4 Prisdannelse og utvikling

I uke 36 2017 lå eksportprisen på fersk norsk oppdrettslaks på 55,56 kr/kg og frossen oppdrettslaks på 58,39 kr/kg (statistisk sentralbyrå, 2017a). Da laks har en lang produksjonssyklus og er en ferskvare som må konsumeres raskt etter slaktning, er det vanskelig for oppdrettsselskapene å tilpasse produksjonen til etterspørselen i det korte løp. Dette fører til en høy priselastisitet i det kortsiktige perspektivet (Marine Harvest, 2016b). Dette gjelder både fersk og frossen oppdrettslaks, men prisvolatiliteten er noe større for fersk laks ettersom frossen laks har lenger holdbarhet.



Figur 2 - 2 Prisen på fersk og frossen laks i perioden 2000 til 2017

I det langsiktige perspektivet har vi sett en positiv prisutvikling på laks siden år 2000, slik figur 2-2 viser. Utviklingen skyldes faktorer på både etterspørsels- og tilbudssiden. På etterspørselssiden har vi sett en vekst i takt med økende befolkning og middelklasse. Spesielt har den økende middelklassen ført til økt etterspørsel ettersom laks er et luksusgode. Denne trenden forventes å fortsette (Kharas, H. 2017). I tillegg oppfordrer myndigheter, nasjonalt og internasjonalt, å spise fet fisk. Dette har bidratt og vil antakelig fortsette å bidra til en positiv effekt på etterspørselen (Marine Harvest, 2016b). Videre er lakseoppdrett en miljøvennlig form for matproduksjon (Marine Harvest, 2016). En økende bevissthet rundt klimaendringer kan derfor også føre til økt konsum av oppdrettslaks. Atlantisk laks produsert i Norge er også anerkjent som et produkt av høy kvalitet, noe som også bidrar til stor etterspørsel. På

tilbudssiden har oppdrettsselskapene et gitt antall konsesjoner, som beskrevet i kapittel 2.1.3, og dermed et begrenset volum å tilby markedene. I tillegg er lakselus et utbredt problem i næringen, hvilket setter en ytterligere begrensning på produsert volum. Den store etterspørselen og det begrensede tilbudet, er noen av faktorene som har ført til at lakseprisene har blitt presset oppover.

Den norske kronen har de siste årene vært svak, spesielt grunnen fallet i oljeprisen (Aarø, J. T. & Norli, K. 2016). Kronens svekkelse i forhold til valutaer som euro og US dollars har gjort at oppdrettsselskapene har fått flere kroner igjen for hver laks solgt i disse valutaene. Den svake kronen medførte at lakseprisen var rekordhøy i 2016, hvilket resulterte i rekordomsetninger for norsk oppdrettsnæring dette året. Dette har skjedd til tross for at produksjonen av laks var lavere i 2016 enn i 2015 som følge av biologiske utfordringer. Med andre ord økte lakseprisen mer enn hva produksjonen falt i 2016 (Lorch-Falch, 2016).

2.1.5 Kostnadsdrivere

I oppdrettsnæringen drives kostnadene i størst grad av fiskefôr, smoltproduksjon, lønn og behandling av lus (Iversen, mfl., 2015). Da inntektene påvirkes av faktorer som er vanskelige å styre for næringen, som eksempelvis volatile laksepriser og makroøkonomiske forhold som valutaendringer og handelspolitikk, er det spesielt viktig å være bevisst på hvilke kostnadsdrivere næringen har.

Fiskefôr er den største kostnadsdriveren i bransjen. Prisen på fôret påvirkes primært av råvareprisen på fiskemel og fiskeolje, samt råvaresammensetningen i fôret. I tillegg finnes det spesialfôr som har til hensikt å styrke fiskens immunforsvar og motstandsdyktighet mot lus. Slik spesialfôr, sammen med medisinfôr for behandling av lus, har blitt vanlig å bruke i næringen. Dette har bidratt til en betydelig kostnadsøkning ettersom spesialfôr og medisinfôr er dyrt. I tillegg er ofte innsatsfaktorene i fiskefôret importvarer, noe som gjør at valutaendringer påvirker denne kostnadsdriveren (Iversen, mfl., 2015).

Kostnadene tilknyttet smoltproduksjon har hatt en økende trend de siste årene. Dette skyldes hovedsakelig fokuset på bedre smoltkvalitet og en lengre produksjonstid for å utvikle postsmolt, altså større smolt til matfiskproduksjon. Bedre smoltkvalitet vil kunne føre til en mer stabil omløpstid på matfisken og en lavere dødelighet. Postsmolt vil resultere i kortere tid i sjøen for laksen og dermed får fisken mindre eksponering for lus og sykdommer. Større smolt vil også redusere mulighetene for å rømme fra merdene og dermed spre genetikk, lus og sykdommer til

villaks. Det er viktig å påpeke at økte kostnader vedrørende smoltproduksjon er ment for å redusere kostnadene under matfiskproduksjonen. At denne kostnadsdriveren øker er dermed ikke nødvendigvis negativt (Iversen, mfl., 2015).

Videre utgjør lønnskostnader en betydelig kostnadsdriver, og har vært en økende faktor de siste årene. Dette skyldes hovedsakelig at lakseoppdrett er en næring med strenge krav til rapportering og overvåkning, noe som medfører stor arbeidsbelastning. Tetthetsbestemmelsene som begrenser antall matfisk per merd til 200.000 fører til at produksjonen må skje på flere lokaliteter. Dermed kreves det flere ansatte til å overvåke matfiskproduksjonen (Iversen, mfl., 2015).

Lakselus er et stort problem for oppdrettsnæringen. Kostnadene forbundet med å forebygge, kontrollere og behandle lakselusproblematikken er betydelige. Siden 2012 har myndighetene stilt krav om at lakselus skal telles og rapporteres ukentlig. Kravene fra myndighetene medfører høye kostnader. I tillegg er behandlingsmetodene for å redusere og motvirke lakselus kostbare (Iversen, mfl., 2015).

2.1.6 Miljøutfordringer

Den største utfordringen oppdrettsnæringen står overfor i dag er lakselus. Lakselus er et krepsdyr som setter seg på fisken og spiser hud, slim og blod. Dersom laksen er infisert av mange lus vil de kunne påføre store sår og infeksjoner. Infeksjonene kan føre til nedsatt immunforsvar for fisken og dermed øke sannsynligheten for dødelighet. Hunlusen, som er festet på laksen, kan legge flere hundre egg som etter klekking er i stand til å infisere ny fisk over store avstander. Ettersom det er tett mellom fiskene i oppdrettsanleggene, er lusespredning et stort problem for næringen (Reitehaug, E. 2017). Lakselusen koster næringen nærmere 15 milliarder kroner årlig i form av produksjonstap (Ytreberg, 2017c)

Det finnes medikamentelle og ikke-medikamentelle tiltak mot lakselus. Medikamentelle tiltak kan eksempelvis være fiskebad tilsatt legemiddel eller tilsettelse av legemiddel i fiskefôret. Siden lakselus har en resistensutvikling for legemidler, er ikke-medikamentelle tiltak under utvikling og noen er allerede tatt i bruk. Det mest vanlige tiltaket i dag er bruk av rensefisk, altså fisk som spiser lus av laksen (Reitehaug, E. 2017).

En annen utfordring oppdrettsnæringen står overfor, er at laksen rømmer fra merdene. Oppdrettslaksen kan da trekke opp i elver og gyte med villaksen. Blandingen av oppdrettslaks

og villaks er problematisk fordi oppdrettslaksen har en annen genetikk enn villaksen. Krysning av slike gener kan dermed få katastrofale følger for villaksbestanden. I tillegg er det fare for at rømt oppdrettslaks kan spre lus og sykdommer til villaksbestanden. Myndighetene stiller derfor strenge krav til sikring av oppdrettsanlegg (Sunnset, B. H. 2016).

2.1.7 Teknologi

Oppdrettsselskapene jobber kontinuerlig med å forbedre driften for å opprettholde eller øke sin konkurransesituasjon i markedet. Et av fokusområdene for å nå dette målet er utvikling av ny teknologi. Fiskeridirektoratets liste over søknader til utviklingskonsesjoner understreker dette. Oppdrettsselskapene søker om utviklingskonsesjoner for å utvikle løsninger som havanlegg basert på offshoreteknologi, nedsenkbare anlegg, lukkede og semilukkede anlegg (Fiskeridirektoratet, 2017b). Med disse teknologiske utviklingene er det tydelig at selskapene tar sikte på å løse miljø- og arealutfordringene knyttet til oppdrett, samt finne mer lønnsomme løsninger. I tillegg vil en godkjenning om utviklingskonsesjoner føre til et større produksjonsvolum for det enkelte selskapet.

I oppdrettsnæringen brukes det også mye ressurser for å utvikle landbaserte oppdrettsanlegg. Et landbasert oppdrettsanlegg går ut på at laksen avles i store vanntanker på land i stedet for i merder i sjøen (Myrset, O. 2015). Slike anlegg vil eliminere luse- og rømmingsproblematikken og det vil være mindre sykdom. På den andre siden vil slike anlegg medføre høye kostnader da det er komplisert å få til riktige leveforhold for fisken ut og det må legges beslag på store landarealer.

2.1.8 Makroøkonomiske forhold

I oppdrettsbransjen er det flere sentrale makroøkonomiske forhold som påvirker lønnsomheten til selskapene. I dette delkapittelet presenteres de makroøkonomiske faktorene som vi ser på som mest relevante med tanke på verdsettelsen. Dette er valuta, renter og handelspolitikk.

2.1.8.1 Valuta

I 2016 ble det eksportert norsk sjømat til en verdi av 91,6 milliarder kroner (Norges sjømatråd, 2017), hvilket utgjorde rundt 7% av norsk vareeksport for 2016 (Statistisk sentralbyrå, 2017b). EU er det største markedet og genererte i 2016 en eksportinntekt på 61,3 milliarder kroner.

Deretter følger Asia, med Japan som den største importøren, og så Nord Amerika. Til sammen utgjør de nevnte markedene 93% av den totale sjømateksperten fra Norge (Larsen, R. 2017). Dette innebærer at eksportinntekten til norske oppdrettselskaper i stor grad påvirkes av valutasvingninger i Euro, Britiske Pund, Amerikanske dollar og Yen. Som nevnt i avsnitt 2.1.4 vil en svak krone føre til økt laksepris i norske kroner, mens en sterk krone fører til redusert laksepris.

Fiskefôr, som er den største kostnadsdriveren i oppdrettsnæringen, er også sensitiv for valutaendringer. Dette skyldes at flere av innsatsfaktorene i fôret ofte er importvarer, hvilket gjør at valutasvingninger påvirker prisen på dette. En svak norsk krone vil derfor øke fôrkostnadene og motsatt med en sterk krone (Iversen, mfl., 2015).

Den norske kronen har de siste tre årene vært svak i forhold til Euro og Amerikanske dollar. Dette kan en se i figur 2-3 og 2-4 under, som demonstrerer den norske kronen mot Euroen og Amerikanske Dollar de siste ti årene (Xe, 2017). En av grunnene til den svake norske kronen er oljeprisfallet i 2014. DNB Markets forventer i midlertid at kronen skal styrke seg relativt til Amerikanske Dollar og Euro frem mot desember 2018 (DNB Markets, 2017).



Figur 2 - 3 Den norske krone mot Euro i perioden 2007-2017



Figur 2 - 4 Den norske kronen mot Amerikans dollar

2.1.8.2 Renter

Oppdrettsbransjen er en kapitalintensiv bransje med moderne teknologi. Oppdrettselskapene bør derfor investere og ta i bruk ny teknologi for å opprettholde sin konkurransedyktighet globalt (Det kongelige Nærings- og Fiskeridepartement, 2015). I tillegg har de store oppdrettselskapene hatt fokus på å integrere store deler av eller hele verdikjeden i sin virksomhet. Integreringen samt ny teknologi, har og vil medføre store investeringer i næringen, noe som ofte lånefinansieres. Med store lån er oppdrettsbransjen eksponert for renteendringer.

Finanskrisen, som rammet den amerikanske økonomien i 2008 forårsaket en betydelig nedgang i verdens realøkonomi (Notaker, H. 2016). Selv om Norge ikke ble like hardt rammet av finanskrisen, måtte pengepolitikken i landet likevel tilpasses den økonomisk nedgang som fulgte (Gjedrem, S. 2009). Styringsrenten ble derfor senket av Norges Bank for å stimulere norsk økonomi. I 2014 ble norsk økonomi også rammet av et oljeprisfall, hvilket medførte et ytterligere rentefall (Olsen, Ø. 2016). Siden september 2008 har styringsrenten derfor falt fra 4,75% til 0,50% (Norges Bank, 2017c). Sentralbanksjefen annonserte på rentemøtet i Norges Bank fredag 27. oktober 2017 at styringsrenten vil holde seg uendret på 0,50% (Norges Bank, 2017d). Flere eksperter, deriblant meglerhuset Handelsbanken Capital Markets, hevder at styringsrenten vil holde seg uendret i lengre tid fremover. Dette begrunnes i at blant annet USA vil ha en svakere vekst neste år noe som vil påvirke den økonomiske veksten i Norge (Halvorsen, M. T. & Takla, E. 2016)

2.1.8.3 Handelspolitiske forhold

I 2010 ble den kinesiske menneskerettighetsforkjemperen Liu Xiaobo tildelt Nobels Fredspris. Kina oppfattet utdelingen som kritikk av deres regime, hvilket medførte at de valgte å svare Norge med handelsrestriksjoner. Restriksjonene innebar blant annet importstopp av norsk laks. Før denne restriksjonen hadde norske oppdrettselskap en markedsandel i det kinesiske laksemarkedet på 95%. Den norske laksenæringen ble altså rammet betydelig av fredsprisutdelingen. Forholdet til Kina har normalisert seg siden 2010, og de har i dag åpnet for noe import av norsk laks (Ytreberg, 2017b). Om ti år anslås det kinesiske laksemarkedet til å være på ca. 240.000 tonn. Dersom norske lakseprodusenter i løpet av den kommende perioden kaprer 65% av markedet, hvilket er et sannsynlig, vil det tilsvare en årlig inntekt på om lag 8 milliarder kroner basert på en laksepris på 50 kr/kg (Ytreberg, 2017a)

Da Russland annekterte Krimhalvøya i Ukraina i mars 2014, reagerte den vestlige verden, inkludert Norge, med innførsel av økonomiske sanksjoner mot Russland. Som svar på sanksjonene, innførte Russland importforbud på flere vestlige konsumvarer, der norsk sjømat var en av de rammede (Sundberg, mfl., 2014). Russland har tidligere vært et av de største markedene for norsk sjømat. I 2013 gikk om lag 11% av norsk sjømateksport til Russland, og 81% av denne eksporten var laks og ørret (Nissen-Meyer, J. 2015). I dag er det ingenting som tyder på at importforbudet oppheves med det første. Norsk eksport av oppdrettsfisk har likevel økt de siste årene til tross for disse restriksjonene fra Russland (Larsen, R. 2017).

2.2 Lerøy Seafood Group (LSG)

Dette delkapittelet introduserer Lerøy Seafood Group (LSG). Først presenteres LSG sin historie. Deretter følger LSG sin strategi, forretningsområde, risikostyring og utfordringer, miljø og innovasjon, merkevarenavn, aksjer og aksjeeiere og en fremstilling av finansielle nøkkeltall. Til slutt presenteres LSG sine konkurrenter.

2.2.1 Historie

Konsernet Lerøy Seafood Group (LSG) ble formelt stiftet i 1939 av Hallvard Lerøy sr. og Elias Fjeldstad under navnet Hallvard Lerøy AS. Imidlertid kan LSG spore sine aktiviteter helt til slutten av 1800-tallet da Ole Mikkel Lerøen drev salg av fisk på fisketorget i Bergen. Frem til 1997, var LSG et familieeid selskap. I 1997 endret selskapet strategi for å tilpasse seg vekstmuligheter og økte kundekrav. De gjennomførte da for første gang en rettet emisjon mot finansielle investorer, og var med det ikke lenger et familieeid selskap. Etter at LSG ble registrert på Oslo Børs i 2002 har de utviklet seg fra å være en grossist / sjømateksportør til å bli et globalt og helintegret sjømatkonsern. Utviklingen har skjedd både gjennom organisk vekst og gjennom oppkjøp, hvilket har medført at LSG i dag er verdens nest største produsent av atlantisk laks og ørret (Lerøy, 2017a).

I 2016 kjøpte LSG opp Havfisk ASA og Norwegian Seafoods Group AS. De to oppkjøpene har medført at LSG har blitt størst i Norge på fangst og bearbeiding av hvit fisk, med en betydelig internasjonal andel (Lerøy Seafood Group, 2016).

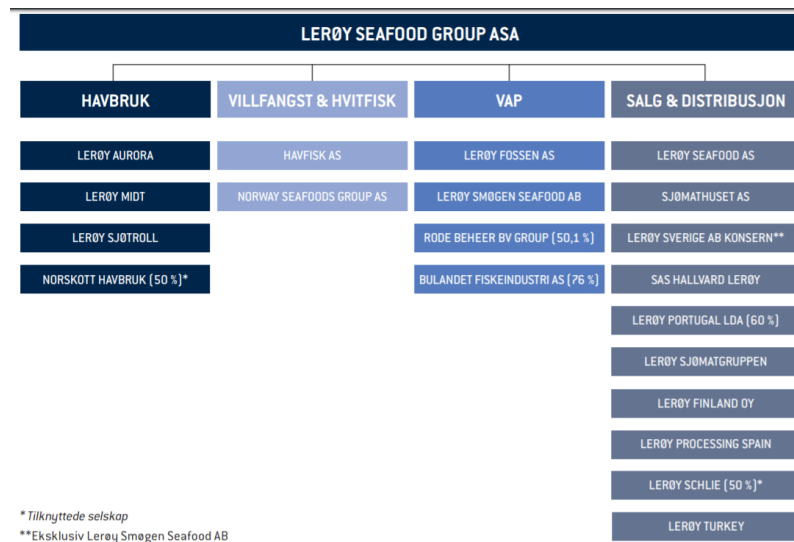
2.2.2 Strategi

LSG sin visjon er å bli ledende og den mest lønnsomme globale leverandøren av kvalitetssjømat. Selskapet prøver aktivt å videreutvikle nye markeder og produkter på en bærekraftig måte for å bli ledende nasjonalt og internasjonalt. De ser også på kompetanse hos ledelsen og ansatte som avgjørende for å kunne fortsette veksten sin. Som tidligere, mener ledelsen at fremtidig utvikling blant annet vil bestå av oppkjøp og fusjoner (Lerøy, 2017b).

2.2.3 Forretningsområde

Lerøy Seafood Group driver i dag sin virksomhet gjennom sine norske og internasjonale datterselskaper. Frem til 2017 opererte konsernet med fire ulike segmenter. Konsernet finner

det imidlertid mer hensiktsmessig å rapportere i tre segmenter siden VAP (bearbeiding) og Salg & Distribusjonssegmentene er relativt overlappende. LSG operer derfor i dag med følgende tre segmenter; Havbruk, Villfangstangst og VAP, Salg & Distribusjon (Lerøy Seafood Group, 2017a). De tre segmentene består videre av flere selskap som vist i figur 2-5. Merk at figuren ikke har slått sammen VAP og Salg & Distribusjonssegmentene da figuren er fra 2016.



Figur 2 - 5 Lerøy Seafood Group sin konsernstruktur fra 2016. Merk at VAP og Salg og distribusjonssegmentene er slått sammen i dag

2.2.3.1 Havbruk

Segmentet *Havbruk* driver produksjon av atlantisk laks og ørret, der både slakting og filtrering er inkludert i produksjonen. LSG mener det er avgjørende at dette segmentet er helintegret for å oppfylle kravene som stilles til oppdrettsbransjen. Segmentet har derfor investert i ny smoltproduksjon, hvilket medfører, som nevnt i 2.1.5, at de kan sette ut større smolt av bedre kvalitet enn tidligere. Siden 2013 har segmentet bygget nytt smoltanlegg i region Nord, region Midt og region Vest (Lerøy Seafood Group, 2016). I 2016 hadde segmentet 146 konsesjoner fordelt på de tre regionene, hvilket resulterte i totalt 150 000 tonn atlantisk laks og ørret. I tillegg fikk LSG 14 000 tonn laks fra det tilknyttede selskapet Norskott Havbruk som holder til i Skottland, der LSG eier 50% (Lerøy Seafood Group, 2016).

Region Nord er kjent under navnet *Lerøy Aurora AS*. I 2016 hadde Lerøy Aurora AS 26 konsesjoner, noe som resulterte i 30 000 tonn atlantisk laks. På grunn av det nye smoltanlegget, har LSG estimert et høstet volum på 39 000 tonn i 2017. I tillegg besitter regionen et moderne

prosesseringsanlegg som har økt filetkapasiteten, hvilket har medført at de også kan slakte laks for andre (Lerøy Seafood Group, 2016).

Region Midt består av *Lerøy Midt AS* som i 2016 hadde 57 konsesjoner som resulterte i 52 500 ton laks. Både 2015 og 2016 var utfordrende år for *Lerøy Midt AS*, noe konsernet mener vil påvirke produksjons- og kostnadsnivået i 2017 negativt. LSG har estimert et høstet volum på 62 000 tonn for 2017, noe som er under selskapets potensial (Lerøy Seafood Group, 2016).

Region Vest består av *Lerøy Vest AS* som er 100% eid av LSG og *Sjøtroll Havbruk AS* som er 50,71% eid av LSG. De to selskapene drives som ett selskap med felles leder under navnet *Lerøy Sjøtroll*. Samlet har *Lerøy Sjøtroll* 63 konsesjoner som produserte 68 000 tonn laks og ørret i 2016. Det forventes at *Lerøy Sjøtroll* produserer 64 000 tonn slaktet fisk i 2017. Regionen fikk i slutten av 2016 tilgang på en moderne brønnbåt som vil benyttes ved bekjempelse av lakselus (Lerøy Seafood Group, 2016).

Samlet hadde segmentet havbruk gode resultater for LSG i 2016, tross en produksjonsnedgang på 15% fra 2015. Hovedgrunnen til dette var høye laks- og ørretpriiser. Videre har Havbruk høstet 13% mer laks og ørret i første kvartal 2017 enn første kvartal 2016. For tilsvarende periode har EBIT/kg økt fra 13,7 kroner til 24,2 kroner (Lerøy Seafood Group, 2017b). I andre kvartal 2017 er det imidlertid høstet betydelig lavere volum enn i første kvartal. Dette medfører at det samlet er høstet 12% lavere volum i første halvår av 2017 enn tilsvarende periode i 2016. Likevel forventer LSG at det totale volumet i 2017 skal bli høyere enn i 2016.

2.2.3.2 Villfangst

Segmentet *Villfangst* ble opprettet i 2016 etter at LSG kjøpte opp *Havfisk ASA* og *Norway Seafoods Group* (*Lerøy Norway Seafoods AS*). I løpet av 2016 hadde LSG 100% eierskap i de to selskapene.

Havfisk ASA driver hovedsakelig med fangst av hvitfisk. De eier 100% av aksjene i Nordland Havfisk AS, 60% av aksjene i Hammerfest Industrifiske AS og 97,62% av aksjene i Finnmark Havfisk AS (Lerøy Seafood Group, 2016). Totalt har *Havfisk ASA* 29,6 kvoter for torsk / hyse. I dag har de ni trålere, og i 2018 ferdigstiller de en moderne kombinasjonstråler som øker fleksibiliteten og bruker mindre drivstoff (Lerøy Seafood Group, 2016). I første kvartal 2017 hadde *Havfisk* et fangstvolum på 20 586 tonn, mot 16 169 tonn i tilsvarende kvartal 2016 (Lerøy Seafood Group, 2017a) Andre kvartal 2017 er tilnærmet lik andre kvartal 2016 i samlet fangstvolum (Lerøy Seafood Group, 2017b).

Lerøy Norway Seafoods driver hovedsakelig med prosessering av villfanget hvitfisk og besår av åtte foredlingsanlegg i Norge. Fem av disse anleggene leies av Havfisk AS. Sortimentet deres er stort og består blant annet av fersk og frossen filet, loins, porsjoner og halestykker av torsk, sei og hyse, samt saltfisk, kongekrabbe og snøkrabbe.

Samlet ga segmentet Villfangst et driftsresultat på 158 millioner kroner i første kvartal 2017 og 86 millioner kroner i andre kvartal 2017 (Lerøy Seafood Group, 2017a) (Lerøy Seafood Group, 2017b).

2.2.3.3 VAP, Salg & Distribusjon

Segmentene Bearbeiding (VAP) og Salg & Distribusjon ble slått sammen i 2017 grunnet flere likheter mellom segmentene.

Bearbeidingen til LSG skjer gjennom fire ulike selskap; Lerøy Fossen AS, Lerøy Smøgen Seafood AB, Rode Beheer B.V og Bulandet fiskeindustri AS. Bearbeidingen skjer hovedsakelig innen atlantisk laks og ørret, men også innen andre sorter som for eksempel hvitfisk. Det er blitt foretatt flere investeringer innen videreforedling av laks og ørret, noe som vil fortsette da konsernet ser det som nødvendig for å opprettholde samt øke etterspørselen (Lerøy Seafood Group, 2016).

En viktig vekststrategi for konsernet er å kunne tilby nye produkter til nye markeder, hvilket har ført til opprettelsen av et sterkt produksjons- og distribusjonsnettverk for fersk sjømat. I dag selger LSG sjømat i mer enn 70 markeder rundt omkring i verden. Konsernet selger og distribuerer både egenprodusert fisk samt fra samarbeidspartnere (Lerøy Seafood Group, 2016,). I tillegg har konsernet de siste årene foretatt flere investeringer innen «fish-cuts». «Fish-cuts» er fabrikker i sluttmarkedet som med sin enkle bearbeiding, store volumer og nærhet til kundene gjør det mulig for flere butikker å selge fersk fisk. Gjennom fabrikkene øker LSG tilbudet av fersk fisk.

Segmentet hadde i første kvartal 2017 en økning i omsetning på 34% sammenlignet med tilsvarende kvartal i 2016. Andre kvartal 2017 var der imot preget av et lavt volum, hvilket påvirket aktivitetsnivået i foredlingsanlegget. Imidlertid har LSG merket en positiv synergieffekt fra den nye hvitfiskavdelingen deres (Lerøy Seafood Group, 2017b).

2.2.4 Risikostyring og utfordringer

Risikostyring står sentralt hos LSG. Det er knyttet betydelig biologisk risiko til produksjonsselskapene, men også til salg- og distribusjonssegmentet (Lerøy Seafood Group, 2016). Noen av de største utfordringene samt kostnadsdriverne LSG står overfor i dag er tilknyttet fôr og bekjempelsen av lakselus. Det er igangsatt flere tiltak for å redusere utfordringene. Noen av tiltakene for å redusere lakselus er rensfisk, nye smoltanlegg, større brønnbåter, mer mekanisk rensing og opplæring av ansatte (Lerøy Seafood Group, 2016). I tillegg har konsernet hatt ørretutfordringer knyttet til Russlands importrestriksjoner (Lerøy Seafood Group, 2016).

2.2.5 Miljø og innovasjon

LSG jobber kontinuerlig med løsninger som legger grunnlag for utvikling. Selskapet har etablert ulike team som sørger for at utviklingen sikrer gode miljømessige og biologiske resultater (Lerøy Seafood Group, 2016). Blant annet har LSG et teknologiteam som stiller med spesialkompetanse til både videreutvikling av nåværende produksjon og utvikling av ny produksjon (Lerøy Seafood Group, 2016). Et av FoU-prosjektene er Pipefarm, som de har søkt om utviklingstillatelse for å gjennomføre. Dette konseptet er et såkalt "semilukket havbruksanlegg av postsmolt i sjø" (Lerøy Seafood Group, 2016). Anlegget, som er en videreutvikling av pilotanlegget Preline, er formet som et ovalt rør med en jevn havstrøm hentet fra dybder hvor forholdene ikke legger til rette for luseformering (Lerøy Seafood Group, 2016).

2.2.6 Merkevareravn

En merkevareundersøkelse av sjømatbransjen fra 2015 viser at LSG har en gjenkjennelsesgrad på 84% (Berge, 2016). Selv om undersøkelsen er foretatt i det norske markedet, hvor LSG har 16% av sin omsetning, vil det være rimelig å trekke den konklusjonen at LSG har et relativt kjent merkevarenavn ellers i fiskenæringen også (Lerøy Seafood Group, 2016). Dette begrunnes i at LSG er verdensledende innen laks og ørret. I tillegg kom det tydelig frem da LSG ble kjøpt opp av Austevoll, at Austevoll ikke ønsket å endre det anerkjente merkenavnet til LSG (Heyerdahl, 2008).

2.2.7 Aksjonærer og aksjer

Lerøy Seafood Group ble notert på Oslo Børs i 2002. Aksjene til LSG har alle samme rett. Videre har konsernet en utbyttepolitikk som tilsier at over tid skal utbytte ligge på 30% til 40% av resultatet etter skatt (Lerøy Seafood Group, 2016). Konsernets største aksjonær er Austevoll Seafood ASA, med en eierandel på 52,69%. Deretter følger Folketrygdfondet og State Street Bank and Trust Comp med henholdsvis 4,53% og 2,27% eierandeler (Lerøy, 2017c).

Per 04.12.17 har Lerøy Seafood Group ASA en markedsverdi på 27,4 milliarder kroner. (Oslo Børs, 2017a). Figur 2-6 under viser aksjeutviklingen til LSG mot Oslo Børs Benchmark Index. Som en kan se har LSG hatt en jevn vekst siden 2013 og kursen ligger i dag høyere enn gjennomsnittet på Oslo Børs.



Figur 2 - 6 LSG sin aksjekurs mot Oslo Børs Benchmark Index

2.2.8 Økonomiske nøkkeltall

LSG har hatt relativt stabile og gode resultatet de siste årene, noe tabell 2-1 viser. Spesielt godt er resultatene for 2016, tross høye fôr- og lakseluskostnader. En årsak til det gode resultatet er at lakseprisen har vært høyere enn tidligere år, noe som blant annet skyldes en reduksjon i den globale produksjonen på 7%, slik at etterspørselen har økt (Lerøy Seafood Group, 2016).

LSG, tall i NOK 1000	2016	2015	2014
Driftsinntekter	17 269 278	13 450 725	12 579 465
Driftsresultat før verdijustering av biologiske eiendeler	2 843 468	1 379 953	1 788 676
Driftsresultat etter verdijustering av biologiske eiendeler	4 314 030	1 568 461	1 461 262
Resultat før skatt	4 445 321	1 501 110	1 433 411
Årsresultat	3 518 630	1 232 883	1 104 473
Driftsmargin før verdijustering av biologiske eiendeler	17 %	10 %	14 %
Resultatmargin (før skatt)	26 %	11 %	11 %
Egenkapitalandel	54 %	55 %	54 %

Tabell 2 - 1 Finansielle nøkkeltall for Lerøy Seafood Group

2.3 Konkurrenter og avvik

For å få et bilde av gjennomsnittsvirksomheten i bransjen LSG operer i, har vi valgt å se på de største konkurrentene til LSG. De største konkurrentene, som også operer på Oslo Børs, er Marine Harvest ASA, SalMar ASA, Grieg Seafood ASA og Norway Royal Salmon ASA. De nevnte selskapene utgjør til sammen «gjennomsnittsvirksomheten» i oppdrettsbransjen, og introduseres i påfølgende avsnitt.

2.3.1 Marine Harvest ASA

Marine Harvest er Norges største fiskeoppdrettsselskap. Selskapet kan spore sine aktiviteter tilbake til 1965. Siden den tid har de utviklet seg fra en liten gründerbedrift til å bli verdensledende innen hele prosessen fra rogn til serveringsklar fisk (Marine Harvest, 2017a). I tillegg er Marine Harvest det eneste oppdrettsselskapet som driver med egen produksjon av fôr. De er i dag verdens største produsent av atlantisk laks og har per 04.12.17 en markedsverdi på 71,8 milliarder kroner (Oslo Børs, 2017b). Marine Harvest er notert på både Oslo børs og på det amerikanske OTC-markedet.

Konsernet operer i totalt 24 land. I Norge har de delt produksjonen i fire regioner; Nord, Midt, Vest og Sør. I 2016 produserte virksomheten totalt 380 621 tonn laks, fordelt på totalt 225 konsesjoner. Dette var en nedgang på nesten 40 millioner tonn fra 2015 (Marine Harvest, 2016a). Som tabell 2-2 viser, hadde imidlertid driftsresultatet en økning i samme periode. Det estimerte slaktevolumet for 2017 har blitt redusert til 377 000 tonn grunnet biologiske vanskeligheter knyttet til blant annet fiskelus. Driftsresultatet frem til 2. kvartal 2017 er imidlertid bedre enn tilsvarende periode i 2016 (Marine Harvest, 2017).

Marine Harvest, tall i NOK 1000	2016	2015	2014
Driftsinntekter	32 609 758	27 855 980	25 494 220
Driftsresultat før verdijustering av biologiske eiendeler	5 620 450	2 105 040	2 798 920
Driftsresultat etter verdijustering av biologiske eiendeler	9 208 248	3 090 435	3 628 075
Resultat før skatt	7 052 968	2 238 395	1 484 630
Årsresultat	5 010 097	1 418 575	1 104 473
Driftsmargin før verdijustering av biologiske eiendeler	17 %	8 %	11 %
Resultatmargin (før skatt)	22 %	8 %	6 %
Egenkapitalandel	43 %	45 %	40 %

Tabell 2 - 2 Finansielle nøkkeltall for Marine Harvest

2.3.2 SalMar ASA

SalMar ble stiftet 1991 og er i dag en av verdens største produsenter av oppdrettslaks. Selskapet har utviklet seg til å bli et vertikalt integrert oppdrettskonsern, med en produksjon av alt fra rogn til ferdige salgsvarer (SalMar, 2017a). De er i dag den tredje største lakseoppdretteren i Norge og har en markedsverdi, per 04.12.17, på 27,8 milliarder kroner (Oslo Børs, 2017b).

Konsernet operer hovedsakelig i Norge med segmentene Nord-Norge og Midt-Norge, hvor de totalt har 100 konsesjoner for atlantisk laks (SalMar, 2017c). Dette har ført til en produksjon på 131 100 tonn atlantisk laks i 2016, mot 150 000 tonn i 2015 (SalMar, 2017a). Tross nedgangen i fiskevolum, viser tabell 2-3 at driftsresultatet har økt. I tillegg til sin egen produksjon, eier konsernet de resterende 50% av Norskott Havbruk og 34% av Arnarlax HF fra Island.

SalMar beveger seg fra å fokusere på resultater til prestasjoner og ønsker å være fremragende i alle ledd i produksjonen (SalMar, 2017d). I 2009 investerte SalMar i et av verdens mest innovative og kostnadseffektive anlegg for ilandføring, slakt- og bearbeiding av laks (SalMar, 2017b). I tillegg til å behandle egen produksjon selger SalMar slakte- og bearbeidingstjenester gjennom anlegget. Anlegget har styrket SalMars konkurransekraft og kapasitet. Videre har SalMar opprettet Ocean Farm 1 som er et pilotprosjekt innen fiskeoppdrett til havs.

Salmar, tall i NOK 1000	2016	2015	2014
Driftsinntekter	9 030 000	7 326 000	7 186 000
Driftsresultat før verdijustering av biologiske eiendeler	2 431 647	1 403 873	1 879 048
Driftsresultat etter verdijustering av biologiske eiendeler	3 085 602	1 443 805	1 646 699
Resultat før skatt	3 342 000	1 384 000	1 629 000
Årsresultat	2 651 000	1 129 000	1 215 000
Driftsmargin før verdijustering av biologiske eiendeler	27 %	19 %	26 %
Resultatmargin (før skatt)	37 %	19 %	23 %
Egenkapitalandel	50 %	48 %	51 %

Tabell 2 - 3 Finansielle nøkkeltall for SalMar

2.3.3 Grieg Seafood ASA

Grieg Seafood er en av verdens ledende lakseoppdrettere. Selskapet ble grunnlagt i 1992 og driver i dag med oppdrett og slakting av atlantisk laks. Markedsverdien til selskapet er, per 04.12.17, 8,5 milliarder kroner (Oslo Børs, 2017b).

Konsernet har oppdrettsanlegg i Finnmark, Rogaland, British Colombia og på Shetland. Totalt operer de med 100 konsesjoner for lakseoppdrett og 5 konsesjoner for smoltproduksjon (Grieg Seafood, 2016). Basert på disse produserte de 64 726 tonn atlantisk laks i 2016 mot 65 398 tonn

i 2015 (Grieg Seafood, 1016). Tross nedgangen i volum, har Grieg Seafood hatt en vekst i driftsresultat fra 2015 til 2016, noe tabell 2-4 illustrerer.

Grieg Seafood, tall i NOK 1000	2016	2015	2014
Driftsinntekter	6 586 206	4 653 588	4 102 362
Driftsresultat før verdijustering av biologiske eiendeler	1 167 745	47 742	343 104
Driftsresultat etter verdijustering av biologiske eiendeler	1 683 486	80 951	219 366
Resultat før skatt	1 560 836	9 208	171 956
Årsresultat	1 222 331	4 366	144 395
Driftsmargin før verdijustering av biologiske eiendeler	18 %	1 %	8 %
Resultatmargin (før skatt)	24 %	0 %	4 %
Egenkapitalandel	47 %	38 %	42 %

Tabell 2 - 4 Finansielle nøkkeltall for Grieg Seafood

2.3.4 Norway Royal Salmon ASA

Norway Royal Salmon (NRS) er et integrert sjømatelskap som driver med lakseoppdrett, settefisk, slakteri og salg og markedsføring. Selskapet ble opprettet i 1992, og har i dag, 04.12.17, en børsverdi på 6,1 milliarder kroner (Oslo Børs, 2017b).

Selskapet driver sine oppdrettsanlegg i Vest-Finnmark, Troms og Rogaland/Hordaland, hvor de operer med totalt 35 laksekonsesjoner (Norway Royal Salmon, 2016). I 2016 hadde de et slaktevolum på 26 819 tonn mot 27 900 tonn i 2015, men likevel en høyere driftsresultat. Andre kvartal 2017 ble det slaktet 5 231 tonn, noe som er en reduksjon på 29,1% fra tilsvarende kvartal 2016. Imidlertid har høye priser medført et bedre driftsresultat for kvartalet. Det er estimert at selskapet skal produsere 34 000 tonn i 2017 (Norway Royal Salmon, 2016)

Norway Royal Salmon, tall i NOK 1000	2016	2015	2014
Driftsinntekter	4 224 340	3 210 548	2 599 799
Driftsresultat før verdijustering av biologiske eiendeler	640 613	201 894	158 064
Driftsresultat etter verdijustering av biologiske eiendeler	876 628	249 065	242 656
Resultat før skatt	1 172 421	270 081	320 706
Årsresultat	1 004 713	237 582	268 283
Driftsmargin før verdijustering av biologiske eiendeler	15 %	6 %	6 %
Resultatmargin (før skatt)	28 %	8 %	12 %
Egenkapitalandel	55 %	41 %	39 %

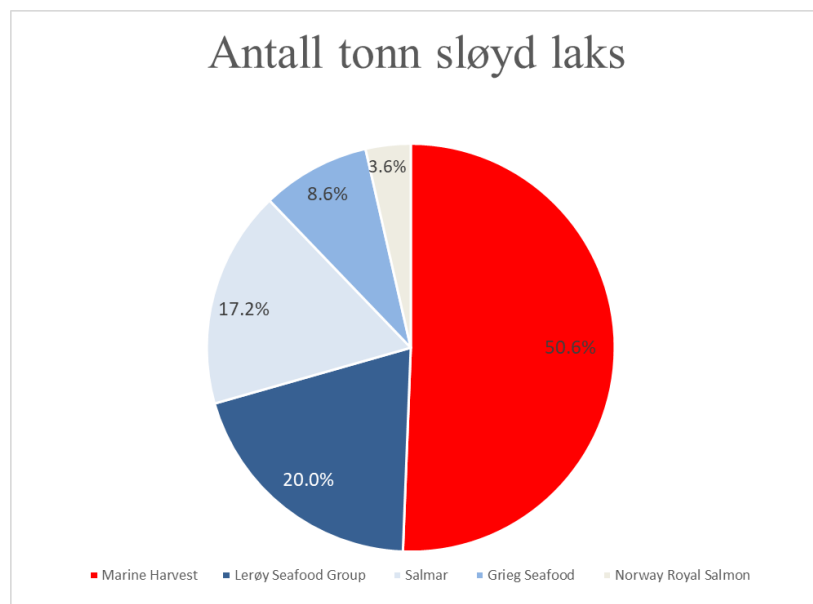
Tabell 2 - 5 Finansielle nøkkeltall for Norway Royal Salmon

2.4 LSG sammenlignet med «gjennomsnittsselskapet»

I påfølgende avsnitt vurderes det hva som skiller konkurrentene i oppdrettsbransjen fra hverandre, da spesielt LSG i forhold til «gjennomsnittsselskapet». Først vurderes størrelser. Deretter følger lokaliseringer og konsesjoner, integrasjon og selskapenes finansielle stilling.

2.4.1 Størrelse

De fem oppdrettsselskapene vi har definert som bransjen produserte i 2016 tilsammen 751 948 tonn laks og ørret. På topp lå Marine Harvest med sin produksjon på 380 621 tonn etterfulgt av LSG og SalMar på andre- og tredjeplass med en produksjon på henholdsvis 150 182 tonn og 131 100 tonn. Grieg Seafood og NRS er betydelig mindre aktører i denne sammenhengen med en produksjon på henholdsvis 64 726 tonn og 26 819 tonn. Størrelsesforholdet mellom de fem oppdrettsselskapene er illustrert i figur 2-7.



Figur 2 - 7 Lakseproduksjonen til de fem oppdrettsselskapene målt i tonn sløyd laks

2.4.2 Lokalisering og konsesjoner

Samtlige av de nevnte oppdrettsselskapene har oppdrettsverk i Norge. Størst er Marine Harvest med 225 konsesjoner fordelt mellom Nord-, Midt-, Vest- og Sør-Norge. Deretter følger LSG med sine 146 konsesjoner også fordelt langs hele norskekysten. SalMar, Grieg Seafood og NRS følger så med henholdsvis 100, 100 og 35 konsesjoner. Konsesjonene er nøkkelinngangen for å drive oppdrett av laks og ørret. Samtidig er enkelte konsesjoner mer fordelaktig enn andre.

Eksempelvis er sannsynligheten for lakselus mindre i nord enn lenger sør på grunn av levetilstandene i havet (Veterinærinstituttet, 2016). De fem nevnte selskapene har alle omtrent 30 konsesjoner hver i Nord, noe som medfører at det er de resterende konsesjonene som utgjør forskjeller mellom selskapene.

Det er i tillegg mulig å utvide sin produksjon ved å få tilgang på utviklingskonsesjoner. I dag er det SalMar og Marine Harvest som har fått tilslag på søknad om utviklingskonsesjoner. De resterende selskapene venter på svar (Fiskeridirektoratet, 2017a). LSG står altså likt med Grieg Seafood og NRS i denne prosessen. I 2013 delte departementet også ut såkalte grønne konsesjoner, noe Marine Harvest, LSG, SalMar, Grieg Seafood og NRS fikk i varierende grad (Fiskeridirektoratet, 2015) (Fiskeridirektoratet, 2016).

Videre er det også Marine Harvest som utmerker seg mest ved at de har flest oppdrettsanlegg også utenfor Norge. Både Marine Harvest og Grieg Seafood har egne oppdrettsanlegg utenfor Norge. De andre selskapene driver imidlertid oppdrettsanlegg i utlandet gjennom datterselskap. Alle selskapene eksporterer laks og ørret, og Europa er det største markedet etterfulgt av Asia. LSG har hele 70 markeder de operer i, noe som er mer enn de fleste andre.

2.4.3 Integrasjon

For å sikre konkurransedyktighet i oppdrettsnæringen er det en fordel å kontrollere større deler av verdikjeden. LSG, Marine Harvest og SalMar er de norske oppdrettsselskapene som kontrollerer hele verdikjeden, fra smoltproduksjon til salg og markedsføring. Marine Harvest har en liten fordel ved at dette selskapet også produserer eget fiskefôr. Grieg Seafood er nær ved å ha fullstendig kontroll på verdikjeden, men salgsledet til Grieg Seafood er et datterselskap som eies med 60%. Med dårligst kontroll over verdikjeden kommer NRS med kun kontroll over matfiskproduksjon og slags- og markedsbearbeiding. Settefiskproduksjon og slakting og bearbeiding skjer gjennom tilknyttede selskaper og avtaler.

LSG kjøpte i 2016 opp 100% av Havfisk ASA (trålrederi) og Norway Seafoods Group AS (foredling, salg og distribusjon av hvitfisk). Dette medfører at hvitfisk har blitt introdusert som et nytt segment i LSG, og det jobbes med å integrere dette segmentet fullstendig i selskapets verdikjede.

2.4.4 Finansiell stilling

Når det gjelder størrelsen på de fem selskapene, er Marine Harvest klart det største selskapet med en omsetning på 32,6 milliarder kroner 2016. Deretter følger LSG og SalMar med henholdsvis 17,3 og 9,0 milliarder kroner i omsetning. NRS og Grieg Seafood er betydelig mindre selskap enn de andre med en omsetning på henholdsvis 6,6 og 4,2 milliarder kroner i 2016.

Når det gjelder driftsmargin før verdijustering og resultatmargin, har alle selskapene relativt like og betydelig større marginer for 2016 enn tidligere år. SalMar skiller seg imidlertid ut fra de andre med både betydelig bedre driftsmargin og resultatmargin. I tillegg skiller LSG og SalMar seg ut ved at de har en mer stabil utvikling i driftsmargin enn de andre. Egenkapitalandelen til de fem nevnte selskapene er relativt like og ligger mellom 42% og 50%. LSG har imidlertid en høyere egenkapital enn konkurrentene på 54%. I tillegg er egenkapitalen til LSG mer stabil enn konkurrentenes.

3 Valg av verdsettelsesteknikk

I dette kapitlet følger en oversikt over de ulike verdsettelsesteknikkene samt en presentasjon av hvorfor vi har valgt å ta utgangspunkt i den fundamentale verdsettelsesmetoden. Til slutt presenteres det fundamentale rammeverket.

3.1 Oversikt: Fundamental, komparativ og opsjonsbasert

Det finnes tre ulike hovedteknikker for å verdsette et selskap. De tre hovedteknikkene er fundamental verdivurdering, komparativ verdivurdering og opsjonsbasert verdivurdering (Damodaran, 2012). De tre teknikkene er hovedsakelig ikke alternative, men supplerende for å komme frem til et samlet verdiestimat (Knivsflå, 2017a). I denne delen av oppgaven gis det først en introduksjon av hver av de tre teknikkene. Deretter følger en begrunnelse på hvorfor vi har valgt å benytte fundamental verdivurdering. Til slutt presenteres rammeverket for fundamental verdivurdering.

3.1.1 Fundamental verdivurdering

Fundamental verdivurdering blir ofte sett på som den grunnleggende teknikken innen verdsettelse. Grunnen til dette er at dersom en forstår denne teknikken, evner en også å bruke og analysere både den komparative og den opsjonsbaserte modellen (Damodaran, 2012). Teknikken går ut på å identifisere og analysere informasjon om selskapet, å predikere fremtidige kontantstrømmer fra informasjonen, og verdivurdere selskapet basert på predikasjonene (Penman, 2010).

Det finnes to ulike metoder for å estimere verdien i en fundamental verdivurdering. Dette er egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden.

Egenkapitalmetoden er en «direkte» verdsetting av egenkapitalen (EK). Metoden går ut på å beregne nåverdien av fremtidige kontantstrømmer til EK med tilhørende avkastningskrav som reflekterer usikkerheten (Damodaran, 2012). Metoden deles videre inn i enten utbytte-, fri kontantstrøm-, superprofitt- og superprofittvekstmodellen. Modellene gir samme svar, gitt at de benyttes riktig (Knivsflå, 2017o). Egenkapitalmetoden er vist med formelen under.

$$VEK = \text{Nåverdien av fremtidig fri kontantstrøm til EK}$$

der VEK=verdien av egenkapitalen

Selskapskapitalmetoden er en «indirekte» verdsettning av EK. Metoden går ut på å beregne nåverdien av frie kontantstrømmer til hele selskapet, før en til slutt trekker fra verdien av gjelden. I verdsettelsen kan en benytte tre ulike mål på kapitalen. Dette er totalkapital, sysselsatt kapital og netto driftskapital. I dag er det mest vanlig å benytte sysselsatt kapital eller driftskapital (Knivsflå, 2017p). Metoden deles videre inn i fri kontantstrøm-, utbytte-, superprofitt- og superprofittvekstmodellen (Knivsflå, 2017o). Selskapskapitalmetoden er vist i formelen under.

$$VEK = \text{Nåverdi av fremtidig fri kontantstrøm til selskapet} - \text{gjeld}$$

der VEK=verdien av egenkapitalen

Fundamental verdivurdering fungerer best på selskap som er relativt modne. Grunnen til dette er at teknikken krever en viss mengde informasjon, samt noe forutsigbarhet for fremtiden. I et nyoppstartet selskap kan fremtidsutsiktene være vanskelige å spå og det kan være lite tilgjengelig informasjon om selskapet, hvilket medfører at fundamental verdivurdering er en lite egnet metode (Kaldestad & Møller, 2016).

3.1.2 Komparativ verdivurdering

Komparativ verdivurdering (relativ verdivurdering) er en verdsettelsesmetode som ofte brukes. Metoden går ut på å estimere verdien til ønsket eiendel ved å ta utgangspunkt i verdien på en sammenlignbar eiendel eller selskap (Damodaran, 2012). Teknikken kan deles inn i to metoder. Dette er multiplikatormodellen og substansverdimodellen.

Multiplikatormodellen tar utgangspunkt i et tall i resultatoppstillingen eller balansen, for deretter å multiplisere denne med en multiplere. Eksempler på multiplere som ofte anvendes er EV/Salg, EV/EBIT, EV/EBITDA og Price/Earnings. Der EV er summen av markedsverdien på egenkapitalen og netto rentebærende gjeld. Ved å beregne multiplere fra sammenlignbare selskap, kan vi estimere verdien i ønsket selskap (Kaldestad & Møller, 2016). Metoden er ofte brukt fordi den krever færre antagelser, er lettere å benytte og er rask å gjennomføre i forhold til fundamental verdivurdering. Ulemper med metoden er at den kan resultere i estimerte verdier som ikke tar hensyn til nøkkelvariabler som risiko og vekst. I tillegg reflekterer multiplene markedet. Det vil si at dersom markedet er overvurdert, vil verdsettelsen også bli overvurdert og omvendt (Damodran, 2012). Videre kan det være utfordrende å finne et selskap som er helt tilsvarende det selskapet en ønsker å verdivurdere. Det kan derfor hende at selskapet ender med å bli priset med feilaktig multiplere (Kaldestad & Møller, 2016).

Substansverdimodellen tar utgangspunkt i salgsprisen til eiendelene selskapet besitter, for så å trekke fra netto rentebærende gjeld (Kaldestad & Møller, 2016). Modellen er relativt enkel, hvilket er positivt. Imidlertid krever den enten at det finnes et aktivt marked for eiendelene, eller at det er mulig å taksere eiendelene. I tillegg tar modellen kun utgangspunkt i de materielle eiendelene til selskapet. Det vil si at immaterielle eiendeler som for eksempel kompetanse til ansatte og kundelister ikke blir medtatt i verdivurderingen til selskapet. Verdien på selskapet kan derfor ende med å bli undervurdert. (Kaldestad & Møller, 2016).

3.1.3 Opsjonsbasert verdivurdering

Opsjonsbasert verdivurdering handler om at fleksibiliteten et selskap har, tas med i verdivurderingen. En opsjon gir rettigheten, men ikke plikten, til å kjøpe eller selge en aksje til en gitt pris (Damodaran, 2012). På samme måte har et selskap en rettighet, og ikke en plikt, til å bestemme om de skal utsette, utvide, eller skrinlegge et prosjekt/ investering. Metoden beregner den estimerte verdien ved å ta nåverdien av fremtidige kontantstrømmer av egenkapitalen i et statisk scenario og legge til verdien av fleksibilitet. Opsjonsbasert verdivurdering er altså en utvidelse av den fundamentale metoden ved at verdien av fleksibilitet inkluderes (Knivsflå, 2017a). Dersom en lar være å ta hensyn til fleksibiliteten, spesielt i situasjoner der fremtiden er usikker, kan verdiestimatet bli undervurdert.

Imidlertid kan det være komplisert å utføre en verdivurdering etter denne metoden. Grunnen til dette er at enkelte av variablene som inngår i metoden kan være vanskelig å estimere. Dette medfører at usikkerhetsintervallet kan bli stort. Generelt passer modellen best til selskap der fremtiden er usikker eller i situasjoner der selskapet operer i markeder med binomiske utfall. I situasjoner der selskapet operer i bransjer som er stabile og modne, passer modellen heller dårlig da opsjonselementene antakelig utgjør en begrenset verdi (Kaldestad & Møller, 2016).

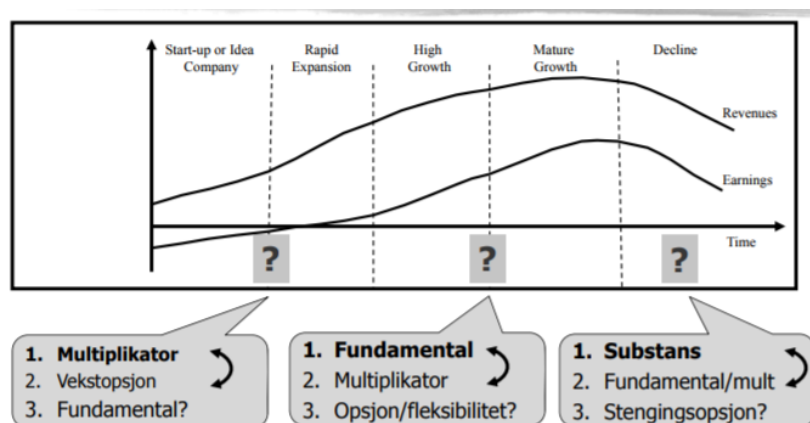
3.2 Valg av hovedteknikk, fundamental verdivurdering

Når en skal velge verdsettelsesteknikk er det flere ulike faktorer som må tas hensyn til. Generelt spiller faktorer som informasjonstilgjengelighet, tidsdisposisjon og pålitelighetskrav inn på hvilken metode som er best egnet. Videre finnes det også ulike virksomhetsfaktorer som spiller inn på avgjørelsen. Slike faktorer kan eksempelvis være hvilken bransje selskapet operer i og hvor i livssyklusen selskapet befinner seg (Kaldestad & Møller, 2016). De tre nevnte

verdivurderingsmetodene i delkapittelet over har alle både positive og negative sider ved seg. I praksis bør det beregnes et estimat ved bruk av mer enn én av metodene, for så å sammenligne resultatene. Samsvarer ikke resultatene med hverandre, bør en se videre på avviket. Det skal videre i dette avsnittet vurderes hvilken av de tre metodene som er best egnet for å verdivurdere LSG.

Den fundamentale verdsettelsesteknikken fungerer, som nevnt i delkapittel 3.1, best på selskap som er relativt modne. Grunnen til dette er at teknikken krever en viss mengde informasjon, samt noe forutsigbarhet for fremtiden. Ettersom LSG ble børsnotert i 2002, har de fulgt IFRS reglene siden 2005. Med andre ord eksisterer det flere år med pålitelig tilgjengelig informasjon om konsernet. Informasjonstilgjengeligheten taler for at den fundamentale verdsettelsesteknikken kan benyttes.

Videre er det avgjørende hvor i livssyklusen LSG befinner seg. LSG har drevet virksomhet i flere tiår, hvilket tyder på at de er et relativt modent selskap. I tillegg har konsernet gjennom de siste årene hatt en jevn vekst, noe som trekker i retning av at de er et stabilt og forutsigbart selskap. Samtidig foreligger det politiske og miljøbaserte utfordringer, som diskutert i avsnitt 2.1.3. Dette medfører at det er visse begrensninger for hvor mye mer selskapene kan vokse (sett bort fra at LSG nå har etablert seg i hvitfiskmarkedet). Alle de nevnte faktorene trekker i retning av at LSG er et modent og stabilt selskap. Som en kan se ut i fra livssyklusmodellen i figur 2-8, tyder dette på at den fundamentale verdsettelsesteknikken egner seg for LSG.



Figur 2 - 8 Livssyklusmodellen

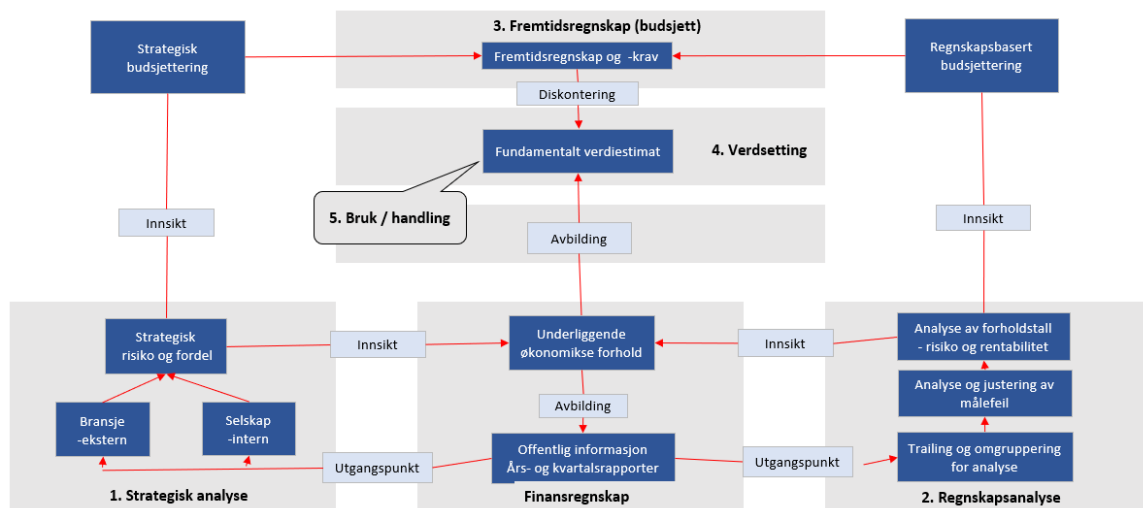
Den komparative verdsettelsesteknikken deles i multiplikatormodellen og substansverdimodellen. Multiplikatormodellen tar kun utgangspunkt i enkelte tall i regnskapet. Med andre ord nytter modellen lite av den tilgjengelige informasjonen som foreligger i forhold til den fundamentale, hvilket medfører at metoden kan bli noe upresis ettersom

informasjonsgrunnlaget for LSG er såpass stort. Det vil likevel ikke være feil å benytte modellen. Substansverdimodellen benytter salgspriser i markedet til å estimere en verdi. Dette er en metode som passer for selskap som er i en avtagende bransje, da tilsvarende varer antakelig blir solgt i markedet. Det vil da være relativt enkelt å finne en sammenlignbar pris. Etersom LSG ikke befinner seg i en avtagende situasjon, vil substansverdimodellen ikke være å foretrekke. Imidlertid finnes det flere tilnærmet like selskap som LSG på Oslo Børs, noe som trekker i retning av at den komparative verdsettelsesteknikken i form av multiplikatormodellen, er mulig å benytte. Oppsummert er det fullt mulig å benytte den komparative verdsettelsesteknikken, men modellens enkelhet gjør at vi har valgt å ikke benytte den som hovedverdsettelsesteknikk.

Den opsjonsbaserte modellen er egnet for selskap som står overfor flere valg. LSG operer i en bransje som er strengt politisk regulert, slik nevnt i avsnitt 2.1.3. Dette setter begrensninger og reduserer selskapets muligheter. I og med at modellen har et relativt stort usikkerhetsintervall, er ikke denne modellen egnet i denne sammenheng.

Konklusjonen blir derfor at den fundamentale verdsettelsesteknikken er den mest egnede modellen for en verdivurdering av LSG. Samtidig benytter vi en komparativ verdivurdering i form av en multiplikatormodell, da dette vil forsterke troverdigheten til den estimerte verdien.

3.3 Rammeverk for fundamental verdivurdering



Figur 3 - 1 Rammeverk for fundamental verdivurdering

Rammeverket som skal benyttes i den fundamentale verdivurderingen er presentert av professor Kjell Henry Knivsflå. Rammeverket består av fem hovedsteg, slik figur 3-1 demonstrerer.

Det første hovedsteget er en strategisk analyse. Her handler det om å bli kjent med selskapet gjennom en kvalitativ analyse av underliggende økonomisk forhold (Knivsflå, 2017b). I den forbindelse, gjennomføres det en ekstern bransjeorientert analyse og en intern ressursbasert analyse. Analysene gir innsikt i selskapet, slik at den kvantitative analysen i steg to blir mer informativ (Knivsflå, 2017b).

Det andre hovedsteget er en regnskapsanalyse. Dette er en kvantitativ analyse som tar utgangspunkt i års- og kvartalsrapporter til selskapet. Her gjennomføres det «trailing» av 3. og 4. kvartal siden det ikke foreligger regnskapstall for disse kvartalene enda. Videre gjennomføres det omgruppering, analyse og justering av målefeil i regnskapet. Dette foretas for å skille relevant informasjon fra irrelevant (Penman, 2010). Til slutt foretas det en analyse av forholdstall som skal avdekke risiko og rentabilitet i selskapet.

Det tredje hovedsteget er å utarbeide fremtidsregnskap med tilhørende krav som er basert på regnskapsanalysen foretatt i steg to.

Det fjerde hovedsteget er å utarbeide et fundamentalt verdiestimat. Til dette kan en benytte enten egenkapitalmetoden eller selskapskapitalmetoden. Benyttes metodene med riktige vektete krav, skal de predikere samme verdiestimat (Knivsflå, 2017o). Metodene har igjen ulike modeller en kan benytte. Verdiestimatet skal bli det samme uavhengig av modell, gitt at modellene benyttes riktig (Knivsflå, 2017o).

Det femte hovedsteget handler om å bruke verdiestimatet. Her sammenlignes børskursen på selskapet med verdiestimatet for å avgjøre om en skal handle aksjer (Penman, 2010).

4 Strategisk analyse

Strategisk regnskapsanalyse er en kvalitativ analyse av underliggende økonomiske forhold (Penman, 2010). Analysen gjennomføres basert på offentlig informasjon og avdekker om det foreligger strategiske fordeler eller ulemper i selskapet som påvirker verdien av selskapet. Analysen består av en ekstern bransjeorientert analyse og en intern ressursbasert analyse.

En ekstern bransjeorientert analyse avdekker om det foreligger bransjefordeler. En bransjefordel vil si at bransjen har en rentabilitet som er større enn kravet. Fordelen gjelder for alle selskapene i bransjen. For å vurdere om bransjen besitter en fordel, og hvorvidt denne fordelen vedvarer over tid, foretas det en PESTEL analyse samt en analyse av Porters fem krefter (Knivsflå, 2017b).

En intern ressursbasert analyse avdekker om selskapet har ressursfordeler i forhold til resterende selskap i bransjen. Det vil si at rentabiliteten til selskapet er større enn rentabiliteten til bransjen (Knivsflå, 2017b). Utgangspunktet for analysen er at selskapets ressurser blir sammenlignet med ressursene til «gjennomsnittsselskapet» i bransjen. For å vurdere om LSG besitter ressursfordeler i forhold til resten av bransjen, og hvorvidt denne fordelen vedvarer i fremtiden, benyttes det en VRIO-analyse.

Kapittelet starter med den eksterne bransjeorienterte analysen. Deretter følger den interne ressursbaserte analysen. Til slutt oppsummeres analysene i et SWOT-diagram der LSG sine svake og sterke sider samt muligheter og trusler presenteres.

4.1 Ekstern bransjeorientert analyse

I dette avsnittet foretas det en ekstern bransjeorientert analyse av oppdrettsbransjen. Dette gjøres for å vurdere hvorvidt bransjen besitter en strategisk fordel. For å vurdere bransjen, gjennomføres det en PESTEL analyse etterfulgt av en analyse av Porters fem krefter.

4.1.1 PESTEL

For å analysere hvordan makroforhold påvirker oppdrettsnæringen, benyttes PESTEL-rammeverket. Dette rammeverket ser på de politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og juridiske forholdene i sammenheng med næringen. Det

diskuteres hvordan de ulike forholdene påvirker lønnsomheten og oppdrettsbransjen og hvilke begrensninger og muligheter de gir (Knudsen & Flåten, 2015).

4.1.1.1 Politiske forhold

Vi mener det hovedsakelig er to politiske forhold som påvirker bransjens strategiske fordel.

For det første er det, som beskrevet i avsnitt 2.1.3, Nærings- og Fiskeridepartementet som deler ut konsesjoner for oppdrett av laks og ørret i Norge. Siden hver oppdrettskonsesjon setter en begrensning for produksjonsvolumet, er det dermed departementet som bestemmer hvor mye laks næringen kan tilby markedene. I dag deler ikke departementet ut flere ordinære oppdrettskonsesjoner, noe som setter en øvre grense for produksjon av norsk oppdrettslaks.

Departementet kan riktignok innvilge søknader om utviklingskonsesjoner, hvilket gir muligheter for økt produksjonsvolum. Utviklingskonsesjonene krever innovasjon, gjerne ny teknologi eller driftsmetoder, og de skal oppnå et konkret mål som for eksempel mindre lus eller rømming. En slik konsesjon vil kreve høye kostnader, noe som argumenterer for at det er de store etablerte aktørene som har størst mulighet for å få tildelt utviklingskonsesjonene.

Det tar tid å få innvilget utviklingskonsesjoner, og prosjektene som sikter på å løse miljøutfordringer vil først være en realitet om noen år. Når flere av miljøutfordringene er løst, og metodene delt med næringen, elimineres flere av grunnene til dagens strenge konsesjonspolitik. Vi kan derfor vente en mer liberal konsesjonspolitik i fremtiden. Imidlertid forventer vi at konsesjonspolitikken alltid vil være noe begrensende for å sikre en bærekraftig næring.

For det andre drives norsk oppdrettsnæring i stor grad av eksport, hvilket medfører at bransjen er sensitiv for endringer i handelspolitiske forhold. Det er derfor viktig for næringen at Norge har gode relasjoner og velfungerende handelsavtaler med land som representerer store laksemarkeder. Etter fredsprisutdelingen til Liu Xiaobo i 2010 ble norske sjømatprodusenter utestengt fra det kinesiske markedet som reaksjon til norske myndigheter. I 2014 svarte også Russland på de vestlige sanksjonene i forbindelse med Ukraina-konflikten ved å stoppe all import av norsk sjømat. Årsaken til restriksjonene skyldes utelukkende politiske forhold, og er utenfor oppdrettsnæringens kontroll. Oppdrettsnæringen bør derfor ta høyde for at handelsrestriksjoner kan oppstå og påvirke bransjen. På den andre siden kan nye handelsavtaler og relasjoner mellom Norge og andre land medføre muligheter for å kapre lønnsomme

markedsandeler. Eksempelvis er handelsforholdene med Kina i ferd med å forbedres, slik som nevnt i avsnitt 2.1.8.3.

Som nevnt påvirkes oppdrettsnæringen hovedsakelig av to politiske forhold. Konsesjonspolitikken setter begrensninger på produksjonsvolumet. Imidlertid er det mulig å øke sin produksjon ved å få innvilget utviklingskonsesjoner. De største selskapene har best forutsetninger for å få innvilget slike konsesjoner da de krever store investeringer. I fremtiden er det ventet at teknologisk innovasjon vil føre til en mer liberal konsesjonspolitikk. Imidlertid forventer vi at konsesjonspolitikken alltid vil være noe begrensende for å sikre en bærekraftig næring. Handelspolitiske forhold utgjør en uforutsigbarhet for hvilke markeder næringen kan operere i. Det kinesiske laksemarkedet er i ferd med å ta imot norske aktører, hvilket vil gi næringen nye muligheter.

4.1.1.2 Økonomiske forhold

Oppdrettsnæringen er en kapitalintensiv næring. Konsesjoner, oppdrettsanlegg og investeringer i forskning og utvikling krever mye kapital. Større investeringer blir ofte lånefinansiert, hvilket betyr at selskapene er eksponert for renteendringer. Siden finanskrisen i 2008 har renten vært nedadgående, og siden mars 2016 har den vært rekordlav på 0,50%. Den lave styringsrenten har gjort det gunstig for oppdrettsselskapene å betjene sine gjeldsforpliktelser. Med en uendret styringsrente etter Norges Bank sitt rentemøte fredag 27. oktober, og med ekspertenes forventning om ingen endring i den nærmeste tiden, vil medføre at det fortsatt vil være gunstige forhold for selskapene å betjene sine gjeldsforpliktelser. Dette medfører at dagens lave rente gir en fordel for bransjen, og fordelene er forventet å vedvare de nærmeste årene.

Den norske oppdrettsnæringen eksporterte rundt én million tonn laks og ørret til en verdi av 65,3 milliarder kroner i 2016. Med eksport av så store mengder laks og ørret, vil valutaendringer kunne utgjøre betydelige inntektsforskjeller. Oppdrettsselskapene inngår valutaterminkontrakter med sine banker for å sikre seg mot eventuelle valutaendringer fra kontraktinngåelse til salget faktisk inntreffer (Lerøy Seafood Group, 2016). Dette vil kunne sikre selskapene mot valutaendringer i det kortsiktige perspektivet. Valutaendringer i det langsiktige perspektivet vil derimot ha effekt på inntektene. Den norske kronen, som beskrevet i kapittel 2.1.8.1, har vært svak relativt til Euro og Amerikanske Dollar de siste årene, hvilket har medført rekordhøye laksepriser og dermed en god omsetning. Dette utgjør en fordel for

bransjen. Kronen er som nevnt i avsnitt 2.1.8.1 forventet å styrke seg, hvilket antakelig vil redusere lakseprisen, omsetningen og dermed den strategiske fordel.

Oppsummert har både rentenivå og valutaendringer hatt positiv effekt på bransjens lønnsomhet. Rentenivået har ført til gunstige gjeldsforpliktelse og den svake kronen har hatt en positiv effekt på lakseprisen. Dette har gitt oppdrettsbransjen en strategisk fordel. I fremtiden er det ventet at det lave rentenivået vil vedvare og kronen styrkes. Dette vil føre til at gjeldsforpliktelsene fortsatt vil være gunstige. Den svekkede kronen vil imidlertid ha en negativ effekt på lakseprisen. Dermed er det forventet at den strategiske fordel til bransjen reduseres i fremtiden.

4.1.1.3 Sosiokulturelle forhold

I følge FN er verdens befolkning anslått å være 9,8 milliarder i 2050, noe som tilsvarer en økning på 2,2 milliarder fra dagens tall (FN-sambandet, 2017). Selv om 70% av jordas overflate er dekket av hav, blir kun 6% av menneskers proteinbehov i dag produsert i havet (Marine Harvest, 2016b). Dette impliserer at matproduksjonen i havet vil i fremtiden kunne være med å dekke matbehovet til en økende befolkning. Som nevnt i avsnitt 2.1.4 vokser også verdens middelklasse i takt med en økende befolkning. Dette betyr at etterspørselen etter eksklusive proteiner som laks vil kunne øke tilsvarende. I tillegg kan kostholdsråd fra globale myndigheter kunne ha en effekt på folks konsum av sjømat, og dermed være med på å øke etterspørselen etter laks ytterligere. Alle de nevnte faktorene vil trolig medføre at etterspørselen etter laks vil øke i fremtiden. Dette vil bidra til en strategisk fordel for oppdrettsnæringen.

4.1.1.4 Teknologiske forhold

Teknologi er i dag en viktig faktor i oppdrettsbransjen. Dette er det flere grunner til.

En grunn er at teknologi er med på å redusere arealutfordringene bransjen står overfor i dag. Ved å investere i innovative prosjekter kan selskap få tildelt utviklingskonsesjoner som kan resultere i en permanent konsesjon. Én permanent konsesjon vil medføre at selskapet får muligheten til å utvide produksjonsvolumet med 780 til 900 tonn matfisk i året. Med en laksepris på 50 kr/kg utgjør dette en økt årlig driftsinntekt på mellom 39 og 45 millioner kroner. Denne muligheten for vekst er et incentiv for oppdrettsselskapene for å utvikle nye løsninger og teknologi. For å sikre en bærekraftig næring krever myndighetene at de som får tildelt

utviklingskonsesjoner, deler løsningene med resten av bransjen. Slik vil den teknologiske utviklingen komme hele oppdrettsnæringen til gode. Dette taler for at teknologisk utvikling trolig vil bidra til bedre miljøforhold og økt produksjon. Dette kan bidra til en strategisk fordel for oppdrettsnæringen i årene som kommer.

Imidlertid vil den strategiske fordelene bero på hvilke teknologiske løsninger som blir realisert. En mulig løsning på lus- og rømmingsproblematikken er å drive oppdrett av laks på land. Dersom dette blir en realitet vil konkurransesituasjonen endres ettersom nyetableringer kan dukke opp hvor som helst i verden da geografiske forhold ikke har samme betydning lenger. I så fall vil teknologisk innovasjon redusere bransjens strategiske fordel. Oppdrett på land er et aktuelt tema i næringen, men det er knyttet flere usikkerhetsmomenter rundt løsningen, slik at det enda ikke er en realitet. På grunn av dette ser vi ikke på oppdrettsanlegg på land som en reell trussel for bransjen de kommende årene.

Samlet vil teknologi medføre at bransjen kan produsere et høyere volum i fremtiden, hvilket trekker i retning av at teknologi vil øke bransjens strategiske fordel. Samtidig vil teknologi antakelig medføre en mer liberal konsesjonspolitikk, noe som åpner for en høyere konkurranse. Økt konkurranse er med på å redusere bransjens strategiske fordel. I midlertid vil det alltid foreligge en viss begrensende konsesjonspolitikk for å opprettholde en bærekraftig næring, slik at den strategiske fordelene ikke forsvinner helt.

4.1.1.5 Miljømessige forhold

Miljømessige forhold påvirker oppdrettsnæringen i svært stor grad. Bare lakselus koster næringen rundt 15 milliarder kroner årlig i produksjonstap og behandling (Ytreberg, 2017c). I tillegg sliter næringen med oppdrettslaks som rømmer, sprer sykdommer og truer genetikken til villaksbestanden. De miljømessige utfordringene ligger til grunn for en streng konsesjonspolitikk, et fokus på teknologisk innovasjon og strenge reguleringer. Miljøutfordringene begrenser produksjonsmulighetene, hvilket bidrar til å redusere bransjens strategiske fordel. I tiden som kommer er det forventet at de miljømessige utfordringene vil bli noe mindre som følge av teknologisk innovasjon.

4.1.1.6 Juridiske forhold

Som nent i avsnitt 2.1.3 er oppdrettsnæringen strengt regulert med akvakulturloven, forskrift for oppdrett av laks og forskrift for bekjempelse av lakselus i akvakulturanlegg. I tillegg til disse lovene, må næringen forholde seg til Mattilsynets retningslinjer. Dette er retningslinjer som er ment å sikre trygg matproduksjon, god dyrehelse, miljøvennlig produksjon og etisk forsvarlig hold av fisken (Mattilsynet, 2017). Mattilsynet fører tilsyn og kan fatte nødvendige vedtak for å sikre at lov om matproduksjon og mattrygghet blir overholdt (matloven §23, 1.ledd). Mattilsynet vil også kunne følge opp andre eventuelle lovbrudd gjort av selskapene. At oppdrettsnæringen må ta hensyn til mattilsynets krav opprettholder næringens integritet, hvilket vi mener bidrar til en høy etterspørsel etter norsk oppdrettslaks. Dette er med på å utgjøre dermed en strategisk fordel for oppdrettsnæringen.

Gjennom laksetildelingsforskriften og forskrift om bekjempelse av lakselus, pålegger myndighetene oppdrettsnæringen å gjennomføre flere konkrete tiltak for å minimere antall lus i merdene. For eksempel krever myndighetene at oppdrettsanleggene jevnlig teller antall lus og måler sjøtemperaturen i anleggene og rapporterer tallene til Mattilsynet (forskrift om lakselusbekjempelse, 2012, §6 og §10). Slike tiltak er, som nevnt i 2.1.5, en av de store kostnadsdriverne i næringen og kan dermed anses som en ulempe. På den andre siden bidrar de strenge kravene til lavere dødelighet og trolig bedre kvalitet på fisken. Dette kan bidra til en strategisk fordel ved at salgsvolumet ikke reduseres betydelig av høy dødelighet, og at betalingsvilligheten på laksen er høy. Samlet mener vi at dette bidrar til økt strategisk fordel for oppdrettsbransjen.

Lover og forskrifter setter rammevilkårene for oppdrettsnæringen. Disse rammevilkårene medfører kostnader å overholde, men overholdelse vil kunne gi næringen økt integritet, lavere dødelighet og økt kvalitet på laksen. Samlet bidrar de juridiske forholdene til en strategisk fordel for oppdrettsnæringen.

4.1.1.7 Oppsummering av PESTEL-analysen

I PESTEL-analysen er det diskutert hvordan ulike ytre forhold påvirker oppdrettsnæringen. De politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og juridiske forholdene er tett knyttet sammen og påvirker næringen i ulik grad. Som følge av miljøutfordringene knyttet til oppdrettsnæringen, fører myndighetene en streng konsesjonspolitik. Den strenge konsesjonspolitikken setter en begrensning for hvilket volum næringen kan tilby markedene.

Med en høy etterspørsel som følge av en økende middelklasse, god kvalitet på norsk oppdrettslaks og næringens integritet, har dette en positiv effekt på lakseprisen og fører til en strategisk fordel. Den svake kronen har bidratt til en ytterligere effekt på lakseprisen de siste årene og lav rente har gitt gunstige gjeldsforpliktelse. Dette har ført til en større strategisk fordel for næringen.

I tiden som kommer kan vi vente at teknologisk innovasjon vil kunne redusere miljøutfordringene som igjen kan bidra til økt kvalitet på fisken og lavere dødelighet. Dette betyr at både betalingsvilligheten og tilbudt volum for norsk laks vil kunne øke. I tillegg vil teknologisk innovasjon også trolig føre til flere utviklingskonsesjoner og på sikt en mer liberal konsesjonspolitikk. Følgelig vil produksjonsvolumet øke ytterligere. Dette er forhold som øker bransjens strategiske fordel. På den andre siden vil en mer liberal konsesjonspolitikk åpne for en større konkurranse. Det økte volumet og konkurransen vil imidlertid være noe begrenset ettersom vi forventer at det alltid vil være en noe begrensende konsesjonspolitikk for å sikre en bærekraftig næring. I tillegg ser den norske kronen ut til å styrke seg, noe som trekker i retning av en lavere laksepris. Vi mener vi at den økte konkurransen og styrkede kronen vil ha en større effekt enn det økte produksjonsvolumet. Følgelig ser vi det sannsynlig at den strategiske fordelene knyttet til bransjen vil reduseres i fremtiden.

4.1.2 Porters fem krefter

Porters fem krefter er en oversikt over de fem mest sentrale kreftene som kan true en bransjes konkurransesituasjon. Kreftene er nyetablering, intern rivalisering, substitutter, kunders forhandlingsmakt og leverandørers forhandlingsmakt (Barney, 2014). En analyse av kreftene kan bidra til å kartlegge om det foreligger bransjefordeler.

4.1.2.2 Intern rivalisering

Intern rivalisering handler om hvor intens konkurransen mellom eksisterende selskap i bransjen er. Dersom konkurransen internt er stor, utgjør det en trussel for bransjen fordi eksempelvis priser kan presses ned og frekvensen for nye produkter ut i markedet kan være høy (Barney, 2014). Intern rivalisering forekommer hyppigere i situasjoner der det er flere selskap, selskapene er av relativt lik størrelse og industrien vokser sakte. I en slik situasjon handler det blant annet om å ta markedsandeler fra konkurrentene for å vokse.

I dag står de ti største oppdrettsselskapene i Norge for 69% av den norske lakseproduksjonen. Det vil si at det er relativt få selskap som konkurrer mot hverandre, hvilket taler for en lav intern rivalisering. I tillegg varier størrelsen på selskapene. Samtidig som flere av de store selskapene kjøper opp de mindre oppdrettsselskapene. Dette er faktorer som reduserer risikoen for intern rivalisering.

Å produktdifferensiere selve oppdrettsbransjen er komplisert siden det hovedsakelig blir produsert enten fersk eller frossen laks og ørret. For å kapre kunder, er det prisen som da blir avgjørende. Dette er et moment som øker trusselen for intern rivalisering. Samtidig er det flere av oppdrettsselskapene som også bearbeider fisken selv. Selv om dette utgjør en liten del av virksomheten deres, muliggjør det for noe produktdifferensiering.

Videre har vi diskutert i 4.1.1, at ny teknologi er ventet å medføre en liberalisering i konsesjonspolitikken, noe som vil medføre økt produksjonsvolum. Når selskapene i bransjen kan tilby et økt volum til markedene, vil muligheten for å kapre markedsandeler være større. Følgelig vil den interne rivaliseringen øke. Økningen vil likevel være begrenset da det forventes at konsesjonspolitikken alltid vil være noe begrensende for å sikre en bærekraftig næring.

Oppsummert ser en at det er relativt få konkurrenter, hvilket taler for en lav intern rivalisering. Imidlertid er det vanskelig å differensiere produktet sitt, hvilket taler for høy intern rivalisering. Samlet vurderes trusselen om intern rivalisering som lav til moderat. Fremover i tid, ser det ut til at teknologisk innovasjon føre til en liberalisering av konsesjonspolitikken, hvilket vil øke den interne rivaliseringen. Følgelig ser vi det sannsynlig at dagens lave til moderate interne rivalisering vil øke til moderat til høy.

4.1.2.3 Substitutter

Substitutter vil si alternative produkter som møter det samme behovet hos kunden (Barney, 2014). Hvor bredt tilbud av substitutter kunden står overfor, vil blant annet påvirke prisen og dermed lønnsomheten i bransjen.

Hvor mange substitutter laks og ørret har, avhenger av konsumentens oppfatning av produktet. Dersom konsumenten ser på laks og ørret som en kilde til proteiner, finnes det flere andre alternativer som kan velges. Eksempler på substitutter til proteinkilder er kjøtt, kylling, bønner og egg. Benytter konsumenten fisken som proteinkilde, vil utvalget av alternative proteinkilder antakelig utgjøre en trussel for bransjen.

Velger derimot konsumenten oppdrettslaks på grunn av næringsinnholdet, reduseres substituttene. Alternativer for konsumenten vil da være andre fiskearter som hvit fisk, villaks eller kosttilskudd som tran.

Oppsummert ser en at substituttene til oppdrettslaks og ørret avhenger av hvordan konsumenten verdsetter produktet. Likevel ser en at det alltid vil eksistere substitutter uavhengig av konsumentens oppfatning av produktet. Dette trekker i retning av at substituttene utgjør en moderat til høy trussel for bransjen. Substituttene vil være der i fremtiden, hvilket betyr at de antakelig alltid vil være en moderat til sterk trussel for bransjen.

4.1.2.4 Leverandørenes forhandlingsmakt

Leverandørene leverer kritiske produkter som bransjen er avhengig av. Ved å øke prisene eller redusere kvaliteten på produktene, kan leverandørene true bransjen, og på den måten har de forhandlingsmakt (Barney, 2014).

For oppdrettsbransjen er det fiskefôr som utgjør en av de største kostnadsdriverne, og det er derfor relevant å vurdere fiskefôrleverandørenes forhandlingsmakt. I Norge er de store leverandørene EWOS, Skretting og BioMar (Lerøy Seafood Group, 2016). Det er med andre ord relativt få leverandører i Norge, hvilket medfører at deres forhandlingsmakt øker.

Videre er fiskefôr et unikt sammensatt produkt. Produktkombinasjonen er nøye gjennomtenkt og inneholder flere næringsstoffer for fisken (Lerøy Seafood Group, 2016). Dette medfører at det er utfordrende for oppdrettsselskapene å finne substitutter som gir akkurat samme næring. Med andre ord sitter leverandørene med høy forhandlingsmakt.

Samtidig er fiskefôr et såpass særegent produkt at leverandørene er avhengig av at oppdrettsselskapene velger dem ettersom det kan være vanskelig å finne andre kunder. På bakgrunn av dette ser en at leverandørene er gjensidig avhengig av selskapene i oppdrettsbransjen, hvilket er med på å redusere forhandlingsmakten til leverandørene.

Videre blir flere av oppdrettsselskapene mer helintegrerte. I dag er det kun Marine Harvest som produserer sitt eget fiskefôr, men en skal ikke se bort fra at flere selskap kommer til å gjøre det samme i fremtiden. Er dette tilfelle, vil kundene til fiskefôrleverandørene reduseres, noe som også vil gjenspeiles i deres forhandlingsmakt.

Basert på diskusjonen over ser vi at leverandørene har stor forhandlingsmakt ettersom de er eneste alternativ for selskapene i oppdrettsbransjen. Samtidig er leverandørene gjensidig

avhengig av sine kunder, hvilket er med på å redusere forhandlingsmakten deres. Det hele trekker i retning av at leverandørens forhandlingsmakt er en moderat trussel for oppdrettsbransjen. Dersom oppdrettsselskapene begynner å produsere fiskefôr selv, vil leverandørens forhandlingsmakt kunne reduseres.

4.1.2.1 Nyetablering

Nyetablering handler om at selskap som akkurat har ankommet bransjen eller snart skal tre inn, utgjør en trussel da de kan ta markedsandeler (Barney, 2014). For at et selskap skal vurdere å entre et nytt marked, må forventet fremtidig profitt være større enn kostnadene tilknyttet etableringen. I tillegg må andre inngangsbarrierer som eksempelvis juridiske og politiske forhold tas høyde for.

Som diskutert i avsnitt 2.4.4, har de største oppdrettsselskapene gode drifts- og resultatmarginer, hvilket indikerer at muligheten for profitt er stor i bransjen. Dette trekker i retning av at det er interessant for andre selskap å tre inn i markedet.

Imidlertid står bransjen overfor flere ulike inngangsbarrierer. For det første er oppdrettsbransjen en kapitalintensiv bransje da konsesjoner, oppdrettsanlegg og investeringer i forskning og utvikling krever mye kapital. I tillegg tar det omtrent tre år før et eventuelt nyetablert selskap generer inntekter grunnet laksens produksjonssyklus. Dette trekker i retning av det kreves mye kapital for å entre bransjen og at det tar lang tid før en begynner å genere inntekt, noe som senker trusselen for nyetableringer.

For det andre foreligger det en avgjørende politisk barriere i bransjen. For å drive oppdrett av laks er en, som nevnt i avsnitt 2.1.3, avhengig av å besitte konsesjoner. Nærings- og Fiskeridepartementet deler ikke lenger ut nye ordinære konsesjoner for oppdrett av laks, hvilket medfører at trusselen for nyetablering reduseres ytterligere.

Samtidig, som diskutert i PESTEL -analysen kan teknologisk innovasjon føre til innvilgelse av utviklingskonsesjoner. Dette kan videre gi en mulighet for nye aktører til å etablere seg i næringen. På den andre siden vil utvikling av innovative løsninger i oppdrettsbransjen mest sannsynlig kreve god erfaring med lakseoppdrett, hvilket argumenterer for at nyetablering er lite sannsynlig. Imidlertid, som diskutert, vil teknologisk innovasjon trolig medføre en liberalisering av konsesjonspolitikken i fremtiden. Følgelig vil sannsynligheten for nyetablering øke. Men som nevnt i avsnitt 4.1.1.4, mener vi det alltid vil foreligge en viss regulering av antall

konsesjoner for å opprettholde en bærekraftig næring. På den måten vil det alltid være en viss etableringsbarriere i bransjen.

Oppsummert trekker det hele i retning av at nyetableringer er et relativt lavt trusselbilde for oppdrettsbransjen i dag. Denne situasjonen ventes imidlertid å endre seg i fremtiden ettersom konsesjonspolitikken ventes å bli mer liberal. Samtidig vil det alltid foreligge en viss regulering av antall konsesjoner for å sikre en bærekraftig næring. På den måten vil det alltid være en viss etableringsbarriere.

4.1.2.5 Kundenes forhandlingsmakt

Kundenes forhandlingsmakt påvirker inntektene til et selskap i en positiv eller negativ retning (Barney, 2014). Det er flere ulike faktorer som påvirker kundenes forhandlingsmakt.

En faktor som har innvirkning på kundenes forhandlingsmakt er antall kunder. Oppdrettsselskapene i Norge leverer, som nevnt tidligere, laks og ørret til nesten hele verden. Med andre ord operer de i flere ulike markeder. Det faktum at kundene er mange, er med på å redusere kundenes forhandlingsmakt.

Videre kan oppdrettsselskapene betraktes som pristakere ettersom kundene kan benytte substitutter dersom de synes prisene blir for høye. I tillegg fisk et lite differensierte produkt. Dette, kombinert med at selskapene er avhengig av å selge unna fisken fordi det er en ferskvare, øker kundenes forhandlingsmakt.

Bransjen har også noe makt over kundene i den forstand at de styrer tilbudet av laks. Lakseprisene er i dag høye fordi tilbudet er lavt. Det tar relativt lang tid å justere tilbudet på grunn av laksens produksjonssyklus. I tillegg ligger det begrensninger på hvor mye som kan bli produsert grunnet konsesjonene. Dette er faktorer som er med på å redusere kundenes forhandlingsmakt.

Samlet sett er oppdrettsbransjen avhengig av sine kunder, noe de alltid vil være, selv om de er mange. Dette medfører at trusselen for kundenes forhandlingsmakt alltid vil oppfattes som moderat til høy.

4.1.2.6 Oppsummering av Porters fem krefter

Analysen av Porters fem krefter er oppsummert i tabell 4-1. Som tabellen viser utgjør nyetablering og intern rivalisering i dag en lav trussel for oppdrettsbransjen. Grunnen til dette er at konsesjonspolitikken gjør det vanskelig for nye aktører å entre bransjen. De resterende kreftene oppfattes enten som moderat eller moderat til høy trussel. Ettersom nyetablering utgjør en såpass stor begrensning for konkurransen i oppdrettsbransjen, konkluderer vi med at oppdrettsbransjen samlet er lavt til moderat truet.

I fremtiden er det derimot ventet at konkurranseforholdet til bransjen endrer seg. Dette skyldes hovedsakelig at både nyetablering og intern rivalisering vil øke. Økningen skyldes en forventning om en mer liberal konsesjonspolitikk som følge av teknologisk innovasjon. Konsesjonspolitikken forventes imidlertid alltid å føre til en viss etableringsbarriere. De resterende konkurranseforholdene vil forholde seg relativt likt i fremtiden. Samlet forventer vi at konkurransen i næringen vil øke i fremtiden, men i begrenset grad.

Oppdrettsbransjen	Lav	Moderat	Høy
Nyetablering	X		
Intern rivalisering	X		
Substitutter		X	
Kunders forhandlingsmakt		X	
Leverandørers forhandlingsmakt		X	

Tabell 4 - 1 Dagens situasjon av Porters fem krefter

4.1.3 Oppsummering av eksternt bransjeorientert analyse

I dag besitter oppdrettsbransjen en strategisk fordel. Dette skyldes hovedsakelig at tilbudet av laks er begrenset, samtidig som etterspørselen er stor, hvilket gir høye laksepriser. Tilbudet av laks er hovedsakelig begrenset av den strenge konsesjonspolitikken. Samtidig er etterspørselen høy som følge av en økende middelklasse, god kvalitet på oppdrettslaks og næringens integritet. I tillegg er det lave konkurranseforholdet i bransjen, sammen med en svak krone og lav rente med på å forsterke den strategiske fordelene.

I fremtiden forventes det at den strategiske fordelene reduseres. Årsaken til dette er hovedsakelig at teknologisk innovasjon vil bidra til en mer liberal konsesjonspolitikk. Endringen i konsesjonspolitikken fører til et høyere produksjonsvolum samt en økt konkurranse i bransjen. Ettersom kronen også er ventet å styrke seg, er den samlede effekten en redusert strategisk

fordel i årene som kommer. Konesjonspolitikken vil imidlertid alltid til en viss grad begrense konkurransen for å sikre en bærekraftig næring. Dermed vil det alltid foreligge en strategisk fordel knyttet til bransjen.

4.2 Intern ressursbasert analyse

En intern ressursbasert analyse skal avdekke om LSG har en strategisk fordel gjennom å besitte verdifulle ressurser som andre selskap i bransjen ikke besitter. Utgangspunktet for analysen er at selskapets ressurser blir sammenlignet med ressursene til «gjennomsnittsselskapet» i bransjen gjennom VRIO-rammeverket.

4.2.1 VRIO-analyse

Et VRIO-rammeverk benyttes for å forstå om et selskap har konkurransefortrinn, hvor bærekraftige konkurransefortrinnene er og hva kilden til fordelene er (Barney, 2014). Rammeverket tar utgangspunkt i de fire kriterier nevnt nedenfor for å vurdere om konkrete ressurser er en styrke eller svakhet for selskapet (Barney, 2014).

V – Value, Verdifull: Er ressursen verdifull?

R – Rarity, Sjelden: Er ressursen kontrollert av ingen eller et fåtall av konkurrentene?

I – Imitability, Ikke-imiterbar: Er det vanskelig å finne substitutter eller kopiere ressursen?

O – Organization, Effektivt organisert: Klarer selskapet å utnytte ressursen fullt ut?

Tabell 4-2 viser hvordan kombinasjonen av de fire kriteriene avgjør hvilken grad av konkurransefortrinn ressursen gir og om den utgjør en styrke eller svakhet.

Verdifull	Sjelden	Ikke-imiterbar	Effektivt organisert	Superrentabilitet	Konkurransemessig betydning	Styrke/svakhet
Nei	Nei	Nei	Nei	$ndr < ndr_b$	Konkurranseulempe	Konkurranseulempe
Ja	Nei	Nei	Nei/Ja	$ndr \approx ndr_b$	Konkurranseparitet	Konkurranseparitet
Ja	Ja	Nei	Ja/Nei	$ndr > ndr_b$ midlertidig	Midlertidig konkurranseforde	Midlertidig konkurranseforde
Ja	Ja	Ja	Ja	$ndr > ndr_b$ varig	Varig Konkurrandefordel	Varig Konkurrandefordel

Tabell 4 - 2 VRIO-analyseverktøy

Ressursene som skal analyseres ved hjelp av dette rammeverket er integrasjon, innovasjonsevne, lokasjon, merkevare og bearbeiding. Da det fremgår av den bransjeorienterte analysen at innovasjon er viktig for å sikre vekst, er det naturlig å finne ut om LSG innehar

denne ressursen og i hvilken grad den bidrar til selskapets konkurransedyktighet. Både merkevare, integrasjon og bearbeiding er ressurser et selskap kan bruke til å differensiere seg fra konkurrenter og som kan gi konkurransefordeler. Det er interessant å finne ut hvilken verdi disse ressursene har for LSG. Samtidig er et oppdrettsselskap avhengig av konsesjoner og riktig lokasjon for å kunne drive lakseoppdrett. Derfor velger vi å se om disse ressursene utgjør en konkurransefordel for LSG.

4.2.1.1 Integrasjon

Som nevnt har LSG en helintegreert verdikjede i likhet med konkurrentene Marine Harvest, SalMar og (delvis) Grieg Seafood. En helintegreert verdikjede har lønnsomme effekter da transaksjonskostnader elimineres og konsernledelsen får muligheten til å optimalisere og kontrollere alle ledd i virksomheten. Integrasjon er dermed en verdifull ressurs for LSG.

I 2016 kjøpte LSG opp selskap som driver med fangst og foredling av hvitfisk. Integrering av hvitfisk som et nytt segment i verdikjeden vil skille LSG fra konkurrentene og gjøre ressursen sjelden. I hvilken grad hvitfisksegmentet er fullstendig integrert er derfor en interessant problemstilling. Både i 2016 og 2017 har hvitfisksegmentet bidratt til positive resultater for LSG, og segmentet er inkludert i organisasjonskartet. Dette kan argumentere for at hvitfisk er integrert i selskapets verdikjede. På den andre siden må det påpekes at det tar tid for et selskap å fullstendig integrere et nytt oppkjøpt segment i sin verdikjede. Rutiner, organisasjonsverdier og kommunikasjonslinjer er noen momenter som skal implementeres og være fullstendig fungerende før segmentet kan betraktes som 100% integrert i verdikjeden. Siden oppkjøpet ble nylig foretatt, antar vi at hvitfisksegmentet ikke er fullstendig integrert i verdikjeden. Vi betrakter derfor ikke ressursen som sjelden for LSG. Integrasjon utgjør dermed kun en konkurranseparitet for selskapet.

I tiden som kommer, kan vi derimot vente at hvitfisksegmentet blir fullstendig integrert i verdikjeden og ressursen blir å betrakte som sjelden. Ettersom konkurrerende selskap også kan etablere et hvitfisksegment er denne ressursen imiterbar. I fremtiden kan vi altså forvente at integrasjon vil utgjøre en midlertidig fordel for LSG. På lang sikt derimot, er det ventet at ressursfordelen forsvinner da konkurransekrefter virker inn som følge av at ressursen er imiterbar.

Oppsummert utgjør integrasjon i dag en konkurranseparitet for LSG. I fremtiden forventes det at LSG, gjennom sin hvitfiskproduksjon, får en midlertidig fordel. Denne fordelen er imidlertid ventet å forsvinne på lang sikt grunnet konkurransekrefter.

4.2.1.2 Innovasjonsevne

LSG jobber med å utvikle oppdrettsanlegg som skal være lusefrie og rømmingssikre. I 2017 søkte selskapet Nærings- og Fiskeridepartementet om 9 utviklingstillatelser for konseptet "Pipefarm» (Fiskeridirektoratet, 2017b). Anlegget, samt bruken av postsmolt er ment å redusere antall lus og rømminger. Ettersom dette er problemer som medfører store kostnader for næringen, er "Pipefarm" og dermed LSGs innovasjonsevne å betrakte som en verdifull ressurs for selskapet. Dette forsterkes ytterligere av at LSG har utviklet nye smoltanlegg til produksjon av postsmolt samt andre innovative prosjekter.

Det stilles strenge krav for å få tildelt utviklingskonsesjoner. I følge Nærings- og Fiskeridepartementet skal konsesjonene tildeles prosjekter som er innovative og som innebærer betydelige investeringer. LSG har ikke fått godkjenning av "Pipefarm" ennå, men det suksessfulle arbeidet med pilotanlegget, Preline, og søknaden i seg selv forteller at dette er et prosjekt LSG betrakter som unikt og innovativt. Imidlertid er departementets liste over søknader om utviklingskonsesjoner under behandling lang, og noen er allerede innvilget. Dette forteller at de konkurrerende oppdrettselskapene også innehar en innovasjonsevne og det er grunn til å tro at denne er på høyde med LSG. Innovasjonsevne kan dermed ikke betraktes som en sjelden ressurs for LSG.

Med tilsvarende innovasjonsevne som LSG, er det rimelig å anta at konkurrentene også vil kunne imitere LSG sine utviklingsprosjekter slik som "Pipefarm". Dette poenget understrekes ytterligere ved at innvilgelse av utviklingskonsesjoner forutsetter at selskapet deler all kunnskap og teknologi forbundet med prosjektet med resten av næringen.

Innovasjonsevnen til LSG er verdifull, men imiterbar og ikke sjelden. Ut i fra rammeverket er denne ressursen derfor å betrakte som en konkurranseparitet for selskapet.

4.2.1.3 Lokasjoner

Som kjent er lakselus og sykdommer store utfordringer for oppdrettsnæringen. De medfører høye kostnader i forbindelse med å bekjempe og de forårsaker dødelighet i anleggene. I følge

veterinærinstituttet er omfanget av lakselus og forskjellige sykdommer varierende mellom de forskjellige lokasjonene langs norskekysten (Veterinærinstituttet, 2016). Eksempelvis er det større omfang av lakselus på den midtre og sørlige delen av kysten enn i den nordlige delen. Også internt i hver landsdel vil omfanget av lakselus og sykdommer variere mellom ulike fjorder, sund og bukter. Dette forteller oss at hver eneste lokasjon vil ha betydning for hvor mye fisk selskapene kan produsere og kvaliteten på denne fisken. Følgelig vil lokasjonene påvirke lønnsomheten og konkurransekraften til oppdrettsselskapene. Med lokasjoner i Nord-, Midt- og Vest-Norge har LSG en god spredning på sine lokasjoner. Ettersom LSG er næringens nest største selskap når det kommer til produksjon av laks og ørret, er det god grunn til å tro at lokasjonene til selskapet er av stor betydning. Lokasjonene til LSG kan derfor betraktes som en verdifull ressurs for selskapet.

Lokasjonene til LSG kan betraktes som sjeldne da det ikke er andre konkurrenter som har en tilsvarende kombinasjon av lokasjoner. Likevel er det vanskelig å argumentere for at det er nettopp lokasjonene til LSG som gir selskapet et konkurransefortinn i forhold til konkurrentene. Marine Harvest og SalMar er to store konkurrenter som på lik linje med LSG også har lokasjoner som gir dem verdier. Å kunne differensiere konkurransekraften til de ulike største selskapene basert på lokasjonene deres vil nærmest være umulig. Lokasjonene til LSG kan derfor ikke betraktes som en sjelden ressurs for selskapet. Vi har valgt å la være å diskutere imiterbarheten da ressursen ikke anses som sjelden.

Oppsummert utgjør LSG sine lokasjoner en konkurranseparitet for selskapet.

4.2.1.4 Merkevarer

Som nevnt i avsnitt 2.2.6, har LSG et kjent merkevarenavn. Selskapet har alltid hatt som visjon å bli ledende innen sjømat, og konsernleder Beltestad sa i 2016 at de har som mål å få «Lerøy i hvert kjøkken» (Berge, 2016). Gjennom sin satsning har LSG klart å etablere seg i over 70 markeder. Dette er med på å gi selskapet unik kunnskap om trender i markedene, samt en betydelig kundeportefølje som bidrar til å spre risiko for selskapet (Lerøy Seafood Group, 2016). Det russiske importforbudet av norsk laks og ørret i 2014 er et godt eksempel på verdien av en veldiversifisert kundeportefølje. Samtidig vil LSG sin brede kundeportefølje eksponere millioner av kunder for merkevaren, Lerøy. Selskapets evne til å entre stadig nye markeder og å skape gode kunderelasjoner kan begrunnes i merkevaren. Dette argumenterer for at merkevaren, Lerøy, er en verdifull ressurs for LSG.

Det at LSG ble stiftet så tidlig som i 1939, gjør at merkevaren Lerøy er den eldste i bransjen. Hovedårsaken til dette er fordi de konkurrerende oppdrettsselskapene i Norge enten har byttet navn i løpet av årene eller er av nyere opprinnelse. Merkevaren Lerøy skiller seg også ut ved at LSG bruker den på sluttproduktene i større grad enn konkurrentene. Likevel er merkevarene som Marine Harvest og SalMar også svært sterke i næringen, og det er vanskelig å argumentere for at den ene merkevaren gir større konkurransefordel enn den andre. Merkevaren, Lerøy, kan derfor ikke betraktes som en sjelden ressurs for selskapet.

Som nevnt i avsnittet over, er merkevaren Lerøy etablert i flere markeder rundt om i verden og den har en relativt stor eksponering i dagligvarebutikker. Både kundenettverk og en kjent merkevare tar tid å opparbeide. Likevel er det grunn til å tro at gjennom riktig strategi og markedsføring er også mulighet for konkurrerende selskapet å skape en tilsvarende sterk merkevare. Merkevaren Lerøy kan derfor betraktes som en imiterbar ressurs.

Merkevaren Lerøy er å betrakte som verdifull for LSG, men det kan vanskelig forsvares at ressursen er sjelden. Ettersom den også er imiterbar, konkluderer vi med at merkevaren Lerøy utgjør en konkurranseparitet for LSG.

4.2.1.5 Bearbeiding

Som nevnt i avsnitt 2.2.3.3, har LSG foretatt flere investeringer innen videreforedling av fisk. Selskapet har blant annet investert i flere såkalte «fish-cuts»-fabrikker som gjør det mulig å tilby kundene ferdig filetert fersk fisk, enten i form av sushi eller i porsjonspakker med tilbehør. Å tilby ferdig bearbeidet fisk direkte til sluttbrukeren er en del av LSG sin vekststrategi. Om LSG sin bearbeiding av fisk utgjør et konkurransefortrinn og på den måten bidrar til at LSG har en strategisk fordel skal vi analysere i dette avsnittet. Spørsmålet vi først må stille oss i denne analysen er om bearbeiding er en viktig ressurs for LSG.

Som sagt gjør bearbeiding av fisk det mulig for selskapet å tilby nye produkter i nye markeder, noe som synliggjør og forsterker merkevaren Lerøy. Bearbeidingen øker kvaliteten på sluttproduktet, noe som medfører høyere betalingsvilje for konsumentene. På den andre siden har fokuset på å tilby bearbeidet fisk medført høye investeringer. Høye investeringer kan igjen føre til at det blir produsert mindre fisk per kapital. Vi mener derfor at bearbeidingen kan være en effektivitetsulempe for LSG. Bearbeidingen vil også antakelig medføre høyere varekostnader som følge av at fisken går gjennom flere prosesser, at annet tilbehør inkluderes og at den pakkes i mindre porsjoner.

LSG sin bearbeiding av fisk gjør at selskapet når ut til nye markeder, fremmer sin merkevare og kan ta en høyere pris på de bearbeidede produktene. På den andre siden medfører bearbeidingen større investeringer og høyere varekostnader. Vi mener at kostnadene og investeringene knyttet til bearbeidingen kan være høyere enn merverdien de bearbeidede produktene skaper. Denne usikkerheten gjør at det vanskelig kan argumenteres for at bearbeiding er en viktig resurs for LSG. Ut i fra rammeverket anses dermed bearbeiding som en konkurranseulempe for selskapet. Vi forventer at denne ulempen vil vedvare, men at varekostnadene vil på lang sikt kunne forbedres noe som følge av optimalisering av prosessen.

4.2.2 Oppsummering av intern ressursanalyse

Ved hjelp av VRIO-rammeverket er fem av LSG sine sentrale ressurser analysert. Ressursene integrasjon, innovasjonsevne, lokasjoner og merkevare er alle verdifulle ressurser for LSG, men utgjør i dag ingen konkurransefordel ettersom de ikke er å betrakte som sjeldne. Altså antas det at konkurrerende selskap i næringen innehar tilsvarende ressurser. Likevel kan vi vente at når hvitfisksegmentet er fullstendig integrert i selskapets verdikjede, vil det kunne gi en midlertidig konkurransefordel til LSG. På lang sikt er det imidlertid forventet at konkurransekrefter virker inn slik at den midlertidige ressursfordelen forsvinner.

Bearbeiding er en ressurs LSG har stort fokus på slik at de kan tilby nye produkter til nye markeder. I analysen finner vi at denne ressursen vil kunne øke kvaliteten på fisken, noe som fører til høyere betalingsvilje for produktet. På den andre siden kan bearbeidingen føre til en effektivitetsulempe og høye varekostnader for selskapet. Dette mener vi veier tyngre og fører derfor til at bearbeiding utgjør en konkurranseulempe for LSG.

Funnene i analysen er oppsummert i tabell 4-3.

	Verdifull	Sjelden	Ikke-imiterbar	Organisert	Implikasjoner
Integrasjoner	Ja	Nei	Nei	-	Konkurranseparitet
Innovasjonsevne	Ja	Nei	Nei	-	Konkurranseparitet
Lokasjon	Ja	Nei	Nei	-	Konkurranseparitet
Merkevare	Ja	Nei	Nei	-	Konkurranseparitet
Bearbeiding	Nei	Nei	Nei	-	Konkurranseulempe

Tabell 4 - 3 Oppsummering av VRIO-analyse

4.3 Oppsummering strategisk analyse

I PESTEL-analysen kommer det frem at som følge av miljøutfordringene knyttet til oppdrettsnæringen, fører myndighetene en streng konsesjonspolitik. Den strenge konsesjonspolitikken setter en begrensning for hvilket volum næringen kan tilby markedene. Med en høy etterspørsel som følge av en økende middelklasse, god kvalitet på norsk oppdrettslaks og næringens integritet, har dette hatt en positiv effekt på lakseprisen og ført til en strategisk fordel. Den svake kronen har bidratt til en ytterligere effekt på lakseprisen de siste årene og lav rente har gitt gunstige gjeldsforpliktelse. Dette er forhold som bidrar til en strategisk fordel for næringen.

I Porter-analysen kommer det frem at nyetablering og intern rivalisering utgjør i dag en lav trussel for oppdrettsbransjen. Grunnen til dette er at konsesjonspolitikken gjør det vanskelig for nye aktører å entre bransjen. Substitutter, kunders og leverandørers forhandlingsmakt oppfattes enten som moderat eller moderat til høy trussel. Etersom nyetablering utgjør en såpass stor begrensning for konkurransen i oppdrettsbransjen, konkluderer vi med at oppdrettsbransjen samlet er lavt til moderat truet. Dagens konkurransesituasjon bidrar derfor til en strategisk fordel for bransjen.

Ut i fra den eksterne bransjeorienterte analysen, besitter oppdrettsbransjen en stor strategisk fordel i dag.

I den interne ressursbaserte analysen kommer det frem at ressursene integrasjon, innovasjonsevne, lokasjoner og merkevare er konkurransepariteter for LSG. Bearbeiding er en ressurs LSG har stort fokus på slik at de kan tilby nye produkter til nye markeder. Analysen viser imidlertid at ressursen skaper en ulempe for LSG da vi mener den fører til høyere kostnader og investeringer enn hva den generer av inntekter. På grunn av dette besitter LSG i dag en liten ressursulempe.

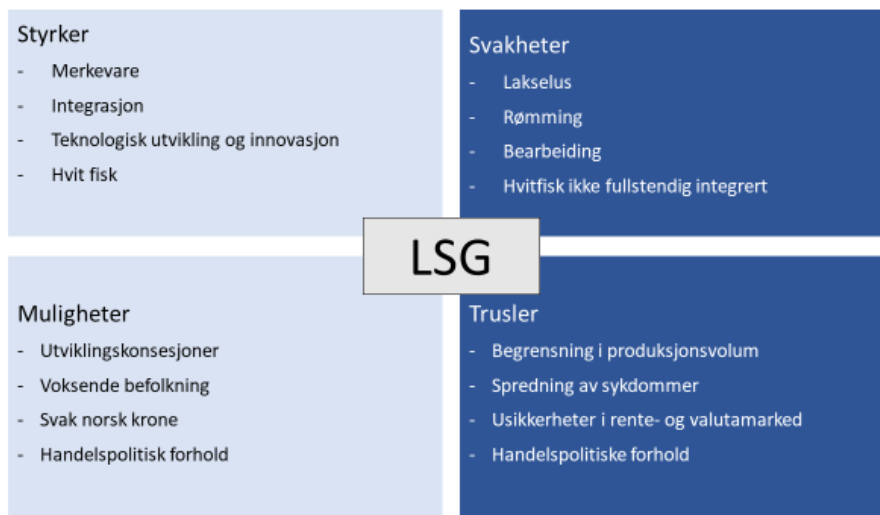
Oppsummert ser vi derfor at LSG besitter en stor bransjefordel og en liten ressursulempe. Samlet utgjør dette en relativt stor strategisk fordel for LSG.

I fremtiden ventes det at den strategiske fordel knyttet til bransjen reduseres. Årsaken til dette er hovedsakelig at teknologisk innovasjon vil bidra til en mer liberal konsesjonspolitik. Endringen i konsesjonspolitikken fører til et høyere produksjonsvolum samt en økt konkurranse i bransjen. Konkurransen vi likevel være begrenset da vi mener det alltid vil foreligge en noe begrensende konsesjonspolitik for å sikre en bærekraftig næring. Etersom kronen også er ventet å styrke seg, er den samlede effekten en redusert strategisk fordel i årene som kommer.

Fra den interne ressursbaserte analysen kom det frem at bearbeidingsprosessen vil fortsette å være en konkurranseulempe i fremtiden. Imidlertid er ressursen integrasjon ventet å utgjøre en midlertidig konkurransefordel i fremtiden. Grunnen til dette er at hvitfisksegmentet ventes å bli fullstendig integrert i selskapets verdikjede. Det ventes dermed at LSG får en liten ressursfordel de nærmeste årene. På lang sikt er det derimot ventet at konkurransekrefter virker inn slik at denne ressursfordelen forsvinner.

Oppsummert vil den strategiske fordelene knyttet til bransjen bli redusert i fremtiden. På kort sikt vil det imidlertid oppstå en intern ressursfordel. Nettoeffekten av dette på kort sikt, mener vi likevel er at LSG sin totale strategiske fordel blir noe redusert. På lang sikt forventes den interne ressursfordelen å forsvinne, slik at selskapets strategiske fordel reduseres ytterligere. På lang sikt er det forventet at LSG vil ha en liten strategisk fordel knyttet til bransjen ettersom det alltid vil foreligge en viss konsesjonsregulering av næringen.

LSG sine styrker og svakheter, samt muligheter og trusler er oppsummert i SWOT-diagrammet i figur 4-1. Styrker og svakheter er knyttet til selskapets interne ressursforhold. Mulighetene og truslene er knyttet til de eksterne bransjespesifikke forholdene (Hussey, 1998).



Figur 4 - 1 LSG sitt SWOT-diagram

5 Regnskapsanalyse

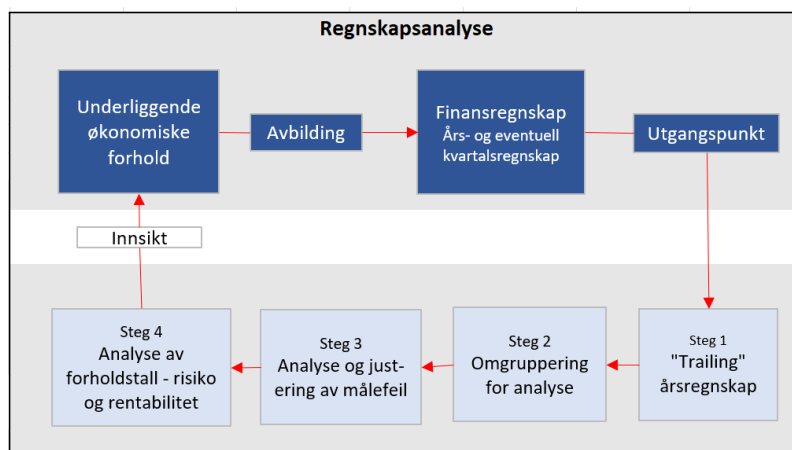
Regnskapsanalyse er en kvantitativ analyse av regnskapet som skal avdekke underliggende økonomiske forhold i selskapet. Analysen gir innsikt i de rapporterte tallene og den historiske utviklingen, hvilket muliggjør for en mer presis fremtidspredikering av regnskapet.

Det finnes ulike former for regnskapsanalyse, og hvilken metode som er best avhenger av hvem som er brukeren. Blant de eksterne brukerne, er det ofte kapitalinnskyterne som ønsker et bilde av det økonomiske forholdet. Kapitalinnskyterne er hovedsakelig investorer og kreditorer, hvilket medfører at det foreligger to ulike typer analyser. Investororientert analyse handler om å predikere egenkapitalverdien i selskapet og vurdere om inntjeningen til kapitalen er større enn avkastningen slik at det oppstår superrentabilitet. Kreditororientert analyse fokuserer derimot på om selskapets eiendeler er store nok til å dekke gjelden dersom det skulle oppstå likviditetsproblemer (Petersen mfl, 2007). LSG analyseres som en helhet, men det legges hovedfokus på en investororientert analyse.

I denne delen av oppgaven presenteres først rammeverket vi benytter for regnskapsanalysen samt praktiske valg. Videre følger historiske tall og «trailing» for de to siste kvartalene i 2017 ettersom det ikke foreligger rapporterte tall for disse kvartalene ennå. Deretter kommer en omgruppering av regnskapet og en analyse av målefeil og justering. Til slutt presenteres rammeverket for forholdstallanalysen som benyttes i kapittel 6.

5.1 Rammeverk og praktiske valg

Regnskapsanalysen som benyttes består av fire hovedsteg, slik figur 5-1 viser. Analysen tar utgangspunkt i LSG sine års- og kvartalsrapporter.



Figur 5 - 1 Rammeverket for regnskapsanalyse, presentert av Kjell – Henry Knivsflå

Det første steget omhandler «trailing». Ettersom det ikke foreligger regnskapstall for de to siste kvartalene for 2017, må kvartalstallene predikeres for å få et helhetlig bilde av 2017. Det andre steget handler om omgruppering. LSG fører sine regnskap etter IFRS reglene. IFRS reglene legger til rette for et kreditororientert perspektiv (Kinserdal, 2017). Ettersom denne analysen hovedsakelig skal ha et investororientert syn, er det nødvendig å foreta en omgruppering av regnskap, balanse og kontantstrøm. Det tredje steget er analyse og justering av målefeil. Justering av målefeil foretas for å få et bedre bilde av det underliggende økonomiske forholdet til LSG, slik at fremtidsregnskapet får et mest mulig riktig bilde av selskapet. Det fjerde steget presenterer analyse av forholdstall. Her skal risiko og rentabilitet for selskapet avdekkes.

Før de fire stegene i regnskapsanalysen presenteres, avklares LSG sitt analysenivå, analyseperiode og komparative selskap.

5.1.1 LSG sitt analysenivå

I vurderingen av selskapets analysenivå er det hovedsakelig to momenter som må vurderes. For det første må det vurderes hvorvidt selskapet skal deles opp. Teori sier at dersom virksomheten består av ulike forretningsområder, bør analysen ta for seg ett og ett forretningsområde (Knivsflå, 2017c). Siden LSG er delt opp i tre segmenter, Havbruk, Villfangstangst og VAP, Salg & Distribusjon, er det nærliggende å tenke at en skal dele analysen opp i de tre segmentene. Imidlertid foreligger det lite tilgjengelig informasjon om hver av de tre enkelte segmentene, slik at analysen blir mer presis dersom en ser på segmentene samlet. I tillegg er segmentene relativt avhengig av hverandre, hvilket taler for å analysere de samlet. Det andre momentet som må vurderes, er hvorvidt en skal analysere selskapsregnskapet til mor eller konsernregnskapet (Knivsflå, 2017c). Siden konsernregnskapet ofte danner et bedre bilde av selskapet, velger vi å benytte konsernregnskapet og ikke morselskapets regnskap.

5.1.2 LSG sin analyseperiode

Når en skal foreta en regnskapsanalyse må det vurderes hvor mange år bakover i tid en skal inkludere i analysen. En detaljert analyse av historiske tall, vil være med på å øke sannsynligheten for en mer presis predikasjon for fremtiden (Kaldestad & Møller, 2016). Antall historiske år som bør tas med avhenger av virksomhetens stabilitet samt om den har endret karakter (Petersen mfl, 2017). Dersom virksomheten har vært stabil i flere år, bør en velge en

lang analyseperiode. Dette for å få en lang tidsserie av forholdstall. Dersom virksomheten derimot har vært labil de siste årene, bør en kortere analyseperiode velges. Grunnen er at de eldre regnskapstallene da er lite representative for dagens virksomhet. Likevel bør en merke seg at dersom virksomheten operer i en syklisk bransje, bør analyseperioden være såpass lang at en får med seg både oppgangs- og nedgangskonjunkturer til selskapet (Petersen mfl, 2017).

LSG er en bransje som har utviklet seg relativt stabilt. I løpet av det siste året har de gjort to betydelige oppkjøp av henholdsvis Havfisk ASA og Norway Seafoods Group As. De to oppkjøpene har hatt en betydelig positiv påvirkning i regnskapet til LSG. Dette trekker i retning av at en kort analyseperiode. Samtidig karakteriseres oppdrettsbransjen som en syklisk bransje da den påvirkes av lakseprisen, hvilket indikerer at en hel syklus bør være med i analysen. Basert på figur 2-2, hvor utviklingen av lakseprisen demonstreres, velges derfor en periode fra og med 2012 til 2017.

5.1.3 Komparative selskap til LSG

I en regnskapsanalyse bør det være fastsatt en målestokk som benyttes som sammenligningsgrunnlag for analyseresultatene. En slik målestokk er som regel bransjegjennomsnittet. Bransjegjennomsnittet vil si en samling av de selskapene som er relativt homogene eller ligner i driften på selskapet som skal analyseres. I et slikt gjennomsnitt, må det også vurderes hvorvidt selskapet som analyseres skal være med å utgjøre gjennomsnittet. Etersom LSG er det tredje største oppdrettsselskapet i Norge, utgjør selskapet uten tvil en betydelig del av bransjen. Det vil derfor være naturlig å inkludere LSG i bransjegjennomsnittet, hvilket også er vanlig å gjøre i en strategisk regnskapsanalyse (Knivsflå, 2017c).

De andre komparative selskapene som utgjør bransjegjennomsnittet vil være andre selskap som driver med oppdrett av laks i Norge. De fleste andre oppdrettsselskapene i Norge, eksporter mesteparten av sin laks til Europa, akkurat som LSG gjør. Dette gjør at de andre store oppdrettsselskapene i Norge er relativt homogene da de har samme drift og hovedsakelig operer i samme marked. Basert på dette velges de største oppdrettsselskapene i Norge. Dette er Marine Harvest, SalMar, Lerøy Seafood Group, Grieg Seafood og Norway Royal Salmon (NRS). Marine Harvest er det klart største selskapet, med en omsetning som omtrent er større enn omsetningen til de fire andre selskapene til sammen. Dette medfører at bransjegjennomsnittet blir dominert av resultatene til Marine Harvest. En mulighet er å utelukke selskapet fra

analysen, men siden selskapet faktisk operer i bransjen, vil det bli feil å ekskludere selskapet fra gjennomsnittet.

5.2 Presentasjon av rapporterte tall og «trailing»

I dette delkapittelet presenteres historiske regnskapstall samt «trailing» for de to siste kvartalene i 2017. Tallene som presenteres er hentet fra LSG sine årsrapporter og kvartalsrapporter i tidsperioden 2012 til 2017. Kvartalsrapportene er kun midlertidige, hvilket gjøre de mer upresise enn årsrapportene. På grunn av dette er de kun benyttet i utføringen av «trailingen» for tredje og fjerde kvartal i 2017.

5.2.1 Presentasjon av historiske tall

Tabell 5-1 til 5-4 presenterer det historiske resultatregnskapet, balansen og endringen i egenkapitalen.

Alle tall i 1 000						
Resultatregnskap, LSG	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Driftsinntekter	9 102 941	10 764 714	12 579 466	13 450 726	17 269 278	20 703 788
- Varekjøp	6 442 319	6 781 433	8 003 339	8 812 414	10 265 020	10 488 541
- Lønn og andre personalkostnader	1 031 872	1 094 464	1 270 880	1 411 024	1 785 538	2 679 535
- Andre driftskostnader	853 884	1 004 148	1 262 518	1 447 625	1 864 088	2 458 034
= EBITDA	774 866	1 884 669	2 042 729	1 779 663	3 354 632	5 077 678
- Avskrivinger	291 768	307 175	369 480	433 916	511 621	586 172
= Driftsresultat før unormale poster	483 098	1 577 494	1 673 249	1 345 747	2 843 011	4 491 506
+ Gevinster/tap ved salg av driftsmidler og gevinst ved ny verdimåling av virksomhet	0	53 805	117 409	34 206	457	8 483
- Nedskrivinger	33 000	5 500	1 982	0	0	0
+ Virkelig verdijustering knyttet til biologiske EI	294 734	764 229	-327 414	188 508	1 470 562	-249 687
= EBIT (driftsresultat)	744 832	2 390 028	1 461 262	1 568 461	4 314 030	4 250 302
+ Nettoresultat tilknyttet selskap - normalt	24 830	192 188	91 939	61 377	262 782	492 285
+ Nettoresultat tilknyttet selskap - unormalt	0	0	0	0	0	8 135
+ Finansinntekt - normalt	33 972	17 951	21 006	12 169	18 539	20 686
- Finanskostnad - normalt	128 691	120 258	124 229	126 295	150 670	198 681
+ Unormalt finansasresultat	-434	467	-16567	-14 602	640	0
= Resultat før skatt, virksomhet og minoritet	674 509	2 480 376	1 433 411	1 501 110	4 445 321	4 572 727
+ Skattekostnad - normal	182 749	593 981	328 938	268 227	939 978	929 178
+ Skattekostnad - unormal	0	0	0	0	-13287	0
= Resultat før diskontering, virksomhet og minoritet	491 760	1 886 395	1 104 473	1 232 883	3 518 630	3 643 549
+ Nettoresultat fra diskontinuerlig virksomhet	0	0	0	0	0	0
+ Netto minoritetsresultat	10 963	153 043	48 557	53 165	294 488	313 294
= Årsresultat til majoritet	480 797	1 733 352	1 055 916	1 179 718	3 224 142	3 330 255

Tabell 5 - 1 Historisk resultatregnskap for LSG

Alle tall i 1 000						
Balanse, sum Eiendeler	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Immaterielle eiendler	3 993 598	3 998 948	4 276 654	4 391 452	8 049 506	8 058 606
Varige driftsmidler	2 094 540	2 377 012	2 676 716	2 899 633	4 209 109	4 503 632
Aksjer i tilknyttede selskaper	331 056	735 071	566 965	670 952	730 875	922 621
Aksjer tilgjengelig for salg	18 281	5 553	8 066	7 293	8 019	10 123
Langsiktige finansielle fordringer	8 607	26 171	32 263	17 246	76 679	96 796
Sum anleggsmidler	6 446 082	7 142 755	7 560 664	7 986 576	13 074 188	13 591 778
Biologiske eiendeler	2 724 941	3 727 361	3 681 993	4 320 830	6 418 313	5 792 379
Andre varer	326 226	358 482	524 947	552 065	721 803	873 472
Kundefordringer	995 289	1 486 428	1 427 796	1 568 820	2 209 281	2 000 464
Andre driftsrelaterte fordringer	164 439	245 084	256 234	210 374	366 293	331 672
Finansielle investeringer/fordringer	34 644	71 108	46 458	97 424	55 009	49 810
Kontanter og kontantekvivalenter	1 082 798	872 513	1 360 272	1 247 614	2 233 700	2 491 599
Sum omløpsmidler	5 328 337	6 760 976	7 297 700	7 997 127	12 004 399	11 539 395
Sum EI	11 774 419	13 903 731	14 858 364	15 983 703	25 078 587	25 131 173

Tabell 5 - 2 Historisk balanse, eiendeler, for LSG

Balanse, sum EK + Gjeld	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Egenkapital majoritet	5 314 575	6 755 200	7 262 314	7 885 695	12 539 948	13 257 662
Minoritetsinteresser	649 381	793 747	817 282	878 357	935 478	955 415
Sum EK	5 963 956	7 548 947	8 079 596	8 764 052	13 475 426	14 213 077
Utsatt skatt	1 230 458	1 486 972	1 531 262	1 567 973	2 802 271	2 900 540
Pensjonsforpliktelser	7 646	3 227	6 878	3 765	5 219	5 402
Annen langsiktig gjeld	44 787	36 700	131 980	126 674	121 958	130 384
Langsiktig rentebærende gjeld	2 402 770	2 356 803	2 767 118	2 377 123	4 541 276	4 855 033
Sum langsiktig gjeld	3 685 661	3 883 702	4 437 238	4 075 535	7 470 724	7 891 359
Leverandørgjeld	826 677	1 059 434	1 053 524	915 981	1 366 634	1 048 402
Kortsiktige kreditter	911 887	682 574	469 276	1 465 144	1 094 089	695 894
Skyldige offentlige avgifter m.v.	66 915	103 656	70 073	123 457	263 991	202 518
Betalbar skatt	88 925	320 344	335 062	200 151	477 842	366 572
Annen kortsiktig gjeld	230 398	305 074	413 595	439 383	929 881	713 350
Sum kortsiktig gjeld	2 124 802	2 471 082	2 341 530	3 144 116	4 132 437	3 026 737
Sum EK + Gjeld	11 774 419	13 903 731	14 858 364	15 983 703	25 078 587	25 131 173

Tabell 5 - 3 Historisk balanse, egenkapital og gjeld, for LSG

Alle tall i 1000						
Endring i egenkapital	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Egenkapital per 01.01. (majoritet)	5 262 835	5 314 575	6 755 200	7 262 314	7 885 695	12 539 948
Årsresultat til majoritet	480 797	1 733 352	1 055 916	1 179 718	3 224 143	3 260 108
+ Annet fullstendig resultat	-49 323	80 475	-6 326	95 056	-108 454	49 332
= Totalresultat til majoritet	431 474	1 813 827	1 049 590	1 274 774	3 115 689	3 309 440
- Betalt utbytte	382 042	382 042	545 774	654 928	654 928	774 506
+ Netto kapitalinnskudd	2 308	8 840	3 298	3 535	2 193 492	-471
+ Dirty Surplus, driftsrelatert	0	0	0	0	0	-1 816 749
+ Dirty Surplus, finansielt	0	0	0	0	0	0
= Egenkapital per 31.12. (majoritet)	5 314 575	6 755 200	7 262 314	7 885 695	12 539 948	13 257 662

Tabell 5 - 4 Historisk endring i egenkapital for LSG

5.2.2 Forklaring av «Trailing»

Som nevnt tidligere foreligger det ikke finansielle rapporter for tredje og fjerde kvartal 2017. Det vil derfor være nødvendig å «traile» tall for disse kvartalene for å få et bedre bilde av hvordan den finansielle situasjonen til LSG er i 2017. Til dette benyttes kvartalsrapporter fra 2016 og 2017. Selv om disse ikke er helt nøyaktige, mener vi likevel at de vil gi et bilde med mindre støy enn dersom vi ikke hadde benyttet de. Fra og med september 2016 er oppkjøpene av Havfisk ASA og Norway Seafoods Group AS inkludert i LSG sitt regnskap. Til sammen bidro de to selskapene med et driftsresultat på 88 millioner på fire måneder, hvilket tyder på at postene i 2017 vil bli betydelig større enn i 2016. Videre i dette delkapittelet blir fremgangsmåten for «trailingen» i resultatregnskapet og balansen nærmere beskrevet.

5.2.2.1 Resultatregnskapet

I kommende avsnitt presenteres «trailingen» knyttet til normale driftsrelaterte poster, unormale poster, normale finansielle poster og skatterelaterte poster.

Normale driftsrelaterte poster

For å beregne de normale driftsrelaterte postene benyttes kvartalsrapportene fra 2016 samt de to første kvartalsrapportene fra 2017. Normale driftsrelaterte poster vil si poster i regnskapet som er relatert til driften og som gjentas flere ganger, slik at det ikke foreligger noe uvanlig ved dem (Petersen mfl, 2017). For å «traile» de ulike normale driftspostene beregnes først en vekstfaktor, g , for hver av postene. Formelen for vekstfaktoren er vist under.

$$g = \frac{Q1_{17} + Q2_{17}}{Q1_{16} + Q2_{16}} - 1$$

Basert på vekstfaktoren beregnes de fire kvartalene for 2017 samlet gjennom formelen under.

$$2017T = (Q1_{17} + Q2_{17}) + ((g + 1) * (Q3_{16} + Q4_{16}))$$

Det en bør merke seg for LSG er at i første, andre og nesten hele tredje kvartal 2016 er Havfisk ASA og Norway Seafoods Group AS ikke inkludert i regnskapet. Dette betyr at vekstfaktoren, som beregnes ved å benytte de to første kvartalene i 2016 og 2017, får et nokså godt bilde av hvordan oppkjøpet av de to selskapene har ført til vekst. Når derimot de totale postene skal beregnes, multipliseres vekstfaktoren blant annet med fjerde kvartal i 2016 som allerede har inkludert resultatene fra de to oppkjøpte selskapene. Dette mener vi kan medføre at enkelte av

de «trailede» postene blir noe overvurdert. På grunn av dette har vi valgt å overstyre noen av de mest ekstreme postene.

Postene vi anser som normale driftsrelaterte poster i regnskapet er driftsinntekter, varekjøp, lønnskostnader, andre driftskostnader og avskrivninger. Av disse har vi valgt å overstyre lønnskostnader og avskrivninger.

Vekstfaktoren for lønnskostnaden ble på hele 65%. Selv om det kan tenkes at oppkjøpene av hvitfiskselskapene krever mer arbeidskraft, mener vi det er urimelig at kostnaden øker med over 65%. På grunn av dette har vi valgt å justere vekstfaktoren ned til 1,4.

I og med at LSG hovedsakelig benytter lineær avskrivingsmetode, ser vi det mer hensiktsmessig å multiplisere gjennomsnittet av første og andre kvartal 2017 med fire, enn å benytte formelen over. Grunnen til dette er at etter oppkjøpene av de to hvitfiskselskapene, endret avskrivingssatsen seg. De to siste kvartalene har relativt lik avskrivingssats og det er ingenting som tilsier at satsen endrer seg i løpet av 2017. Ved å beregne avskrivningen på denne metoden slipper en også problemstillingen knyttet til at siste kvartal 2016 inneholder de to oppkjøpene.

Unormale poster

De unormale postene er sees på som engangsposter. Det vil si at det ikke er vanlig at de oppstår. På grunn av dette, «trailer» en ikke disse postene basert på tidligere år, men ved å summere de unormale postene som allerede har oppstått i løpet av året. Vi har definert postene andre gevinster og tap, nedskrivninger og virkelig verdijusteringer knyttet til biologiske eiendeler som unormale, ettersom dette er poster som varierer fra år til år.

Normale finansielle poster

Normale finansielle poster består av finansielle inntekter, finansielle kostnader og normale inntekter fra tilknyttede selskap. Ofte er det best å «traile» renteinntekter og -kostnader ved å ta utgangspunkt i finansielle eiendeler og gjeld samt å fremskrive en rente fra fjoråret til trailingåret (Knivsflå, 2017d). Formlene på hvordan finanskostnaden og – inntektene beregnes er vist under.

$$FK_{T17} = \left(\frac{FK_{Q1+Q2,17}}{FG_{16}} \right) * \left(\frac{4}{2} \right) * FG_{16}$$

$$FI_{T17} = \left(\frac{FI_{Q1+Q2,17}}{FE_{16}} \right) * \left(\frac{4}{2} \right) * FE_{16}$$

For 2017 har vi imidlertid kun kvartalsrapportene å ta utgangspunkt i. LSG rapporterer i sine kvartalsrapporter en samlet post som heter «Netto finansposter». Denne posten består av normale finansinntekter, normale finanskostnader og unormalt finansresultat. Da posten rapporterer alle postene samlet uten noe mer noteinformasjon, er det vanskelig å benytte formlene over. Vi har derfor vært nødt til å ta noen antakelser. Etersom unormalt finansresultat har vært svært varierende, med både negative og positive verdier, har vi valgt å sette denne til null. De normale finansinntektene og kostnadene har vi valgt å estimere basert på informasjon om finansielle eiendeler, finansiell gjeld, finansielle inntekter og finansielle kostnader for 2016. Basert på tallene fra 2016 har vi estimert forholdstall mellom inntekter og eiendeler, og kostnader og gjeld. Forholdstallene har vi multiplisert henholdsvis med finansielle eiendeler og finansiell gjeld for 2017, slik at vi har fått estimert verdier på finansinntekter og finanskostnader. De estimerte verdien fant vi imidlertid noe overvurdert, da samlet normalt finansresultat nesten utgjorde summen av Q1 og Q2 2017. Vi har derfor valgt å oppjustere finanskostnadene med 50 000 000kr.

De normale inntektene fra tilknyttede selskap er beregnet ved å benytte formelen for normale driftsrelaterte poster.

Skatterelaterte poster

Skattekostnaden er «trailet» ved bruk av formelen under.

$$SK = dss * DR + f_{iss} * (FI + UFR) - f_{kss} * FK$$

SK = skattekostnad, dss= driftsskattesats, DR = driftsresultat, f_{iss}= finansinntektsskattesats, FI = finansinntekt, UFR = unormalt finansresultat, f_{kss}= finanskostnadsskattesats, FK = finanskostnad

Driftsskattesatsen, er beregnet ved hjelp av tommelfingerregelen som er vist under. Denne regelen tar hensyn til at noe av finansinntektene, normale og unormale, ikke er skattepliktige grunnet blant annet uttaksmodellen. Altså er det en viss del som blir skattlagt med selskapsskattesatsen og en viss del med skattesats 0%. Tommelfingerregelen antar at dette gjelder 2/3 av samlet normale og unormale finansinntekter.

Tommelfingerregel:

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

NSK = rapportert skattekostnad – unormal skattekostnad, sss = selskapsskattesatsen, UDR = unormalt driftsresultat

Selskapsskattesatsen for 2017 er hentet fra Regjeringens nettside (Regjeringen.no, 2017a).

5.2.2.2 Balansen

Å «traile» balansen for 2017 er relativt enkelt da en antar at andre kvartal representerer hele året. Dette er vist i formelen under. Imidlertid er kvartalsrapportene mindre detaljerte enn årsrapportene, hvilket medfører at det er færre noteopplysninger og mindre detaljerte poster. Dette har medført at vi har måttet ta enkelte antakelser.

$$2017T = Q2$$

For det første rapporterer kvartalsrapporten en samlet post kalt "finansielle anleggsmidler. Denne har vi delt opp i aksjer i tilknyttede selskap, aksjer tilgjengelig for salg og langsiktige fordringer. Fordelingen er basert på kvartalsforholdstall mellom de tre postene fra år 2016.

Den andre antakelsen vi har tatt gjelder omløpsmidler. Her har kvartalsrapporten oppgitt fordringer som én post uten videre spesifikasjoner. Vi har derfor delt opp posten i kundefordringer, andre driftsrelaterte fordringer og finansielle investeringer/fordringer basert på forholdstallene mellom postene for 2016.

Den tredje forenklingen vi har foretatt knytter seg til gjeld. Kvartalsrapporten rapporterer «avsetninger for forpliktelser». Denne posten har vi delt inn i utsatt skatt og avsetning til pensjon basert på samme fordelingsmåte som nevnt over. Videre rapporterer kvartalsrapporten posten «annen kortsiktig gjeld». Denne har vi delt opp i leverandørgjeld, skyldige offentlige avgifter, betalbar skatt og annen kortsiktig gjeld, ved å benytte samme metode som nevnt over.

Egenkapitalen som er «trailet» for 2017 vil også bli noe annerledes ettersom resultatet for 2017 ikke er opptjent ennå. Dette er justert for i endring av egenkapital. Resultatet som ennå ikke er opptjent er lagt i en egen post kalt «dirty surplus».

5.2.2.3 Presentasjon av «trailing» resultatregnskap

I tabell 5-5 på side er resultatene fra trailingen vist.

Alle tall i 1 000	2017		2016		Trailing	Vekst-	Vekst i
"Trailet" resultatregnskap 2017	Q1-Q2	Q1-Q4	Q1-Q2	uten vekst	justering	2017T	prosent
Driftsinntekter	9 683 540	17 269 278	8 077 157	18 875 661	1 828 127	20 703 788	0,199
Varekjøp	5 142 511	10 265 020	5 032 919	10 374 612	113 929	10 488 541	0,022
Lønn og andre personalkostnader	1 178 087	1 785 537	713 074	2 250 550	428 985	2 679 535	0,400
Andre driftskostnader	1 000 276	1 864 089	758 575	2 105 790	352 244	2 458 034	0,319
EBITDA	2 362 666	3 354 632	1 572 589	4 144 709	932 968	5 077 678	
Avskrivninger	293 086	511 621	228 083			586 172	
Driftsresultat før unormale poster	2 069 580	2 843 011	1 344 506	4 144 709	932 968	4 491 506	
Gevinster/tap ved salg av driftsmidler og gevinst ved ny verdimåling av virksomhet	8 483	457	398	8 483		8 483	
Nedskrivninger		0	0	0	0	0	
Virkelig verdijustering knyttet til biologiske EI	-249 687	1 470 561	24 046	-249 687		-249 687	
EBIT (driftsresultat)	1 828 376	4 314 029	1 368 950	3 903 505	932 968	4 250 302	
Nettoresultat tilknyttet selskap - normalt	200 922	249 176	101 699	348 399	143 886	492 285	0,976
Nettoresultat tilknyttet selskap - unormalt	8 135	13 607	0	8 135		8 135	
Finansinntekt - normalt		18 539				20 686	
Finanskostnad - normalt		150 670				198 681	
Unormalt finansresultat	0			0		0	
Resultat før skatt, virksomhet og minoritet	2 037 433	4 444 681	1 470 649	4 260 039	1 076 854	4 572 727	
Skattekostnad - normal	406 625	926 691				929 178	
Skattekostnad - unormal						0	
Resultat før diskontering, virksomhet og minoritet	1 630 808	3 517 990	1 470 649	4 260 039	1 076 854	3 643 550	
Nettoresultat fra diskontinuerlig virksomhet						0	
Netto minoritetsresultat	80 575	294 487	75 738	299 324	13 970	313 294	0,064
Årsresultat til majoritet	1 550 233	3 223 503	1 394 911	3 960 715	1 062 884	3 330 255	

Tabell 5 - 5 «Trailet» resultatregnskap for LSG i 2017

Til sammenligning har Dagens Næringsliv estimert salgsinntekter til å være 19 440 000 000 i 2017 (DN, 2017b). Dette er noe mindre enn vi har «trailet», hvilket betyr at salgsinntektene for 2017 kan være noe overvurdert. Imidlertid ligger det mye usikkerhet rundt «trailing», slik at estimatene kan også anses som relativt like.

5.3 Omgruppering for analyse

Dagens regnskapsregler, IFRS, har et kreditororientert perspektiv. Balansen er lagt opp slik at eiendeler er fordelt i omløpsmidler og anleggsmidler, og gjelden er fordelt i lang- og kort sikt. Kontantstrømoppstillingen viser endringen i kontantekvivalenter. Ved å omgruppere resultatregnskapet, balansen og kontantstrømoppstillingen til et mer investororientert syn, får analysen den vinklingen vi ønsker. Det vil si et kreditororientert og et investororientert perspektiv. For å få til dette må det fortsatt være et risikofokus for kreditorenes skyld. I tillegg må fokuset på kilder til rentabilitet og vekst øke. I dette ligger det at den normalisert verdiskapingen og utdelingen til investorer og kreditorer samt kildene til dette må komme tydeligere frem. I dette delkapittelet viser vi hvordan vi har omgruppert regnskapene og hvilke valg vi har tatt. Først presenteres omgruppering av resultatregnskapet, deretter følger av omgruppering av balansen og til slutt følger en omgruppert kontantstrøm.

5.3.1 Omgruppering resultat

Omgruppering av resultatet skjer i fire steg. Først identifiseres fullstendig nettoresultat (FNR). Deretter fordeles FNR slik at alle «kapitaler» i balansen får sitt resultat før skatt. Det tredje steget er å identifisere normale og unormale poster. Til slutt fordeles skatten på de ulike resultatene (Knivsflå, 2017d).

Steg 1, Identifisere FNR

Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen for majoriteten beregnes ved hjelp av formelen under.

$$FNR = RES + AFR + DSP$$

RES = Rapportert årsresultat, AFR = Annet fullstendig resultat, DSP = Dirty surplus

Etter Norsk god regnskapsskikk (NGRS) er AFR null. Ettersom LSG benytter IFRS vil derimot AFR være rapportert i regnskapet som følge av IAS 1. Siden AFR blir rapportert etter IFRS reglene, vil DSP hovedsakelig være null. Det er imidlertid enkelte norske selskap som likevel rapporterer DSP. Dette er som regel emisjonskostnader eller diverse «justeringer» og «prinsippendringer» (Knivsflå, 2017d). Å rapportere DSP vil si at det er brudd på kongruensbruddet. Altså er inntekter og kostnader ført direkte mot egenkapitalen (Knivsflå, 2017d).

Som tabell 5-6 viser har LSG DSP i 2017T, hvilket skyldes årsresultatet for 2017 som ennå ikke er opptjent.

Alle tall i 1 000							
Fullstendig nettoresultat		2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Årsresultat majoritet	RES	480 797	1 733 352	1 055 916	1 179 718	3 224 142	3 330 255
+ Annet fullstendig resultat	AFR	-49 323	80 475	-6 326	95 056	-108 454	49 332
= Rapportert totalresultat		431 474	1 813 827	1 049 590	1 274 774	3 115 688	3 379 587
+ Dirty surplus, driftsrelatert	DDSP	0	0	0	0	0	-1 886 895
+ Dirty surplus, finansrelatert	FDSP	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig nettoresultat	FNR	431 474	1 813 827	1 049 590	1 274 774	3 115 688	1 492 692

Tabell 5 - 6

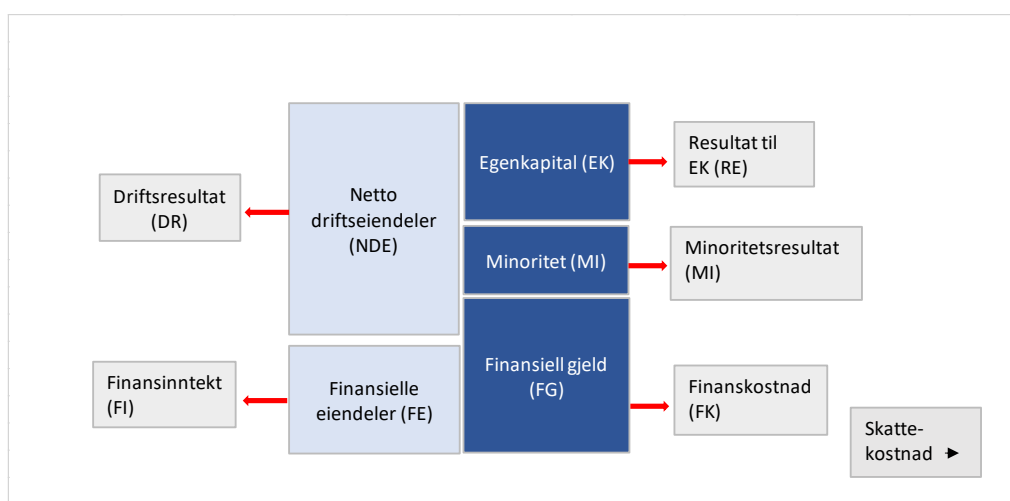
Steg 2, Fordeling av FNR

Steg to handler om å fordele FNR slik at alle «kapitalene» i balansen får sitt resultat før skatt. Fordelingen skjer som vist i figur 5-2. Grunnen til at det foretas en fordeling er for å finne kildene til resultatet og klargjøre hvordan resultatene blir fordelt (Knivsflå, 2017d).



Figur 5 - 2 Fordeling av fullstendig nettoresultat

Videre skiller vi mellom driftsposter og finansposter for å koble balansen og resultatet, slik figur 5-3 viser. Som en kan se henger driftsresultat sammen med driftseiendeler og finansinntekter med finansielle eiendeler (Knivsflå, 2017d).



Figur 5 - 3 Sammenheng mellom postene i resultat og balansen før fordeling av skattekostnader

Fordelingen av fullstendig driftsresultat og fullstendig finansresultat før skatt er vist i tabell 5-7 og 5-8. Det store driftsrelaterte «dirty surplus» i 2017 knytter seg til trailingen fra avsnittet over.

Tall i 1000	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Fullstendig driftsresultat før skatt						
Driftsinntekter	9 097 146	10 764 714	12 579 466	13 450 726	17 269 278	20 703 788
- Driftskostnader	8 352 314	8 374 686	11 118 204	11 882 265	12 955 248	16 453 486
= Driftsresultat får egen virksomhet	744 832	2 390 028	1 461 262	1 568 461	4 314 030	4 250 302
+ Resultat fra driftstilknyttet virksomhet	24 831	192 188	91 939	61 376	262 783	500 420
+ Driftsrelatert AFR	-15 673	87 520	91 255	102 340	-155 548	45 895
+ Driftsrelatert DSP	0	0	0	0	0	-1 886 895
= Fullstendig driftsresultat før skatt	753 990	2 669 736	1 644 456	1 732 177	4 421 265	2 909 722

Tabell 5 - 7 LSG sitt fullstendige driftsresultat før skatt

Tall i 1000						
Fullstendig finansresultat før skatt	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Finansinntekt	36 939	22 256	35 849	12 498	27 104	20 686
- Finanskostnad	132 092	124 096	155 639	141 226	158 595	198 681
+ Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	0	0	0	0	0	0
+ Finansielt AFR	-33 650	-7 045	-97 581	-7 284	47 094	3 436
+ Finansielt DSP	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig finansresultat før skatt	-128 803	-108 885	-217 371	-136 012	-84 397	-174 559

Tabell 5 - 8 LSG sitt fullstendige finansresultat før skatt for

Steg 3, Skille mellom normale og unormale poster

I steg 3 foretas det en omfordeling av resultatet. For at predikasjonen av fremtidig resultat skal bli mest mulig korrekt, vil det være nødvendig å skille mellom normale og unormale poster. Normale poster er de som forventes å komme igjen hvert år, og på den måten er de relevante for fremtiden. De unormale postene er de som dukker opp en eller få ganger, og vil med det ikke være relevante for fremtiden siden de vanskelig kan estimeres og antakelig ikke vil finne sted (Knivsflå, 2017d).

Det er opp til verdsetteren å avgjøre hva som anses som normale og unormale poster, hvilket er med på å øke risikoen for fremtidsregnskapet og den endelige predikasjonen. Ofte inneholder flere av postene både normale og unormale poster. Hovedsakelig karakteriseres normale poster som rimelige stabile og med en trend, mens unormale poster karakteriseres som ustabile og uten noen trend (Knivsflå, 2017d). På grunn av dette vil det være nødvendig å lese tilgjengelig regnskapsinformasjon og noter, slik at fremtidsregnskapet blir best mulig. Hvilke poster vi har definert som LSG sine unormale driftsposter fremkommer under.

- Andre gevinster og tap
- Nedskrivninger
- Virkelig verdjustering knyttet til biologiske eiendeler
- Annet fullstendig resultat, drift
- Dirty Surplus, drift

De nevnte postene utgjør til sammen LSG sitt unormale driftsresultat, slik tabell 5-9 viser.

Tall i 1000						
Unormalt driftsresultat	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Andre gevinster og tap	5 795	53 805	117 409	34 206	457	8 483
Nedskrivinger	33 000	5 500	1 982	0	0	0
Virkelig verdijustering knyttet til biologiske eiendeler	294 734	764 229	-327 414	188 508	1 470 562	-249 687
Driftsrelatert AFR	-15 673	87 520	91 255	102 340	-155 548	45 895
Driftsrelatert DSP	0	0	0	0	0	-1 886 895
Unormalt driftsresultat	317 856	911 054	-116 768	325 054	1 315 471	-2 082 204

Tabell 5 - 9 LSG sitt unormale driftsresultat

Poster vi har definert som LSG sine unormale finansposter, basert på årsrapportens noter er presentert under.

- Unormalt finansresultat
- Annet fullstendig resultat, finans
- Dirty Surplus, finans

De nevnte postene utgjør LSG sitt unormale finansresultat, slik tabell 5-10 viser.

Tall i 1000						
Unormalt finansresultat	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Unormalt finansresultat før AFR og DSP	-434	467	-16 567	-14 602	640	0
Finansiell AFR	-33650	-7045	-97581	-7284	47094	3436
Finansiell DSP	0	0	0	0	0	0
Unormalt finansresultat	-34 084	-6 578	-114 148	-21 886	47 734	3 436

Tabell 5 - 10 LSG sitt unormale finansresultat

Steg 4, Fordeling av skattekostnad

Steg fire innebærer å fordele skattekostnadene. Skattefordeling gjør det mulig å fordele nettoresultat etter skatt til de ulike kapitalene. For å beregne driftsskattesatsen benytter vi tommelfingerregelen. Dette gjør vi fordi blant annet aksjegevinster og utbytter kan rammes av fritaksmodellen. Følgelig vil finansinntekter og unormalt finansresultat bestå av både skattepliktige og skattefrie inntekter og resultater (Knivsflå, 2017d). Det antas derfor at kun 2/3 av de normale og unormale finansinntektene beskattes, slik som ligningen under viser.

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

Tommelfingerregelen benyttes til å beregne driftsskattesatsen for samtlige år fra 2012 til 2017. Det er benyttet tilhørende selskapsskattesats til hvert år, hentet fra Regjeringen og

Finansdepartementet sine sier (Finansdepartementet, 2017a) (Finansdepartementet, 2017b) (Regjeringen.no, 2017a). Ved å velge den minst ekstreme verdien av gjennomsnittet og medianen, finner vi den normaliserte driftsskattesatsen. For LSG endte gjennomsnittet som det minst ekstreme med en sats på 25%. De ulike skattekostnadene er fordelt på hver kapital, slik tabell 5-11 viser.

Alle tall i 1 000		2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Fordeling skattekostnad							
Normal driftsskattekostnad	DSK=ndss*DR	119 326	394 374	418 312	336 437	710 753	1 122 877
+ Skatt på finansinntekt	sss*FI	6 341	3 351	3 781	2 190	3 090	3 310
- Skatt på finanskostnad	sss*FK	36 033	33 672	33 542	34 100	37 668	47 683
+ Skatt på unormalt driftsresultat	dss*UDR	76 334	212 213	-52 469	42 991	332 272	-55 249
+ Unormal driftsskatt på normal drift	(dss-ndss)*DR	16 863	17 628	-4 162	-76 663	-68 576	-94 076
+ Skatt på unormalt finansresultat	sss*(UFI-UFK)	-81	87	-2 982	-2 628	107	0
+ Unormal skattekostnad	USK	0	0	0	0	0	0
= Rapportert skattekostnad	SK	182 749	593 981	328 938	268 227	939 978	929 178

Tabell 5 - 11 LSG sin fordeling av skattekostnad

5.3.1.5 Omgruppert resultat

Basert på de fire stegene over, ser det omgrupperte resultatregnskapet til LSG ut som vist i tabell 5-12.

Alle tall i 1 000		2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Omgruppert resultatregnskap							
Driftsinntekter	DI	9 097 146	10 764 714	12 579 466	13 450 726	17 269 278	20 703 788
- Varekjøp	DK	6 442 319	6 781 433	8 003 339	8 812 414	10 265 020	10 488 541
- Lønn og andre personalkostnader	DK	1 031 872	1 094 464	1 270 880	1 411 024	1 785 538	2 679 535
- Andre driftskostnader	DK	853 884	1 004 148	1 262 518	1 447 625	1 864 088	2 458 034
- Avskrivninger	DK	291 768	307 175	369 480	433 916	511 621	586 172
= Driftsresultat fra egen virksomhet	DR	477 303	1 577 494	1 673 249	1 345 747	2 843 011	4 491 506
- Driftsrelatert skattekostnad	DSK	119 326	394 374	418 312	336 437	710 753	1 122 877
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	NRD	357 977	1 183 121	1 254 937	1 009 310	2 132 258	3 368 630
+ Nettoresultat fra driftstilknnyttede virksomheter	RTS	24 830	192 188	91 939	61 377	262 782	492 285
= Netto driftsresultat	NDR	382 807	1 375 309	1 346 876	1 070 687	2 395 040	3 860 915
+ Netto finansinntekt	NFI	27 631	14 600	17 225	9 979	15 449	17 376
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	NRS	410 438	1 389 909	1 364 101	1 080 666	2 410 489	3 878 291
- Netto finanskostnad	NFK	92 658	86 586	90 687	92 195	113 003	150 998
- Netto minoritetsresultat	NMR	10 963	153 043	48 557	53 165	294 488	313 294
= Nettoresultat til egenkapital	NRE	306 817	1 150 280	1 224 857	935 305	2 002 999	3 413 999
+ Unormalt netto driftsresultat	UNDR	158 660	670 212	-64 101	358 726	1 065 062	-1 924 744
+ Unormalt netto finansresultat	UNFR	-34 003	-6 665	-111 166	-19 258	47 627	3 436
- Unormalt netto minoritetsresultat	UNMR	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	FNR	431 474	1 813 827	1 049 590	1 274 774	3 115 688	1 492 691
- Netto betalt utbytte	NBU	379 734	373 202	542 476	651 393	-1 538 564	774 977
= Endring i egenkapital	ΔEK	51 740	1 440 625	507 114	623 381	4 654 252	717 714

Tabell 5 - 12 Omgruppert resultatregnskap for LSG

5.3.2 Omgruppering av balansen

Etter NGRS og IFRS fokuserer balansen på likviditeten til eiendeler og forfallstidspunktet på gjeld. Dette er faktorer som er interessante for kreditorer. Siden denne analysen også skal ha et

investororientert perspektiv, vil det derfor være nødvendig å omgruppere balansen. Balansen bør ha et skille mellom eiendeler knyttet til drift og kapital som går til finansiering av driftseiendeler. Den ene siden av balansen bør derfor bestå av netto driftseiendeler. Den andre siden bør bestå av egenkapital og netto finansiell gjeld, som til sammen utgjør investert kapital (invested capital) (Peterseon mfl., 2017). For å komme til dette resultatet går vi gjennom fire steg.

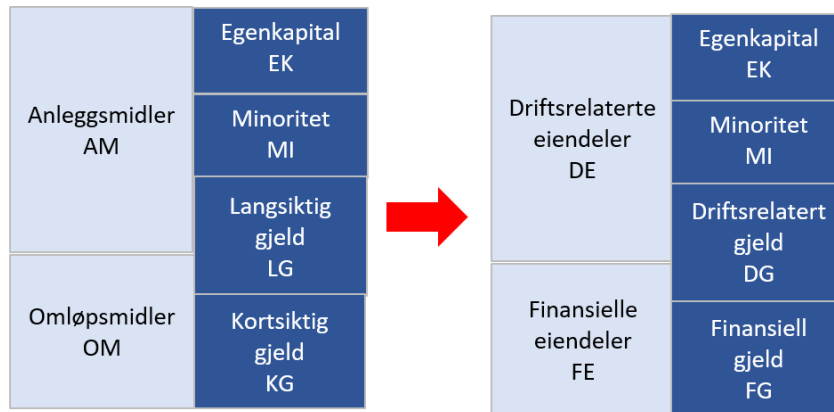
5.3.2.1 Steg 1

Steg 1 handler om å at avsatt utbytte defineres som egenkapital og ikke som gjeld. Grunnen til dette er at utbytte blir delt ut til eierne. Definisjonen av gjeld er at «gjeld er krav – finansielle eller driftsrelaterte, legale eller frivillige – som er ventet å føre til økonomiske ulemper for virksomheten i fremtiden» (Knivsflå, 2017e). For selskapet vil avsatt utbytte utfylle definisjonen til gjeld ettersom det er krav om å betale ut til eierne. For eierne derimot, som har et eiersyn, vil ikke avsatt utbytte oppfylle definisjonen til gjeld ettersom de ikke kan ha krav på penger fra seg selv (Knivsflå, 2017e). Vi gjennomfører en investororientert analyse, hvilket trekker i retning for et eiersyn. Avsatt utbytte anses derfor som egenkapital og ikke kortsiktig gjeld. Følger et selskap NGRS vil det være nødvendig å omgruppere avsatt utbytte. Benytter selskapet derimot IFRS, vil utbytte først blir ført etter at generalforsamlingen har vedtatt det. Omgruppering vil derfor ikke være nødvendig når et selskap benytter regnskapsreglene til IFRS, hvilket LSG gjør. Steg 1 blir derfor ikke gjennomført.

5.3.2.2 Steg 2

I steg 2 omgrupperes totalbalansen fra en kreditororientert til en investororientert balanse. Omgrupperingen er vist i figur 5-4. Eiendeler deles inn i driftsrelaterte og finansielle. Driftsrelatert eiendeler er eiendeler som er knyttet til driften som eksempelvis driftsmaskiner. Finansielle eiendeler er derimot eiendeler som ikke har noe med driften å gjøre. Disse kan som regel selges unna uten at det påvirker videre drift i selskapet (Peterseon mfl, 2017). På gjeldssiden skilles det mellom driftsrelatert- og finansiell gjeld. Driftsrelatert gjeld er den gjelden som er knyttet til driften. Denne er ofte kortsiktig og derfor ikke rentebærende. Den finansielle gjelden er knyttet til finansielle investeringer og kjennetegnes ved å være rentebærende. Enkelte poster kan både inneholde driftsrelaterte og finansielle eiendeler/ gjeld, hvilket medfører at analytikere kan omgruppere balansen ulikt. Denne subjektiviteten skaper

risiko i analysen. Basert på tilgjengelig informasjon i noter, har vi valgt å omgruppere balansen til LSG som forklart under figuren.



Figur 5 - 4 Steg 2, omgruppering av balansen til driftsrelaterte og finansielle eiendeler

Vi anser følgende eiendeler som driftseiendeler:

- Immaterielle EI
- Varige driftsmidler
- Aksjer i tilknyttede selskaper
- Biologiske EI
- Andre varer
- Kundefordringer
- Andre driftsrelaterte fordringer

De nevnte driftseiendelene stammer fra driftsrelaterte omløpsmidler og driftsrelaterte anleggsmidler. Immaterielle EI består av utsatt skattefordel, konsesjoner, goodwill og rettigheter. Dette er alle poster som hovedsakelig knytter seg til LSG sin drift. Konsesjoner er eksempelvis helt avgjørende for å drive oppdrett. Varige driftsmidler består blant annet av bygninger og tomter som brukes i driften.

Tilknyttede selskap er selskap som LSG eier mindre enn 50%. Disse selskapene bidrar i driften til LSG, og sees med det på som driftsrelaterte. Biologiske eiendeler og andre varer er også tilknyttet drift da disse blant annet omfatter, fisk, fiskefôr og emballasje. Kundefordringer og andre driftsrelaterte fordringer knytter seg hovedsakelig kun til driften.

Vi anser følgende eiendeler som finansielle eiendeler:

- Aksjer tilgjengelig for salg

- Langsiktige finansielle fordringer
- Finansielle investeringer / fordringer
- Kontanter og kontantekvivalenter

Aksjer tilgjengelig for salg skal avvikles, hvilket betyr at disse har lite betydning for driften fremover. Med andre ord er det tydelig at disse er finansielle. Langsiktige finansielle fordringer har ingen tilhørende note, men vi antar at disse er finansielle ettersom de er langsiktige. Finansielle investeringer/ fordringer består av en post som heter «annet» som antas å omhandle finansielle eiendeler. Kontanter og kontantekvivalenter sees hovedsakelig på som finansielle. Likevel er det enkelte analytikere som velger å sette en viss prosentandel av midlene som driftsrelatert da det ofte er nødvendig med noe likvide midler for å drifte virksomheten (Petersen mfl., 2017). Vi har valgt å sette hele beløpet som finansiell eiendel.

Vi anser følgende poster som driftsrelatert gjeld:

- Utsatt skatt
- Pensjonsforpliktelser
- Leverandørgjeld
- Skyldig offentlige avgifter
- Betalbar skatt
- Annen kortsiktig gjeld

Utsatt skatt og betalbar skatt grupperes til henholdsvis langsiktig og kortsiktig driftsrelatert gjeld. Pensjonsforpliktelser har vi valgt å gruppere som langsiktig driftsrelatert gjeld slik at det er konsistent med resultatregnskapet hvor lønnskostnader klassifiseres som driftskostnader. Det er imidlertid flere som velger å klassifisere posten som finansrelatert gjeld. Leverandørgjeld anses som fullt ut å være driftsrelatert gjeld. Det samme gjelder kortsiktig kreditter. Skyldige offentlige avgifter har ingen note, men det antas at avgiftene er knyttet til driften. Annen kortsiktig gjeld antas å være driftsrelatert ut i fra noteopplysningene.

Følgende poster anser vi som finansiell gjeld:

- Kortsiktige kreditter
- Langsiktig rentebærende gjeld
- Annen langsiktig gjeld

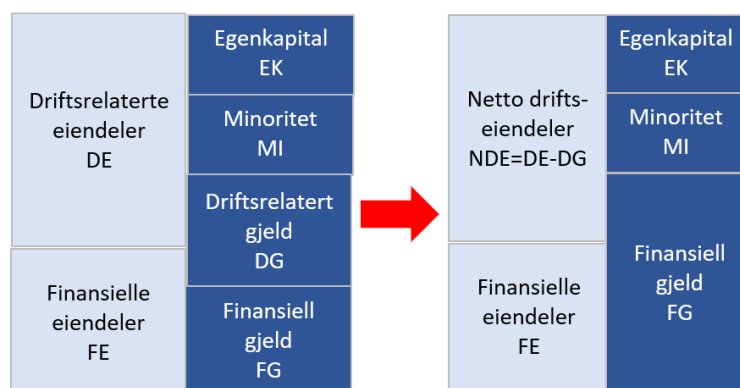
Den langsiktige gjelden anses, basert på notene, for å være finansiell gjeld. Kortsiktige kreditter består av gjeld til kredittinstitusjoner og neste års avdrag på langsiktig gjeld. Basert på denne informasjonen anses kortsiktig kreditt som finansiell.

5.3.2.3 Steg 3

Det er imidlertid et problem knyttet til den omgrupperte balansen i steget over. Dette skyldes at driftsrelatert gjeld ikke er sysselsatt kapital plassert «aktivt» gjennom kapitalmarkedene (Knivsflå, 2017e). Driftsrelatert gjeld er et resultat av driftssyklusen og investeringer i driftskapasitet, hvilket medfører at det heller bør sees på som korreksjoner i driftseiendeler enn som gjeld (Knivsflå, 2017e). Det siste steget handler derfor om å skille ut sysselsatt kapital fra total kapitalen. Sysselsatt kapital består av det som er skutt inn i selskapet (Knivsflå, 2017e). Eksempler på dette er egenkapital og lån fra investorer og banker. Figur 5-5 viser hvordan balansen bør grupperes for å kunne beregne sysselsatt kapital. Det finnes i alt tre måter å beregne sysselsatt kapital på. Metodene er vist i de tre likningene under.

- 1) $SSK = EK + MI + FG$
- 2) $SSK = SSE = (DE - DG) + FE = NDE + FE$
- 3) $SSK = TK - DG = E - DG$

Resultatene fra utregningen av sysselsatt kapital er vist i tabell 5-12.



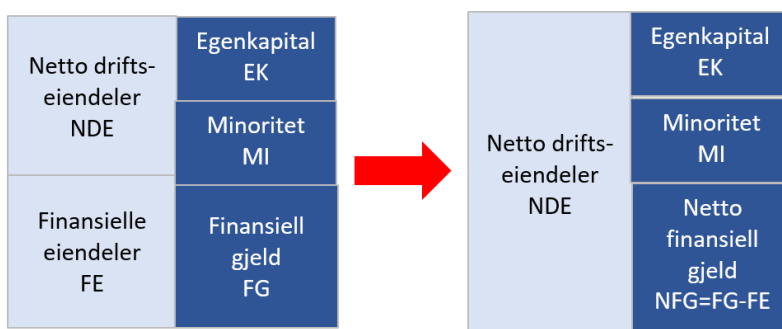
Figur 5 - 5 Steg 3, Omgruppering til netto driftseiendeler

Alle tall i 1000		2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2017T
Sysselsatt kapital							
Netto anleggsmidler	NAM	5 181 090	5 620 832	5 982 195	6 390 299	10 182 000	10 578 917
+ Driftsrelaterte arbeidskapital	DAK	2 997 980	4 028 847	4 018 716	4 973 117	6 677 342	6 667 143
= Netto driftseiendeler	NDE	8 179 070	9 649 679	10 000 911	11 363 416	16 859 342	17 246 061
+ Finansielle eiendeler	FE	1 144 330	975 345	1 447 059	1 369 577	2 373 407	2 648 327
= Sysselsatte eiendeler	SSE	9 323 400	10 625 024	11 447 970	12 732 993	19 232 749	19 894 388
Egenkapital	EK	5 314 575	6 755 200	7 262 314	7 885 695	12 539 948	13 257 662
+ Minoritetsinteresser	MI	649 381	793 747	817 282	878 357	935 478	955 415
+ Finansiell gjeld	FG	3 359 444	3 076 077	3 368 374	3 968 941	5 757 323	5 681 311
= Sysselsatt kapital	SSK	9 323 400	10 625 024	11 447 970	12 732 993	19 232 749	19 894 388

Tabell 5 - 13 Steg 4, beregning av LSG sin sysselsatte kapital

5.3.2.4 Steg 4

Det siste steget er å beregne netto driftskapital. Netto driftskapital er kapitalen knyttet til driften og ikke til det finansielle. Dette er vist gjennom den endelige balansen, slik som vist i figur 5-6.



Figur 5 - 6 Steg 4, endelig omgruppert balanse

Det finnes totalt tre måter å beregne netto driftskapital på. Disse er vist i likningene under.

- 1) $NDK = EK + MI + NFG$
- 2) $NDK = NDE = DE - DG$
- 3) $NDK = SSK - FE = SSE - FE$

Basert på dette er LSG sin netto driftskapital beregnet som vist i tabell 5-13.

Alle tall i 1 000		2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2017T
Netto driftskapital							
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	NAM	5 181 090	5 620 832	5 982 195	6 390 299	10 182 000	10 578 917
+ Driftsrelaterte arbeidskapital	DAK	2 997 980	4 028 847	4 018 716	4 973 117	6 677 342	6 667 143
= Netto driftseiendeler	NDE	8 179 070	9 649 679	10 000 911	11 363 416	16 859 342	17 246 061
Egenkapital	EK	5 314 575	6 755 200	7 262 314	7 885 695	12 539 948	13 257 662
+ Minoritetsinteresser	MI	649 381	793 747	817 282	878 357	935 478	955 415
+ Netto finansiell gjeld	NFG	2 215 114	2 100 732	1 921 315	2 599 364	3 383 916	3 032 984
= Netto driftskapital	NDK	8 179 070	9 649 679	10 000 911	11 363 416	16 859 342	17 246 061

Tabell 5 - 14 LSG sin netto driftskapital

5.3.3 Omgruppering av kontantstrøm

Kontantstrømoppstillingen etter NGRS og IFRS fokuserer på likviditet, hvilket medfører at det blir en kreditororientert kontantstrøm. Som nevnt ønsker vi en mer investororientert analyse. På grunn av dette må kontantstrømmen også omgrupperes.

LSG sin kontantstrøm er ført etter IFRS og blander derfor drift, investering og finansiering. Det er ønskelig å gjøre om på dette slik at en får en oversikt over kontanter som er skapt gjennom driften. Dette vil gi en oversikt over hva som er «fritt» til utdeling (Knivsflå, 2017e). Vi ønsker derfor å finne fri kontantstrøm til egenkapitalen. Fri kontantstrøm til egenkapital vil være lik netto betalt utbytte. LSG sin omgrupperte kontantstrøm er vist i tabell 5-15.

Alle tall i 1 000							
Omgruppert kontantstrøm		2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Netto driftsresultat	NDR	382 807	1 375 309	1 346 876	1 070 687	2 395 040	3 860 915
+ Unormal netto driftsresultat	UNDR	-63 649	97 041	181 460	217 345	-37 860	-1 737 479
- Økning i netto driftseiendeler	ΔNDE	607 233	897 437	596 793	1 221 124	4 393 005	573 984
= Fri kontantstrøm fra drift	FKD	-288 074	574 912	931 543	66 908	-2 035 824	1 549 452
+ Netto finansinntekter	NFI	27 631	14 600	17 225	9 979	15 449	17 376
+ Unormale netto finansinntekter	UNFI	-34 003	-6 665	-111 166	-19 258	47 627	3 436
- Økning i finansielle eiendler	ΔFE	-501 417	-168 985	471 714	-77 482	1 003 830	274 920
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	FKS	206 971	751 832	365 888	135 111	-2 976 578	1 295 344
- Netto finanskostnad	NFK	92 658	86 586	90 687	92 195	113 003	150 998
+ Økning i finansiell gjeld	Δ FG	161 934	-283 367	292 297	600 567	1 788 383	-76 013
- Netto minoritetsresultat	NMR	10 963	153 043	48 557	53 165	294 488	313 294
- Unormalt netto minoritetsresultat	UNMR	0	0	0	0	0	0
+ Økning i minoritetsinteresser	Δ MI	114 450	144 366	23 535	61 075	57 121	19 937
= Fri kontantstrøm til egenkapital=Netto betalt utbytte	FKE=NBU	379 734	373 202	542 476	651 393	-1 538 564	774 976

Tabell 5 - 15 LSG sin omgrupperte kontantstrøm

5.4 Analyse av målefeil og justering

Finansregnskapet er et informasjonssystem som viser underliggende økonomiske forhold i et selskap. Regnskapet baserer seg på underliggende regnskapsprinsipper. Ettersom LSG operer på Oslo Børs er de lovpålagt å benytte de internasjonale regnskapsreglene IFRS. Disse er utarbeidet av International Accounting Standards Board (IASB) (Petersen mfl., 2017). IFRS inneholder en rekke regler slik at regnskapet skal fremstå så troverdig som mulig. Likevel foreligger det en viss risiko for at det finnes målefeil i regnskapet (Petersen mfl., 2017). Målefeil vil si at det eksisterer forskjeller mellom rapporterte og faktiske tall. Dersom det finnes målefeil i regnskapet kan det gi et misvisende bilde av selskapets underliggende økonomiske forhold. Det er med dette ønskelig å rette opp i målefeilene. Imidlertid kan justering av målefeil også medføre mer støy i regnskapet. Eksterne analytikere sitter ikke på like mye selskapsinformasjon som produsentene av regnskapet gjør, hvilket taler for at en skal være relativt sikker for at en justering skal føre til et mer riktig bilde av selskapet.

Målefeil deles opp i tre ulike typer. Målefeil av type 1 kalles ofte «the good». Dette fordi målefeilen går ut på at det foreligger en strategisk fordel. Det vil si at egenkapitalrentabiliteten er større enn kravet. Dette er ikke en målefeil vi ønsker å justere for. Målefeil av type 2 er kjent som «the bad». Denne går ut på at poster måles feil slik at kapitalen ofte blir undervurdert og rentabiliteten overvurdert. Kilder til type 2 feil er blant annet manglende balanseføring og at balanseførte eiendeler feilperiodiseres. Målefeil av type 3 går under navnet «the ugly». Dette er en målefeil som oppstår fordi regnskapsfører bevisst unngår enkelte regnskapsregler (Knivsflå, 2017f). Siden LSG og konkurrentenes regnskap allerede er kontrollert av statsautoriserte revisorer er det lite sannsynlig at det foreligger type 3 feil. Vi velger derfor å stole på revisors arbeid og kontrollerer derfor ikke for denne målefeilen.

Basert på dette er det kun målefeil av type 2 vi kontrollerer og eventuelt justerer for. Til dette benytter vi noteinformasjonen i årsrapportene til selskapene. Siden vi er eksterne analytikere og ikke sitter på like god informasjon som produsentene av regnskapet, skal vi kun foreta justeringer på det vi anser som aller mest relevant. På denne måten unngår vi å tilføre mer støy. Forhåpentligvis medfører det hele til et bedre historisk bilde av selskapets underliggende økonomiske forhold.

5.4.1 Justering av målefeil

Vi har valgt å justere biologiske eiendeler og pensjonsforpliktelser. Grunnen til dette er forklart i de kommende avsnittene. Justeringene presenteres i tabell 5-16 til 5-18.

5.4.1.1 Biologiske eiendeler

Den første justeringen omhandler verdijustering av biologiske eiendeler, altså den levende fisken, fra virkelig verdimåling til historisk kost. Etter IAS 41 rapporteres biologiske eiendeler til virkelig verdi gitt at det finnes et aktivt marked for eiendelen (Deloitte, 2017b). Dette betyr at når regnskapet skal avlegges kreves det en verdijustering. Verdien på fisken reguleres av IFRS 13 som sier at eiendelen skal justeres til prisen i markedet (Deloitte, 2017c). Argumentene for å justere fra virkelig verdi til historisk kost er at virkelig verdijusteringen påvirker driftsresultatet og verdien på eiendelene, hvilket igjen påvirker rentabilitetsmålingen. I tillegg skjer det en inntektsføring gjennom hele prosessen selv om det i realiteten ikke er solgt noe fisk. Videre er det fiskens vekst og prisendringer i markedet som påvirker verdijusteringen.

Ettersom dette er faktorer som varierer, spesielt lakseprisen, oppstår det en risiko for at prisen på salgsdagen ikke tilsvarer verdijusteringen gjennom regnskapsperioden.

Basert på dette mener vi at å rapportere fisken til historisk kost vil gi et mer riktig bilde av avkastningen på investeringen. Vi har derfor valgt å justere de biologiske eiendeler fra virkelig verdi til historisk kost. Fisk som veier under 1 kg er allerede rapportert til historisk kost da det ikke finnes noe marked for så liten fisk. Justeringen finner sted i det unormale driftsresultatet og balansen ettersom biologiske eiendeler er gruppert som en unormal driftspost.

5.4.1.2 Pensjonsforpliktelse

I 2013 ble regnskapsstandarden IAS 19, Pensjonsforpliktelser, endret (Deloitte, 2017a). Endringen medførte at alle estimatavvik skal føres direkte mot utvidet resultat når de oppstår (Lerøy Seafood Group, 2013). Tidligere ble resultateffektene ikke ført med en gang de oppstod, slik at deler av pensjonsforpliktelsene ikke eksisterer i balansen. Vi velger derfor å justere for regnskapsårene 2012 da vi ser det hensiktsmessig å ha samme regnskapsregler for hele den historiske analyseperioden vår. Resultateffekten av justeringen føres mot det unormale driftsresultatet.

Justeringen av målefeilene knyttet til biologiske eiendeler og pensjon er vist tabell 5-16, 5-17 og 5-18.

Alle tall i 1 000	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Justering i resultatregnskap						
Unormalt netto driftsresultat før justering	158 660	670 212	-64 101	358 726	1 065 062	-1 924 744
Reversering verdijustering av biologiske eiendeler etter skatt	-221 051	-573 172	245 561	-141 381	-1 102 922	187 265
Justering av pensjon etter skatt	-1 258	0	0	0	0	0
Unormalt netto driftsresultat etter skatt	-63 649	97 041	181 460	217 345	-37 860	-1 737 479

Tabell 5 - 16 Justering foretatt i resultatregnskapet

Alle tall i 1 000	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Justering i netto driftseiendeler						
Netto driftseiendeler før justering	8 179 070	9 649 679	10 000 911	11 363 416	16 859 342	17 246 061
Netto reversering	-240 809	332 363	86 803	228 184	1 331 105	1 143 840
Netto driftseiendeler etter justering	8 419 879	9 317 316	9 914 108	11 135 232	15 528 237	16 102 221

Tabell 5 - 17 Justering knyttet til netto driftseiendeler

Alle tall i 1 000	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Justering i egenkapital						
Egenkapital før justering	5 314 575	6 755 200	7 262 314	7 885 695	12 539 948	13 257 662
Netto reversering	-240 809	867 453	752 675	482 000	3 551 332	904 979
Egenkapital etter justering	5 555 384	6 422 837	7 175 511	7 657 511	11 208 843	12 113 822
Minoritetsinteresser	649 381	793 747	817 282	878 357	935 478	955 415
Netto finansiell gjeld	2 215 114	2 100 732	1 921 315	2 599 364	3 383 917	3 032 984
Netto driftskapital	8 419 879	9 317 316	9 914 108	11 135 232	15 528 238	16 102 221

Tabell 5 - 18 Justering knyttet til egenkapital

5.5 Omgruppert og justert resultatregnskap og balanse

Omgrupperingen og justeringen som er foretatt i avsnittene over er samlet i et endelig resultatregnskap og balanse. Dette er vist i tabell 5-19 til 5-22. Det er disse regnskapene som blir benyttet videre i verdivurderingen av LSG. Vi har i tillegg foretatt samme prosedyre som i kapittel 5 for resultatregnskapet, balansen og kontantstrømmen til Marine Harvest, SalMar, Grieg Seafood og Norway Royal Salmon.

Alle tall i 1 000		2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Omgruppert og justert resultatregnskap							
Driftsinntekter	DI	9 097 146	10 764 714	12 579 466	13 450 726	17 269 278	20 703 788
- Varekjøp	DK	6 442 319	6 781 433	8 003 339	8 812 414	10 265 020	10 488 541
- Lønn og andre pesonalkostnader	DK	1 031 872	1 094 464	1 270 880	1 411 024	1 785 538	2 679 535
- Andre driftskostnader	DK	853 884	1 004 148	1 262 518	1 447 625	1 864 088	2 458 034
- Avskrivinger	DK	291 768	307 175	369 480	433 916	511 621	586 172
= Driftsresultat fra egen virksomhet	DR	477 303	1 577 494	1 673 249	1 345 747	2 843 011	4 491 506
- Driftsrelatert saktekostnad	DSK	119326	394374	418312	336437	710753	1122877
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	NRD	357 977	1 183 121	1 254 937	1 009 310	2 132 258	3 368 630
+ Nettoresultat fra driftsilknnyttede virksomheter	RTS	24 830	192 188	91 939	61 377	262 782	492 285
= Netto driftsresultat	NDR	382 807	1 375 309	1 346 876	1 070 687	2 395 040	3 860 915
+ Netto finansinntekt	NFI	27 631	14 600	17 225	9 979	15 449	17 376
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	NRS	410 438	1 389 909	1 364 101	1 080 666	2 410 489	3 878 291
- Netto finanskostnad	NFK	92 658	86 586	90 687	92 195	113 003	150 998
- Netto minoritetsresultat	NMR	10 963	153 043	48 557	53 165	294 488	313 294
= Normalt nettoresultat til egenkapital	NRE	306 817	1 150 280	1 224 857	935 305	2 002 999	3 413 999
+ Unormalt netto driftsresultat	UNDR	-63 649	97 041	181 460	217 345	-37 860	-1 737 479
+ Unormalt netto finansresultat	UNFR	-34 003	-6 665	-111 166	-19 258	47 627	3 436
- Unormalt netto minoritetsresultat	UNMR	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	FNR	209 166	1 240 655	1 295 151	1 133 393	2 012 767	1 679 956
- Netto betalt utbytte	NBU	379 734	373 202	542 476	651 393	-1 538 564	774 977
= Endring i egenkapital	ΔEK	-170 568	867 453	752 675	482 000	3 551 331	904 979

Tabell 5 - 19 Omgruppert og justert resultatregnskap for LSG

Alle tall i 1000		2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Sysselsatt kapital, justert							
Netto anleggsmidler	NAM	5 100 866	5 731 665	6 011 174	6 466 405	10 625 747	10 960 242
+ Driftsrelaterte arbeidskapital	DAK	3 319 013	3 585 651	3 902 934	4 668 827	4 902 490	5 141 978
= Netto driftseiendeler	NDE	8 419 879	9 317 316	9 914 108	11 135 232	15 528 237	16 102 221
+ Finansielle eiendeler	FE	1 144 330	975 345	1 447 059	1 369 577	2 373 407	2 648 327
= Sysselsatte eiendeler	SSE	9 564 209	10 292 661	11 361 167	12 504 809	17 901 644	18 750 548
Egenkapital	EK	5 555 384	6 422 837	7 175 511	7 657 511	11 208 843	12 113 822
+ Minoritetsinteresser	MI	649 381	793 747	817 282	878 357	935 478	955 415
+ Finansiell gjeld	FG	3 359 444	3 076 077	3 368 374	3 968 941	5 757 324	5 681 311
= Sysselsatt kapital	SSK	9 564 209	10 292 661	11 361 167	12 504 809	17 901 645	18 750 548

Tabell 5 - 20 Omgruppert og justert sysselsatt kapital for LSG

Alle tall i 1 000		2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Netto driftskapital, justert							
Netto driftsrelaterte anleggsmi	NAM	5 100 866	5 731 665	6 011 174	6 466 405	10 625 747	10 960 242
+ Driftsrelaterte arbeidkapital	DAK	3 319 013	3 585 651	3 902 934	4 668 827	4 902 490	5 141 978
= Netto driftseiendeler	NDE	8 419 879	9 317 316	9 914 108	11 135 232	15 528 237	16 102 221
Egenkapital	EK	5 555 384	6 422 837	7 175 511	7 657 511	11 208 843	12 113 822
+ Minoritetsinteresser	MI	649 381	793 747	817 282	878 357	935 478	955 415
+ Netto finansiell gjeld	NFG	2 215 114	2 100 732	1 921 315	2 599 364	3 383 917	3 032 984
= Netto driftskapital	NDK	8 419 879	9 317 316	9 914 108	11 135 232	15 528 238	16 102 221

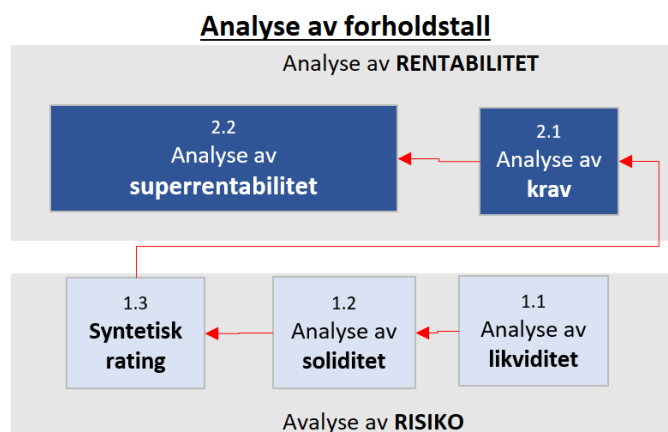
Tabell 5 - 21 Omgruppert og justert netto driftskapital for LSG

Endring i egenkapital	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Inngående EK	5 725 952	5 555 384	6 422 837	7 175 511	7 657 511	11 208 843
Fullstendig nettoresultat	209 166	1 240 655	1 295 151	1 133 393	2 012 767	1 679 956
Netto betalt utbytte	379 734	373 202	542 476	651 393	-1 538 564	774 977
Utgående EK	5 555 384	6 422 837	7 175 511	7 657 511	11 208 842	12 113 822

Tabell 5 - 22 Omgruppert og justert endring i egenkapital for LSG

5.6 Rammeverk for forholdstallanalyse

I de tre kommende kapitlene foretar vi en analyse av selskapets forholdstall for å analysere LSG sin finansielle risiko og lønnsomhet. Forholdstallsanalysen starter med en analyse av selskapets finansielle risiko. Analysen innebærer en likviditets- og soliditetsanalyse som, gjennom en syntetisk rating, danner grunnlag for vår vurdering av den finansielle risikoen til selskapet. Vår vurdering av LSG sin finansielle risiko benyttes til å beregne avkastningskravene i kapittel 7. I kapittel 8 vurderer vi rentabiliteten opp mot kravene fra kapittel 7. Dette legger grunnlag for å vurdere lønnsomheten til LSG. Figur 5-7 viser hvordan forholdstallsanalysene henger sammen (Knivsflå, 2017h).



Figur 5 - 7 Analyse av forholdstall

I gjennomføringen av forholdstallsanalysen benytter vi regnskapene fra delkapittel 5.5 og beregner snittet av de seks årene. For at analysen skal bli så god som mulig, tar vi høyde for at LSG og oppdrettsbransjen har opplevd endringer i løpet av tidsperioden. Dette har vi løst ved å vekte forholdstallene på en slik måte at gjennomsnittet representerer et mest mulig riktig bilde av selskapet og bransjen.

I den strategiske analysen kom det frem at oppdrettsnæringen må forholde seg til en streng konsesjonspolitikk. Dette gjør at vekst har vært mulig gjennom virksomhets sammenslåinger og innovasjon. Dette legger grunn for at regnskapstallene de siste årene er mer representative for fremtiden enn tidligere år. På den andre siden er oppdrettsnæringen en konjunkturutsatt næring, hvilket argumenterer for en mer forsiktig vekting av forholdstallene ettersom det er naturlig å tro at tallene på sikt beveger seg tilbake til gjennomsnittet (Knivsflå, 2017h). Vektingen av de siste seks årene vil derfor ikke variere mye, men på grunn av innovasjonshyppigheten vil de tre seneste årene være vektet høyest. Vektingen er vist i tabell 5-23. Det er denne vektingen vi legger til grunn når vi i de kommende kapitlene beregner gjennomsnitt over analyseperioden.

Periodevekting	2012	2013	2014	2015	2016	2017
	12%	14%	15%	18%	20%	21%

Tabell 5 - 23 Tidsvekting av oppdrettsbransjen

6 Analyse av risiko

I dette kapittelet analysere vi risikoen til LSG ved hjelp av en likviditets- og soliditetsanalyse. Likviditetsanalysen sier noe om den kortsiktige risikoen til selskapet, altså risikoen for at selskapet ikke vil klare å betjene den kortsiktige gjelden etter hvert som den forfaller. Soliditetsanalysen sier noe om den langsiktige risikoen, altså risikoen for at selskapet ikke er i stand til å stå imot en lengre periode med tap (Petersen mfl., 2017). Til slutt oppsummeres resultatet fra de to analysene og graderes i en syntetisk rating der en endelig konklusjon om risikoen vil bli gitt.

For å forstå hva som ligger i begrepet risiko og hvordan dette er relevant for investorer og kreditorer, forklarer vi hvordan risiko kan kategoriseres som systematisk og usystematisk. Systematisk risiko er markedsrisiko, mens usystematisk risiko er den selskapsspesifikke risikoen. Dersom en investerer i ett selskap, utgjør systematisk og usystematisk risiko sammen en totalrisiko som investor må ta høyde for. Imidlertid er det vanlig at profesjonelle investorer diversifiserer sine investeringer ved å danne investeringsporteføljer der de investerer i flere selskap samtidig. Dette innebærer at den selskapsspesifikke risikoen blir mindre viktig, og perfekt diversifiserte investorer har kun markedsrisiko (systematisk risiko) å forholde seg til (Kaldestad & Møller, 2016). På den andre siden er det alltid en mulighet for markedssvikt som følge av transaksjonskostnader og imperfekt informasjon. Dette argumenterer for at selv veldiversifiserte investorer må forholde seg til noe selskapsspesifikk (usystematisk) risiko (Knivsflå, 2017h).

For kreditorer er spørsmålet alltid om debitor vil tilbakebetale lånet samt renter, eller om det vil forekomme former for mislighold. Kreditor kan ikke diversifisere bort noe av risikoen, hvilket betyr at selskapsspesifikk risiko alltid vil være høyst relevant (Knivsflå, 2017h). Den kommende analysen av LSG sin risiko vil derfor være relevant ut i fra både et investororientert perspektiv og et kreditororientert perspektiv.

I risikoanalysen vil vi regne ut ulike forholdstall for LSG og sammenligne disse tallene med tilsvarende forholdstall for bransjegjennomsnittet. For å finne bransjegjennomsnittet beregner vi et vektet gjennomsnitt av regnskapene til bransjens selskap fra 2011 til og med 2017. Det vektete gjennomsnittet beregner vi ved å vekte årlig omsetning fra de ulike selskapene. Vektingen er vist i tabell 6-1.

Markedsandeler	2012	2013	2014	2015	2016	2017T
Marine Harvest	47%	47%	50%	49%	47%	44%
Lerøy Seafood Group	28%	26%	25%	24%	25%	26%
SalMar	13%	15%	14%	13%	13%	14%
Grieg Seafood	6%	6%	5%	8%	9%	10%
Norway Royal Seafood	5%	6%	5%	6%	6%	6%
Bransje	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Tabell 6 - 1 1 Markedsandeler til selskapene i bransjen som benyttes i utregningene av vektet gjennomsnitt

6.1 Analyse av kortsiktig risiko – likviditetsanalyse

I dette delkapittelet analyserer vi den kortsiktige risikoen til LSG ved hjelp av en likviditetsanalyse. Ved hjelp av analysen finner vi ut i hvilken grad LSG er i stand til å betjene sine forpliktelser etter hvert som de forfaller. Analysen baseres på utregnede forholdstall fra LSG og bransjen som sier noe om gjeldsdekningen i balansen, gjennom resultat og kontantstrøm og gjeldsdekning i fremtiden. Forholdstallene til LSG sammenlignes med bransjens, hvilket gir en indikasjon på den kortsiktige risikoen til LSG (Knivsflå, 2017h). Likviditetsanalysen danner til slutt, sammen med soliditetsanalysen, grunnlaget for en syntetisk rating og konklusjon av LSG sin risiko.

6.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 er forholdstallet mellom selskapets omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Det forteller i hvilken grad selskapet er i stand til å betjene sin kortsiktige gjeld med sine lettest omsettelige (likvide) eiendeler. Likviditetsgrad 1 vises i formelen under.

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

Dersom likviditetsgrad 1 er lavere enn 1, forteller det at selskapets kortsiktige gjeld er større enn de mest likvide eiendelene. Det betyr at selskapet kan ha problemer med å betjene gjelden etter hvert som den forfaller, og vil i så fall indikere høy likviditetsrisiko for selskapet (Damodaran, 2012). Dersom likviditetsgraden er 1 betyr det at selskapet har akkurat nok likvide midler til å betjene den kortsiktige gjelden. For å ha god margin til å dekke kortsiktig gjeld bør selskapet ha en likviditetsgrad 1 på minst 2 (Knivsflå, 2017h). Det er likevel en avveining for hvor på skalaen det er best for et selskap å ligge (Damodaran, 2012). Dersom likviditetsgrad 1 er for høy, betyr det også at selskapet har for mye likviditet bundet opp i sine eiendeler.

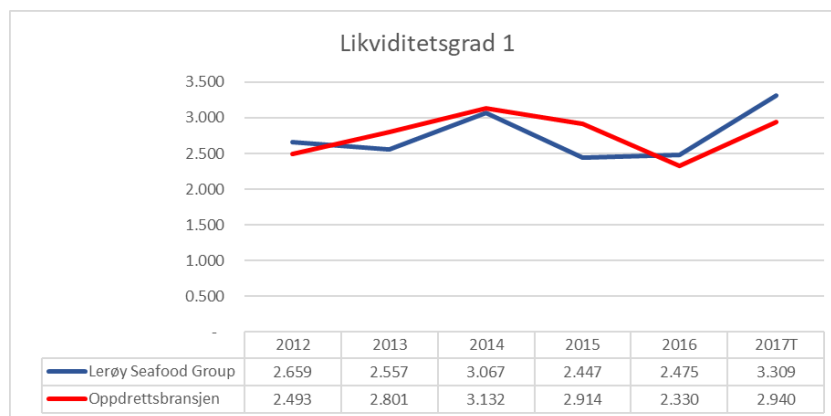
Eksempelvis kan det gi uttrykk for at selskapet sliter med å selge unna varelageret. Selskap bør derfor finne en avveining mellom en høy likviditetsgrad 1 og en størrelse på omløpsmidlene som indikerer sunn drift.

Det beste målet på likviditetsgraden og andre forholdstall som brukes i risikoanalysen er ofte bransjen. Alle bransjer er ulike, og hvilken likviditetsgrad eller hvilket forholdstall som er positivt for bransjen kan variere. For at bransjen skal være et godt mål kan den selvsagt ikke selv slite med likviditets- eller soliditetsutfordringer.

Som figur 6-1 viser, har LSG og oppdrettsbransjen siden 2012 hatt en likviditetsgrad på godt over 2. LSG har i perioden 2013 til 2015 hatt en noe lavere likviditetsgrad enn bransjegjennomsnittet, men selskapet har likevel fulgt samme trend som bransjen. Tallene for 2016 og 2017 viser at likviditetsgraden til LSG har passert bransjegjennomsnittet, og for 2017 er likviditetsgraden til LSG betydelig høyere enn bransjens. Dette skyldes en økning i selskapets driftsrelaterte omløpsmidler, en reduksjon i den kortsiktige gjelden, eller en kombinasjon av begge. Introduksjonen av hvitfisksegmentet i 2016 kan være årsaken til økte omløpsmidler, uten at den kortsiktige gjelden har blitt nevneverdig påvirket.

Den høye likviditetsgraden til både LSG og bransjen de siste 6 årene skyldes den generelt høye verdien av driftsrelaterte omløpsmidler der biologiske eiendeler er en betydelig post. Grunnen til at den biologiske eiendelsposten er så stor for oppdrettsselskapene er fordi produksjonssyklusen til oppdrettslaks er lang. Ettersom verdien av biologiske eiendeler innebærer laks som enda ikke er slakteklar, kan en stille spørsmål om hvor likvid denne eiendelen egentlig er. Det at de minst likvide omløpsmidlene ikke skilles ut er en svakhet ved dette forholdstallet og argumenterer for å nedjustere likviditetsgraden til oppdrettsselskapene. Bransjegjennomsnittet er dermed et godt mål for å vurdere likviditetsgraden til LSG.

Likviditetsgraden til LSG har ligget rundt bransjegjennomsnittet i løpet av analyseperioden, og de har i dag en høyere likviditetsgrad, hvilket fører til at LSG har en sunn likviditetsgrad. Følgelig har LSG en lav likviditetsrisiko. Resultatet understrekes ved at tidsvektet likviditetsgrad 1 er 2,77 for både LSG og bransjen.



Figur 6 - 1 Likviditetsgrad 1 for LSG og oppdrettsbransjen

6.1.2 Likviditetsgrad 2, "utradisjonell"

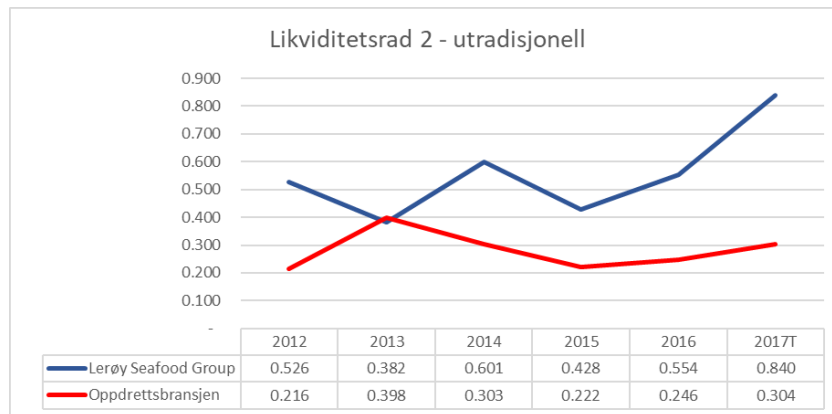
Likviditetsgrad 2 er forholdstallet mellom selskapets mest likvide omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Forholdstallet handler om å se på de omløpsmidlene som lettest kan konverteres til kontanter og andelen gjeld som forfaller i løpet av året. Verdsettelseskurset til Knivsflå presenterer en "utradisjonell" versjon av likviditetsgrad 2. Metoden skiller seg ut fra den "tradisjonelle" versjonen ved at den har et annet mål på hva som betraktes som de mest likvide omløpsmidlene. Den «tradisjonelle» versjonen presenteres i avsnitt 6.1.3.

Den "utradisjonelle" versjonen av likviditetsgrad 2 forteller hvordan et selskap er i stand til å betjene den kortsiktige gjelden med sine finansielle omløpsmidler (Knivsflå, 2017h). Utregninger for metoden er vist i ligningen under.

$$\text{Likviditetsgrad 2, "utradisjonell"} = \frac{\text{Finansielle omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Vi ser av figur 6-2 at LSG, siden 2012, har hatt en høy likviditetsgrad relativt til bransjen. Ut i fra absolutt verdi er likviditetsgraden for LSG og bransjen imidlertid under 1. Dette betyr at likviditetsgraden er under tommelfingerregelen som er på 1. Ved å se nærmere på de finansielle omløpsmidlene, finner vi ut at kontanter og kontantekvivalenter utgjør en stor andel. Derfor ser vi på tommelfingerregelen for likviditetsgrad 3, som er forholdet mellom kontanter og kontantekvivalenter over kortsiktig gjeld. Denne tommelfingerregelen sier at en likviditetsgrad over 0,33 indikerer lav likviditetsrisiko (Experian). Av figuren under ser vi at LSG sin likviditetsgrad ligger over 0,33 i alle årene. I tillegg er det tidsvektede gjennomsnitt på 0,57,

noe som er bedre enn bransjegjennomsnittet på 0,28. Den utradisjonelle versjonen av likviditetsgrad 2 indikerer derfor lav likviditetsrisiko for LSG.



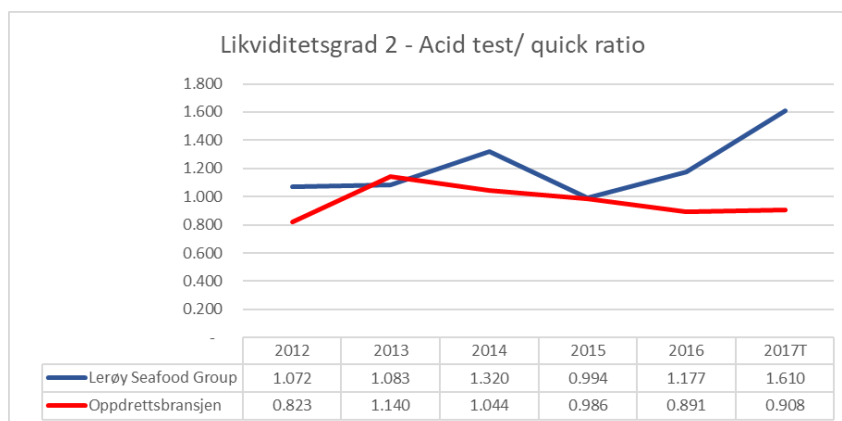
Figur 6 - 2 Likviditetsgrad 2 - utradisjonell, for LSG og oppdrettsbransjen

6.1.3 Likviditetsgrad 2 - "tradisjonell" ("Quick ratio"/ "Acid test")

Den tradisjonelle versjonen av likviditetsgrad 2 ser også på de mest likvide omløpsmidlene opp mot den kortsiktige gjelden. Det vil si at metoden ser på alle omløpsmidlene bortsett fra varelageret (Knivsflå, 2017h). Et forholdstall på minimum 1 indikerer lav likviditetsrisiko. Formelen for den «tradisjonelle» likviditetsgrad 2 er vist under.

$$\text{Likviditetsgrad 2 - "tradisjonell"} = \frac{\text{Omløpsmidler} - \text{varelager}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Figur 6-3 viser at LSG har hatt en likviditetsgrad på over 1 siden 2012 med unntak av 2015. I tillegg har LSG gjennom hele perioden, med unntak av 2013, hatt et høyere forholdstall enn bransjen. Det tidsvektede gjennomsnittet til LSG er på 1,23 og bransjens er på 0,96. Dette viser at LSG sin likviditetsrisiko er lav.



Figur 6 - 3 Likviditetsgrad 2 - tradisjonell, for LSG og oppdrettsbransjen

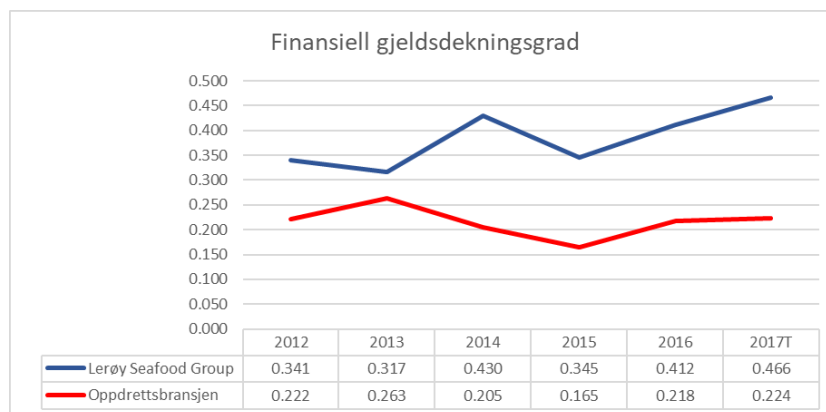
6.1.4 Finansiell gjeldsdekningsgrad

Finansiell gjeldsdekningsgrad viser forholdet mellom selskapets finansielle eiendeler og finansiell gjeld. Med en finansiell gjeldsdekningsgrad på minst 1 har selskapet nok finansielle eiendeler til å betjene sin finansielle gjeld. Av de finansielle eiendelene, er det spesielt verdifullt for selskapet å ha stor andel finansielle omløpsmidler. Grunnen til dette er at finansielle omløpsmidler er raskest omsettelige, og reduserer dermed likviditetsrisikoen ytterligere (Knivsflå, 2017h). Formelen er vist under.

$$\text{Finansiell gjeldsdekningsgrad} = \frac{\text{Finansielle eiendeler}}{\text{Finansiell gjeld}}$$

Ettersom oppdrettsbransjen er en kapitalintensiv bransje, er det begrenset hvor mye finansielle omløpsmidler selskapene besitter. Dette gjør at det ikke kan forventes at LSG eller bransjen har en høy finansiell gjeldsdekningsgrad. Bransjegjennomsnittet vil derfor benyttes som målestokk når LSG sitt forholdstall vurderes.

Figur 6-4 viser hvordan LSG siden 2012 kontinuerlig har hatt en høyere finansiell gjeldsdekningsgrad enn bransjen. Dette skyldes hovedsakelig at LSG holder en stor andel kontanter og kontantekvivalenter. Ettersom kontanter og kontantekvivalenter er finansielle omløpsmidler, reduseres likviditetsrisikoen ytterligere. LSG sitt tidsvektede gjennomsnitt er på 0,392 og bransjens er på 0,214. Dette understreker at LSG sin finansielle gjeldsdekningsgrad er god, hvilket taler for en lav likviditetsrisiko.



Figur 6 - 4 Finansiell gjeldsdekningsgrad for LSG og oppdrettsbransjen

6.1.5 Rentedekningsgrad

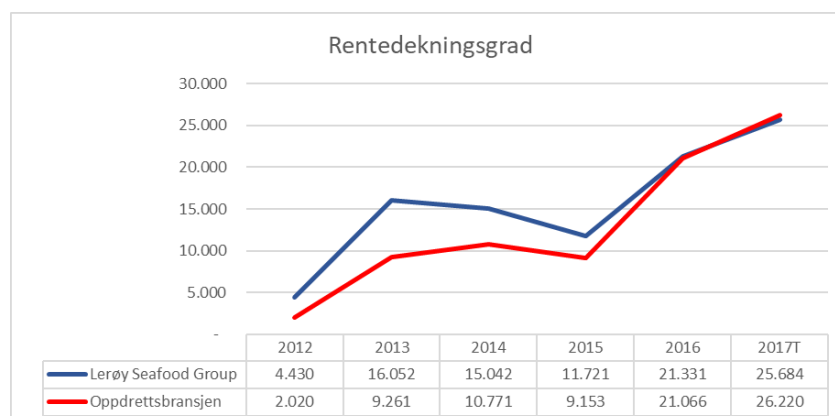
Rentedekningsgraden viser forholdet mellom nettoresultat fra sysselsatt kapital og netto finanskostnad (Knivsflå, 2017h). I motsetning til forholdstallene analysert i avsnittene over,

baserer rentedeckningsgraden seg på tall fra resultatregnskapet og ikke balansen. Likningen under viser hvordan rentedeckningsgraden beregnes.

$$\text{Rentedeckningsgrad} = \frac{\text{Nettoresultat fra sysselsatt kapital}}{\text{Netto finanskostnad}}$$

Rentedeckningsgraden forteller i hvilken grad resultatet fra driften kan betjene rentekostnadene. Med en rentedeckningsgrad på 1 vil hele resultatet fra driften gå med til å betjene rentekostnadene. Rentedeckningsgraden bør derfor være over 1 for å indikere lav likviditetsrisiko. Hovedsakelig bør rentedeckningsgraden være over 2, men dette avhenger også av hvor høy renten er. Med dagens rekordlave rente vil finanskostnadene være lave, hvilket medfører at kravet bør oppjusteres.

Figur 6-5 viser hvordan rentedeckningsgraden til LSG og bransjen har fulgt samme trend de siste årene. Som følge av høye laksepriser og lav rente har rentedeckningsgraden for LSG og bransjen vokst til å bli svært høye. Rentedeckningsgraden til LSG har generelt vært høyere enn bransjegenomsnittet og større enn tommelfingerregelen på 2, hvilket trekker mot at LSG har en lav likviditetsrisiko.



Figur 6 - 5 Rentedeckningsgrad for LSG og bransjen

6.1.6 Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm

Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm viser forholdet mellom kontantstrømmen fra sysselsatte eiendeler og kontantstrømmer til finansiell gjeld, slik likningen under viser (Knivsflå, 2017h). Med andre ord forteller dette forholdstallet i hvilken grad et selskap generer nok kontanter til å dekke sine løpende gjeldsforpliktelser.

$$\frac{\text{Fri KS fra sysselsatte eiendeler}}{\text{Fri KS til finansiell gjeld}} = \frac{\text{Fri KS fra drift} + \text{fri KS finansielle eiendeler}}{\text{Netto finanskostnad} - \Delta \text{finansiell gjeld}}$$

Dette forholdstallet gir imidlertid kun mening dersom selskapet er i en fase der de betaler ned gjeld (Knivsflå, 2017h).

Alle tall i 1 000							
Omgruppert kontantsrøm		2012	2013	2014	2015	2016	2017
Netto driftsresultat	NDR	382 807	1 375 309	1 346 876	1 070 687	2 395 040	3 860 915
+ Unormal netto driftsresultat	UNDR	-63 649	97 041	181 460	217 345	-37 860	-1 737 479
- Økning i netto driftseiendeler	ΔNDE	607 233	897 437	596 793	1 221 124	4 393 005	573 984
= Fri kontantsrøm fra drift	FKD	-288 074	574 912	931 543	66 908	-2 035 824	1 549 452
+ Netto finansinntekter	NFI	27 631	14 600	17 225	9 979	15 449	17 376
+ Unormale netto finansinntekter	UNFI	-34 003	-6 665	-111 166	-19 258	47 627	3 436
- Økning i finansielle eiendler	ΔFE	-501 417	-168 985	471 714	-77 482	1 003 830	274 920
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	FKS	206 971	751 832	365 888	135 111	-2 976 578	1 295 344
- Netto finanskostnad	NFK	92 658	86 586	90 687	92 195	113 003	150 998
+ Økning i finansiell gjeld	Δ FG	161 934	-283 367	292 297	600 567	1 788 383	-76 013
- Netto minoritetsresultat	NMR	10 963	153 043	48 557	53 165	294 488	313 294
- Unormalt netto minoritetsresultat	UNMR	0	0	0	0	0	0
+ Økning i minoritetsinteresser	Δ MI	114 450	144 366	23 535	61 075	57 121	19 937
= Fri kontantsrøm til egenkapital	FKE=NBU	379 734	373 202	542 476	651 393	-1 538 564	774 976

Tabell 6 - 2 Viser LSG sin frie kontantstrøm til egenkapitalen

Tabell 6-2 viser at LSG har en positiv endring i finansiell gjeld alle årene utenom i 2013 og 2017. Dette betyr at LSG generelt ikke befinner seg i en fase der de betaler ned gjeld. Følgelig er forholdstallet ikke relevant.

6.1.7 Rente- og avdragsdekning ett år frem i tid

Forholdstallene analysert frem til nå har fokusert på historiske tall fra selskapet og bransjen. Det er også interessant å se på et forholdstall som kan si noe om fremtiden. Forholdstallet, Rente- og avdragsdekning ett år frem i tid, viser om selskapets likvide eiendeler i dag og om ett år er i stand til å betjene gjeldsforpliktelsene som forfaller om ett år (Knivsflå, 2017h). Formelen for forholdstallet er vist under.

$$Rente\ og\ avdragsdekning_{t+1} = \frac{Finansielle\ eiendeler_t +\ fri\ KS\ fra\ sysselsatt\ kapital_{t+1}}{Netto\ finanskostnader_{t+1} +\ avdrag\ på\ lån_{t+1}}$$

Siden vi på dette tidspunktet i verdsettelsen ikke har et estimat på fri kontantstrøm til sysselsatt kapital for 2018, skissere vi et «worst case» scenario for så å vurdere LSG sin evne til å dekke renter og avdrag. Dette scenarioet baserer seg på at den frie kontantstrømmen til sysselsatt kapital for LSG er lik null i 2018. Videre har vi forutsatt at avdraget på lånet i 2018 er tilsvarende som for 2017. Basert på disse forutsetningene har vi regnet ut at den normaliserte renten for 2018 er 2,69%. Følgelig er netto finanskostnad for 2018 estimert til å være kr

143 659, hvilket gir en rente og avdragsdekning på 3,15. Dette betyr at LSG sine finansielle eiendeler er 3,15 ganger større enn de forventede rente- og avdragsutbetalingene for 2018. Følgelig vil LSG være i stand til å nedbetale renter og avdrag ett år frem i tid, selv om de ikke skulle generere fri kontantstrøm fra sysselsatt kapital dette året.

6.1.8 Supplerende likviditetsanalyse

Det kommende delkapittelet supplerer likviditetsanalysen med et forholdstall som ikke inngår i det fundamentale rammeverket. Grunnen til dette valget er for å styrke likviditetsanalysen ytterligere.

6.1.8.1 Belåningsreserve

Belåningsreserven forteller oss hvor stor del av eiendelenene selskapet kan stille som sikkerhet ved et nytt låneopptak. Forholdstallet viser derfor hvor mye mer lån selskapet kan ta opp. Er belåningsreserven 0% betyr det at selskapet har maksimalt med lån, noe som bidrar til høy likviditetsrisiko. Tommelfingerregelen sier at belåningsreserven normalt bør være minimum 40% av belåningsgrunnlaget (Dahl, Belåningsreserve i %). Formelen for belåningsreserven er vist under.

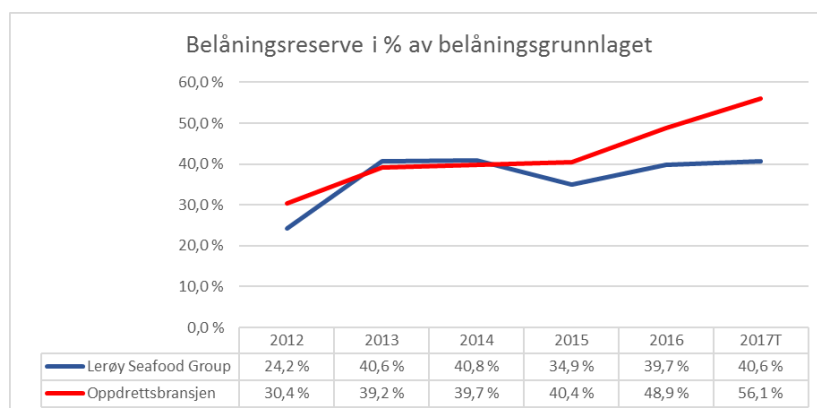
$$\text{Belåningsreserve} = \frac{\text{Belåningsgrunnlag} - \text{sum rentebærende gjeld}}{\text{Belåningsgrunnlag}} * 100\%$$

Ved utregningen av forholdstallet regner vi først ut belåningsgrunnlager for hver type eiendel. Tabell 6-3 viser den prosentvise dekningen vi mener bankene krever for de enkelte eiendelenene.

Eiendel	Prosentvis dekning
Konsesjoner	50%
Varige driftsmidler	60%
Investeringer i tilknyttede og andre selskaper	30%
Varebeholdning	30%
Biologiske eiendeler	40%
Kundefordringer	60%
Andre fordringer	60%
Eiendeler holdt for salg	50%
Andre langsiktige fordringer	60%

Tabell 6 - 3 Bankenes krav om prosentvis dekning av eiendeler

Figur 6-6 viser at LSG sin belåningsreserve de siste årene har fulgt samme trend som bransjen. Belåningsreserven til LSG har imidlertid stort sett vært lavere enn bransjens. I tillegg har det tidsvektede gjennomsnittet vært på 37%, hvilket er under tommelfingerregelen. Belåningsreserven indikerer dermed at LSG har en likviditetsrisiko.



Figur 6 - 6 Belåningsreserve i % av belåningsgrunnlaget for LSG og oppdrettsbransjen

6.2 Analyse av langsiktig risiko – soliditetsanalyse

Ved hjelp av en soliditetsanalyse finner vi ut i hvilken grad LSG har økonomiske ressurser til å stå imot fremtidige tap (Knivsflå, 2017h). Analysen vil altså fortelle hvor stor risikoen er for at selskapet ikke klarer å håndtere en lengre periode med tap. Gjennom analysen regne vi ut forholdstallene egenkapitalprosent og driftsrentabilitet, og sammenligner svarene mot bransjegjennomsnittet. I tillegg analyserer vi kapitalstrukturen til LSG.

6.2.1 Egenkapitalprosent

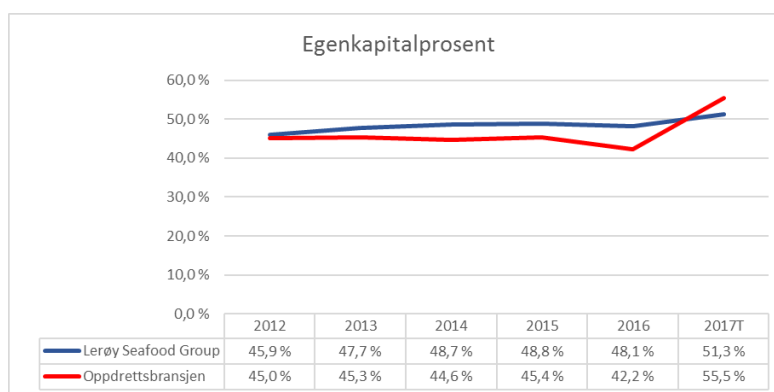
Egenkapitalprosent beregner størrelsen på egenkapital i forhold til totalkapitalen, slik likningen under viser. Dette er et viktig mål da egenkapitalen fungerer som en buffer mot tap. En høy egenkapitalprosent vil derfor fortelle oss at selskapet har en økonomisk evne til å stå imot en lengre periode med tap. Forholdstallet gir en god prediksjon på mulig fremtidig konkurs (Petersen mfl, 2017).

$$EKprosent = \frac{EK}{TK} \Rightarrow \frac{EK}{SSK + DG} \Rightarrow \frac{EK}{(NDK + FE + DG)}$$

Egenkapitalprosenten er også et viktig mål for långivere da lånevilkår, eller såkalte "covenants", krever en viss egenkapitalprosent. Dersom egenkapitalprosenten blir lavere enn covenant-

kravet, vil hele lånet forfalle til betaling. Dette kan føre til gjeldsforhandlinger og i verste fall konkurs for selskapet (Knivsflå, 2017h).

Figur 6-7 viser at oppdrettsbransjen har en generelt høy egenkapitalandel ettersom det tidsvektede snittet er på 47%. Sammenlignet er den tidsvektede gjennomsnittlige egenkapitalprosenten til LSG på 49%. Selskapet har i perioden 2012 til 2016 hatt en høyere egenkapitalprosent enn bransjegjennomsnittet. Egenkapitalprosenten har også vært godt over selskapets lånevilkår på 30% egenkapitalandel (Lerøy Seafood Group, 2016). Dette forteller at LSG har en solid buffer til å stå imot tap over en lengre periode. I tillegg har selskapet ingen umiddelbar risiko knyttet til brudd på lånevilkåret.



Figur 6 - 7 Egenkapitalprosent for LSG og oppdrettsbransjen

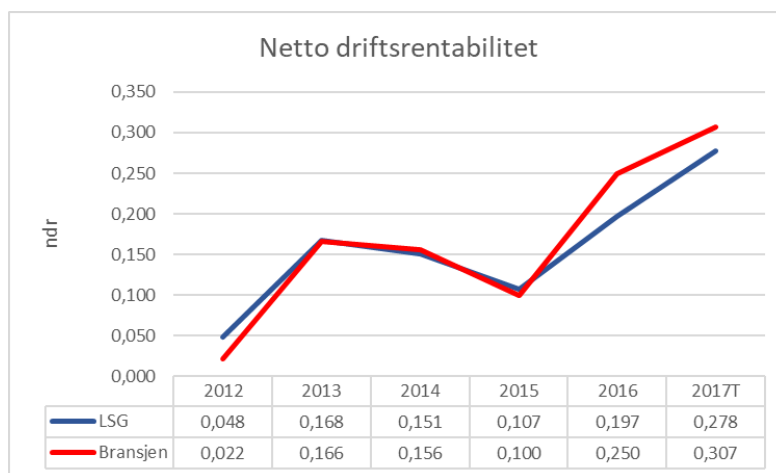
6.2.2 Netto driftsrentabilitet

Ved å regne ut netto driftsrentabiliteten finner vi ut hvor stor avkastning det er på selskapets netto driftseiendeler. Med andre ord avkastningen på selve driften. Dette er relevant for den langsiktige risikoanalysen da selskapets lønnsomhet vil påvirke egenkapitalen i det lange løp. Lav lønnsomhet vil redusere egenkapitalen og dermed bufferen mot tap. Netto driftsrentabilitet blir regnet ut ved å dividere netto driftsresultat på gjennomsnittlig netto driftskapital (Knivsflå, 2017j).

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

Figur 6-9 viser hvordan LSG sin netto driftsrentabilitet har fulgt samme trend som resten av bransjen i perioden 2012 til 2017T. Netto driftsrentabiliteten har økt kraftig siden 2012, både for LSG og for bransjen, hvilket mest sannsynlig skyldes de høye lakseprisene som har resultert i høye omsetninger. Selv med vekst i netto driftsrentabilitet har LSG de siste årene hatt noe

lavere netto driftsrentabilitet enn bransjens gjennomsnitt. Avviket kan forklares i LSG sine store investeringer med oppkjøpet av Havfisk ASA og Norway Seafoods Group ASA, og at disse investeringene ikke helt enda har gitt de store avkastningene. Årsaken til dette kan være at det tar tid å implementere et helt nytt segment i sin helintegreerte verdikjede. Med et tidsvektet gjennomsnitt på netto driftsrentabilitet for LSG på 17% mot bransjens 19%, har LSG en noe lavere avkastning på sin drift sammenlignet med bransjen. Likevel er driftsrentabiliteten såpass høy, og avviket så lite, at LSG sin soliditetsrisiko kan betraktes som liten, men likevel høyere enn bransjen.



Figur 6 - 8 Netto driftsrentabilitet for LSG og oppdrettsbransjen

6.2.3 Analyse av kapitalstruktur

Analyse av kapitalstruktur handler om å finne ut hvordan selskapets eiendeler er finansiert. Denne strukturen forteller noe om den langsiktige risikoen til selskapet ettersom ulike former for finansiering medfører forskjellig grad av risiko. Eksempelvis vil egenkapitalfinansiering medføre langt lavere risiko enn kortsiktig gjeldsfinansiering. Ved å lage en matrise med de finansielle og driftsrelaterte eiendelene samt de ulike finansieringskildene, får vi en oversikt over selskapets kapitalstruktur. Dette gir grunnlag for videre analyse av langsiktig risiko.

I matrisen er eiendelene rangert etter illikviditet, mens finansieringskildene er rangert etter hvor langsiktige de er. Dette gjør at en slik matrise ofte har en avtagende kurve, der de minst likvide eiendelene blir finansiert med langsiktige midler og de mest likvide eiendelene blir finansiert med kortsiktige midler. Hvor fort kurven avtar og treffer bunnen, sier noe om selskapets langsiktige risiko (Knivsflå, 2017h). Jo større andel langsiktig finansiering, jo mindre er soliditetsrisikoen.

I tabell 6-4 og 6-5 vises kapitalstrukturen for LSG for 2017 i absolutte og prosentvise tall.

Lerøy Seafood Group i absolutte tall							
	Egenkapital	Minoritets- interesser	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
Driftsrelaterte AM	12 113 822	955 415	415 622				13 484 859
Finansielle AM			106 919				106 919
Driftsrelaterte OM			2 002 076	4 985 417	485 328		7 472 821
Finansielle OM					1 845 515	695 894	2 541 409
Totalkapital	12 113 822	955 415	2 524 617	4 985 417	2 330 843	695 894	23 606 008

Tabell 6 - 4 Kapitalstrukturen til LSG presentert i absolutte tall

Lerøy Seafood Group i prosent							
	Egenkapital	Minoritets- interesser	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
Driftsrelaterte AM	89,8 %	7,1 %	3,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	57,1 %
Finansielle AM	0,0 %	0,0 %	100,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,5 %
Driftsrelaterte OM	0,0 %	0,0 %	26,8 %	66,7 %	6,5 %	0,0 %	31,7 %
Finansielle OM	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	72,6 %	27,4 %	10,8 %
Totalkapital	51,3 %	4,0 %	10,7 %	21,1 %	9,9 %	2,9 %	100,0 %

Tabell 6 - 5 Kapitalstrukturen til LSG presentert i prosent

Det fremkommer av tabell 6-4 og 6-5 at LSG sine driftsrelaterte anleggsmidler blir finansiert av selskapets egenkapital, minoritetsinteresser og langsiktig driftsrelatert gjeld. Ettersom driftsrelaterte anleggsmidler er de minst likvide eiendelene i en bedrift, burde de ideelt sett vært finansiert av egenkapitalen og minoritetsinteressene. Da dette ikke er tilfellet, påløper det en soliditetsrisiko. De finansielle anleggsmidlene er utelukkende finansiert av langsiktig driftsrelatert gjeld, men også disse burde vært finansiert av egenkapital eller minoritetsinteressene. De driftsrelaterte omløpsmidlene blir finansiert av både langsiktig og kortsiktig gjeld, der den langsiktige gjelden utgjør den største delen av finansieringen. Selskapets finansielle omløpsmidler blir finansiert av kortsiktig gjeld. Det er positivt at LSG sin kortsiktige gjeld hovedsakelig er knyttet til selskapets mest likvide eiendeler. Den langsiktige gjelden er i størst grad knyttet til driftsrelaterte omløpsmidler hvilket også er positivt da disse eiendelene er å betrakte som likvide.

Oppdrettsbransjen i prosent							
	Egenkapital	Minoritets- interesser	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
Driftsrelaterte AM	100,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	50,6 %
Finansielle AM	100,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,2 %
Driftsrelaterte OM	11,2 %	2,8 %	23,7 %	34,1 %	28,3 %	0,0 %	44,8 %
Finansielle OM	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	23,9 %	76,1 %	4,4 %
Totalkapital	55,8 %	1,2 %	10,6 %	15,3 %	13,7 %	3,4 %	100,0 %

Tabell 6 - 6 Kapitalstrukturen i oppdrettsbransjen presentert i prosent

Tabell 6-6 viser bransjens kapitalstruktur. Som en kan se er kapitalstrukturen til bransjen ulik kapitalstrukturen til LSG. Anleggsmidlene er 100% finansiert av egenkapitalen, og de driftsrelaterte omløpsmidlene er delvis finansiert av egenkapital, minoritetsinteresser, langsiktig gjeld og kortsiktig driftsrelatert gjeld. De finansielle omløpsmidlene er, som i LSG, finansiert av kortsiktig gjeld. Oppdrettsbransjens kapitalstruktur gjør at all gjeld, både langsiktig og kortsiktig, kan dekkes med likvide eiendeler.

LSG sin kapitalstruktur viser at den kortsiktige gjelden kan dekkes av likvide eiendeler, men det påløper noe risiko vedrørende selskapets evne til å dekke langsiktig driftsrelatert gjeld. LSG har, sammenlignet med bransjen, en likviditetsstruktur som indikerer en høyere soliditetsrisiko.

6.3 Oppsummering – syntetisk rating

I dette kapittelet har vi analysert LSG sin kortsiktige og langsiktige risiko gjennom forholdstallsanalyser, samt en gjennomgang og analyse av selskapets kapitalstruktur. Analysene danner grunnlag til å si noe om risikoen for hvorvidt LSG vil gå konkurs de nærmeste årene.

Ved å ta i bruk Standard & Poor's rammeverk for syntetisk rating gir vi LSG og bransjen en karakter på risikoen. Karakterskalaen går fra D til AAA, der D er dårligste rating og AAA er best. Det fundamentale rammeverket bruker fire forholdstall som grunnlag for ratingen. Dette er forholdstallene likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad etter skatt, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. Grunnlaget for ratingen er presentert i tabell 6-7 og ratingen for LSG og bransjen er presentert i tabell 6-8 og 6-9. Analysen av de resterende forholdstallene samt kapitalstrukturen er supplerende for den endelige vurderingen av risikoen til LSG.

Når vi har satt karakterene for hvert enkelt forholdstall, har vi valgt å runde ned til nærmeste karakter dersom tallet er utenfor de gitte intervallene. Eksempelvis vil en likviditetsgrad 1 på 4,4 bli rundet ned til karakter A, selv om den strengt talt er nærmere karakter AA. Dette gjør vi for at risikoen ikke blir undervurdert

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

Tabell 6 - 7 Viser grunnlaget for ratingen av de fire forholdstallene

Lerøy Seafood Group	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Tidsvektet gjennomsnitt
Likviditetsgrad 1	2,659	2,557	3,067	2,447	2,475	3,309	2,767
Rating	A	A	A	A	A	A	A
Rentedekningsgrad	4,430	16,052	15,042	11,721	21,331	25,684	16,805
Rating	A	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Egenkapitalprosent	45,9 %	47,7 %	48,7 %	48,8 %	48,1 %	51,3 %	48,7 %
Rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet	4,8 %	16,8 %	15,1 %	10,7 %	19,7 %	27,8 %	16,9 %
Rating	B	A	A	BBB	A	AA	A
Sum	BBB	A	A	A	A	A	A

Tabell 6 - 8 Viser ratingen av Lerøy Seafood Group

Oppdrettsbransjen	2012	2013	2014	2015	2016T	2017T	Tidsvektet gjennomsnitt
Likviditetsgrad 1	2,493	2,801	3,132	2,914	2,330	2,940	2,769
Rating	A	A	A	A	BBB	A	A
Rentedekningsgrad	2,020	9,261	10,771	9,153	21,066	26,220	14,521
Rating	BBB	AA	AA	AA	AAA	AAA	AAA
Egenkapitalprosent	45,0 %	45,3 %	44,6 %	45,4 %	42,2 %	55,5 %	46,7 %
Rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	A	BBB
Netto driftsrentabilitet	2,6 %	17,1 %	15,6 %	10,1 %	25,9 %	30,7 %	18,5 %
Rating	B	A	A	BBB	AA	AA	A
Sum	BB	A	A	BBB	A	A	A

Tabell 6 - 9 Viser ratingen av oppdrettsbransjen

Tabell 6-8 og 6-9 viser at LSG har lik gjennomsnittskarakter som bransjen. Dette forteller at risikoen for konkurs ikke er høyere for LSG enn for andre oppdrettsselskap i bransjen. Ettersom

noen av forholdstallene er kunstig høye på grunn av lav rente eller høy andel illikvide omløpsmidler, er LSG sin sammenligning med bransjen viktigere enn ratingen isolert sett.

I analysene av de øvrige forholdstallene scorer LSG generelt sett høyt, og alltid høyere enn bransjen, med unntak av forholdstallet for belåningsreserve. Rente og avdragsdekningen ett år frem i tid er solid med et forholdstall på 3,15 i et «worst case» scenario. Analysen av LSG sin kapitalstruktur viser imidlertid at LSG har en svakere kapitalstruktur enn bransjen. Dette trekker i retning av en høyere soliditetsrisiko. LSG har også en svakere rating på netto egenkapitalprosent enn de andre forholdstallene i den syntetiske ratingen. Videre har LSG en lavere vektet netto driftsrentabilitet enn bransjen. Dette taler for at LSG sin risikokarakter A bør betraktes som noe svakere. Likevel innebærer karakteren at risikoen for å gå konkurs er rundt 0,1% (Knivsfå, 2017h).

Med de forskjellige analysene sett i sammenheng, er det grunn til å konkludere med at både oppdrettsbransjen og LSG har en lav risiko for å gå konkurs. Siden LSG har en høyere langsiktig risiko enn bransjen, vurderer vi den totale risikoen til LSG som høyere enn bransjen.

7 Historisk avkastningskrav

I dette kapittelet beregnes de historiske avkastningskravene for LSG som skal benyttes i lønnsomhetsanalysen i kapittel 8. De historiske avkastningskravene reflekterer investorenes krav om at én investering skal gi minst like stor avkastning som en annen tilsvarende investering. Med denne definisjonen vil enhver investering der avkastningen er større enn kravet være en god investering. Dette betyr at det historiske avkastningskravet vil kunne brukes som et mål på driftsrentabilitet og som neddiskonteringsrente for verdier (Knivsflå, 2017i).

Kapittelet starter med en presentasjon av teori om avkastningskrav. Deretter følger kravet til egenkapitalen og minoritetsinteresser hvor risikofri rente, risikopremien, egenkapitalbeta og likviditetspremien utdypes. Til slutt presenteres de finansielle kravene og selskapskapitalkravet.

7.1 Teori for avkastningskravet

Når en investor skal investere, er både generell markedsrisiko (systematisk risiko) og bedriftsspesifikk risiko (usystematisk risik) et faktum (Kaldestad & Møller, 2016). Usystematisk risiko er knyttet direkte mot det spesifikke selskapet, slik at investorer kan fjerne risikoen ved å spre investeringene sine. Systematisk risiko vil derimot alltid være der (Kaldestad & Møller, 2016). Det benyttes to ulike modeller for å beregne avkastningskravet til egenkapitalen, henholdsvis faktormodellen og kapitalverdimodellen. I tillegg benyttes selskapskapitalmetoden for å beregne avkastningskravet til sysselsatt- og netto driftskapital. De tre modellene utdypes videre i dette delkapittelet.

7.1.1 Faktormodellen

Faktormodellen tar utgangspunkt i at investor kun kan få betalt for systematisk risiko. Modellen går ut på at investor krever å få en avkastning minst lik risikofri rente. Det legges også til en faktorrisikopremie for å eksponere seg for systematisk risiko som er justert for en relativ sensitivitet overfor risikofaktoren (Knivsflå, 2017i).

$$k = r_f + \beta * (r_F - r_f)$$

r_f = risikofri rente, β = relativ sensitivitet overfor risikofaktoren og (r_F - r_f) = faktorrisikopremien

7.1.2 Kapitalverdimodellen

En utvidelse av faktormodellen er kapitalverdimodellen (CAPM). Denne modellen forutsetter et "perfekt" marked og at investorene kun får betalt for å bære systematisk risiko da diversifisering eliminerer usystematisk risiko (Kaldestad & Møller, 2016). Modellen går ut i fra at kravet til egenkapitalavkastning er minst lik den risikofrie renten pluss en premie for å ta systematisk risiko.

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

r_f = risikofri rente, *β_{EK}* = mål på den systematiske risikoen og *(r_m - r_f)* = markedsrisikopremien

7.1.3 Selskapskapitalmetoden (WACC)

Selskapskravet er selskapets vektete gjennomsnitt av avkastningen til hver finansieringskilde (Peterson mfl., 2017). Ettersom de ulike finansieringskildene har ulik risiko, vil de også ha ulik avkastning. Ved å vekte de ulike finansieringskildene med deres verdi og avkastning, kommer en frem til samlet avkastning for selskapet. I utregningen av avkastningskravet til sysselsatt kapital og netto driftskapital benyttes derfor de vektete kravene (Kaldestad & Møller, 2016). Selskapskravet uttrykkes både gjennom sysselsatt kapitalkrav og netto driftskrav, slik formlene under viser.

$$ssk = ekk * \frac{EK}{SSK} + mik * \frac{MI}{SSK} + fgk * \frac{FG}{SSK}$$

ssk = sysselsatt kapitalkrav, *ekk* = egenkapitalkrav, *EK* = egenkapital, *SSK* = sysselsatt kapital, *mik* = minoritetskrav,

MI = minoritet, *fgk* = finansielt gjeldskrav, *FG* = finansiell gjeld

$$ndk = ekk * \frac{EK}{NDK} + mik * \frac{MI}{NDK} + fgk * \frac{FG}{NDK}$$

ndk = netto driftskrav, *NDK* = netto driftskapital

7.2 Krav til egenkapital og minoritet

Videre i denne analysen har vi valgt å benytte kapitalverdimodellen, men med noen tillegg. For det første er egenkapitalrentabiliteten en nominell rente etter skatt. På grunn av dette finner vi det mer hensiktsmessig at egenkapitalkravet også skal være etter skatt slik at analysen blir konsistent. I tillegg viser kapitalmarkedet seg sjeldent å være helt perfekt slik at det alltid vil inneholde en viss «markedssvikt». Denne «markedssvikten» velger vi å legge til som en

likviditetspremie, ilp_{EK} og ilp_{MI} , i modellen. Egenkapitalkravet og minoritetskravet blir med det uttrykt gjennom egenkapitalverdimodellen, slikt vist i ligningene under.

$$ekk = r_f(1 - s) + \beta_{EK} * (r_m - r_f(1 - s)) + ilp_{EK}$$

$$mik = r_f(1 - s) + \beta_{EK} * (r_m - r_f(1 - s)) + ilp_{MI}$$

7.2.1 Risikofri rente

Risikofri rente ligger som en grunnstein i modellen og representerer minimumskravet til avkastningen som alle investeringer må overstige for å være lønnsomme. Renten defineres som «en hypotetisk avkastning på et verdipapir eller en portefølje av verdipapirer som ikke har konkurs- eller misligholdsrisiko» (Kaldestad & Møller, 2016). Det kan være komplisert å finne en rente som tilfredsstillende disse kravene, men statsobligasjoner blir ofte brukt. Problemstillingen blir da hvorvidt en skal legge til grunn en kort eller lang statsobligasjonsrente. Ved å benytte en kort rente er det fare for at den svinger slik at avkastningskravet blir mer ustabil. En lang rente (10 år) gir en mer stabil avkastning, men den kan også betraktes på som ikke risikofri da den kan inneholde en likviditetspremie og en premie for inflasjonsrisiko (Kaldestad & Møller, 2016). I tillegg er det mulig å benytte en tre måneders effektiv Nibor-rente. Det vil si lånerenten bankene benytter seg imellom. Ved bruk av begge de nevnte rentene, må en ta hensyn til risikoen for at henholdsvis staten og banken kan gå konkurs (Knivsflå, 2017i).

De fleste velger å legge til grunn den lange statsobligasjonsrenten som risikofri rente (Kaldestad & Møller, 2016). Det fundamentale rammeverket legger imidlertid til grunn den tre måneders effektive Nibor-renten i sin utregning av den risikofrie renten. Siden vi benytter det fundamentale rammeverket velger vi å benytte Nibor-renten. Risikoen knyttet til denne er at den kan ha betydelige svingninger da den tar for seg en såpass kort tidsperiode. Utregning av den risikofrie renten etter skatt er vist i tabell 7-1.

Risikofri rente	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Gjennomsnitt
NIBOR 3-mnd	0,021	0,018	0,017	0,014	0,013	0,009	0,015
Kredittrisikopremie, bank (AA)	0,006	0,006	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
Risikofri rente før skatt	0,015	0,012	0,012	0,009	0,008	0,004	0,010
Skatt (sss)	0,004	0,003	0,003	0,002	0,002	0,001	0,003
Risikofri rente etter skatt	0,011	0,009	0,009	0,007	0,006	0,003	0,007

Tabell 7 - 1 Historisk risikofri rente

Fra tabellen ser vi at kredittrisikopremien er trukket fra. Grunnen til dette er at en da tar hensyn til risikoen for at bankene kan gå konkurs. Den er videre justert for årlig selskapsskattesats slik at vi får et netto resultat.

Som tabell 7-1 viser reduseres Nibor-renten fra 2012 til 2016, hvilket skyldes den fallende renten i Norge. Dette resulterer i en lav gjennomsnittlig treårs Nibor-rente på 1,5%. Den 10-årige statsobligasjonsrente for 2016 var på 1,3% og har en lavere kredittrisikopremie knyttet til seg (Norges Bank, 2017b). Det kan derfor tenkes at statsobligasjonsrenten hadde gitt en høyere risikofri rente, hvilket indikerer at den beregnede renten kan være noe underestimert. Følgelig øker risikoen for at kravene er undervurdert. Et undervurdert krav kan igjen føre til at forholdstallene i kapittel 8 blir overvurdert. Vi velger likevel å benytte den risikofrie renten presentert i tabellen over da vi følger det fundamentale rammeverket.

7.2.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie, mrp , er definert som «meravkastningen investorer forventer å få sammenlignet med den risikofrie renten» (Kaldestad & Møller, 2016). Formelen for markedsrisikopremien er vist under.

$$mrp = r_m - r_f * (1 - s)$$

Siden vi har normalisert egenkapitalrentabiliteten tidligere, må vi også her normalisere markedsrisikopremien. Det finnes flere ulike metoder å regne ut markedets risikopremie på (Kaldestad & Møller, 2016). Vi har valgt å benytte den historiske metoden, slik at vi har basert tallene våre på Knivsflå sine utregninger fra forelesning (Knivsflå, 2017i).

Markedsrisikopremien	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Gjennomsnitt
Årlig risikopremie, kort sikt	0,039	0,041	0,040	0,041	0,041	0,041	0,041
* Vekt	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250
+ Årlig risikopremie, lang sikt	0,051	0,051	0,051	0,052	0,052	0,052	0,052
* Vekt	0,750	0,750	0,750	0,750	0,750	0,750	0,750
Løpende risikopremie (mrp)	0,048	0,049	0,048	0,049	0,049	0,049	0,049

Tabell 7 - 2 Historisk markedsrisikopremie

Gjennomsnittlig risikopremie for perioden er målt til 4,9%. En undersøkelse gjennomført av PWC viser at i tidsperioden 2011 til 2016 har norske selskap benyttet i gjennomsnitt en markedsrisikopremie på mellom 4,9% og 5,2% (PWC, 2016). Vår utregning på 4,88% virker

med det, som et rimelig estimat. Utregningen kan også forsvares i at det på lang sikt forventes at markedsrisikopremien ligger et sted mellom 4% og 5% (Kaldestad & møller, 2016).

7.2.3 Egenkapitalbeta

For å finne egenkapitalbetaen til avkastningskravet, må vi gjennom to steg. Først beregner vi den gjennomsnittlige egenkapitalbetaen. Å benytte denne vil resultere i et gjennomsnittlig avkastningskrav. Etersom vi ønsker et årlig avkastningskrav, blir derfor steg to å beregne årlig egenkapitalbeta.

7.2.3.1 Steg 1, Gjennomsnittlig egenkapitalbeta

Beta er et mål på aksjens risiko relativt til aksjemarkedet samt hvor eksponert selskapet er for generelle markedsrisiko (Kaldestad & Møller, 2016). Betaen til børs- eller markedsindeksen ligger på 1. En beta på 0 indikerer ingen risiko knyttet til aksjen. Samlet betyr dette at dersom betaen til selskapet er over 1 er risikoen høyere enn børsen/markedet. Dersom betaen er under 1, vil risikoen knyttet til aksjen være mindre enn børsen / markedet (Knivsflå, 2017i). Det finnes ulike metoder for å beregne betaen. Siden LSG og de andre selskapene er børsnoterte, har vi valgt å benytte historisk kursdata til å beregne betaen. Alle selskapene som vi har definert i vår bransje er notert på Oslo Børs, hvilket gjør denne til markedsindeksen. Vi gjennomfører derfor en regresjon av LSG og de andre selskapene mot Oslo Børs-indeksen basert på månedlig historisk data hentet fra Bloomberg 06.10.2017. Vi har imidlertid foretatt en justering i de innhentede data. Justeringen knytter seg til mai 2017 da LSG utførte en aksjeemisjon. På grunn av emisjonen ble det stor forskjell på avkastningen i mai og april, hvilket resulterte i en utligger vi har valgt å sette til 0. Resultatene fra regresjonen mellom LSG og Oslo Børs-indeksen er vist i tabell 7-3 under.

Regresjonsstatistikk	
Multipel R	0,359616187
R-kvadrat	0,129323802
Justert R-kvadr	0,118161287
Standardfeil	0,080639918
Observasjoner	80

Variansanalyse:	fg	SK	GK	F	Signifikans-F
Regresjon	1	0,075338428	0,07533843	11,585543	0,001052064
Residualer	78	0,50721812	0,0065028		
Totalt	79	0,582556548			

	Koeffisienter	Standardfeil	t-Stat	P-verdi	Nederste 95%	Øverste 95%	Nedre 95,0%	Øverste 95,0%
Skjæringspunkt	0,005925651	0,00920384	0,64382379	0,52157833	-0,012397787	0,02424909	-0,012397787	0,02424909
0,03633444	0,850500171	0,249871203	3,40375425	0,00105206	0,353044819	1,347955523	0,353044819	1,347955523

Tabell 7 - 3 Regresjonsanalyse av LSG med tall hentet fra Bloomberg 06.10.2017

Som en kan lese ut i fra tabellen over, har LSG en beta på 0,85, hvilket betyr at selskapet er mindre volatil enn Oslo Børs. Resultatet tolkes som at når Oslo Børs-indeksen øker med 1%, vil LSG sin indeks øke med 0,85%. På lang sikt sier teori at betaen vil ligge på 1. Oslo Børs blir imidlertid sett på som en oljebørs da Statoil og andre oljeselskaper utgjør en betydelig andel. På grunn av dette vil selskap som ikke er involvert i oljenæringen, selv om de er diversifiserte selskap, ligge noe under 1 mot Oslo Børs-Indeksen (Kaldestad & Møller, 2016). Dette er en svakhet ved beregningen av beta, og medfører at betaen kan være underestimert.

Vi har imidlertid valgt å justere betaen for å gjøre estimatet mindre ekstremt. Dette har vi gjort ved å benytte formelen under, som normaliserer resultatene. Resultatene av den justerte betaen er vist i tabell 7-4.

$$\beta * = \frac{2}{3}\beta + \frac{1}{3} * 1$$

	Lerøy Seafood Group	Marine Harvest	Grieg Seafood	Norway Royal Salmon	Salmar	Vektet snitt
EK-beta	0,851	-0,035	1,125	0,212	0,797	0,407
EK-beta, justert	0,900	0,310	1,083	0,475	0,865	0,604

Tabell 7 - 4 Justert egenkapitalbeta for alle selskapene i bransjen

Det er også mulig å hente bransjebetaen fra Damodaran. Damodaran oppgir sine tall etter sektor. Da det ikke er oppgitt en egen sektor med lakseoppdrett, har vi valgt å se på sektoren for matproduksjon som den mest relevante. Betaen her er på 0,75 (Damodaran, A, 2017). Baser på dette mener vi den justerte egenkapitalbetaen er den mest relevante å benytte.

7.2.3.2 Steg 2, Årlig egenkapitalbeta og netto driftsbeta

Betaen beregnet i steg 1 er en gjennomsnittlig egenkapitalbeta. Vi ønsker imidlertid en årlig egenkapitalbeta slik at vi får et årlig avkastningskrav. For å beregne den årlige egenkapitalbetaen benytter vi formel under. I tillegg legger vi til grunn Miller Modiglianis teorem om at netto driftsbeta alltid vil være konstant (Knivsflå, 2017i). På den måten kan vi beregne netto driftsbeta basert på vektet snitt. Netto finansiell gjeldsbeta, β_{NFG} , er regnet ut i avsnitt 7.3.6, slik at den eneste ukjente blir egenkapitalbetaen som vi så regner ut som en restpost. Merk også at vi antar at $\beta_{EK} = \beta_{MI}$.

$$\beta_{NDK} = \beta_{EK} * \frac{EK + MI}{NDK} + \beta_{NFG} * \frac{NFG}{NDK}$$

Den årlige egenkapitalbetaen er regnet ut og vist i tabell 7-5.

Netto driftsbeta	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Tidsvektet snitt
Egenkapitalbeta	0,900	0,936	0,883	0,892	0,907	0,888	0,900
* EK/NDK	0,692	0,662	0,692	0,696	0,695	0,717	0,694
+ Egenkapitalbeta	0,900	0,936	0,883	0,892	0,907	0,888	0,900
* MI/NDK	0,074	0,079	0,087	0,082	0,063	0,057	0,072
+ Netto finansiell gjeldsbeta	-0,013	-0,026	-0,009	-0,034	-0,003	-0,002	-0,016
* NFG/NDK	0,234	0,259	0,221	0,222	0,243	0,226	0,233
= Netto driftsbeta	0,686	0,686	0,686	0,686	0,686	0,686	0,686

Tabell 7 - 5 Årlig egenkapitalbeta basert på antakelse om at netto driftsbeta er konstant

7.2.4 Likviditetspremie

En likviditetspremie er ment som en kompensasjon for investorer som «låser» seg i illikvide aksjer (Dahl mfl., 1997). En illikvid aksje er en aksje som er relativt vanskelig å kvitte seg med, som for eksempel aksjer i unoterte selskap. Størrelsen på premien varierer således med hvor likvid selskapet som investeres i er. Faglitteratur sier at for mindre likvide aksjer på Oslo Børs kan premien ligge på 2% til 4%, og for små unoterte selskap kan likviditetspremien ligge rundt 4% til 6% (Dahl mfl, 1997). Det finnes ingen konkrete metoder å beregne premien, slik at det hele baseres på skjønn. Momenter som bør vurderes i bestemmelsen av likviditetspremien er blant annet graden av «markedssvikt», størrelse, land og selskapsspesifikk risiko (Knivsflå, 2017i).

LSG er et relativt stort selskap på Oslo Børs og har en relativt høy omsetning. Dette er momenter som taler for en lav likviditetspremie. Austevoll Seafood sitter med størst eierandeler på hele 52%, og de andre aksjonærene er relativt små. Samlet resulterer dette i at vi velger en likviditetspremie på 0,5% for LSG.

Flere av minoritetene til LSG er ikke notert på Oslo Børs, hvilket taler for at de er betydelig mindre likvide enn LSG. Basert på dette velger vi en likviditetspremie på 3% for minoritetene.

7.2.5 Egenkapital- og minoritetskrav

Ved å sette de utregnet verdien fra avsnittene 7.2.1 til 7.2.3 inn i egenkapitalverdimodellen samt legge til den estimerte likviditetspremie for LSG, finner vi LSG sitt historiske avkastningskrav til egenkapitalen. Tabell 7-6 viser egenkapitalkravene for perioden 2011 til 2017T.

Egenkapitalkrav	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
Nibor-rente, 3 mnd.	0,021	0,018	0,017	0,014	0,013	0,009	0,015
- Kredittrisikopremie, bank	0,006	0,006	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
= Risikofri rente før skatt	0,015	0,012	0,012	0,009	0,008	0,004	0,010
- Skatt (sss)	0,004	0,003	0,003	0,002	0,002	0,001	0,003
= Risikofri rente etter skatt	0,011	0,009	0,009	0,007	0,006	0,003	0,007
+ Justert beta	0,900	0,936	0,883	0,892	0,907	0,888	0,900
* Risikopremie etter skatt	0,048	0,049	0,048	0,049	0,049	0,049	0,049
= Egenkapitallrav (CAPM)	0,054	0,054	0,051	0,051	0,051	0,047	0,051
+ Likviditetspremie (majoritet)	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
= Egenkapitalkrav	0,059	0,059	0,056	0,056	0,056	0,052	0,056

Tabell 7 - 6 LSG sitt historiske egenkapitalkrav

For å finne avkastningskravet for minoritetene benytter vi den samme metoden som for egenkapitalkravet. Imidlertid legger vi til likviditetspremie for minoriteten og ikke LSG. Avkastningskravet for minoritetene er vist i tabell 7-7.

Minoritetskrav	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
Egenkapitalkrav (CAPM)	0.054	0.054	0.051	0.051	0.051	0.047	0.051
+ Likviditetspremie (minoritet)	0.030	0.030	0.030	0.030	0.030	0.030	0.030
= Minoritetskrav	0.084	0.084	0.081	0.081	0.081	0.077	0.081

Tabell 7 - 7 Historisk minoritetskravet for LSG

Samlet er det gjennomsnittlige egenkapitalkravet på 5,6% og det gjennomsnittlige minoritetskravet på 8,1% gjennom perioden. Egenkapitalkravet er relativt stabilt, men noe lavere i 2017. Dette kan skyldes reduksjonen i risikofri rente etter skatt. Det samme gjelder minoritetskravet. Som tabellene viser er minoritetskravet høyere enn egenkapitalkravet gjennom perioden, hvilket skyldes den tilhørende likviditetspremie som er høyere grunnet mer risiko knyttet til minoritetene.

7.3 Finansielle krav

I dette avsnittet skal kravet til netto finansiell gjeld beregnes. Beregningen baserer seg på en vekting av det finansielle gjeldskravet og finansielle eiendelskravet, slik formel under viser. Videre i dette delkapittelet presenteres derfor det finansielle gjeldskravet og eiendelskravet.

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

7.3.1 Finansielt gjeldskrav

Kreditorer kan ikke forvente noen oppsider på samme måte som investorer kan (Kaldestad & Møller, 2016). På grunn av dette krever de et kredittrisikopåslag i tillegg til den risikofrie renten. Kredittrisikoen beregnes basert på sannsynligheten for at selskapet ikke klarer å betale avdrag og renter på lånet. Formelen for det finansielle gjeldskravet, fgk, er vist under.

$$fgk = \text{risikofri rente etter skatt} + \text{kredittrisikopremie}$$

Kredittrisikopremien blir estimert basert på resultatene fra syntetisk rating i kapittel 6. Ettersom LSG sin finansielle gjeld hovedsakelig er langsiktig, har vi valgt å benytte den langsiktige ratingen i tabell 7-8.

Rating	Kort KRP etter skatt	Lang tillegg etter skatt	Lang KRP etter skatt
AAA	0,002	0,004	0,006
AA	0,004	0,004	0,008
A	0,006	0,004	0,01
BBB	0,01	0,004	0,014
BB	0,027	0,004	0,031
B	0,04	0,004	0,044
CCC	0,079	0,004	0,083
CC	0,145	0,004	0,149
C	0,21	0,004	0,214
D	0,276	0,004	0,28

Tabell 7 - 8 Tabell for langsiktig kredittrisikopremie

Resultatene i tabell 7-9 viser det finansielle gjeldskravet etter skatt basert på langsiktig kredittrisikopremie.

Finansielt gjeldskrav etter skatt	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
Syntetisk rating	BBB	A	A	A	A	A	A
Risikofri rente etter skatt	0,011	0,009	0,009	0,007	0,006	0,003	0,007
+ Kredittrisikopremie	0,014	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
= Finansielt gjeldskrav etter skatt	0,025	0,019	0,019	0,017	0,016	0,013	0,017

Tabell 7 - 9 Historisk finansielt gjeldskrav

Som tabellen viser har det finansielle kravet hatt en tydelig nedgang fra 2012 til 2017. Nedgangen skyldes hovedsakelig nedgangen i den risikofrie renten.

7.3.2 Finansiell gjeldsbeta

Finansiell gjeldsbeta er et mål på kreditorenes systematiske risiko. Formelen som benyttes til utregning er vist under.

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

Kreditrisikopremien, krp , beregnes basert på tidligere syntetisk rating med tilhørende langsiktig premie. Markedsrisikopremien, mrp , er hentet fra utregningen under avsnitt 7.2.2. Markedsrisikodelen, mrd_{FG} , beregnes ved å ta utgangspunkt i forklaringsgraden, R^2 , fra regresjonen utført i avsnitt 7.2.3. Forklaringsgraden forteller hvor mye av risikoen ved avkastningen til LSG som kan forklares av markedsrisikoen, hvilket altså utgjør markedsrisikodelen. Vi har valgt å justere forklaringsgraden med justeringsfaktoren for gjeld som er på 1/3, slik det også gjøres i det fundamentale rammeverket (Knivsflå, 2017i). Resultatet er vist i tabell 7-10.

Finansiell gjeldsbeta	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
Rating LSG	BBB	A	A	A	A	A	A
Kreditrisikopremie, lang	0,014	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
÷ Markedspremie	0,048	0,049	0,048	0,049	0,049	0,049	0,049
= Finansiell gjeldsbeta når $mrd = 1$	0,292	0,206	0,207	0,203	0,203	0,203	0,205
Markedsrisikoandel EK	0,129	0,129	0,129	0,129	0,129	0,129	0,129
* Justeringsfaktor gjeld	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333
= Markedsrisikodel FG	0,043	0,043	0,043	0,043	0,043	0,043	0,043
= Finansiell gjeldsbeta	0,013	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009

Tabell 7 - 10 Historisk finansiell gjeldsbeta

7.3.3 Krav til finansielle eiendeler:

Finansielle eiendeler er eiendeler som ikke knytter seg til driften og som derfor raskt kan benyttes til å betale ned gjeld. Kravet til finansielle eiendeler beregnes ved hjelp av formelen under.

$$fek = r_f * (1 - s) * \frac{KON}{FE} + (r_f * (1 - s) + krp_{FOR}) * \frac{FOR}{FE} + (r_f * (1 - s) + \beta_{INV} * mrp + ilp_{INV}) * \frac{INV}{FE}$$

Det finnes imidlertid enkelte forutsetninger som må ligge til grunn for å kunne benytte formelen. For det første forutsettes det at fordringene har rating BBB, hvilket medfører at krp_{FOR} tilsvare 1%. For det andre forutsettes det at β_{INV} er 1 og ilp_{INV} er lik 0. På den måten vil det ikke være noe forskjell på kravet før og etter skatt (Knivsfå, 2017i). Resultatene er vist i tabell 7-11.

Finansielt eiendelskrav		2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
Kontantkrav	$r_f*(1-s)$	0,011	0,009	0,009	0,007	0,006	0,003	0,007
* Kontantvekt	KON/FE	0,946	0,895	0,940	0,911	0,941	0,941	0,930
+ Fordringskrav	$r_f*(1-s)+1\%$	0,021	0,019	0,019	0,017	0,016	0,013	0,017
* Fordringsvekt	FOR/FE	0,008	0,027	0,022	0,013	0,032	0,037	0,024
+ Investeringskrav	$r_f*(1-s)+mrp$	0,059	0,057	0,057	0,056	0,055	0,052	0,056
* Investeringsvekt	INV/FE	0,046	0,079	0,038	0,076	0,027	0,023	0,046
= Finansielt eiendelskrav	fek	0,013	0,013	0,011	0,010	0,008	0,005	0,010

Tabell 7 - 11 Historisk finansielt eiendelskrav

Fra tabellen over kan en se at det finansielle eiendelskravet for 2016 og 2017T er noe lavere enn tidligere i perioden. Snittet ligger på 1,0%, hvilket ses på som et lavt krav. Imidlertid består LSG sine finansielle eiendeler hovedsakelig av kontanter og kontantekvivalenter, noe som det er knyttet lav risiko og avkastning til. På bakgrunn av dette kan det lave snittet på 1,0% forsvares.

7.3.4 Finansiell eiendelsbeta

Betaen knyttet til finansielle eiendeler er vist i formelen under.

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

For å benytte modellen legges det tre forutsetninger til grunn. For det første er det ingen risiko knyttet til kontanter. For det andre er finansielle fordringer ikke utsatt for kredittrisiko og for det tredje har de finansielle investeringene en beta tilnærmet lik 0 (Knivsfå, 2017i). Resultatene er vist i tabell 7-12.

Finansiell eiendelsbeta	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
Rating fordringer = snitt	BBB	A	A	A	A	A	A
Lang kreditttrisikopremie	0,014	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
- Langtillegget	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004
= Kort kreditttrisikopremie	0,010	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006	0,006
÷ Markedspremie	0,048	0,049	0,048	0,049	0,049	0,049	0,049
= Fordringsbeta når mrd = 1	0,208	0,124	0,124	0,122	0,122	0,122	0,123
* Markedsrisikodel	0,043	0,043	0,043	0,043	0,043	0,043	0,043
= Fordringsbeta	0,009	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
Kontantbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
* Kontantvekt (KON/FE)	0,946	0,895	0,940	0,911	0,941	0,941	0,930
+ Fordringsbeta	0,009	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
* Fordringsvekt (FOR/FE)	0,008	0,027	0,022	0,013	0,032	0,037	0,024
+ Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
* Investeringsvekt (INV/FE)	0,046	0,079	0,038	0,076	0,027	0,023	0,046
= Finansiell eiendelsbeta	0,046	0,079	0,038	0,077	0,027	0,023	0,046

Tabell 7 - 12 Historisk finansiell eiendelsbeta

7.3.5 Krav til avkastning på netto finansiell gjeld og netto finansiell gjeldsbeta

Ved å vekte resultatet fra det finansielle gjeldskravet og eiendelskravet finner en avkastningskravet til netto finansiell gjeld, slik formelen under viser.

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

Resultatene fra formelen er presentert i tabell 7-13.

Netto finansielt gjeldskrav	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
Finansielt gjeldskrav	0,019	0,019	0,017	0,016	0,013	0,017
* Finansiell gjeld/netto finansiell gjeld	1,496	1,609	1,632	1,633	1,796	1,658
- Finansielt eiendelskrav	0,013	0,011	0,010	0,008	0,005	0,010
* Finansielle eiendeler/netto finansiell gjeld	0,496	0,609	0,632	0,633	0,796	0,658
= Krav til netto finansiell gjeld	0,022	0,024	0,020	0,021	0,020	0,022

Tabell 7 - 13 Historisk krav til netto finansiell gjeld

Fra tabellen ser vi at netto finansielt gjeldskrav reduseres gjennom perioden og ender med et snitt på 2,2%. Det lave resultatet skyldes blant annet et lavt finansielt gjeldskrav.

7.3.6 Netto finansiell gjeldsbeta

I utregningen av netto finansiell gjeldsbeta er formelen under benyttet, og resultatene presenteres i tabell 7-14. Den finansielle gjeldsbetaen blir benyttet i avsnitt 7.2.3 for å beregne årlig egenkapitalbeta.

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

Netto finansiell gjeldsbeta	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
Finansiell gjeldsbeta	0,013	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009
* Finansiell gjeldsvekt (FG/NFG)	1,746	1,496	1,609	1,632	1,633	1,796	1,658
- Finansiell eiendelsbeta	0,046	0,079	0,038	0,077	0,027	0,023	0,046
* Finansiell eiendelsvekt (FE/NFG)	0,746	0,496	0,609	0,632	0,633	0,796	0,658
= Netto finansiell gjeldsbeta	-0,013	-0,026	-0,009	-0,034	-0,003	-0,002	-0,016

Tabell 7 - 14 Historisk netto finansiell gjeldsbeta

7.4 Selskapskapitalkrav (WACC)

Selskapskravet er selskapets vektete gjennomsnitt av avkastningen til hver finansieringskilde (Peterson mfl., 2017). Kravet ble presentert i avsnitt 7.1.3. Siden selskapskravet kan uttrykkes både gjennom sysselsatt kapitalkrav og netto driftskrav er begge utregningen vist her. Svarene fra utregningen er vist i tabell 7-15 og 7-16.

Netto driftskrav	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
Egenkapitalkrav	0,059	0,056	0,056	0,056	0,052	0,056
* Ek/NDK	0,662	0,692	0,696	0,695	0,717	0,694
+ Minoritetsinteressekrav	0,084	0,081	0,081	0,081	0,077	0,086
* MI/NDK	0,079	0,087	0,082	0,063	0,057	0,072
+ Netto finansielt gjeldskrav	0,022	0,024	0,020	0,021	0,020	0,022
* NFG/NDK	0,259	0,221	0,222	0,243	0,226	0,233
= Netto driftskrav	0,051	0,051	0,050	0,049	0,046	0,050

Tabell 7 - 15 Historisk netto driftskrav

Sysselsatt kapitalkrav	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
Egenkapitalkrav	0,059	0,059	0,056	0,056	0,056	0,052	0,056
* Egenkapital/sysselsatt kapital	0,590	0,586	0,610	0,610	0,602	0,607	0,602
+ Minoritetsinteressekrav	0,084	0,084	0,081	0,081	0,081	0,077	0,086
* Minoritetsinteresser/sysselsatt	0,063	0,070	0,077	0,072	0,054	0,048	0,063
+ Krav til finansiell gjeld	0,025	0,019	0,019	0,017	0,016	0,013	0,017
* Finansiell gjeld/sysselsatt kapit.	0,347	0,344	0,313	0,318	0,343	0,344	0,335
= Krav til sysselsatt kapital	0,049	0,047	0,047	0,045	0,043	0,040	0,045

Tabell 7 - 16 Historisk krav til sysselsatt kapital

7.5 Oppsummering

Under er de historiske tallene for LSG og bransjen presentert i henholdsvis tabell 7-17 og 7-18. Som en kan se har LSG et noe høyere snitt på egenkapitalkrav og minoritetskrav enn bransjen. I tillegg har de et høyere snitt på netto driftskrav, mens snittet til netto finansielt gjeldskrav er

helt likt. Oppsummert betyr dette at LSG generelt har høyere krav enn bransjen, hvilket medfører at investorer mener det er høyere risiko knyttet til LSG enn resten av bransjen. Kravene som er presentert i tabellene under benyttes i videre analyse i kapittel 8 og 10.

LSG		2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
Egenkapitalkrav	ekk _{LSG}	0,059	0,059	0,056	0,056	0,056	0,052	0,056
Minoritetskrav	mik _{LSG}	0,084	0,084	0,081	0,081	0,081	0,077	0,086
Netto finansielt gjeldskrav	nfgk _{LSG}	0,034	0,022	0,024	0,020	0,021	0,020	0,022
Netto driftskrav	ndk _{LSG}	0,055	0,051	0,051	0,050	0,049	0,046	0,050

Tabell 7 - 17 Historiske krav for LSG

Oppdrettsbransjen		2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Snitt
Egenkapitalkrav	ekkb	0,049	0,046	0,043	0,042	0,043	0,039	0,043
Minoritetskrav	mikb	0,074	0,071	0,068	0,067	0,068	0,064	0,068
Netto finansielt gjeldskrav	nfgkb	0,045	0,020	0,021	0,022	0,018	0,016	0,022
Netto driftskrav	ndkb	0,049	0,038	0,038	0,037	0,036	0,033	0,037

Tabell 7 - 18 Historiske krav for bransjen

8 Analyse av lønnsomhet, strategisk fordel

I dette kapitlet analyseres lønnsomheten til LSG for å vurdere om selskapet besitter en strategisk fordel. I motsetning til kapittel 4, dreier det seg her om en kvantitativ analyse. Analysen går ut på å beregne ulike rentabiliteter for å vurdere om LSG besitter en strategisk fordel, også kjent som superrentabilitet. Rentabilitet er definert som et «forholdstall som viser hvor mye kapitalen kaster av seg i form av prosentvis rente» (Knivsflå, 2017 j). Dette gjør det mulig å vurdere lønnsomheten til selskapet over tid og mot andre virksomheter. Formelen for rentabilitet er vist under.

$$\text{Rentabilitet } (r) = \frac{\text{Resultat til kapital}}{\text{Kapital}}$$

Rentabilitet er et mål på lønnsomhet, og følgelig er selskaper opptatt av å ha en god rentabilitet på sin virksomhet da dette signaliserer økonomisk styrke (Petersen mfl., 2017). Hva som betraktes som en tilfredstillende rentabilitet, avhenger av hvem som er brukeren. I vårt tilfelle vinkles analysen hovedsakelig mot investorer og kreditorer, hvilket medfører at det vil være interesseant å se rentabiliteten mot avkastningskravene beregnet i kapittel 7.

Vi har valgt å justere rentabilitetsformelen slik at den samsvarer med rentabiliteten det fundamentale rammeverket benytter. For det første kan rentabiliteten både være fullstendig og normalisert. Ettersom den normaliserte rentabiliteten er mest relevant for budsjetteringer og framskrivning, benytter vi normaliserte resultater for utregningene (Knivsflå, 2017j). For det andre har vi valgt å benytte gjennomsnittlig kapital som er justert for etterskuddsrente i utregningene. Den beregnede rentabiliteten vil da være en etterskuddsrentabilitet, hvilket medfører at den kan sammenlignes med etterskuddskravene beregnet i kapittel 7. Ved å ta hensyn til de to justeringene blir formelen for rentabilitet som vist under.

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

I de kommende delkapitlene analyserer vi hvorvidt LSG besitter en strategisk fordel. Dette gjør vi ved først å beregne egenkapitalrentabiliteten, for så å sammenligne med kravet. Deretter gjennomfører vi en strategisk drifts- og finansieringsanalyse der superrentabiliteten dekomponeres for å gi innsikt i årsaker til eventuelle fordeler og ulemper LSG besitter. De ulike rentabilitetene som beregnes baserer seg på regnskap fra 2012 til 2017. De historiske rentabilitetene vil vise trender og benyttes derfor for å analysere fremtidig rentabiliteter i kapittel 10.

8.1 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten beregnes ved å benyttes den normaliserte etterskuddsformelen som vist under.

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

ekr=egenkapitalrentabilitet, *NRE*= netto resultat til egenkapital, *EK*=egenkapital, ΔEK = endring i egenkapital gjennom året

Resultatene for egenkapitalrentabiliteten i perioden 2012 til 2017 er vist i tabell 8-1. Resultatene viser hvordan egenkapitalrentabiliteten til LSG historisk har ligget på rundt 21%. I 2012 var den spesielt lav og den er estimert til å bli rekordhøy i 2017. De ekstreme tallene kan blant annet forklares gjennom lakseprisene som var lave i 2012 og høye i 2017.

Egenkapitalrentabilitet	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Vektet snitt
Vekt	12 %	14 %	15 %	18 %	20 %	21 %	
Nettoreultat til egenkapital	306 817	1 150 280	1 224 857	935 305	2 002 999	3 413 999	1 667 480
÷ Justert egenkapital	5 487 259	5 413 970	6 186 746	6 948 859	8 431 678	9 954 333	7 943 641
= Egenkapitalrentabilitet	0,056	0,212	0,198	0,135	0,238	0,343	0,210

Tabell 8 - 1 Egenkapitalrentabilitet

8.1.1 Superrentabilitet til egenkapitalen

Fordelen med en analyse av superrentabiliteten er at denne er «relativ». På den måten gir den mer innsikt i lønnsomheten til selskapet ved at en kan sammenligne med andre selskap og tidligere år (Knivsflå, 2017j). Superrentabiliteten til egenkapitalen beregnes som vist i formelen under. Dersom rentabiliteten er større enn kravet utgjør dette en strategisk fordel (SF) for LSG. Tabell 8-2 viser resultatene til LSG i perioden 2012 til 2017.

$$\text{Superrentabilitet} = ekr - ekk$$

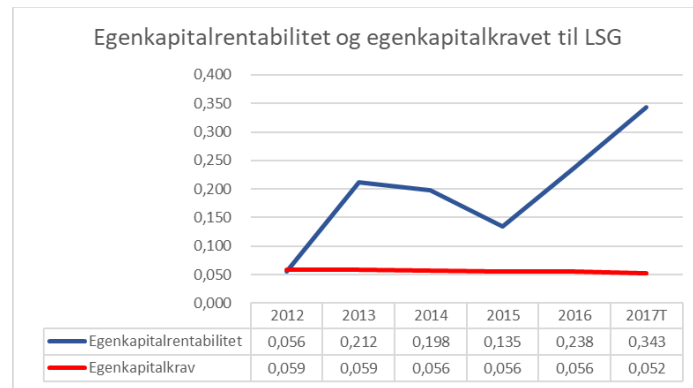
ekr = egenkapitalrentabiliteten, *ekk*=egenkapitalkravet

Superrentabilitet		2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Vektet snitt
Vekt		12 %	14 %	15 %	18 %	20 %	21 %	
Egenkapitalrentabilitet (<i>ekr</i>)	<i>ekr</i>	0,056	0,212	0,198	0,135	0,238	0,343	0,210
Egenkapitalkrav (<i>ekk</i>)	<i>ekk</i>	0,059	0,059	0,056	0,056	0,056	0,052	0,056
Superrentabilitet	<i>ekr-ekk</i>	-0,003	0,153	0,142	0,079	0,182	0,291	0,154

Tabell 8 - 2 Superrentabilitet til egenkapitalen

Som tabell 8-2 viser, har LSG de siste årene hatt en klar strategisk fordel med et tidsvektet gjennomsnitt på 15,4%. Egenkapitalkravet har vært relativt stabilt gjennom hele perioden, hvilket medfører at endringer fra år til år hovedsakelig skyldes endringer i

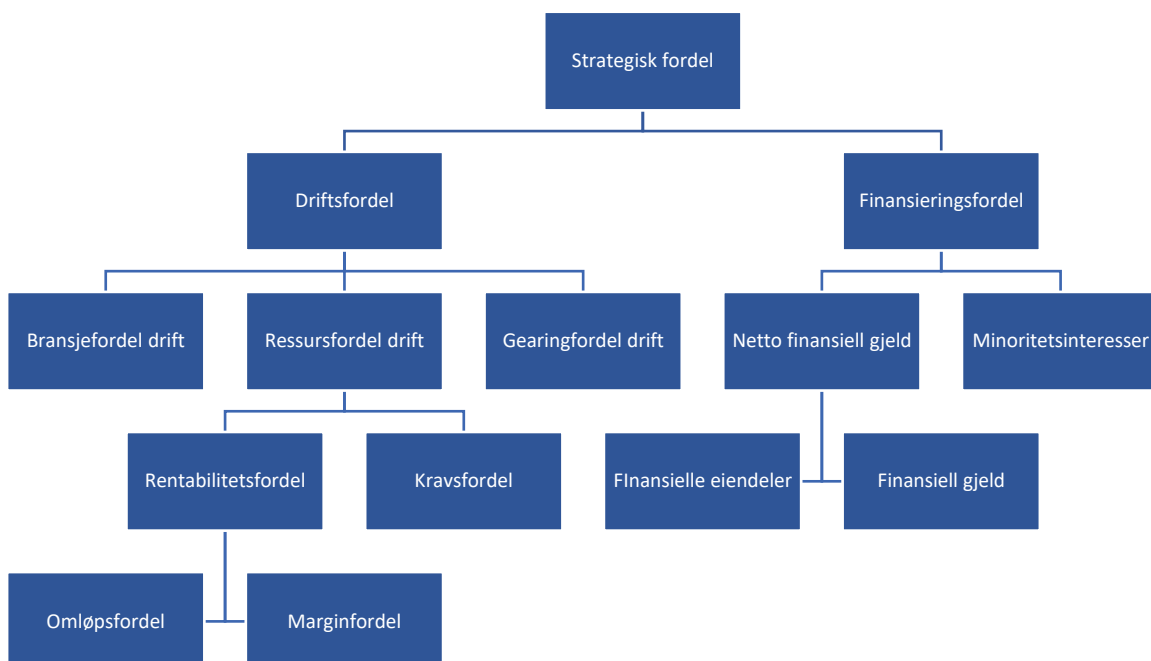
egenkapitalrentabiliteten. Dette er også illustrert gjennom figur 8-1. Både år 2016 og 2017 har en tydelig strategisk fordel. Hva som skyldes den strategiske fordel, analyseres videre i kapitlet.



Figur 8 - 1 Egenkapitalrentabilitet og egenkapitalkravet til LSG i perioden 2012 til 2017

8.2 Rammeverk for strategisk drifts- og finansieringsanalyse

I dette avsnittet presenterer vi rammeverket som benyttes for å analysere de bakenforliggende årsakene til selskapets superrentabilitet. Dekomponeringene som foretas i analysen illustreres i figur 8-2.



Figur 8 - 2 Illustrasjon for hvordan den strategiske fordelene kan dekomponeres.

Strategisk fordel, eller superrentabilitet, dekomponeres i driftsfordel og finansieringsfordel. Driftsfordelen representerer fordelene knyttet til driften og finansieringsfordelen knytter seg til selskapets finansiering. I de kommende avsnittene presenteres og analyseres dekomponeringene fra figuren over ytterligere.

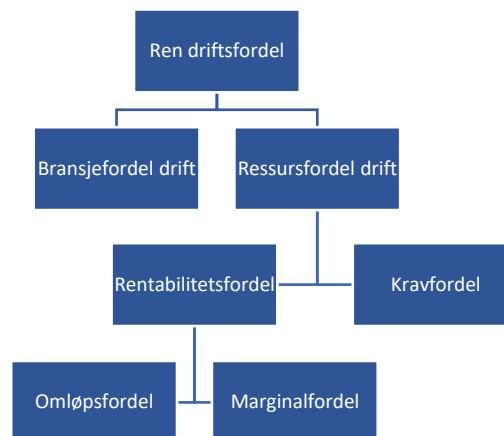
8.3 Driftsfordel – bransje, ressurs og gearing

Driftsfordelen er den viktigste årsaken til selskapets strategiske fordel og henger tett sammen med strategisk analyse fra kapittel 4. Driftsfordelen dekomponeres i bransjefordel drift, ressursfordel drift og gearingfordel drift. Bransjefordelen og ressursfordelen utgjør en ren driftsfordel. Det er først interessant å dekomponere og analysere den rene driftsfordelen og deretter se hvordan en eventuell gearing skalerer denne opp. Dekomponeringen inkluderer også en ytterligere dekomponering av ressursfordelen drift inn i kravfordel og rentabilitetsfordel. Dette er illustrert i figur 8-3.

$$\text{Ren driftsfordel} = \text{bransjefordel drift} + \text{rentabilitetsfordel} + \text{kravfordel}$$

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

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



Figur 8 - 3 Illustrasjon av hvordan ren driftsfordel kan dekomponeres

I delkapittel 8.4 regner vi først ut ren driftsfordel. Deretter dekomponeres fordelen som vist i figur 8-3, og fordelen analyseres for å finne bakenforliggende årsaker til LSG sin rene driftsfordel.

8.4 Ren driftsfordel

Ren driftsfordel finner vi ved å regne differansen mellom netto driftsrentabilitet til LSG og kravet til netto driftskapital som vi beregnet i avsnitt 7.4. Utregningen er vist i formelen under.

$$ndr = \frac{NDR_{UB}}{NDK_{IB} + \frac{\Delta NDK_{UB} - NDR_{UB}}{2}}$$

ndr=netto driftsrentabilitet, NDR=netto driftsresultat og NDK=netto driftskapital

Tabell 8-3 viser LSG sin rene driftsfordel. Vi ser at driftsfordelen er positiv over hele analyseperioden med unntak av en svak ulempe på -0,7% i 2012. Netto driftskravet er relativt stabilt over analyseperioden, hvilket betyr at den gjennomsnittlige rene driftsfordelen på 11,9% hovedsakelig skyldes en høy driftsrentabilitet.

Ren driftsfordel LSG		2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Vektet snitt
Vekt		12 %	14 %	15 %	18 %	20 %	21 %	
Netto driftsrentabilitet	<i>ndr</i>	0,048	0,168	0,151	0,107	0,197	0,278	0,169
- Netto driftskrav	<i>ndk</i>	0,055	0,051	0,051	0,050	0,049	0,046	0,050
= "Ren" driftsfordel	<i>RDF</i>	-0,007	0,117	0,099	0,057	0,148	0,232	0,119

Tabell 8 - 3 viser utregningen av ren driftsfordel til LSG

Årsaken til den høye rene driftsfordelen analyseres i de neste avsnittene gjennom dekomponering. Den rene driftsfordelen dekomponeres i bransjefordel drift og ressursfordel drift.

8.4.1 Bransjefordel drift

Bransjefordel drift finner vi ved å beregne differansen mellom netto driftsrentabilitet for bransjen og bransjens netto driftskrav fra kapittel 7.

Bransjefordel drift		2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Vektet snitt
Vekt		12 %	14 %	15 %	18 %	20 %	21 %	
Netto driftsrentabilitet, bransje	<i>ndr_B</i>	0,022	0,166	0,156	0,100	0,250	0,307	0,182
- Netto driftskrav, bransje	<i>ndk_B</i>	0,049	0,038	0,038	0,037	0,036	0,033	0,037
= Bransjefordel drift	<i>BFD</i>	-0,026	0,128	0,118	0,063	0,214	0,274	0,144

Tabell 8 - 4 viser utregningen av bransjefordel drift

Vi ser av tabell 8-4 at oppdrettsbransjen tradisjonelt har hatt en stor strategisk fordel, og fordelene har vært spesielt store de to siste årene. Den generelt store bransjefordelen skyldes først og fremst en streng konsesjonspolitik som både har begrenset konkurransen i bransjen samt begrenset tilbudet av laks i markedene. Tilbudet har ytterligere blitt begrenset av miljøutfordringene som lakselus og sykdommer. Samtidig har etterspørselen vært svært høy, noe som blant annet skyldes en økende befolkning og middelklasse. I tillegg har den norske

oppdrettsbransjen en høy integritet og de produserer laks av god kvalitet. Dette har også en effekt på etterspørselen.

Videre forsterkes fordelene ved at den svake kronen de siste årene har medført en forsterkning av lakseprisene målt i norske kroner. I tillegg gjør den lave renten det gunstig for næringen å betjene sin gjeld.

8.4.2 Ressursfordel drift

Ressursfordel drift deles i netto rentabilitetsfordel drift og netto driftskravfordel. Rentabilitetsfordel drift beregnes ved å sammenligne LSG og bransjens driftsrentabilitet. Driftskravfordel beregnes ved å sammenligne LSG og bransjens driftsrentabilitetskrav.

Tabell 8-5 viser at LSG sin rentabilitetsfordel har variert over analyseperioden. Det tidsvektede gjennomsnittet viser at LSG har hatt en gjennomsnittlig rentabilitetsulempe på -1,3%. For å få bedre innsikt i hva rentabilitetsulempen skyldes, dekomponeres rentabilitetsulempen i en marginalfordel og omløpsfordel. Dekomponeringen presenteres i avsnitt 8.4.2.1.

Rentabilitetsfordel drift		2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Vektet snitt
Vekt		12 %	14 %	15 %	18 %	20 %	21 %	
Netto driftsrentabilitet	<i>ndr</i>	0,048	0,168	0,151	0,107	0,197	0,278	0,169
- Netto driftsrentabilitet, bransje	<i>ndr B</i>	0,022	0,166	0,156	0,100	0,250	0,307	0,182
= Rentabilitetsfordel drift	<i>RF</i>	0,026	0,002	-0,005	0,007	-0,052	-0,029	-0,013

Tabell 8 - 5 viser utregningene av LSG sin rentabilitetsfordel drift

Tabell 8-6 viser at LSG har hatt et høyere driftskrav enn bransjen over analyseperioden. LSG besitter med det en driftskravulempe. Ulempen forteller at LSG blir betraktet som et mer risikofylt selskap, ettersom en investering i LSG krever høyere avkastning enn en investering i bransjen. Dette sammenfaller med resultatene fra risikoanalysen i kapittel 6.

Netto driftskravfordel		2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Vektet snitt
Vekt		12 %	14 %	15 %	18 %	20 %	21 %	
Netto driftskrav, bransje	<i>ndk B</i>	0,049	0,038	0,038	0,037	0,036	0,033	0,037
- Netto driftskrav LSG	<i>ndk</i>	0,055	0,051	0,051	0,050	0,049	0,046	0,050
= Netto driftskravfordel	<i>KR</i>	-0,006	-0,013	-0,014	-0,013	-0,013	-0,013	-0,012

Tabell 8 - 6 viser utregningen av LSG sin netto driftskravrentabilitet

8.4.2.1 Margin- og omløpsfordel

For å finne årsakene bak LSG sin rentabilitetsulempe, dekomponerer vi uttrykket i en marginalfordel og en omløpsfordel. Dette er vist i likningene under. Videre i dette delkapittelet presenteres først marginalfordelen og deretter omløpsfordelen.

$$ndr - ndr_B = \text{Marginfordel} - \text{Omløpsfordel}$$

$$ndr - ndr_B = (ndm - ndm_B) * onde + (onde - onde_B) * ndm$$

$$ndr = ndm * onde$$

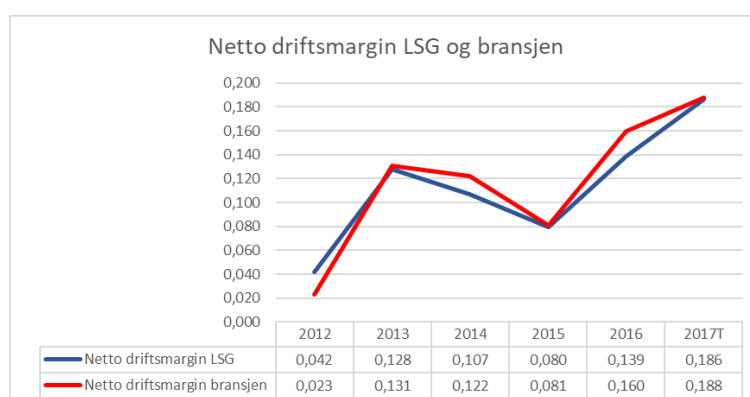
Marginalfordel

Marginfordelen består av differansen mellom netto driftsmargin til LSG og bransjen, vektet med LSG sitt omløp til netto driftseiendeler. En marginfordel oppstår dersom selskapet har kostnadsfordeler i forhold til bransjen, altså når LSG har lavere kostnader per driftsinntekt enn bransjegjennomsnittet (Knivsflå 2017k).

Tabell 8-7 viser hvordan LSG over analyseperioden har hatt en gjennomsnittlig marginulempe på -0,8%. Dette forteller at LSG har høyere kostnader relativt til inntekter enn bransjen. Kostnadsnivået er med på å forklare LSG sin gjennomsnittlige rentabilitetsulempe. Ved å analysere marginalulempen gjennom en «common size»-analyse, finner vi årsaken til de relativt høyere kostnadene.

Marginfordel		2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Vektet snitt
Vekt		12 %	14 %	15 %	18 %	20 %	21 %	
Netto driftsmargin	<i>ndm</i>	0,042	0,128	0,107	0,080	0,139	0,186	0,120
- Netto driftsmargin, bransje	<i>ndm_B</i>	0,023	0,131	0,122	0,081	0,160	0,188	0,125
= Uvektet marginfordel	<i>MF_u</i>	0,019	-0,003	-0,015	-0,001	-0,021	-0,001	-0,005
* Omløpet til NDE	<i>onde</i>	1,148	1,316	1,407	1,347	1,423	1,491	1,534
= Vektet marginfordel	<i>MF_v</i>	0,022	-0,004	-0,021	-0,002	-0,030	-0,002	-0,008

Tabell 8 - 7 Utregningen av ventet marginalfordel



Figur 8 - 4 Viser sammenhengen mellom netto driftsmargin til LSG og bransjen

«Common size»-analyse

Vi analyserer kostnadene til LSG nærmere ved bruk av en «common size»-analyse. Analysen går ut på å vurdere de ulike kostnadspostene i resultatregnskapet i prosent av selskapets driftsinntekter. Deretter sammenlignes tallene med tilsvarende tall fra bransjen. Resultatene fra

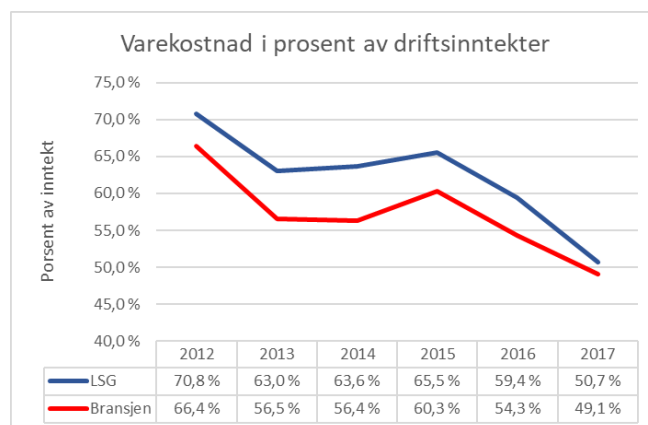
«common size»-regnskapet til LSG er presentert i tabell 8-8. Videre analyseres hver enkel kostnad for LSG og bransjen.

Common-size LSG	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Snitt	Snitt	Avvik
Vekt	28 %	26 %	25 %	24 %	25 %	26 %	LSG	Bransje	
Driftsinntekter	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	0,0 %
Varekostnader	70,8 %	63,0 %	63,6 %	65,5 %	59,4 %	50,7 %	61,2 %	56,3 %	4,9 %
Lønn og personalkostnader	11,3 %	10,2 %	10,1 %	10,5 %	10,3 %	12,9 %	11,0 %	11,4 %	-0,4 %
Andre driftskostnader	9,4 %	9,3 %	10,0 %	10,8 %	10,8 %	11,9 %	10,5 %	13,6 %	-3,1 %
Avskrivinger	3,2 %	2,9 %	2,9 %	3,2 %	3,0 %	2,8 %	3,0 %	3,6 %	-0,6 %
Driftsresultat fra egen virksomhet	5,2 %	14,7 %	13,3 %	10,0 %	16,5 %	21,7 %	14,3 %	15,0 %	-0,7 %
Driftsrelatert skattekostnad	1,3 %	3,7 %	3,3 %	2,5 %	4,1 %	5,4 %	3,6 %	3,7 %	-0,1 %
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	3,9 %	11,0 %	10,0 %	7,5 %	12,3 %	16,3 %	10,7 %	11,3 %	-0,5 %
Netto driftsresultat fra driftstilknyttede virksomheter	0,3 %	1,8 %	0,7 %	0,5 %	1,5 %	2,4 %	1,3 %	1,2 %	0,0 %
Netto driftsresultat	4,2 %	12,8 %	10,7 %	8,0 %	13,9 %	18,6 %	12,0 %	12,5 %	-0,50 %

Tabell 8 - 8 «Common size»-regnskap LSG

Varekostnad

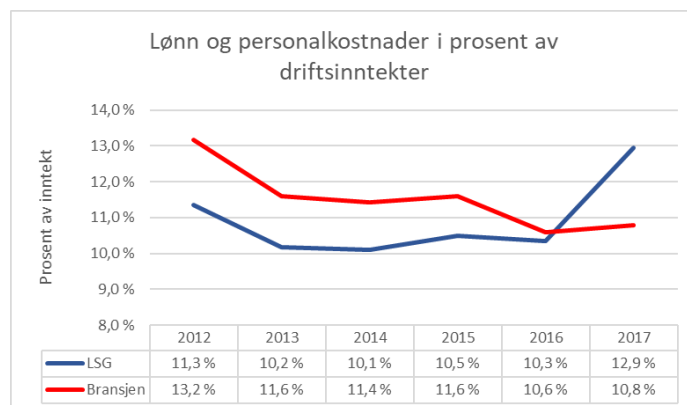
Figur 8-5 illustrerer utviklingen av varekostnad i prosent av driftsinntekter for LSG og bransjen. Sammenligner vi de to grafene, ser vi at LSG har hatt en høyere varekostnadsandel over analyseperioden. I gjennomsnitt har varekostnadsandelen vært 4,9 prosentpoeng høyere for LSG enn for bransjen. Dette skyldes antakelig LSG sitt fokus på bearbeiding av fisk.



Figur 8 - 5 Varekostnad i prosent av driftsinntekter for LSG og bransjen

Lønn og personalkostnader

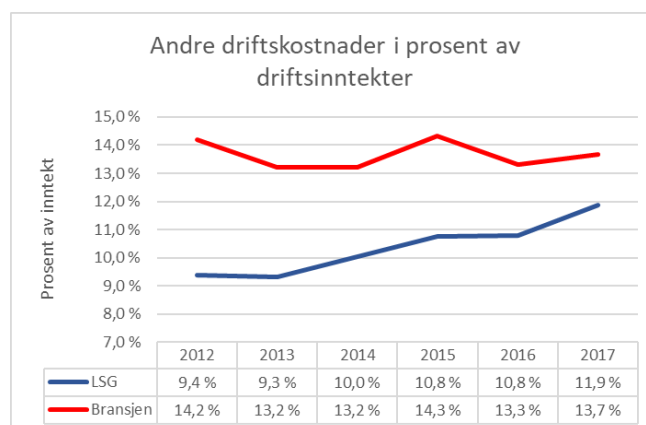
LSG har gjennom analyseperioden hatt en marginalfordel hva gjelder lønn og personalkostnader, bortsett fra de to siste årene. Dette vises i figur 8-6. Det er nærliggende å anta at de økte kostnadene er en konsekvens av oppkjøpene av de to hvitfiskselskapene. For fremtiden er det naturlig å tenke at kostnadene reduseres etter hvert som selskapene blir mer integrert i LSG sin virksomhet.



Figur 8 - 6 Lønn og personalkostnader i prosent av driftsinntekter LSG

Andre driftskostnader

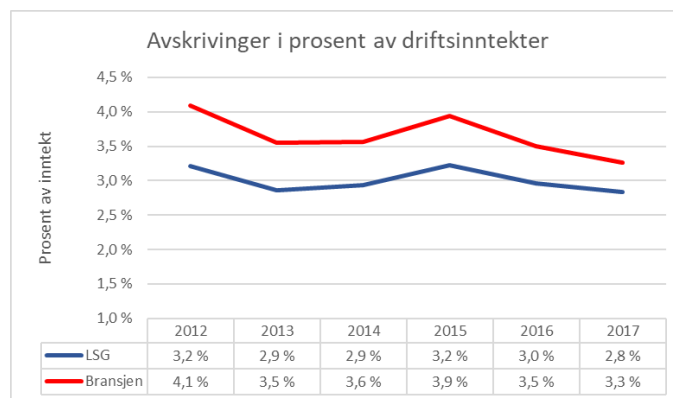
Andre driftskostnader inkluderer blant annet kostnader knyttet til bekjempelse av lakselus. Dette er et kostnadsområde LSG har prioritert høyt de siste årene. Det er derfor positivt at LSG har marginalfordeler knyttet til slike kostnader. I fremtiden er det nærliggende at kostnadene knyttet til lakselus blir redusert ettersom LSG satser på teknologi som skal redusere omfanget av lakselus.



Figur 8 - 7 Andre driftskostnader i prosent av driftsinntekter LSG

Avskrivinger

Avskrivningene til LSG har vært relativt lavere enn bransjens gjennom analyseperioden. Avskrivningene utgjør imidlertid en liten andel på mellom 2% og 4% av inntektene. Ut i fra figur 8-8 ser vi at den relative kostnadsforskjellen er blitt redusert de siste årene. Dette henger sammen med at LSG har gjort en betydelig investering i hvitfisksegmentet, hvilket øker avskrivningen.



Figur 8 - 8 Avskrivninger i prosent av driftsinntekter

Oppsummering marginalfordel

Oppsummert ser vi at det hovedsakelig er varekostnaden som utgjør en marginalulempe for LSG. Dette skyldes selskapets fokus på bearbeiding, noe som fører til høyere varekostnader enn hva som er gjennomsnittet i bransjen. I tillegg bidrar lønnskostnader til en marginalulempe i 2016 og 2017, men dette ventes å være forbigående. De andre kostnadene utgjør imidlertid marginalfordeler og øker derfor marginalfordelen til LSG.

Omløpsfordel

Omløpsfordelen er uttrykt ved differansen mellom LSG og bransjens omløp til netto driftseiendeler, vektet med bransjens netto driftsmargin. Tabell 8-9 viser at LSG har hatt en gjennomsnittlig omløpsulempe på -0,5% over analyseperioden, hvilket hovedsakelig skyldes ulemper i 2016 og 2017. Omløpsulempen dekomponeres videre i neste avsnitt.

Omløpsfordel		2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Vektet snitt
Vekt		12 %	14 %	15 %	18 %	20 %	21 %	
Omløpet til NDE	<i>onde</i>	1,148	1,316	1,407	1,347	1,423	1,491	1,373
- Omløpet til NDE, bransjen	<i>onde b</i>	0,977	1,274	1,274	1,231	1,566	1,634	1,365
= Uvektet omløpsfordel	<i>OF u</i>	0,171	0,042	0,132	0,115	-0,143	-0,143	0,009
* Netto driftsmargin, bransjen	<i>ndm b</i>	0,023	0,131	0,122	0,081	0,160	0,188	-0,565
= Vektet omløpsfordel	<i>OF v</i>	0,004	0,006	0,016	0,009	-0,023	-0,027	-0,005

Tabell 8 - 9 Viser utregningen av omløpsfordelen til LSG

Dekomponering av omløpsfordel

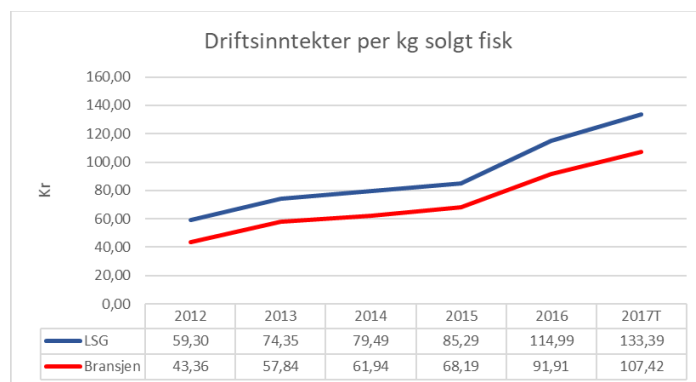
For å få bedre innsikt i hva som forårsaker LSG sin omløpsulempe, dekomponeres ulempen. Den ene delen ser på sammenhengen mellom driftsinntekter per kg solgt fisk for LSG og bransjen. Den andre delen ser på sammenhengen mellom netto driftseiendeler per kg solgt fisk. Vi vurderer altså hvorvidt LSG besitter en ARPU-fordel og en effektivitetsfordel.

Tabell 8-10 viser utregningen av driftsinntekter per kg solgt fisk for LSG og bransjen, hvilket også illustreres i figur 8-8. LSG har jevnt over analyseperioden hatt en høyere driftsinntekt per kg solgt fisk sammenlignet med bransjen. Med et tidsvektet gjennomsnitt på 95,86 kr i driftsinntekt per kilo for LSG mot bransjens 75,81 kr per kg, bidrar dette til en omløpsfordel for LSG.

Driftsinntekter per kg solgt fisk	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Vektet snitt
Vekt	12 %	14 %	15 %	18 %	20 %	21 %	
Driftsinntekter LSG	9 097 146	10 764 714	12 579 466	13 450 726	17 269 278	20 703 788	14 708 419
Antall tonn varer solgt LSG	153 403	144 784	158 258	157 697	150 182	155 213	153 433
Driftsinntekter per kg LSG	59,30	74,35	79,49	85,29	114,99	133,39	95,86
Driftsinntekter per kg bransje	43,36	57,84	61,94	68,19	91,91	107,42	75,81

Tabell 8 - 10 Viser sammenhengen mellom driftsinntekter per kg solgte fisk for LSG og bransjen

Tabellen og figuren viser at driftsinntektene per kg solgt fisk for LSG og bransjen har økt over analyseperioden. Dette skyldes først og fremst den økte lakseprisen. Årsaken til at LSG har hatt en høyere driftsinntekt per kg solgt fisk enn bransjen kan blant annet forklares i at LSG har en særegen produktportefølje av bearbeidet fisk. Dette er produkter som kan settes til en høyere pris i markedet og utgjør derfor en ARPU-fordel for selskapet. I 2016 og 2017 har gapet mellom LSG og bransjen økt noe. Dette skyldes mest sannsynlig at LSG i disse årene generer høye driftsinntekter i form av salg av hvitfisk i tillegg til salg av laks og ørret.



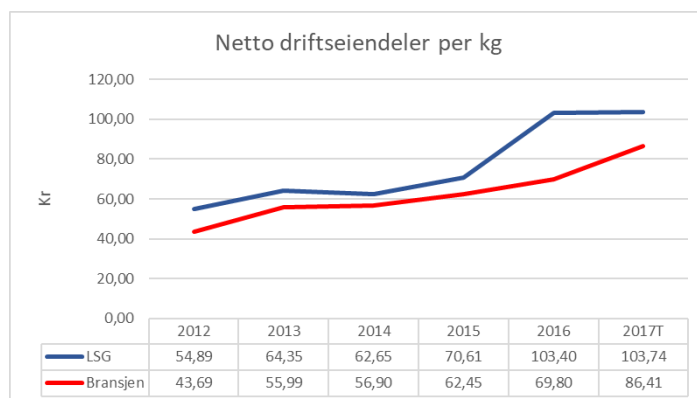
Figur 8 - 9 Viser sammenligningen mellom driftsinntekter per kg solgt fisk for LSG og bransjen.

Tabell 8-11 viser netto driftseiendeler per kg solgt fisk for LSG og bransjen, hvilket også er illustrert i figur 8-10. LSG har gjennom analyseperioden hatt en høyere driftseiendel per kg solgt fisk enn bransjen, noe som er en ulempe for LSG. Ulempen viser at selskapet produserer mindre fisk per driftseiendel enn det bransjen gjør, og følgelig er mindre effektive. Effektivitetsulempen skyldes hovedsakelig LSG sitt fokus på bearbeiding av fisk. Grunnen til dette er at bearbeiding av fisken fører til at mer kapital blir involvert før fisken selges. Vi ser at

effektivitetsulempen økte i 2016. Dette kan begrunnes i selskapets investeringer i hvitfiskssegmentet som har ført til at driftseiendelene har økt.

Netto driftseiendeler per kg solgt fisk	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Tidsvektet snitt
Vekt	12 %	14 %	15 %	18 %	20 %	21 %	
Netto driftseiendeler, LSG	8 419 879	9 317 316	9 914 108	11 135 232	15 528 237	16 102 221	12 293 381
Antall tonn varer solgt, LSG	153 403	144 784	158 258	157 697	150 182	155 213	153 433
Netto driftseiendeler per kg, LSG	54,89	64,35	62,65	70,61	103,40	103,74	80,12
Netto driftseiendeler per kg, bransje	43,69	55,99	56,90	62,45	69,80	86,41	64,96

Tabell 8 - 11 Utregningen av netto driftseiendeler per kg solgt fisk for LSG og bransjen



Figur 8 - 10 Viser sammenligningen mellom netto driftseiendeler per kg solgte fisk for LSG og bransjen

Som analysene viser, har LSG en ARPU-fordel ved at selskapets fokus på bearbeiding øker kvaliteten og prisen på fisken. På den andre siden fører bearbeidingen til at mer kapital må benyttes for å selge fisken, noe som vises i LSG sin effektivitetsulempe.

Den gjennomsnittlige omløpsulempen skyldes derfor at den gjennomsnittlige effektivitetsulempen er større enn den gjennomsnittlige ARPU-fordelen. Ettersom LSG har hatt en liten omløpsfordel frem til 2016, er det grunn til å tro at ARPU-fordelen generelt er større enn effektivitetsulempen, men at investeringen i hvitfiskssegmentet har vært årsaken til den gjennomsnittlige omløpsulempen.

8.4.2.2 Oppsummering ressursfordel

Som vist i tabell 8-5 har LSG hatt en varierende rentabilitetsfordel over analyseperioden. Dette har ført til en gjennomsnittlig rentabilitetsulempe på -1,3%. For å forstå hva dette skyldes, har vi dekomponert rentabilitetsfordelen i omløps- og marginalfordel.

Fra «common size»-analysen finner vi at LSG har hatt en liten marginalulempe jevnt over analyseperioden. Ulempen skyldes at LSG har høye varekostnader relativt til sine inntekter. Dette mener vi skyldes høye kostnader knyttet til bearbeidingsprosessen. Det er her sentralt å

legge vekt på at marginalulempen er redusert da de andre relative kostnadene medfører en fordel. De relative varekostnadene knyttet til bearbeiding utgjør alene derfor en større ulempe enn hva vises i marginalulempen.

Videre har LSG hatt en liten omløpsfordel frem til 2016. Det vektete gjennomsnittet er imidlertid -0,5% ettersom selskapet besitter en omløpsulempe i 2016 og 2017. Gjennom dekomponeringen finner vi ut at LSG besitter en ARPU-fordel og en effektivitetsulempe, hvilket vi mener skyldes bearbeiding. ARPU-fordelen er generelt større enn effektivitetsulempen, men på grunn av store investeringer i 2016 blir effektivitetsulempen større. Dette vises i omløpsulempen LSG har i 2016 og 2017, hvilket også resulterer i en gjennomsnittlig omløpsulempe.

Ut i fra dekomponeringen får vi bekreftet at bearbeidingen utgjør en ulempe for LSG. Dette skyldes at marginalulempen knyttet til bearbeiding sammen med effektivitetsulempen antakelig er større enn ARPU-fordelen. Riktignok har ikke dette ført til en rentabilitetsulempe alle årene, fordi LSG samtidig besitter andre marginalfordeler. Rentabilitetsulempen i 2016 og 2017 skyldes hovedsakelig en omløpsulempe knyttet til store investeringer disse årene. Dette gjør at LSG har en gjennomsnittlig rentabilitetsulempe på -1,3%.

Rentabilitetsulempen forsterkes ytterligere av en netto driftskravulempe gjennom hele perioden. Samlet utgjør dette en gjennomsnittlig ressursulempe på -2,5%

8.4.3 Oppsummering driftsfordel

Slik tabell 8-12 viser, har LSG en gjennomsnittlig ren driftsfordel på 11,9%. Fordelen skyldes en svært sterk bransjefordel som følge av et begrenset tilbud og en høy etterspørsel av laks. Det begrensede tilbudet skyldes en streng konsesjonspolitikk og miljøutfordringer. Den høye etterspørselen skyldes en økende befolkning og middelklasse, god kvalitet på norsk oppdrettslaks og en høy integritet i bransjen. Bransjefordelen forsterkes ytterligere av lav konkurranse, svak krone og lav rente. På den andre siden har LSG en rentabilitetsulempe som skyldes selskapets fokus på bearbeiding samt store investeringer de siste årene. Bearbeidingen gir selskapet en ARPU-fordel, men også en effektivitets- og marginalulempe. Videre har LSG også en kravulempe. Dette skyldes at LSG har en høyere risiko for å gå konkurs enn bransjeggjennomsnittet.

Oppsummering ren driftsfordel		2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
Vekt		12 %	14 %	15 %	18 %	20 %	21 %	
Bransjefordel drift	BFD	-0,026	0,128	0,118	0,063	0,214	0,274	0,144
Marginfordel drift	MF	0,022	-0,004	-0,021	-0,002	-0,030	-0,002	-0,008
Omløpsfordel drift	OF	0,004	0,006	0,016	0,009	-0,023	-0,027	-0,005
Rentabilitetsfordel drift	RF	0,026	0,002	-0,005	0,007	-0,052	-0,029	-0,013
Netto kravsfordel drift	KF	-0,006	-0,013	-0,014	-0,013	-0,013	-0,013	-0,012
Ressursfordel drift	RFD	0,020	-0,011	-0,019	-0,006	-0,066	-0,042	-0,025
Ren driftsfordel	RDF	-0,007	0,117	0,099	0,057	0,148	0,232	0,119

Tabell 8 - 12 Oppsummering av ren driftsfordel

8.5 Gearingfordel drift

Gearingfordel drift er differansen mellom netto driftsrentabilitet og netto driftskrav, multiplisert med graden av netto finansiell gjeld og minoriteter. Altså selskapets rene driftsfordel skalert med en finansiell gearing (Knivsflå, 2017k).

$$\text{Gearingfordel drift} = (\text{ndr} - \text{ndk}) * (\text{nfgg} + \text{mig})$$

ndr=netto driftsrentabilitet, ndk=netto driftskrav, nfgg=netto finansiell gjeldsgrad og mig=minoritetsgrad

Når selskapet har en strategisk fordel drift, som den rene driftsfordelen viser, økes den strategiske fordelen ytterligere dersom investeringer er finansiert med gjeld eller minoritetsinteresser. Finansiell gearing vil, som diskutert i kapittel 6, være et risikomoment da høy lånefinansiering kan føre til likviditets- og soliditetsutfordringer. Ettersom risikoen øker som følge av mer gjeld, øker også kravet til egenkapitalen. Følgelig vil ikke en finansiell gearing øke verdien på egenkapitalen (Knivsflå, 2017k).

Tabell 8-13 viser at LSG sin gearing reduseres fra 2013 til 2017, men at ren driftsfordel øker over samme periode. Selskapet har en gearingfordel i samme periode, men effekten begrenses noe av reduksjonen i gearingen. Med et tidsvektet gjennomsnitt på 5,1% har LSG en gearingfordel drift.

Gearingfordel drift		2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Vektet snitt
Vekt		12 %	14 %	15 %	18 %	20 %	21 %	
Ren driftsfordel	RDF	-0,007	0,117	0,099	0,057	0,148	0,232	0,119
Netto finansiell gjeldsgrad	nfgg	0,337	0,392	0,319	0,319	0,349	0,316	0,337
Minoritetsgrad	mig	0,107	0,119	0,126	0,118	0,090	0,079	0,104
* Netto finansiell gjeldsgrad + minoritetsgrad	mig+nfgg	0,444	0,511	0,445	0,438	0,439	0,395	0,431
= Gearingfordel drift	GFD	-0,003	0,060	0,044	0,025	0,065	0,092	0,051

Tabell 8 - 13 Viser utregningen av gearingfordel drift

8.6 Oppsummering samlet driftsfordel

LSG har hatt en samlet driftsfordel på 17,1% over analyseperioden. Dette skyldes at LSG sin rene driftsfordel på 11,9% blir skalert opp av selskapets finansielle gearing. Kort oppsummert skyldes den rene driftsfordelen en svært stor bransjefordel, men begrenses av en rentabilitetsulempe og en netto driftskravulempe. Oppsummeringen er vist i tabell 8-14.

Oppsummering samlet driftsfordel		2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet snitt
Vekt		12 %	14 %	15 %	18 %	20 %	21 %	
Bransjefordel drift	<i>BFD</i>	-0,026	0,128	0,118	0,063	0,214	0,274	0,144
Ressursfordel drift	<i>RFD</i>	0,020	-0,011	-0,019	-0,006	-0,066	-0,042	-0,025
Ren driftsfordel	<i>RDF</i>	-0,007	0,117	0,099	0,057	0,148	0,232	0,119
Gearingfordel drift	<i>GFD</i>	-0,003	0,060	0,044	0,025	0,065	0,092	0,051
Samlet driftsfordel	<i>DF</i>	-0,010	0,177	0,144	0,083	0,214	0,324	0,171

Tabell 8 - 14 Oppsummering LSG sin samlede driftsfordel

8.7 Finansieringsfordel

I dette delkapittelet foretar vi en strategisk finansieringsanalyse for å finne ut om LSG besitter en finansieringsfordel. Finansieringsfordelen er en komponent i selskapets strategiske fordel, men den er av mindre betydning enn driftsfordelen. Selskapets finansieringsfordel består av finansieringsfordel netto finansiell gjeld og finansieringsfordel minoritetsinteresser (Knivsflå, 2017j), slik som formelen under viser. Videre i dette delkapittelet presenteres først finansieringsfordelen knyttet til netto finansiell gjeld. Deretter følger finansieringsfordel knyttet til minoritetsinteressene.

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

nfgk=netto finansielt gjeldskrav, *nfggr*=netto finansiell gjeldsrentabilitet, *nfgg*=netto finansiell gjeldsgrad,

mik=minoritetsinteressekrav, *mir*=minoritetsrentabilitet, *mig*=minoritetsgrad

8.7.1 Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

Finansieringsfordel netto finansiell gjeld dekomponeres i finansieringsfordel finansiell gjeld og finansieringsfordel finansiell eiendel. Nedenfor presenteres de to delene, før de inkluderes i beregningen av finansieringsfordel netto finansiell gjeld.

8.7.1.1 Finansieringsfordel finansiell gjeld

Finansieringsfordelen knyttet til LSG sin finansielle gjeld finner vi ved å multiplisere finansiell gjeldsgrad med differansen mellom finansielt gjeldskrav og finansiell gjeldsrentabilitet, slik likningen under viser. Dette betyr at en finansieringsfordel forekommer dersom finansiell gjeldsrentabilitet er lavere enn gjeldskravet. Det vil si at selskapet betaler mindre i rentekostnader enn hva som er kravet. For långiver vil selvsagt dette være en ulempe (Knivsflå, 2017j).

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

$$fgk = r_f + krp, fgr = \frac{NFK_t}{FG_{t-1} + \frac{\Delta FG_t - NFK_t}{2}} \text{ og } fgg = \frac{FG_{t-1} + \frac{\Delta FG_t - NFK_t}{2}}{EK_{t-1} + \frac{\Delta EK_t - NRE_t}{2}}$$

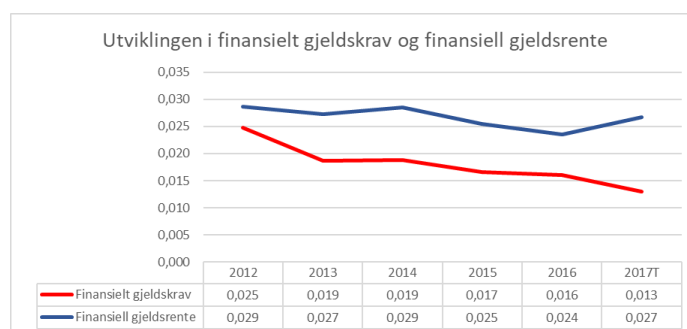
fgk=finansielt gjeldskrav, *fgr*=finansiell gjeldsrentabilitet, *fgg*=finansiell gjeldsgrad

Tabell 8-15 viser LSG sin finansieringsfordel finansiell gjeld. Som vi ser har LSG hatt en høyere rente på sin gjeld enn hva som er kravet. Det tidsvektede gjennomsnittet viser at selskapet har hatt en rente på 0,9 prosent-poeng høyere enn kravet. Med en gjennomsnittlig gjeldsgrad på 55,5% har LSG hatt en finansieringsulempe på -0,5% knyttet til sin finansielle gjeld.

Finansieringsfordel finansiell gjeld		2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekt		12 %	14 %	15 %	18 %	20 %	21 %	LSG
Finansielt gjeldskrav	<i>fgk</i>	0,025	0,019	0,019	0,017	0,016	0,013	0,017
Finansiell gjeldsrente	<i>fgr</i>	0,029	0,027	0,029	0,025	0,024	0,027	0,026
Finansiell gjeldsrentefordel	<i>fgk-fgr</i>	-0,004	-0,009	-0,010	-0,009	-0,008	-0,014	-0,009
Finansiell gjeldsgrad	<i>fgg</i>	0,589	0,586	0,513	0,521	0,570	0,567	0,555
Finansieringsfordel finansiell gjeld	<i>FFFG</i>	-0,002	-0,005	-0,005	-0,005	-0,004	-0,008	-0,005

Tabell 8 - 15 Viser utregning av finansieringsfordel finansiell gjeld

Figur 8-11 viser hvordan LSG sin finansielle gjeldsrente har vært høyere enn kravet i hele perioden. Gjeldsrenten har hatt en relativ lik trend som kravet, men differansen mellom de to har økt siden 2012. Som følge av dyrere gjeldsfinansieringen i dag sammenlignet med 2012, har LSG redusert gjeldsgraden med 2,2 prosent-poeng.



Figur 8 - 11 Utviklingen i finansielt gjeldskrav og finansiell gjeldsrente for LSG

8.7.1.2 Finansieringsfordel finansielle eiendeler

Finansieringsfordelen knyttet til LSG sine finansielle eiendeler finner vi ved å multiplisere den finansielle eiendelsgraden med differansen mellom finansiell eiendelsrentabilitet og eiendelskravet, slik likningen under viser. I motsetning til finansieringsfordelen knyttet til finansiell gjeld, er det i dette tilfellet en fordel dersom eiendelsrentabiliteten er høyere enn kravet. Da får selskapet en høyere avkastning på den finansielle eiendelen enn hva de krever.

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

$$\text{der fek ble gjort rede for i kap. 7, } fer = \frac{NFI_t}{FE_{t-1} + \frac{\Delta FE_t - NFI_t}{2}}, feg = \frac{FE_{t-1} + \frac{\Delta FE_t - NFI_t}{2}}{EK_{t-1} + \frac{\Delta EK_t - NRE_t}{2}}$$

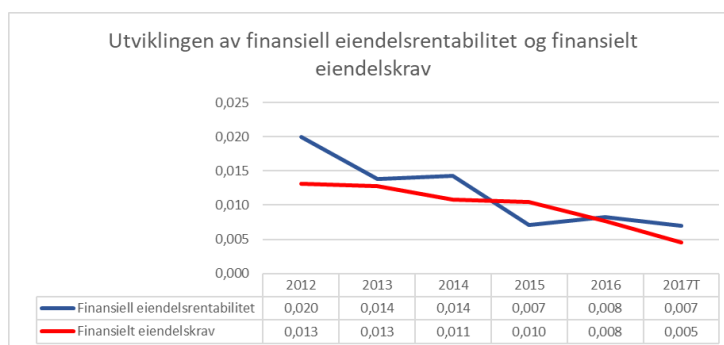
fer=finansiell eiendelsrentabilitet, *fek*=finansielt eiendelskrav og *feg*=finansiell eiendelsgrad

Tabell 8-16 viser at rentabiliteten for LSG sine finansielle eiendeler har vært større enn avkastningskravet i perioden, med unntak av 2015. Det tidsvektede gjennomsnittet viser at rentabiliteten har vært 0,2 prosentpoeng høyere enn avkastningskravet. Som en kan se fra tabell 8-16 har LSG gjennomsnittlig ingen finansieringsfordel knyttet til finansielle eiendeler.

Finansieringsfordel finansielle eiendeler	2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekt	12 %	14 %	15 %	18 %	20 %	21 %	LSG
Finansiell eiendelsrentabilitet	<i>fer</i>	0,020	0,014	0,014	0,007	0,008	0,007
Finansielt eiendelskrav	<i>fek</i>	0,013	0,013	0,011	0,010	0,008	0,005
Finansiell eiendelsrentabilitetsfordel	<i>fer-fek</i>	0,007	0,001	0,004	-0,003	0,001	0,002
Finansiell eiendelsgrad	<i>feg</i>	0,252	0,194	0,194	0,202	0,221	0,251
Finansieringsfordel finansielle eiendeler	<i>FFFE</i>	0,002	0,000	0,001	-0,001	0,000	0,001

Tabell 8 - 16 Viser utregningen av finansieringsfordel finansielle eiendeler

Figur 8-12 illustrerer LSG sitt forhold mellom finansiell eiendelsrentabilitet og finansielt eiendelskrav. Figuren viser at selv om LSG generelt har hatt en finansieringsfordel knyttet til sine finansielle eiendeler, har både rentabiliteten og avkastningskravet falt betraktelig fra 2012 til i dag. Årsaken til dette skyldes trolig at LSG har økt beholdningen av kontanter og kontantekvivalenter. Dette er finansielle eiendeler som gir begrenset med avkastning i forhold til eiendeler som aksjer tilgjengelig for salg eller andre langsiktige finansielle fordringer.



Figur 8 - 12 Utviklingen av finansiell eiendelsrentabilitet og finansielt eiendelskrav for LSG

8.7.1.3 Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

På bakgrunn av de to avsnittene over, kan vi finne ut om det foreligger finansieringsfordel knyttet til netto finansiell gjeld. Finansieringsfordelen knyttet til netto finansiell gjeld kan regnes ut på to måter. Den ene er å legge sammen finansieringsfordelene knyttet til finansiell gjeld og eiendeler. Det andre alternativet er å regne ut differansen mellom netto finansielt gjeldskrav og netto finansiell gjeldsrentabilitet og så vekte dette med selskapets netto finansielle gjeldsgrad. Begge metodene er vist med likninger under.

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

$$\text{der } nfgk \text{ er gjort rede for i kap. 7, } nfgr = \frac{NFK_t - NFI_t}{NFG_{t-1} + \frac{\Delta NFG_t - NFK_t + NFI_t}{2}}, nfgg = \frac{NFG_{t-1} + \frac{\Delta NFG_t - NFK_t + NFI_t}{2}}{EK_{t-1} + \frac{\Delta EK_t - NRE_t}{2}}$$

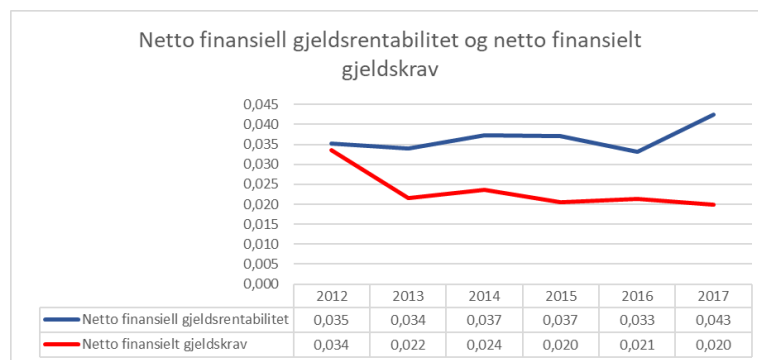
$$nfgk = \text{netto finansielt gjeldskrav, } nfgr = \text{netto finansiell gjeldsrentabilitet, } nfgg = \text{netto finansiell gjeldsgrad}$$

Slik det fremkommer av tabell 8-17 har ikke LSG en finansieringsfordel knyttet til netto finansiell gjeld. Dette kommer av at netto finansiell gjeldsrentabilitet jevnt over perioden har vært høyere enn det netto finansielle gjeldskravet. Et tidsvektet gjennomsnitt viser at rentabiliteten er 1,4 prosent-poeng høyere enn kravet og at dette fører til en finansieringsulempe knyttet til netto finansiell gjeld på -0,5% for perioden. Ettersom det er høy konkurranse i finansmarkedene, er det ikke overraskende at den finansielle fordelene knyttet til netto finansiell gjeld er tilnærmet lik null.

Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekt	12 %	14 %	15 %	18 %	20 %	21 %	LSG
Netto finansielt gjeldskrav	<i>nfgk</i>	0,034	0,022	0,024	0,020	0,021	0,020
Netto finansiell gjeldsrentabilitet	<i>nfgr</i>	0,035	0,034	0,037	0,037	0,033	0,043
Netto finansiell gjeldsrentefordel	<i>nfgk-nfgr</i>	-0,002	-0,012	-0,014	-0,017	-0,012	-0,023
Netto finansiell gjeldsgrad	<i>nfgg</i>	0,337	0,392	0,319	0,319	0,349	0,316
Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	<i>FFNFG</i>	-0,001	-0,005	-0,004	-0,005	-0,004	-0,007

Tabell 8 - 17 Viser utregningen av finansieringsfordel netto finansiell gjeld

Figur 8-13 illustrerer sammenhengen mellom selskapets netto finansielle gjeldskrav og gjeldsrentabilitet. Gjeldskravet har historisk hatt samme trend som rentabiliteten med tilnærmet samme gap gjennom perioden. For 2017 er gapet enda større, men dette kompenseres med en lavere netto finansiell gjeldsgrad, hvilket motvirker noe av effekten på finansieringsulempen.



Figur 8 - 13 Utviklingen av finansiell gjeldsrentabilitet og netto finansielt gjeldskrav

8.7.2 Finansieringsfordel minoritetsinteresser

Minoritetsinteressene kan være med på å utgjøre en finansieringsfordel for LSG dersom minoritetsrentabiliteten er lavere enn minoritetskravet. Dette anses som en fordel, fordi tap i LSG sine datterselskap da kan deles med minoritetsinteressene. Fordi majoritetsinteressene vil «skvise» minoritetene for en eventuell merrentabilitet, kan vi forvente en finansieringsfordel tilnærmet lik null. (Knivsflå, 2017j). Finansieringsfordel knyttet til minoritetsinteressene fremkommer av differansen mellom minoritetskrav og minoritetsrentabilitet vektet med minoritetsgraden, slik formelen under viser.

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

$$\text{Der } mik \text{ er kjent fra kap. 7, } mir = \frac{NMR_t}{MI_{t-1} + \frac{\Delta MI_t - NMR_t}{2}}, mig = \frac{MI_{t-1} + \frac{\Delta MI_t - NMR_t}{2}}{EK_{t-1} + \frac{\Delta EK_t - NRE_t}{2}}$$

mik=minoritetskrav, *mir*=minoritetsrentabilitet, *mig*=minoritetsgrad

Finansieringsfordel minoritetsinteresser		2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekt		12 %	14 %	15 %	18 %	20 %	21 %	LSG
Minoritetskrav	<i>mik</i>	0,084	0,084	0,081	0,081	0,081	0,077	0,081
Minoritetsrentabilitet	<i>mir</i>	0,019	0,237	0,062	0,065	0,388	0,397	0,217
Minoritetsrentabilitetsfordel	<i>mik-mir</i>	0,065	-0,153	0,019	0,016	-0,307	-0,320	-0,137
Minoritetsgrad	<i>mig</i>	0,107	0,119	0,126	0,118	0,090	0,079	0,087
Finansieringsfordel minoritetsinteresser	<i>FFMI</i>	0,007	-0,018	0,002	0,002	-0,028	-0,025	-0,012

Tabell 8 - 18 Viser utregningen av finansieringsfordel minoritetsinteresser

I tabell 8-18 og figur 8-14 ser vi at minoritetskravet har vært relativt stabilt i perioden, men at minoritetsrentabiliteten har vært volatil og betydelig høyere i tre av årene. Dette har resultert i en tidsvektet minoritetsrentabilitetsulempe på -13,7% for perioden. Etersom minoritetsgraden har blitt redusert de siste årene, er den tidsvektede finansieringsulempen på kun -1,2%. I 2016 var finansieringsulempen knyttet til minoritetene på -2,8% og i 2017 ventes den å bli -2,5%.

Dette skyldes den høye minoritetsrentabiliteten. Dersom LSG vil redusere finansieringsulempen knyttet til minoritetene, er de nødt til å redusere minoritetsgraden.



Figur 8 - 14 Utviklingen av minoritetskrav og minoritetsrentabilitet

8.7.3 Oppsummering finansieringsfordel

Tabell 8-19 viser en oppsummering av de strategiske finansieringsanalysene utført i dette delkapittelet. Vi ser at LSG i dag besitter en finansieringsulempen på -3,3% og periodens gjennomsnitt er -1,7%. Som forventet, bidrar netto finansiell gjeld i liten grad til finansieringsulempen, kun -0,5%. Minoritetsinteressene bidrar på den andre siden i større grad med -1,2%. Den samlede finansieringsulempen til LSG blir med -1,7%.

Finansieringsulempen knyttet til netto finansiell gjeld er som forventet tilnærmet lik null, hvilket skyldes stor konkurranse i finansmarkedene. Finansieringsulempen knyttet til minoritetsinteressene skyldes en høy minoritetsrentabilitet. Ulempen kan reduseres i fremtiden ved å redusere minoritetsgraden i selskapet.

Samlet finansieringsfordel		2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekt		12 %	14 %	15 %	18 %	20 %	21 %	LSG
Finansieringsfordel finansiell gjeld	FFFG	-0,002	-0,005	-0,005	-0,005	-0,004	-0,008	-0,005
Finansieringsfordel finansielle eiendeler	FFFE	0,002	0,000	0,001	-0,001	0,000	0,001	0,000
Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	FFNFG	-0,001	-0,005	-0,004	-0,005	-0,004	-0,007	-0,005
Finansieringsfordel minoritetsinteresser	FFMI	0,007	-0,018	0,002	0,002	-0,028	-0,025	-0,012
Samlet finansieringsfordel	FF	0,006	-0,023	-0,002	-0,003	-0,032	-0,033	-0,017

Tabell 8 - 19 Oppsummering av den samlede finansieringsfordelen

8.8 Oppsummering av strategisk fordel

LSG har en gjennomsnittlig strategisk fordel på 15,4%. Fordelen skyldes en svært stor bransjefordel og en relativt høy gearingfordel drift. En liten ressursulempen og finansieringsulempen reduserer den strategiske fordel.

Bransjefordelen kommer av et begrenset tilbud og en høy etterspørsel av laks. Det begrensede tilbudet skyldes en streng konsesjonspolitikk og miljøutfordringer. Den høye etterspørselen skyldes en økende befolkning og middelklasse, god kvalitet på norsk oppdrettslaks og en høy integritet i bransjen. Bransjefordelen forsterkes ytterligere av lav konkurranse, svak krone og lav rente. I snitt utgjør bransjefordelen 14,4%.

Ressursulempen består av en rentabilitetsulempe og en netto driftskravulempe. Rentabilitetsulempen skyldes selskapets fokus på bearbeiding samt større investeringer de siste årene. Bearbeidingen gir selskapet en ARPU-fordel, men også en effektivitets- og marginalulempe. Nettoeffekten utgjør en ulempe for LSG. Kravulempen skyldes at LSG har et høyere krav til sin netto driftskapital enn bransjen. Grunnen til dette er at risikoen knyttet til konkurs er større for LSG. Samlet utgjør rentabilitetsulempen og kravulempen en gjennomsnittlig ressursulempe på -2.5%.

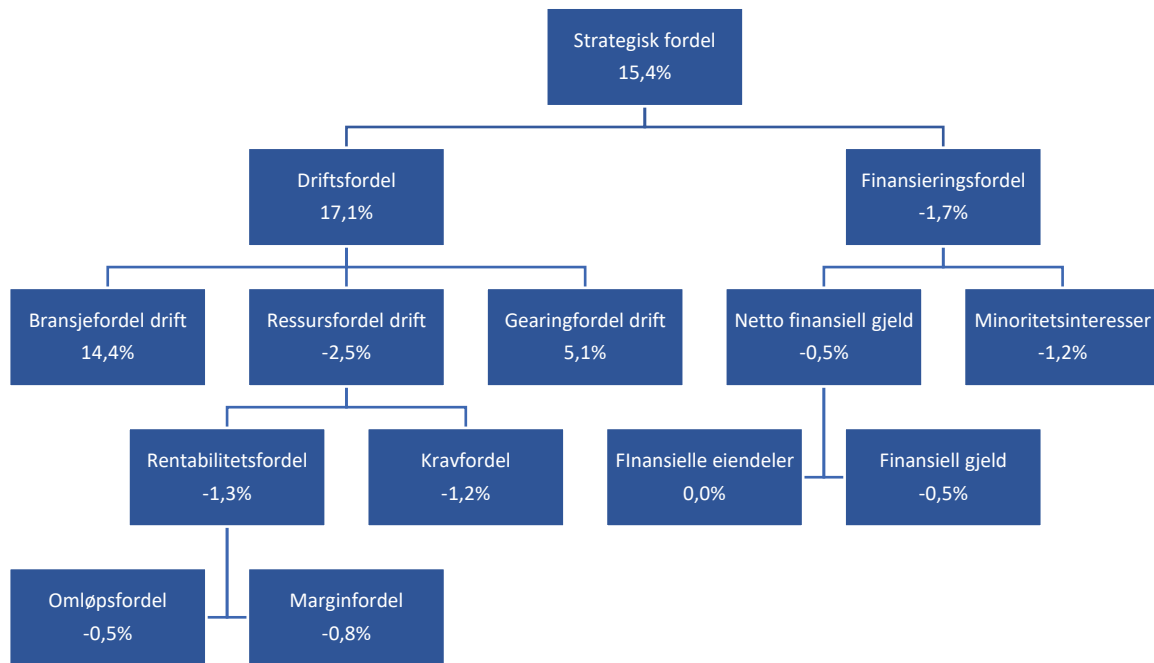
Bransjefordelen og ressursulempen utgjør sammen en gjennomsnittlig ren driftsfordel på 11,9%. Fordelen blir skalert opp av finansiell gearing. Denne oppskaleringen kalles gearingfordel drift og er på 5,1% i snitt. Bransjefordelen, ressursfordelen og gearingfordelen utgjør en gjennomsnittlig driftsfordel på 17,1%.

Finansieringsulempen består av en finansieringsulempe knyttet til netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser. Finansieringsulempen knyttet til netto finansiell gjeld er, som følge av høy konkurranse i finansmarkedene, tilnærmet lik null. Finansieringsulempen knyttet til minoritetsinteressene skyldes at rentabiliteten til minoritetene er større enn kravet. Dette betyr at deler av driftsresultatet til LSG deles med minoritetene. Samlet utgjør finansieringsulempen knyttet til netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser en gjennomsnittlig finansieringsulempe på -1,7%.

Med en gjennomsnittlig driftsfordel på 17,1% og finansieringsulempe på -1,7% har LSG en gjennomsnittlig strategisk fordel på 15,4%. Tabell 8-20 og figur 8-15 oppsummerer fordelene.

Oppsummering strategisk fordel		2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekt		12 %	14 %	15 %	18 %	20 %	21 %	
Bransjefordel drift	<i>BFD</i>	-0,026	0,128	0,118	0,063	0,214	0,274	0,144
Ressursfordel drift	<i>RFD</i>	0,020	-0,011	-0,019	-0,006	-0,066	-0,042	-0,025
Gearingfordel drift	<i>GFD</i>	-0,003	0,060	0,044	0,025	0,065	0,092	0,051
Driftsfordel	<i>DF</i>	-0,010	0,177	0,144	0,083	0,214	0,324	0,171
Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	<i>FFNFG</i>	-0,001	-0,005	-0,004	-0,005	-0,004	-0,007	-0,005
Finansieringsfordel minoritetsinteresser	<i>FFMI</i>	0,007	-0,018	0,002	0,002	-0,028	-0,025	-0,012
Strategisk fordel	<i>SF</i>	-0,003	0,153	0,142	0,079	0,182	0,291	0,154

Tabell 8 - 20 Oppsummering av LSG sin strategiske fordel



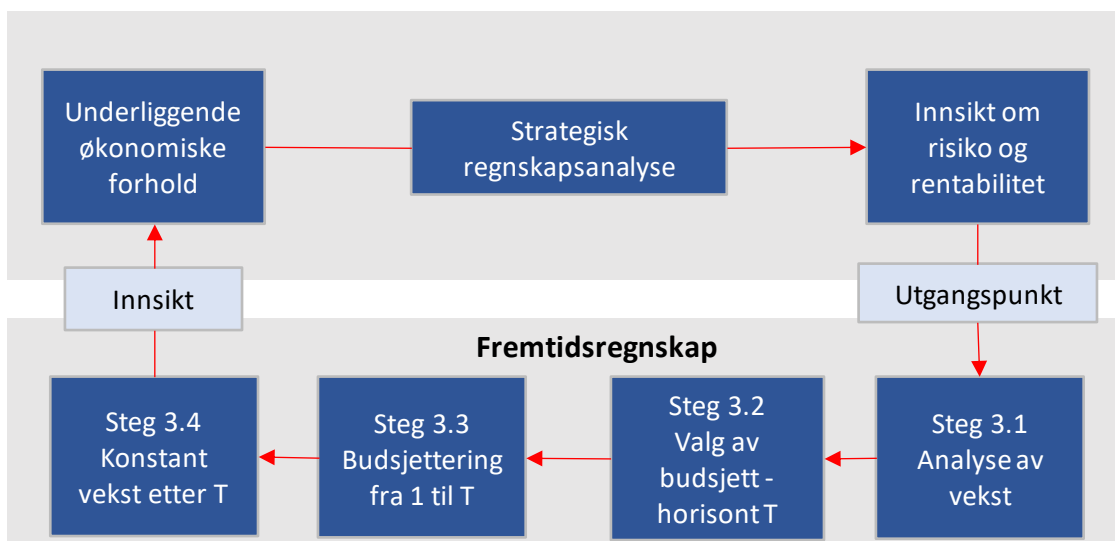
Figur 8 - 15 Illustrasjon og oppsummering av LSG sin strategiske fordel

9 Fremtidsregnskap

I dette kapittelet utarbeides fremtidsregnskapet til LSG ved å benytte resultatene i den strategiske regnskapsanalysen. Dette er en vesentlig del av verdivurderingen av LSG ettersom den fundamentale verdsettelsesteknikken baserer seg på å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer for å vurdere verdien av egenkapitalen og dermed verdien av LSG (Penman, 2013). Først vil rammeverket for fremtidsregnskapet presenteres. Deretter følger en vurdering av tidligere vekst og valg rundt utarbeidelsen av fremtidsregnskapet. Til slutt presenteres de ulike vekstfaktorene samt endelig fremtidig budsjettert resultat, balanse og kontantstrøm.

9.1 Rammeverk

Rammeverket som benyttes for å utarbeide fremtidsregnskapet er presentert i figur 9-1, og består av fire steg (Knivsflå, 2017). Utgangspunktet for regnskapsanalyse er å besitte innsikt om risiko og rentabilitet, hvilket vi fikk gjennom kapittel 6 og 8. Første steg i rammeverket handler om å analysere tidligere vekst. Hovedfokuset ligger på driftsinntektsveksten, ettersom driftsinntekter utgjør den grunnleggende budsjettdriveren. For å styrke analysen vil det også sees nærmere på egenkapitalveksten. I steg 2 vil vi bestemme budsjettthorizonten til LSG, altså den tiden det tar før selskapet ventes å være i Steady State. I steg 3 vil vi estimere de ulike budsjettdriverne frem til Steady State. Steg 4 presenterer konstant vekst etter Steady State. Deretter settes fremtidsregnskapet sammen, og danner grunnlag for videre analyser.



Figur 9 - 1 Rammeverk for fremtidsregnskap

9.2 Steg 1 - Analyse av tidligere vekst

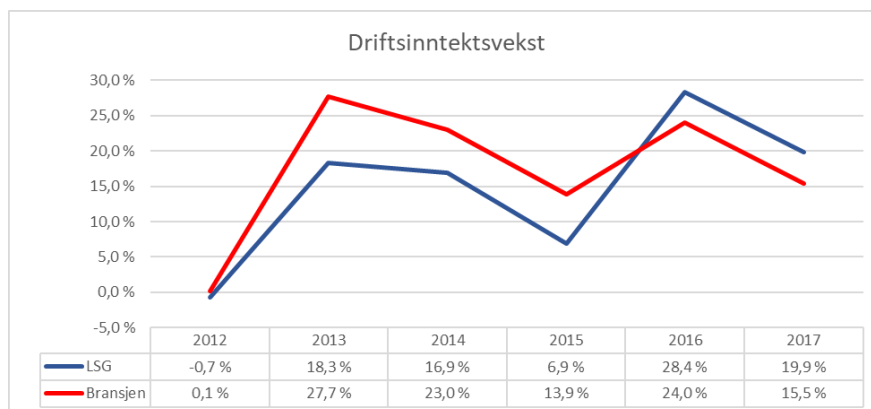
I de to kommende kapitlene vil vi analysere LSG sin tidligere driftsinntektsvekst og egenkapitalvekst. Dette er viktig da historisk utvikling vil kunne gi innsikt i hva som kan forventes i fremtiden. Driftsinntektsvekst er hovedårsaken til vekst i regnskapet, men den kan være mer ustabil enn egenkapitalveksten (Knivsfå, 2017). Derfor har vi valgt å analysere begge budsjettdriveren.

9.2.1 Driftsinntektsvekst

Driftsinntektene er hovedårsaken til resultatvekst i et selskap, og er en viktig kilde til fri kontantstrøm. LSG sin driftsinntektsvekst er en av de grunnleggende budsjettdriverne og dermed viktig å forstå for å utarbeide fremtidsregnskapet (Knivsfå, 2017). Figur 9-2 illustrerer utviklingen i driftsinntektsvekst for LSG og oppdrettsbransjen. Tallene er regnet ut ved hjelp av formelen under.

$$\text{Driftsinntektsvekst}_t = \frac{DI_t - DI_{t-1}}{DI_{t-1}}$$

DI=driftsinntekt



Figur 9 - 2 Illustrasjon av LSG og bransjens driftsinntektsvekst

Figur 9-2 viser hvordan driftsinntektsveksten til LSG generelt har fulgt samme trend som oppdrettsbransjen over analyseperioden. 2016 er unntaket, men dette skyldes trolig introduksjonen av hvitfisk. Som nevnt tidligere, påvirkes inntektene av lakseprisene, noe som er med på å forklare utviklingen i driftsinntektene. Eksempelvis ser en fra figur 2-2 at lakseprisene var lave i 2012, noe som gjenspeiles i driftsinntektsveksten i figur 9-2. Selv om LSG har hatt relativt lik trend som bransjen og tidsvektet gjennomsnitt er relativt likt, har LSG hatt noe mindre variasjon i inntektsveksten frem til 2015. Vi mener dette kan forklares i at

prisene til LSG blir mindre påvirket av lakseprisen enn resten av bransjen ettersom de tilbyr en stor portefølje av bearbejdede produkter. De to siste årene har selskapet imidlertid hatt høyere vekst enn bransjen, hvilket trolig kan forklares ved introduksjonen av hvitfisk. Tilbudet av hvitfisk mener vi vil gjøre driftsinntektsveksten til LSG ytterligere mindre avhengig av lakseprisene. Oppsummert ser vi at LSG og bransjen har hatt et relativt likt tidsvektet gjennomsnitt på henholdsvis 16,1% og 17,9%.

9.2.2 Egenkapitalvekst

Egenkapitalveksten er, som nevnt i 9.2, ofte mer stabil enn inntektene. Endring i egenkapitalen skyldes hovedsakelig årsresultatet eller innskudd av egenkapital. For å beregne endringen i egenkapital kan vi benytte en fullstendig metode eller en normalisert metode. Den fullstendige metoden inkluderer unormale resultatposter hvilket medfører at den ikke er like relevant for fremtidsregnskapet. På grunn av dette har vi valgt å kun beregne egenkapitalveksten ved hjelp av den normaliserte metodene. Formelen for utregningene er vist under.

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

ekv=egenkapitalvekst, eku=egenkapitalutdeling og ekr=egenkapitalrentabilitet

ÅR		2012	2013	2014	2015	2016	2017T	Tidsvektet snitt
Egenkapitalutdeling	eku	1,238	0,324	0,443	0,696	-0,768	0,227	0,280
Egenkapitalrentabilitet	ekr=NRE/EK _B	0,054	0,207	0,191	0,130	0,262	0,305	0,204
Normalisert egenkapitalvekst	ekv	-0,013	0,140	0,106	0,040	0,462	0,235	0,183

Tabell 9 - 1 Egenkapitalvekst for LSG perioden 2012-2017T



Figur 9 - 3 Egenkapitalveksten til LSG og bransjen i 2012 til 2017

9.3 Valg ved utarbeidelsen av fremtidsregnskapet

Det finnes flere ulike metoder for å utarbeide et fremtidsregnskap. Blant annet må det bestemmes hvor langt frem i tid budsjettet skal estimeres, hvor detaljert fremtidsregnskapet skal være og hva slags metode som skal benyttes i estimeringene. Kommende avsnitt vil derfor presentere budsjettthorisonen, detaljnivået og hvilken fremtidsteknikk vi har valgt å benytte.

9.3.1 Budsjettthorison

Budsjettthorisonen bestemmes ut i fra hvor lang tid det tar før vekstdriverne i regnskapet blir konstante. Det vil si at budsjettet skal estimeres til selskapet havner i Steady State (Kaldestad & Møller, 2016). Hvor lang tid dette tar avhenger blant annet av hvor i syklusen selskapet er samt bransjen selskapet operer i. I tillegg vil kvaliteten på regnskapsføringen påvirke den estimerte budsjettthorisonen (Knivsflå, 2017m).

Som nevnt i kapittel 3.2 er LSG et relativt modent selskap som har vært i bransjen i flere år, hvilket indikerer en jevn vekst. I tillegg foreligger det flere politiske og miljøbaserte utfordringer knyttet til lakseoppdrett, noe som også indikerer en begrenset vekst. Et stabilt og modenent selskap vil typisk ha en kort estimert budsjettperiode.

Imidlertid har LSG akkurat foretatt oppkjøp av to hvitfiskprodusenter, hvilket medfører at de nå har et nytt forretningsområde hvor de kan vokse. I tillegg operer selskapet i en syklisk bransje der inntekter påvirkes av laksepriser og kostnader påvirkes av blant annet lakselus. På grunn av dette kan resultatene til selskapet variere i perioder. De nevnte momentene trekker i retning av en lenger budsjettthorison for å inkludere syklene.

Videre benytter LSG IFRS som regnskapsmetode. Dette er regnskapsregler som baserer utregningene på virkelige verdier. Følgelig sees regnskapet på som å ha relativt god kvalitet, noe som argumenterer for en kortere tidsperiode (Knivsflå, 2017m).

Oppsummert trekker argumentene i retning av både en kort og en lang tidsperiode. Vi har derfor valgt å legge til grunn en mellomlang budsjettthorison på 11 år da vi mener dette tidsperspektivet vil reflektere bransjens syklus. Budsjettperioden går dermed fra 2017 til 2028. I tillegg inkluderes to perioder ut i Steady State slik at en er sikker på at konstant vekst vedvarer. År 2017 sees på som år 0 og år 2028 uttrykkes som år T (terminåret). De to periodene ut i Steady State representerer T+1 og T+2.

9.3.2 Detaljnivå

Detaljnivået dreier seg om hvor mange budsjett drivere som skal inkluderes i fremtidsregnskapet, hvilket avhenger av budsjett horisonten. Dersom budsjett horisonten er kort, vil det være hensiktsmessig å inkludere mange budsjett drivere. Grunnen til dette er at det er lite usikkerhet knyttet til få år frem i tid, slik at flere budsjett drivere gir et mer presist bilde av selskapets fremtid. Er budsjett horisonten derimot lang, anbefales det å benytte færre drivere. Grunnen til dette er usikkerheten knyttet til hver driver på lang sikt. Ved å benytte færre drivere, reduseres den samlede usikkerheten i regnskapet da hver driver har en viss usikkerhet knyttet til seg.

Siden vi har valgt en relativt lang budsjett horisont for LSG ser vi det hensiktsmessig å benytte de mest sentrale budsjett driverne til selskapet. Budsjett driverne vi har valgt er presentert i kapittel 9.4.

9.3.3 Fremskrivningsteknikk

Vi har valgt å benytte en lineær fremskrivningsteknikk for budsjett horisonten. Teknikken går ut på at budsjett horisonten blir delt opp i fire budsjett punkter, henholdsvis kort-, mellomlang- og lang sikt. Hver enkelt budsjett driver har en lineær utvikling til neste budsjett driver. På kort og mellomlang sikt legges det til grunn at veksten vil avhenge av interne ressurser og bransjeveksten. På lang sikt begrenset veksten imidlertid av makroøkonomiske forhold da det ikke er mulig å ha en vekst som er større enn veksten i verdensøkonomien (Peterson, 2017).

Det finnes to metoder for å beregne utviklingen til driverne mellom de ulike budsjett punktene, scenariobudsjettering og simulering- og budsjetteringsanalyse. Vi har valgt å benytte simulering- og budsjettanalyse, en metode som utarbeider ett fremtidsregnskap som baserer seg på forventet utvikling (Knivsflå, 2017m).

9.4 Budsjett drivere i budsjett perioden

I dette avsnittet presenteres det vi mener er de mest sentrale budsjett driverne til LSG. Med sentrale budsjett drivere menes tall eller finansielle forholdstall som måler driftens prestinger og er tett knyttet opp til verdiskapingen (Petersen mfl., 2017). De budsjett driverne vi vil benytte er driftsinntektsvekst, netto driftseiendeler, netto driftsresultat, netto finansiell gjeld, netto

finansresultat, minoritetsinteresser og netto minoritetsresultat. De korte budsjettpunktene vil være år 2018 og 2019, det mellomlange budsjettpunktet er år 2022 og terminalåret er 2028.

9.4.1 Driftsinntektsvekst

Driftsinntekter er hovedkilden til vekst i resultatregnskapet og sees derfor på som en sentral budsjettdriver for LSG. For å analysere utviklingen til driftsinntekter legges både strategisk og regnskapsbasert analyse til grunn. Formelen for utregning av driftsinntektsvekst er vist under.

$$DI_t = (1 + div_t) * DI_{t-1}$$

DI=driftsinntekt og div=driftsinntektsvekst

Som nevnt tidligere har lakseprisene stor påvirkning på driftsinntektene. På grunn av dette legger vi blant annet fremtidige analyser av lakseprisene til grunn i vurderingen av driftsinntektsveksten. I tillegg vil interne og eksterne forhold ha betydning på driftsinntektsveksten.

Fremtidige laksepriser er estimert ved å se på årlig gjennomsnitt av Fish Pool sine fremtidsprognoser for laksepriser. Fish Pool har estimert gjennomsnittlig laksepris for 2017 til å være rekordhøy på 68,70 kr mot 63,13 i 2016. Imidlertid ser det ut til at 2017 blir toppen da prisen allerede i 2018 er estimert til å være 57,00 kr i snitt. Prognosene til Fish Pool strekker seg frem til 2022, der lakseprisen er estimert til 46,30 kr. Dette er en nedgang på 33% fra 2017 (Fish Pool, 2017).

Fishpool sine estimater på en reduksjon i lakseprisene frem mot 2022, er en god indikasjon på at LSG kan forvente en negativ driftsinntektsvekst i denne perioden. Likevel er det viktig å påpeke at prisestimatene ikke alene påvirker driftsinntektsveksten. For det første selger LSG en del bearbeidet laks. Dette er, som diskutert i kapittel 4 og 8, produkter av laks som selges til en høyere pris. Selv om bearbeiding gir LSG en ressursulempe, gir den likevel en liten ARPU-fordel. ARPU-fordelen gjør at LSG trolig ikke er like sensitiv for svingninger i lakseprisen som andre oppdrettsselskap som kun selger sløyd laks. Dette er også forklart i avsnitt 9.2.1. Selskapets salg av hvitfisk vil heller ikke være påvirket av lakseprisen, noe som også bidrar til at LSG ikke er like sensitiv for endringene i lakseprisen som sine konkurrenter. Dette argumenterer for at LSG sin driftsinntektsvekst i tiden mot 2022 ikke vil være like negativ som utviklingen i lakseprisen.

Videre har Kina nylig åpnet for import av norsk laks, etter flere år med importrestriksjoner (Ytreberg, 2017b). Med dette, vil etterspørselen etter norsk laks trolig øke ytterligere, noe som på sikt vil kunne være med på å drive lakseprisene opp. Fishpool har tatt høyde for det nye kinesiske markedet i sine prisestimer på laks frem mot 2022. Etableringen i det kinesiske laksemarkedet vil trolig ta tid, og derfor er det grunn til å tro at etterspørselen vil fortsette å øke noe etter 2022, hvilket vil ha positive effekter på lakseprisen etter 2022. I tillegg øker verdens befolkning og middelklasse, noe som også argumenterer for en økt etterspørsel og en ytterligere positiv effekt på lakseprisen.

I tillegg til prisutviklingen på laks, er driftsinntektsveksten påvirket av volumet LSG kan tilby markedene. Som diskutert i kapittel 4, har LSG og oppdrettsbransjen et begrenset tilbudsvolum som følge av miljøutfordringer og en streng konsesjonspolitikk. LSG sin nylige utviklet bruk av postsmolt i lakseproduksjonen er forventet å redusere dødeligheten blant laksen og dermed bidra til et økt tilbudsvolum de neste årene. I tillegg vil selskapet kunne forvente å få tildelt utviklingskonsesjoner i løpet av årene som kommer, men på grunn av laksens lange produksjonssyklus og tiden det tar å installere nye anlegg, vil en betydelig økning av volumet først kunne ventes etter 2022.

Driftsinntektsveksten til LSG henger tett sammen med utviklingen i lakseprisen, og vil derfor i de kommende periodene baseres mye på prisutviklingen. Men selskapets bearbejdede produkter og tilbud av hvitfisk gjør at prissammenhengen antakelig blir noe begrenset. I tillegg blir driftsinntektsveksten påvirket av volum. I de kommende avsnittene presenteres forventet driftsinntektsvekst for kort, mellomlang og lang sikt basert på diskusjonen over.

Kort sikt, 2018 og 2019

I 2018 forventer vi en negativ driftsinntektsvekst på -2,0%. Dette tallet fastsettes ved hjelp av formelen vist under, der omløpet til netto driftseiendeler er satt direkte til 1,26. Grunnen til at driftsinntektsveksten settes indirekte og omløpet til netto driftseiendeler direkte, er at omløpet til netto driftseiendeler er en mer stabil budsjettdriver (Knivsflå, 2017).

$$div_1 = \frac{onde * NDE - DI_0}{DI_0}$$

Der div=driftsinntektsvekst, onde=omløpet til netto driftseiendeler, NDE=netto driftseiendeler og DI=driftsinntekter

En negativ driftsinntektsvekst på -2,0% er logisk selv om vi forventer en stor reduksjon i lakseprisen. Vi mener effekten av reduksjonen i lakseprisen er begrenset ettersom LSG også selger bearbejdet laks til en høyere pris samtidig som at driftsinntektene også avhenger av hvitfisk. Tilbudt volum forventes også å øke, men økningen er minimal slik at den ikke vil

påvirke inntekten i særlig grad. Ettersom lakseprisen er ventet å falle med 33% frem mot 2022, forventer vi at driftsinntektsveksten reduseres ytterligere til -3,0% i 2019.

Mellomlang sikt, 2022

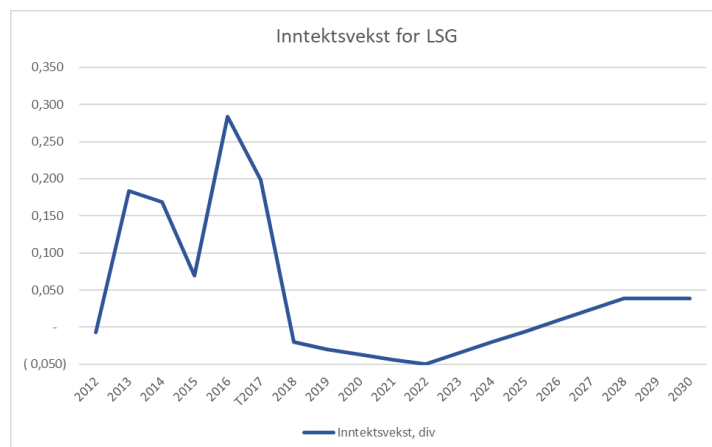
Som følge av forventningen om det store prisfallet i perioden 2018 til 2022, er det naturlig å sette driftsinntektsveksten lavest i 2022. Driftsinntektsveksten i 2022 settes derfor til -5,0%. Grunnen til at den ikke settes lavere er fordi volumet forventes å øke ytterligere som følge av bedre bruk av postsmolt. Dette vil begrense reduksjonen i driftsinntektsveksten.

Lang sikt, 2028

Som forklart, forventer vi at lakseprisene etter 2022 kommer til å øke som følge av blant annet økt etterspørsel gjennom det kinesiske markedet samt økt verdensbefolkning. På den andre siden vil teknologisk utvikling og innvilgelse av utviklingskonsesjoner kunne føre til at både LSG og oppdrettsnæringen vil kunne øke tilbudet av laks i markedene, noe som vil begrense prisutviklingen. Den positive prisutviklingen på laks mener vi vil påvirke driftsinntektsveksten til LSG i positiv grad. Når selskapet i tillegg kan forvente å øke sitt volum av laks i markedene, vil dette føre til en ytterligere driftsinntektsvekst.

Driftsinntektsveksten for 2028 er driftsinntektsveksten vi mener vil vedvare ut i horisonten. Argumentene over er tydelige på at vi kan forvente en vekst i driftsinntektene til LSG fra 2022 mot 2028. Ettersom oppdrettsnæringen er en syklisk næring, og vi forventer en varig strategisk fordel i næringen, kan vi forvente en positiv vekst ut i horisonten. En vekst som skal gjelde ut i horisonten, kan riktig nok ikke overstige den forventede veksten i verdensøkonomien på 5,0% (Knivsflå, 2017). Samtidig ligger det mye usikkerhet knyttet til fremtiden. Vi velger derfor ikke å være like optimistiske hva gjelder konstant vekst ut i horisonten. Derfor settes driftsinntektsveksten i budsjettperiode T til 3,9%

Den historiske og fremtidige driftsinntektsveksten er demonstrert i figur 9-4 under. Som en ser reduseres veksten de neste årene sammenlignet med historien. Nøyaktig veksttall for fremtiden er vist i tabell 9-2.



Figur 9 - 4 Inntektsvekst for LSG i perioden 2012 til 2030 (T+2)

LSG	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Driftsinntektsvekst	-0,020	-0,030	-0,037	-0,043	-0,050	-0,035	-0,020	-0,006	0,009	0,024	0,039	0,039	0,039

Tabell 9 - 2 Driftsinntektsvekst i perioden 2018 til 2030 (T+2)

9.4.2 Netto driftseiendeler

Netto driftseiendeler predikeres basert på inntekter over omløpet til netto driftseiendeler, slik ligningen under viser.

$$NDE_{t-1} = \frac{DI_t}{onde_t}$$

Modellen benytter inngående kapitaler da det forutsettes at kontantstrømmen realiseres i slutten av året (Knivsflå, 2017m). I tillegg er det knyttet en svakhet til modellen da den antar at driftseiendeler øker i takt med driftsinntekter, hvilket ikke nødvendigvis stemmer da driftseiendeler til en viss grad knytter seg mer til investeringer enn det driftsinntektene gjør.

Historisk har LSG hatt en gjennomsnittlig onde på 1,373 i analyseperioden. I 2016 og 2017 hadde LSG en økning i onde, men økningen var ikke like stor som i bransjen, hvilket resulterte i en omløpsulempe. Grunnen kan være at økningen skjedde samtidig som LSG kjøpte opp de to hvitfiskselskapene. Foruten de to siste årene har LSG hatt en relativt stabil omløpsfordel, hvilket gjør det nærliggende å tro at den vil fortsette med dette.

På lang sikt viser praksis at omløpet vil reversere mot bransjeggjennomsnittet med mindre det foreligger en varig fordel. Etersom vi mener at LSG ikke har noe varig omløpsfordel, ser vi det sannsynlig at LSG sitt omløp til netto driftseiendeler konvergerer mot bransjeggjennomsnittet. Fra analysen i kapittel 8 kom det frem at bransjens onde ligger på 1,365.

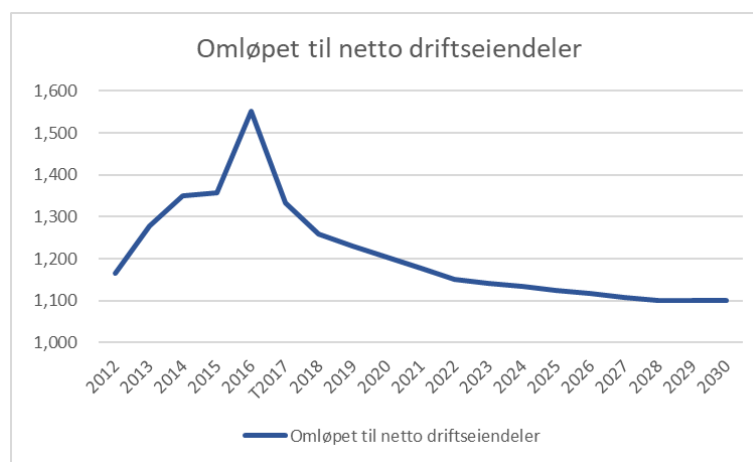
Dette er trolig noe høyt for Steady State da snittet er påvirket av gode driftsinntekter de siste årene. Vi benytter derfor skjønn og antar at bransjen sin onde vil ligge på 1,10 i Steady State. Dette begrunnes med at inntektsveksten er ventet å være lavere enn i dag samtidig som det forventes betydelige teknologiske investeringer i bransjen.

Siden det forventes at onde beveger seg mot bransjegjennomsnittet på 1,10 i Steady State samtidig som at Fish Pool predikerer betydelig lavere laksepriser i 2018, er det naturlig at onde reduseres fra 2017. Grunnet dette, settes onde til 1,26 i 2018 mot 1,33 i 2017 (beregnet på inngående kapital). Onde for år 1 fastsettes direkte da driveren sees på som mer stabil enn driftsinntektsveksten (Knivsflå, 2017).

For 2019 forventes en ytterligere reduksjon i onde da driftsinntektene er forventet å reduseres på grunn av reduksjon i lakseprisene. Onde settes derfor til 1,23.

For budsjettpunkt i 2022 settes onde til 1,15. Grunnen til dette er at driftsinntektene forventer en ytterligere reduksjon. I tillegg antas det at LSG har begynt å investere i teknologiske driftsløsninger.

I figur 9-5 vises både den historiske samt den fremtidige utviklingen til omløpet til netto driftseiendeler. Tabell 9-3 viser presis utvikling av fremtidig onde og netto driftseiendeler.



Figur 9 - 5 Omløpet til netto driftseiendeler for LSG i perioden 2012 til 2030 (T+2)

LSG	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
Driftsinntekter, t+1	Di, t+1	19681021	18959383	18137810	17230920	16624966	16286925	16197347	16348522	16743611	17396612	18075080	18780008	19512428
Omløpet til netto driftseiendeler, t+1	onde, t+1	1,230	1,203	1,177	1,150	1,142	1,133	1,125	1,117	1,108	1,100	1,100	1,100	
Netto driftseiendeler	NDE	16 000 830	15 755 720	15 414 570	14 983 408	14 562 014	14 370 816	14 397 641	14 640 467	15 107 018	15 815 102	16 431 891	17 072 734	17 738 571

Tabell 9 - 3 Netto driftseiendeler med onde for LSG i perioden 2018 til 2030 (T+2)

9.4.3 Netto driftsresultat

I dette avsnittet diskutere vi hvordan netto driftsresultat for LSG er ventet å bli i de kommende budsjettperiodene. Fremtidig netto driftsresultat estimeres ved å multiplisere netto driftsmargin med driftsinntekter. Ettersom fremtidig driftsinntektsvekst, og dermed de fremtidige driftsinntektene, er diskutert og avgjort i avsnitt 9.4.1, vil fremtidig netto driftsresultat avhenge av utviklingen i netto driftsmargin. Diskusjonen i dette avsnittet vil derfor dreie seg om LSG sin netto driftsmargin for de kommende budsjettperiodene.

$$NDR_t = ndm_t * DI_t$$

NDR = netto driftsresultat, ndm=netto driftsmargin og DI =driftsinntekt

Fra analysen i kapittel 8 ser vi at LSG har en gjennomsnittlig marginalulempe på -0,8%. I «Common size»-analysen kommer det frem at ulempen hovedsakelig er knyttet til varekostnader. Dette skyldes, slik diskutert i avsnitt 4.2.1.5 og 8.4.2 LSG sin bearbeiding av fisk. Lønnskostnader bidrar også til marginalulempen, men dette skyldes trolig det nylige oppkjøpet av hvitfiskprodusentene som enda ikke er helt integrert i selskapet.

I løpet av de nærmeste årene kan vi forvente at lønnskostnadene reduseres noe ettersom hvitfiskproduksjonen blir mer integrert i LSG. På den andre siden venter vi ikke at varekostnadene knyttet til bearbeiding reduseres med det første da dette er et relativt nytt satsingsområde for selskapet. På lengre sikt kan vi vente at bearbeidingsprosessen blir optimalisert ytterligere og at varekostnadene vil synke noe.

Videre er det sannsynlig at LSG vil foreta flere investeringer i teknologi og andre innovative prosjekter i årene som kommer. Investeringstakten vil sannsynligvis øke med årene, og være større på mellomlang til lang sikt enn på kort sikt. Dette er forhold som gjør at fremtidige avskrivninger er ventet å øke i tiden som kommer.

Oppsummert forventer vi at LSG får en reduksjon i sine lønnskostnader samtidig som varekostnadene forblir uendret på kort til mellomlang sikt. Avskrivningene vil øke noe i samme periode som følge av investeringer. Nettoeffekten ventes å være null. Altså at kostnadene totalt sett ikke vil endre seg. Fra mellomlang til lang sikt forventer vi stabile lønnskostnader, noe lavere varekostnader, men ytterligere økte avskrivninger. Nettoeffekten på mellomlang til lang sikt vil være en økning i kostnadene.

Kort sikt, 2018 og 2019

Ettersom driftsinntektene er ventet å reduseres samtidig som kostnadene forblir uendret i disse årene, vil netto driftsmargin reduseres fra dagens nivå på 18,6% til 15,0% i 2018 og ytterligere til 14,0% i 2019.

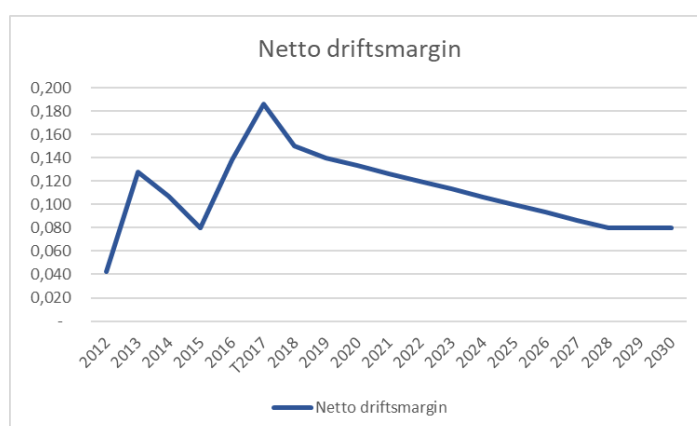
Mellomlang sikt, 2018-2022

I 2022 er driftsinntektene forventet å være på sitt laveste i budsjettperioden. Ettersom LSG sine totale kostnader enda ikke er ventet å ha endret seg særlig, vil den ytterligere inntektsreduksjonen ha en stor effekt på selskapets netto driftsmargin. Netto driftsmargin reduseres derfor ytterligere fra forrige budsjettpunkt til 12,0%

Lang sikt, 2022-2028

På lang sikt vil trolig LSG få en netto driftsmargin tilsvarende bransjen ettersom selskapet ikke besitter et varig konkurransefortrinn knyttet til netto driftsmarginer. Både bransjen og LSG har hatt unormalt høye marginer de siste årene hovedsakelig på grunn av den høye lakseprisen. Det forventes derfor at normal driftsmargin for bransjen er lavere på lang sikt, og den settes derfor til 8,0%. Vi mener nedgangen i netto driftsmargin er naturlig selv om inntektene er forventet å øke. Hovedårsakene til dette mener vi skyldes at LSG sine økte investeringer vil føre til høye avskrivninger og at konkurransekrefter vil virke inn slik at marginene reduseres ytterligere.

Figur 9-6 demonstrer LSG sin historiske og fremtidige netto driftsmargin. Tabell 9-4 viser nøyaktig fremtidig vekst for netto driftsmargin samt netto driftsresultat.



Figur 9 - 6 Netto driftsmargin for LSG i perioden 2012 til 2030 (T+2)

LSG		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Driftsinntekter	DI	20 289 712	19 681 021	18 959 383	18 137 810	17 230 920	16 624 966	16 286 925	16 197 347	16 348 522	16 743 611	17 396 612	18 075 080	18 780 008
Netto driftsmargin	ndm	0,150	0,140	0,133	0,127	0,120	0,113	0,107	0,100	0,093	0,087	0,080	0,080	0,080
Netto driftsresultat	NDR	3 043 457	2 755 343	2 527 918	2 297 456	2 067 710	1 884 163	1 737 272	1 619 735	1 525 862	1 451 113	1 391 729	1 446 006	1 502 401

Tabell 9 - 4 Netto driftsresultat med ndm for LSG i perioden 2018 til 2030 (T+2)

9.4.4 Netto finansiell gjeld

Netto finansiell gjeld er differansen mellom finansiell gjeld og finansielle eiendeler. I dette delkapittelet skal først den finansielle gjelden estimeres og deretter de finansielle eiendelene.

9.4.4.1 Finansiell gjeld

Finansiell gjeld estimeres ved å multiplisere finansiell gjeldsdel med netto driftseiendeler, slik formelen under demonstrer.

$$FG_t = fgd_t * NDE_t$$

FG = finansiell gjeld, fgd = finansiell gjeldsdel og NDE = netto driftseiendel

Netto driftseiendeler er estimert i kapittel 9.4.2. Finansiell gjeldsdel er derfor det som estimeres her. Den finansielle gjeldsdelen til LSG har vært relativt stabil de siste årene og har i gjennomsnitt ligget på 35,8%. Bransjen har hatt en gjennomsnittlig finansiell gjeldsdel på 36,3%.

I fremtiden vil det som nevnt over være sannsynlig at LSG og de andre selskapene investerer i teknologiske utviklinger for å øke produksjonen. Ny teknologi er kostbart, hvilket medfører at den finansielle gjelden trolig vil øke. På lang sikt viser det seg at de fleste selskapene på Oslo Børs har en gjeldsdekning på om lag 50,0%. På grunn av dette er det sannsynlig at gjeldsdekningen til LSG og bransjen beveger seg mot dette.

På grunnlag av diskusjonen over er følgende finansielle gjeldsdel estimert for fremtiden:

Kort sikt, 2018 og 2019

På kort sikt er det lite som tilsier at den finansielle gjeldsdelen til LSG endres da investeringer i teknologiske løsninger antakelig ikke har inntruffet enda. Gjeldsdelen var på 35,3% i 2017 og vi estimerer den til å være uendret i 2018 og en svak endring til 36,0% i 2019.

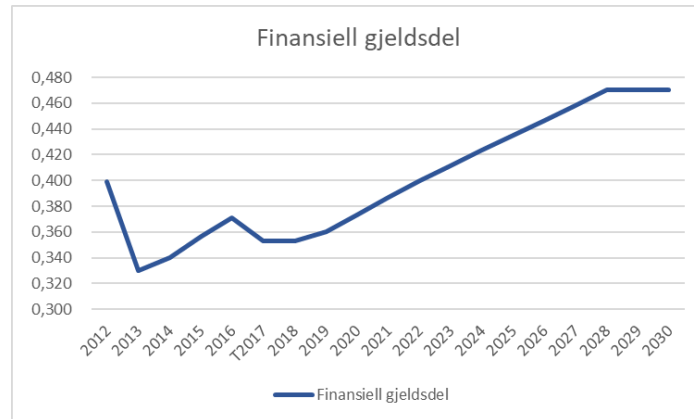
Mellomlang sikt, 2019-2022

På mellomlang sikt er det sannsynlig at LSG har begynt å investere i ny teknologi. Som et resultat av dette forventes det at gjeldsdelen øker. Vi har derfor estimert gjeldsdelen til å ligge på 40,0% i 2022.

Lang sikt, 2028

På lang sikt vil trolig både LSG og bransjen utvikle seg mot normalen til Oslo Børs. På grunnlag av dette har vi estimert gjeldsdelen til å være 47,0% inn i Steady State.

I figur 9-7 under vises både den historiske og den fremtidige gjeldsdelen til LSG. Detaljert fremtidsvekst for den finansielle gjeldsdelen er vist under i tabell 9-5.



Figur 9 - 7 Finansiell gjeld for LSG i perioden 2012 til 2030 (T+2)

9.4.4.2 Finansielle eiendeler

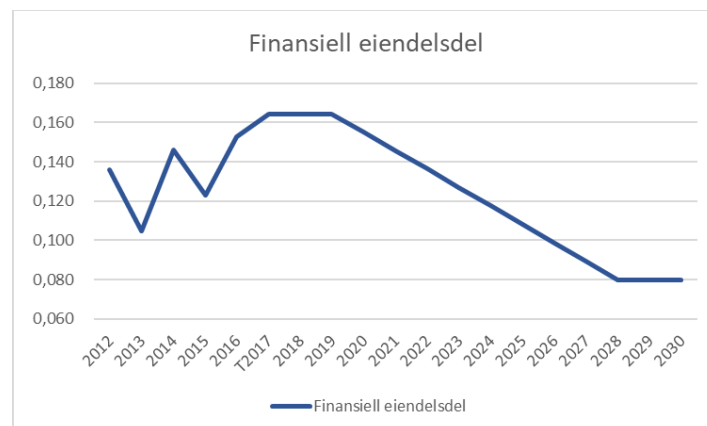
Finansielle eiendeler estimeres ved å multiplisere finansielle eiendelsdel med netto driftseiendeler, slik formelen under viser:

$$FE_t = fed_t * NDE_t$$

FE=finansielle eiendeler, fed=finansiell eiendelsdel og NDE=netto driftseiendeler

Ettersom netto driftseiendeler er predikert over, er det finansielle eiendelsdel som må predikeres. Historisk har LSG hatt en eiendelsdel på omtrent 14,0%, mens bransjen har hatt en eiendelsdel på 8,0%. Det forventes at LSG sine finansielle eiendeler vil utvikle seg mot bransjegjennomsnittet. Vi ser derfor at utviklingen går gradvis mot 8,0% i 2028.

Figur 9-8 under viser hvordan den historiske og den fremtidige utviklingen av finansiell eiendelsdel. Mer detaljert fremtidig utvikling er vist i tabell 9-5 under neste delkapittel.



Figur 9 - 8 Finansielle eiendeler for LSG i perioden 2012 til 2030 (T+2)

9.4.4.3 Netto finansielle gjeld

Netto finansiell gjeld estimeres ved å trekke finansielle eiendeler fra finansiell gjeld. Resultatet av dette er vist i tabell 9-5 under.

LSG		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftseiendeler	NDE	16 000 830	15 755 720	15 414 570	14 983 408	14 562 014	14 370 816	14 397 641	14 640 467	15 107 018	15 815 102	16 431 891	17 072 734	17 738 571
Finansiell gjeldsdel	fgd	0,353	0,360	0,373	0,387	0,400	0,412	0,423	0,435	0,447	0,458	0,470	0,470	0,470
Finansiell gjeld	FG	5 648 293	5 672 059	5 754 773	5 793 585	5 824 805	5 915 986	6 095 002	6 368 603	6 747 801	7 248 588	7 722 989	8 024 185	8 337 128
Finansiell eiendelsdel	fed	0,164	0,164	0,155	0,146	0,136	0,127	0,118	0,108	0,099	0,089	0,080	0,080	0,080
Finansiell eiendeler	FE	2 631 652	2 591 339	2 390 556	2 183 062	1 984 994	1 824 053	1 692 329	1 583 463	1 492 136	1 413 641	1 314 551	1 365 819	1 419 086
Netto finansiell gjeld	NFG	3 016 641	3 080 721	3 364 217	3 610 522	3 839 812	4 091 933	4 402 673	4 785 141	5 255 665	5 834 947	6 408 437	6 658 366	6 918 043

Tabell 9 - 5 Netto finansiell gjeld for LSG i perioden 2018 til 2030

9.4.5 Netto finansresultat

Netto finanskostnad estimeres ved å estimere finanskostnader og finansinntekter, for så å trekke inntektene fra kostnadene.

9.4.5.1 Finanskostnader

Finanskostnader estimeres ved å multiplisere finansiell gjeld med finansiell gjeldsrentabilitet, slik ligningen under viser.

$$NFK_t = fgr_t * FG_{t-1}$$

NFK = netto finanskostnader, *fgr* = finansiell gjeldsrentabilitet og *FG* = finansiell gjeld

Historisk har LSG hatt en svak finansieringsulempe knyttet til finansiell gjeld på -0,51. I fremtiden forutsettes det imidlertid ingen finansieringsfordel eller ulempe ettersom det antas at rentabiliteten er lik avkastningskravet. Det forutsettes da at det eksisterer et velfungerende kapitalmarked samt at finansiell gjeld rapporteres til virkelig verdi, hvilket er tilfelle siden LSG rapporterer etter IFRS (Knivsflå, 2017n). Kravet, som er lik rentabiliteten, er beregnet i kapittel 10.2. Fremtidig netto finanskostnad er vist i tabell 9-6 under.

9.4.5.2 Finansinntekter

Finansinntekter estimeres ved å multiplisere finansielle eiendeler med finansielle eiendelsrentabilitet, slik ligningen under viser.

$$NFI_t = fer_t * FE_{t-1}$$

NFI = netto finansinntekt, *fer* = finansiell eiendelsrentabilitet og *FE* = finansiell eiendel

I likhet med finansiell gjeldsrentabilitet, antas det også her at den finansielle eiendelsrentabiliteten vil være lik det finansielle eiendelskravet. Eiendelskravet er beregnet i kapittel 10.2. Fremtidig netto finansinntekt er vist i tabell 9-6 under.

9.4.5.3 Netto finansresultat

Beregningene av netto finansinntekt og netto finanskostnad er vist i tabell 9-6. Netto finansresultat er presentert nederst i tabellen.

LSG		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Finansiell gjeldsrente	fgr=fjgk	0,013	0,015	0,016	0,017	0,022	0,025	0,027	0,029	0,031	0,033	0,035	0,035	0,035
Finansiell gjeld	FG _{ia}	5 681 311	5 648 293	5 672 059	5 754 773	5 793 585	5 824 805	5 915 986	6 095 002	6 368 603	6 747 801	7 248 588	7 722 989	8 024 185
Netto finanskostnad	NFK	76 499	83 122	90 569	99 090	130 182	143 180	157 910	175 556	196 881	222 849	254 690	271 359	281 942
Finansielt eiendelskrav	fer=fek	0,005	0,007	0,008	0,010	0,012	0,015	0,017	0,020	0,022	0,025	0,028	0,028	0,028
Finansielle eiendeler	FE _{ia}	2 648 327	2 631 652	2 591 339	2 390 556	2 183 062	1 984 994	1 824 053	1 692 329	1 583 463	1 492 136	1 413 641	1 314 551	1 365 819
Netto finansinntekter	NFI	13 096	17 456	21 587	23 994	26 049	28 864	30 951	33 169	35 226	37 166	39 698	36 916	38 355
Netto finansresultat	NFR	63 403	65 666	68 982	75 096	104 133	114 316	126 959	142 387	161 655	185 683	214 992	234 443	243 586

Tabell 9 - 6 Netto finansresultat for LSG i perioden 2018 til 2030 (T+2)

9.4.6 Minoritetsinteresser

Minoritetsinteresser blir estimert ved å multiplisere minoritetsdelen med netto driftseiendeler, slik likningen under demonstrerer.

$$MI_t = mid_t * NDE_t$$

MI=minoritetsinteresse, mid=minoritetsinteressedel og NDE=netto driftseiendeler

Teorien sier at dersom datterselskapene er lønnsomme vil det være fordelaktig å «skvise ut» minoritetsinteressene slik at en får en større del av resultatet (Knivsflå, 2017m).

Den historiske analyseperioden viser at LSG har hatt en vektet gjennomsnittlig minoritetsinteressedel på 7,2%. Oppdrettsbransjen har imidlertid hatt en lavere minoritetsdel på 2,6%. Dette trekker i retning av at LSG burde «skvise ut» flere av sine minoritetsinteresser slik at de kommer på lik linje med bransjen. På lang sikt forventes det derfor at LSG har en minoritetsinteressedel på 2,6%. Denne reduksjonen antas å være lineær fra og med 2019 til 2028. Fremtidig minoritetsinteressedel og minoritetsinteresser er vist i tabell 9-7.

LSG		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftskapital	NDK	16 000 830	15 755 720	15 414 570	14 983 408	14 562 014	14 370 816	14 397 641	14 640 467	15 107 018	15 815 102	16 431 891	17 072 734	17 738 571
Minoritetsdel	mid	0,059	0,059	0,056	0,052	0,048	0,045	0,041	0,037	0,033	0,030	0,026	0,026	0,026
Minoritetsinteresser	MI	949 399	934 856	857 521	778 039	702 223	639 776	587 644	543 329	504 690	469 769	427 229	443 891	461 203

Tabell 9 - 7 Minoritetsinteressedel med mid for LSG i perioden 2018 til 2030 (T+2)

9.4.7 Netto minoritetsresultat

Netto minoritetsresultat beregnes ved at minoritetsrentabiliteten multipliseres med inngående minoritetsinteresser, slik formelen under demonstrerer.

$$NMR_t = mir_t * MI_{t-1}$$

NMR=netto minoritetsresultat, mir=minoritetsrentabilitet og MI=minoritetsinteresse

Det antas at minoritetsrentabiliteten vil bli tilnærmet lik minoritetskravet dersom minoritetene «skvises ut» eller at minoritetsinteressene er ført til virkelig verdi (Knivsflå, 2017n). Fra regnskapsanalysen i kapittel 8 kom det frem at LSG besitter en svak minoritetsulempe. På lang sikt forventes det derfor at minoritetene «skvises ut» slik at rentabiliteten blir lik kravet. Fremtidig krav er beregnet i kapittel 10.1. I tabell 9-8 under demonstreres netto minoritetsresultat og rentabilitet.

LSG		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Minoritet	Mil	955 415	949 399	934 856	857 521	778 039	702 223	639 776	587 644	543 329	504 690	469 769	427 229	443 891
Minoritetsrentabilitet	mir	0,330	0,310	0,293	0,277	0,260	0,234	0,207	0,181	0,154	0,128	0,101	0,101	0,101
Minoritetsresultat	NMR	315 287	294 314	274 224	237 247	202 290	163 996	132 483	106 138	83 757	64 445	47 556	43 249	44 936

Tabell 9 - 8 Netto minoritetsresultat for LSG i perioden 2018 til 2030 (T+2)

9.5 Det budsjettede fremtidsregnskapet

Basert på de utregnede fremtidsdriverne fra kapittel 9.4 er fremtidsregnskapet for LSG beregnet. I kommende delkapitler presenteres fremtidig resultatregnskap, fremtidig balanse og fremtidig kontantstrøm.

9.5.1 Resultat

Det fremtidige resultatet til LSG for perioden 2018 til 2030 er vist i tabell 9-9. Resultatet er normalisert, hvilket kommer frem ved at det ikke er noen unormale poster. Grunnen til dette er at det er vanskelig å predikere unormale poster da det ikke er noe system ved dem.

Videre er fri kontantstrøm til egenkapital (FKE), som representerer netto betalt utbytte, fastsatt residuelt ved å beregne forskjellen mellom fullstendig nettoresultat og endring i egenkapital. Som en kan se fra tabell 9-9 er FKE betydelig høyere enn i det historiske regnskapet, hvilket betyr at den er betydelig overvurdert og følgelig representerer en svakhet i fremtidsregnskapet. I årene frem mot Steady State normaliseres imidlertid FKE.

LSG	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	T	T+1	T+2	
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
Driftsinntekter	DI	20 289 712	19 681 021	18 959 383	18 137 810	17 230 920	16 824 966	16 286 925	16 197 347	16 348 522	16 743 611	17 396 612	18 075 080	18 780 008
Netto driftsresultat	NDR	3 043 457	2 755 343	2 527 918	2 297 456	2 067 710	1 884 163	1 737 272	1 619 735	1 525 862	1 451 113	1 391 729	1 446 006	1 502 401
Netto finansinntekt	NFI	17 456	21 587	23 994	26 049	28 864	30 951	33 169	35 226	37 166	39 698	42 192	44 855	47 607
Nettoresultat til sysselsatt kapital	NRS	3 056 553	2 772 799	2 549 505	2 321 450	2 093 760	1 913 027	1 768 223	1 652 903	1 561 088	1 488 279	1 431 427	1 482 922	1 540 756
Netto finanskostnad	NFK	83 122	90 569	99 090	130 182	143 180	157 910	175 556	196 881	222 849	254 690	271 359	281 942	0
Netto minoritetsresultat	NMR	315 287	294 314	274 224	237 247	202 290	163 996	132 483	106 138	83 757	64 445	47 556	43 249	44 936
Netto resultat til egenkapital	NRE	2 395 364	2 184 712	1 985 112	1 761 288	1 605 851	1 477 830	1 371 210	1 280 450	1 200 985	1 129 182	1 068 314	1 018 182	1 514 306
Fullstendig nettoresultat	FNR	2 664 767	2 395 364	2 184 712	1 985 112	1 761 288	1 605 851	1 477 830	1 371 210	1 280 450	1 200 985	1 129 182	1 068 314	1 213 878
Fri kontantstrøm til egenkapital	FKE	2 743 800	2 690 009	2 732 024	2 583 097	2 336 155	1 986 722	1 709 612	1 466 537	1 245 785	1 037 262	1 043 343	794 061	825 030
Endring egenkapital	AEK	-79 032	-294 646	-547 312	-597 985	-574 868	-380 872	-231 783	-95 327	34 665	163 723	85 839	374 253	388 849

Tabell 9 - 9 Fremtidsresultat for LSG, 2018 til 2030 (T+2)

Ved å sammenligne andre analytikers vurdering og estimat av EPS (earnings per share) eller gjennomføre en strategisk rentabilitetsanalyse kan fremtidsregnskapet analyseres (Knivsflå, 2017n). Vi har valgt å sammenligne EPS fra fremtidsregnskapet med konsensus resultatestimat fra Dagens Næringsliv for å vurdere rimeligheten til regnskapet. Formelen for EPS er vist under.

$$EPS = \frac{\text{Nettoresultat til egenkapital}}{\text{Tidsvektet gjennomsnitt av utestående aksjer}}$$

Vår utregning samt Dagens Næringslivs estimat på EPS er vist i tabell 9-10 (DN, 2017b). Som en ser fra tabellen er våre forutsetninger knyttet til år 2018 noe mindre optimistisk enn Dagens Næringslivs vurderinger. Imidlertid er det knyttet mye usikkerhet til estimerte fremtidige resultater, hvilket betyr at en forskjell på 17% ikke trenger å være nevneverdig (Knivsflå, 2017m).

EPS 2018	
DN sitt estimat	4,84
Vårt esitmat	4,02
Forskjell	17 %

Tabell 9 - 10 Vårt estimat og DN sitt estimat (17.12.17) Earnings per share for LSG

9.5.2 Balanse

Balansen for fremtidsregnskapet er presentert i tabell 9-11 og 9-12. Alle postene er beregnet i budsjettmodellen, bortsett fra egenkapitalen som er fastsatt residuallt ved å trekke minoritetsinteresser og finansiell gjeld fra sysselsatt kapital.

LSG	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	T	T+1	T+2	
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
Netto driftseiendeler	NDE	16 000 830	15 755 720	15 414 570	14 983 408	14 562 014	14 370 816	14 397 641	14 640 467	15 107 018	15 815 102	16 431 891	17 072 734	17 738 571
Finansielle eiendeler	FE	2 631 652	2 591 339	2 390 556	2 183 062	1 984 994	1 824 053	1 692 329	1 583 463	1 492 136	1 413 641	1 314 551	1 265 819	1 419 086
Sysselekte eiendeler	SSE	18 632 482	18 347 059	17 805 125	17 166 471	16 547 007	16 194 869	16 089 970	16 223 930	16 599 153	17 228 743	17 746 442	18 438 553	19 157 657
Egenkapital	EK	12 034 790	11 740 144	11 192 832	10 594 847	10 019 979	9 639 108	9 407 325	9 311 998	9 346 663	9 510 386	9 596 224	9 970 477	10 359 326
Minoritetsinteresser	MI	949 399	934 856	857 521	778 039	702 223	639 776	587 644	543 329	504 690	469 769	427 229	443 891	461 203
Finansiell gjeld	FG	5 648 293	5 672 059	5 754 773	5 793 585	5 824 805	5 915 986	6 095 002	6 368 603	6 747 801	7 248 588	7 722 989	8 024 185	8 337 128
Sysselsatt kapital	SSK	18 632 482	18 347 059	17 805 125	17 166 471	16 547 007	16 194 869	16 089 970	16 223 930	16 599 153	17 228 743	17 746 442	18 438 553	19 157 657

Tabell 9 - 11 Fremtidig sysselsatt kapital for LSG, 2018 til 2030 (T+2)

LSG	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	T	T+1	T+2	
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
Netto driftseiendeler	NDE	16 000 830	15 755 720	15 414 570	14 983 408	14 562 014	14 370 816	14 397 641	14 640 467	15 107 018	15 815 102	16 431 891	17 072 734	17 738 571
Egenkapital	EK	12 034 790	11 740 144	11 192 832	10 594 847	10 019 979	9 639 108	9 407 325	9 311 998	9 346 663	9 510 386	9 596 224	9 970 477	10 359 326
Minoritetsinteresser	MI	949 399	934 856	857 521	778 039	702 223	639 776	587 644	543 329	504 690	469 769	427 229	443 891	461 203
Netto finansiell gjeld	NFG	3 016 641	3 080 721	3 364 217	3 610 522	3 839 812	4 091 933	4 402 673	4 785 141	5 255 665	5 834 947	6 408 437	6 658 366	6 918 043
Netto driftskapital	NDK	16 000 830	15 755 720	15 414 570	14 983 408	14 562 014	14 370 816	14 397 641	14 640 467	15 107 018	15 815 102	16 431 891	17 072 734	17 738 571

Tabell 9 - 12 Fremtidig netto driftskapital for LSG, 2018 til 2030 (T+2)

9.5.3 Kontantstrøm

I tabell 9-13 er den fremtidige kontantstrømmen for LSG presentert. Kontantstrømmen baserer seg på både fremtidsresultatet og fremtidsbalansen presentert over. Som en kan se fra tabellen vil LSG genere positiv kontantstrøm fra driften alle årene, hvilket indikerer en lønnsom drift. I tillegg er fri kontantstrøm positiv i alle årene, selv om den er overvurdert som diskutert i 9.5.1, slik at utbytte vil bli betalt ut til aksjeeiere.

LSG		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	T	T+1	T+2
		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftsresultat	NDR	3 043 457	2 755 343	2 527 918	2 297 456	2 067 710	1 884 163	1 737 272	1 619 735	1 525 862	1 451 113	1 391 729	1 446 006	1 502 401
Endring i netto driftseiendeler	ANDE	-101 391	-245 110	-341 151	-431 161	-421 395	-191 198	26 826	242 826	466 550	708 084	616 789	640 844	665 837
Fri kontantstrøm fra drift	FKD	3 144 848	3 000 453	2 869 069	2 728 617	2 489 105	2 075 361	1 710 446	1 376 909	1 059 312	743 029	774 940	805 163	836 564
Netto finansinntekter	NFI	13 096	17 456	21 587	23 994	26 049	28 864	30 951	33 169	35 226	37 166	39 698	36 916	38 355
Endring i finansielle eiendeler	ΔFE	-16 676	-40 313	-200 783	-207 493	-198 069	-160 940	-131 724	-108 866	-91 327	-78 495	-99 090	51 267	53 267
Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	FKS	3 174 619	3 058 222	3 091 438	2 960 104	2 713 223	2 265 165	1 873 122	1 518 944	1 185 864	858 690	913 728	790 811	821 652
Netto finanskostnad	NFK	76 499	83 122	90 569	99 090	130 182	143 180	157 910	175 556	196 881	222 849	254 690	271 359	281 942
Endring i finansiell gjeld	ΔFG	-33 018	23 766	82 713	38 812	31 221	91 180	179 016	273 602	379 198	500 787	474 400	301 197	312 943
Netto minoritetsresultat	NMR	315 287	294 314	274 224	237 247	202 290	163 996	132 483	106 138	83 757	64 445	47 556	43 249	44 936
Endring i minoritetsinteresser	ΔMI	-6 016	-14 543	-72 335	-79 482	-75 817	-62 447	-52 132	-44 315	-38 629	-34 921	-42 540	16 662	17 312
Fri kontantstrøm til egenkapital	FKE	2 743 800	2 690 009	2 732 024	2 583 097	2 336 155	1 986 722	1 709 612	1 466 537	1 245 785	1 037 262	1 043 343	794 061	825 030

Tabell 9 - 13 Fremtidig kontantstrøm for LSG, 2018 til 2030 (T+2)

10 Fremtidskrav

I dette kapittelet estimeres fremtidskravet til LSG. Grunnen til at fremtidskravet må beregnes er at det nyttes som diskonteringsrente i utregninger foretatt i kapittel 11. Først estimeres egenkapitalkravet og minoritetskravet. Deretter estimeres det finansielle gjelds- og eiendelskravet samt netto finansiell gjeldskravet. Det siste kravet som estimeres er selskapskravet. Til slutt benyttes kravene til å vurdere LSG sin fremtidige strategiske fordel.

Fremgangsmetoden for å beregne kravene er lik metoden som ble benyttet i kapittel 7 bortsett fra at det benyttes inngående balanseverdier i stedet for gjennomsnittlige da det forutsettes at kontantstrømmene blir realisert i slutten av året. Det vil derfor i dette kapittelet kun bli presentert resultater og kommentarer. Det er fremtidsstallene fra kapittel 9 som benyttes til utregningene i dette kapitelet.

10.1 Egenkapitalkrav og minoritetskrav

Egenkapitalkravet og minoritetskravet er det samme, bortsett fra at de har ulike likviditetspremier. For å beregne kravene benyttes risikofri rente, egenkapitalbeta, markedspremien og likviditetspremie etter hvilket krav som beregnes. I de neste delkapitlene blir fremtidige verdier til de nevnte faktorene estimert.

10.1.1 Risikofri rente

Som nevnt i kapittel 7 har renten vært lav den siste perioden. Historien viser at renten er tilbakevendende til gjennomsnittlig normalrente i Steady State (Knivsflå, 2017n). For å estimere fremtidig «normalrente» kan formelen under benyttes.

$$\text{"Normalrente"} = \frac{3}{4} * \text{gjennomsnittlig 3M Nibor} + \frac{1}{4} * 10 \text{ årig statsobligasjonsrente (i dag)}$$

Gjennomsnittlig 3 Måneders Nibor rente ligger på 3,8% og 10-årig statsobligasjonsrente ligger på 1,58% i november 2017 (Norges Bank, 2017a). Å benytte formelen over resulterer i en «Normalrente» på 3,2%, hvilket betyr at i Steady State, skal risikofri rente ligge på 3,2%. Dette er noe lavere enn tidligere gjennomsnitt på 3,8%. Imidlertid er det vanlig praksis å benytte 10-årig statsobligasjonsrente og på den måten forsvares den lave renten vi har estimert. På mellomlang sikt vil økningen være svak, mens på lengre sikt vil økningen være større og i Steady State vil den ligge på 3,2%.

Egenkapitalkravet er et etter-skatt krav, hvilket medfører at vi må regne risikofrie rente om til etter skatt. Selskapsskattesatsen er satt til 23,0% i 2018 (Regjeringen.no, 2017b). Da det ikke foreligger videre verdier for skattesatsen, benytter vi 23,0% gjennom hele budsjettperioden.

Den fremtidige risikofrie renten etter skatt er vist i tabell 10-1.

T		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	T	T+1	T+2
År		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Gjennomsnittlig bankrating		AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA
NIBOR 3 mnd		0,010	0,011	0,013	0,014	0,016	0,019	0,021	0,024	0,027	0,030	0,032	0,032	0,032
Kredittrisikopremie bank	krp	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
Skattesats	s	0,230	0,230	0,230	0,230	0,230	0,230	0,230	0,230	0,230	0,230	0,230	0,230	0,230
Risikofrirente etter skatt	(1-s)*rf	0,003	0,005	0,006	0,007	0,008	0,011	0,013	0,015	0,017	0,019	0,021	0,021	0,021

Tabell 10 - 1 Fremtidig risikofri rente etter skatt, 2018 til 2030 (T+2)

10.1.2 Markedsrisikopremie

Fremtidig verdi av markedsrisikopremien settes normalt til å være konstant. En vanlig metode for å predikere verdien er å ta utgangspunkt i årets verdi (Knivsflå, 2017n). Fra kapittel 7 kom det frem at markedsverdien i 2017 er på 4,9%, hvilket medfører at dette er verdien som benyttes i det fremtidige egenkapitalkravet også. Fremtidig markedsrisikopremie er vist i tabell 10-2.

T		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	T	T+1	T+2
År		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Markedsrisikopremie	mrp	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049

Tabell 10 - 2 Fremtidig markedsrisikopremie, 2018 til 2030 (T+2)

10.1.3 Egenkapitalbetaen

I kapittel 7 ble den årlige egenkapitalbetaen beregnet som en restpost ettersom netto driftsbeta er konstant grunnet Miller Modigliani teoremet. Også for fremtidsbudsjettet legges det til grunn at netto driftsbeta er konstant slik at egenkapitalbetaen fortsatt kan regnes ut som en restpost. Den fremtidige egenkapitalbetaen er vist i tabell 10-3. Som en ser avhenger utregningen også av betaen til netto finansiell gjeld som er beregnet i delkapittel 10.3.

T		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	T	T+1	T+2
År		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Egenkapitalbeta	BEK	0,848	0,849	0,858	0,884	0,910	0,938	0,966	0,996	1,027	1,060	1,096	1,132	1,132
Egenkapitalvekt	EK/NDK	0,752	0,752	0,745	0,726	0,707	0,688	0,671	0,653	0,636	0,619	0,601	0,584	0,584
Netto finansiell gjeldsbeta	βNFG	-0,004	-0,011	-0,017	-0,019	-0,014	-0,014	-0,014	-0,014	-0,013	-0,011	-0,012	-0,008	-0,008
Netto finansiell gjeldsvekt	NFG/NDK	0,188	0,189	0,196	0,218	0,241	0,264	0,285	0,306	0,327	0,348	0,369	0,390	0,390
Minoritetsbeta	βMI	0,848	0,849	0,858	0,884	0,910	0,938	0,966	0,996	1,027	1,060	1,096	1,132	1,132
Minoritetsvekt	MI/NDK	0,059	0,059	0,059	0,056	0,052	0,048	0,045	0,041	0,037	0,033	0,030	0,026	0,026
Netto driftsbeta	βNDK	0,687	0,687	0,687	0,687	0,687	0,687	0,687	0,687	0,687	0,687	0,687	0,687	0,687

Tabell 10 - 3 Fremtidig egenkapitalbeta for LSG, 2018 til 2030 (T+2)

10.1.4 Likviditetspremien

Likviditetspremien blir hovedsakelig bestemt ved skjønn og den er ulik for majoriteten og minoriteten. I kapittel 7 estimerte vi likviditetspremien til å være henholdsvis 0,5% for majoriteten og 3,0% for minoriteten over hele analyseperioden. Vi legger fortsatt drøftelsen i kapittel 7 til grunn slik at begge likviditetspremiene er konstante også i fremtiden. Likviditetspremien for egenkapitalkravet er på 0,05% og for minoritetskraver er den på 3,0%.

10.1.5 Presentasjon av egenkapitalkrav og minoritetskrav

Basert på beregningene over av risikofri rente, markedsrisikopremien, egenkapitalbetaen og likviditetspremiene er egenkapitalkravet og minoritetskravet beregnet. Resultatene er vist i tabell 10-4.

T	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	T	T+1	T+2
År	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Risikofrirente etter skatt (1-s)*rf	0,003	0,005	0,006	0,007	0,008	0,011	0,013	0,015	0,017	0,019	0,021	0,021	0,021
Kreditrisikopremie selskap β EK	0,848	0,849	0,858	0,884	0,910	0,938	0,966	0,996	1,027	1,060	1,096	1,132	1,132
Skattesats mrp	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049
Illikviditetspremie ilp	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
Egenkapitalkrav ekk	0,050	0,052	0,053	0,056	0,058	0,062	0,065	0,069	0,073	0,076	0,080	0,082	0,082
Illikviditetspremie minoritet ilpm	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030	0,030
Minoritetskrav mik	0,075	0,077	0,078	0,081	0,083	0,087	0,090	0,094	0,098	0,101	0,105	0,107	0,107

Tabell 10 - 4 Fremtidig egenkapitalkrav og minoritetskrav for LSG, 2018 til 2030 (T+2)

10.2 Finansielle krav

I dette delkapittelet presenteres finansielt gjeldskrav, finansielt eiendelskrav og netto finansielt gjeldskrav. I alle de finansielle kravene er kreditrisikopremien en avgjørende faktor for verdiene. På grunn av dette foretas det først en syntetisk rating basert på fremtidsregnskapet fra kapittel 9. Deretter følger en presentasjon av finansielt gjeldskrav, eiendelskrav og netto finansielt gjeldskrav.

10.2.1 Syntetisk rating

Den syntetiske ratingen er gjennomført på samme måte som i kapittel 6, men med verdier fra fremtidsregnskapet. I tillegg er det lagt to forutsetninger til grunn. For det første antas det at likviditetsgraden er konstant lik verdien i 2017 da vi ikke har budsjett drivere til å beregne forholdstallet. For det andre lagges første rentedekningsgrad slik at endogenitet unngås. Resultatene av den syntetiske ratingen er demonstrert i tabell 10-5 under.

T		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	T	T+1	T+2
År		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Likviditetsgrad 1, rating	lg1	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A
Rentedekningsgrad, rating	rdg	AAA	AAA	AAA	AAA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA
Egenkapitalprosent, rating	ekp	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet, rating	ndr	A	A	A	A	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Gjennomsnittsrating		A	A	A	A	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB

Tabell 10 - 5 Fremtidig syntetisk rating av LSG, 2018 til 2030 (T+2)

10.2.2 Finansielt gjeldskrav

Finansielt gjeldskrav beregnes basert på risikofri rente og kredittrisikopremien. Begge faktorene er fastsatt under henholdsvis delkapittel 10.1.1 og 10.1.2 og fremgangsmåten for utregningen er forklart i kapittel 7. Resultatene fra beregningene er vist i tabell 10-6.

T		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	T	T+1	T+2
År		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Risikofrirente etter skatt	(1-s)*rr	0,003	0,005	0,006	0,007	0,008	0,011	0,013	0,015	0,017	0,019	0,021	0,021	0,021
Selskapsrating		A	A	A	A	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Kredittrisikopremie selskap	krp	0,01	0,01	0,01	0,01	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
Finansielt gjeldskrav	fgk	0,013	0,015	0,016	0,017	0,022	0,025	0,027	0,029	0,031	0,033	0,035	0,035	0,035

Tabell 10 - 6 Fremtidig finansielt gjeldskrav for LSG, 2018 til 2030 (T+2)

Som en kan se fra tabellen over så mer enn doubler gjeldskravet seg, hvilket forklares i den økte risikofrie renten som beveger seg mot en «normalrente».

10.2.3 Finansielt eiendelskrav

Finansielt eiendelskrav baserer seg på kontantkravet, fordringskravet og investeringskravet med tilhørende vektinger. Fremtidsregnskapet fra kapittel 9 skiller ikke de ulike eiendelsgruppene slik at det må foretas en estimering av vektene. Dette er gjort ved å anta at vektene beveger seg lineært mot bransjegjennomsnittet i Steady State. Eiendelskravet øker med det fra 0,5% i 2018 til 2,8% i Steady State. Resultatene er vist i tabell 10-7.

T		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	T	T+1	T+2
År		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Kontantkrav		0,003	0,005	0,006	0,007	0,008	0,011	0,013	0,015	0,017	0,019	0,021	0,021	0,021
Kontantvekt	KON/FE	0,941	0,934	0,928	0,921	0,915	0,908	0,902	0,895	0,888	0,882	0,869	0,869	0,869
Fordringskrav		0,013	0,015	0,016	0,017	0,022	0,025	0,023	0,025	0,027	0,029	0,031	0,031	0,031
Fordringsvekt	FOR/FE	0,037	0,039	0,041	0,043	0,045	0,047	0,049	0,051	0,053	0,056	0,060	0,060	0,060
Investeringskrav		0,053	0,054	0,055	0,056	0,058	0,060	0,062	0,064	0,066	0,068	0,070	0,070	0,070
Investeringsvekt	INV/FE	0,023	0,031	0,039	0,047	0,055	0,063	0,071	0,079	0,087	0,095	0,112	0,112	0,112
Finansielt eiendelskrav	fek	0,005	0,007	0,008	0,010	0,012	0,015	0,017	0,020	0,022	0,025	0,028	0,028	0,028

Tabell 10 - 7 Fremtidig finansielt eiendelskrav for LSG, 2018 til 2030 (T+2)

10.2.4 Netto finansielt gjeldskrav

Netto finansielt gjeldskrav beregnes ved å trekke vektet finansielt eiendelskrav fra vektet finansielt gjeldskrav. Utregningene av dette er vist i tabell 10-8.

T		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	T	T+1	T+2
År		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Finansielt eiendelskrav	fek	0,005	0,007	0,008	0,010	0,012	0,015	0,017	0,020	0,022	0,025	0,028	0,028	0,028
Finansiell eiendelsvekt	FE _{is} /NFG _{is}	0,873	0,872	0,841	0,711	0,605	0,517	0,446	0,384	0,331	0,284	0,242	0,205	0,205
Finansielt gjeldskrav	fgk	0,013	0,015	0,016	0,017	0,022	0,025	0,027	0,029	0,031	0,033	0,035	0,035	0,035
Finansiell gjeldsvekt	FG _{is} /NFG _{is}	1,873	1,872	1,841	1,711	1,605	1,517	1,446	1,384	1,331	1,284	1,242	1,205	1,205
Netto finansielt gjeldskrav	nfgk	0,021	0,022	0,022	0,022	0,029	0,030	0,031	0,032	0,034	0,035	0,037	0,037	0,037

Tabell 10 - 8 Fremtidig netto finansielt gjeldskrav for LSG, 2018 til 2030 (T+2)

Som en kan se fra tabellen øker netto finansielt gjeldskrav fra 2,1% til 3,7% gjennom perioden. Økningen skyldes blant annet at finansiell gjeld og gjeldskravet øker.

10.3 Beta til finansiell gjeld, finansiell egenkapital og netto finansiell gjeld

I påfølgende delkapitler presenteres betaen til finansiell gjeld, finansiell egenkapital og netto finansiell gjeld. I beregningene benyttes fremtidskravene fra delkapittel 10.2.

10.3.1 Beta til finansiell gjeld

Argumenter i kapittel 7 legges til grunn i beregningen av finansiell gjeldsbeta. Siden alle faktorene er konstante, blir betaen til finansiell gjeld også konstant slik tabell 10-9 viser.

T		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	T	T+1	T+2
År		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Markedets risikodel	EK	0,129	0,129	0,129	0,129	0,129	0,129	0,129	0,129	0,129	0,129	0,129	0,129	0,129
Markedsrisikopremie	mrp	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049	0,049
Markedsrisikodel	FG	0,043	0,043	0,043	0,043	0,043	0,043	0,043	0,043	0,043	0,043	0,043	0,043	0,043
Finansiell gjeldsbeta	βFG	0,009	0,009	0,009	0,009	0,012	0,012	0,012	0,012	0,012	0,012	0,012	0,012	0,012

Tabell 10 - 9 Fremtidig finansiell gjeldsbeta for LSG, 2018 til 2030 (T+2)

10.3.2 Beta til finansiell eiendel

I beregningen av betaen til finansielle eiendeler legges samme forutsetninger som i avsnitt 7.3.4 til grunn. Utrekningene av beta til finansielle eiendeler blir da som vist i tabell 10-10.

T		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	T	T+1	T+2
År		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Kontantbeta	βKON	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Kontantvekt	KON/FE	0,941	0,934	0,928	0,921	0,915	0,908	0,902	0,895	0,888	0,882	0,869	0,869	0,869
Fordringsbeta	βFOR	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
Fordringsvekt	KON/FE	0,037	0,039	0,041	0,043	0,045	0,047	0,049	0,051	0,053	0,056	0,060	0,060	0,060
Investeringsbeta	βINV	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Investeringsvekt	INV/FE	0,023	0,031	0,039	0,047	0,055	0,063	0,071	0,079	0,087	0,095	0,112	0,112	0,112
Finansiell eiendelsbeta	βFE	0,023	0,031	0,039	0,047	0,055	0,063	0,071	0,080	0,088	0,096	0,112	0,112	0,112

Tabell 10 - 10 Fremtidig finansiell eiendelsbeta for LSG, 2018 til 2030 (T+2)

10.3.3 Beta til netto finansiell gjeld

Betaen til netto finansiell gjeld beregnes ved å vekte både den finansielle gjeldsbetaen og den finansielle eiendelsbetaen. Resultatene er vist i tabell 10-1. Netto finansielt gjeldsbeta benyttes for å beregne egenkapitalbetaen i avsnitt 10.1.3.

T		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	T	T+1	T+2
År		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Finansiell gjeldsbeta	βFG	0,009	0,009	0,009	0,009	0,012	0,012	0,012	0,012	0,012	0,012	0,012	0,012	0,012
Finansiell gjeldsvekt		1,873	1,872	1,841	1,711	1,605	1,517	1,446	1,384	1,331	1,284	1,242	1,205	1,205
Finansiell eiendelsbeta	βFE	0,023	0,031	0,039	0,047	0,055	0,063	0,071	0,080	0,088	0,096	0,112	0,112	0,112
Finansiell eiendelsvekt		0,873	0,872	0,841	0,711	0,605	0,517	0,446	0,384	0,331	0,284	0,242	0,205	0,205
Netto finansiell gjeldsbeta	βNFG	-0,004	-0,011	-0,017	-0,019	-0,014	-0,014	-0,014	-0,014	-0,013	-0,011	-0,012	-0,008	-0,008

Tabell 10 - 11 Fremtidig netto finansiell gjeldsbeta for LSG, 2018 til 2030 (T+2)

10.4 Selskapskrav

Selskapskravet er selskapets vektete gjennomsnitt av avkastningen til hver finansieringskilde (Peterson mfl., 2017). Kravet ble presentert i avsnitt 7.1.3. Siden selskapskravet kan uttrykkes både gjennom sysselsatt kapitalkrav og netto driftskrav er begge utregningen vist.

Avkastningskravet til sysselsatt kapital er det vektete avkastningskravet av egenkapitalen, minoritetsinteressene og finansiell gjeld. Resultatene av dette er vist i tabell 10-12.

T		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	T	T+1	T+2
År		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Finansiell gjeldsvekt	FG _{IB} /SSK _{IB}	0,303	0,303	0,309	0,323	0,337	0,352	0,365	0,379	0,393	0,407	0,421	0,435	0,435
Finansiell gjeldskrav	fgk	0,013	0,015	0,016	0,017	0,022	0,025	0,027	0,029	0,031	0,033	0,035	0,035	0,035
Egenkapitalvekt	EK _{IB} /SSK _{IB}	0,646	0,646	0,640	0,629	0,617	0,606	0,595	0,585	0,574	0,563	0,552	0,541	0,541
Egenkapitalkrav	ekk	0,050	0,052	0,053	0,056	0,058	0,062	0,065	0,069	0,073	0,076	0,080	0,082	0,082
Minoritetsinteresservekt	MI _{IB} /SSK _{IB}	0,051	0,051	0,051	0,048	0,045	0,042	0,040	0,037	0,033	0,030	0,027	0,024	0,024
Minoritetskrav	mik	0,075	0,077	0,078	0,081	0,083	0,087	0,090	0,094	0,098	0,101	0,105	0,107	0,107
Sysselsatt krav	ssk	0,040	0,042	0,043	0,045	0,047	0,050	0,052	0,055	0,057	0,059	0,062	0,062	0,062

Tabell 10 - 12 Fremtidig sysselsatt krav for LSG, 2018 til 2030 (t+2)

Avkastningskravet til netto driftskapital er det vektete avkastningskravet av egenkapital, minoritetsinteressene og netto finansiell gjeld. Resultatene av dette er vist i tabell 10-13.

T		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	T	T+1	T+2
År		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto finansiell gjeldskrav	nfgk	0,021	0,022	0,022	0,022	0,029	0,030	0,031	0,032	0,034	0,035	0,037	0,037	0,037
Netto finansiell gjeldsvekt	NFG _{IB} /NDK _{IB}	0,188	0,189	0,196	0,218	0,241	0,264	0,285	0,306	0,327	0,348	0,369	0,390	0,390
Egenkapitalkrav	ekk	0,050	0,052	0,053	0,056	0,058	0,062	0,065	0,069	0,073	0,076	0,080	0,082	0,082
Egenkapitalvekt	EK _{IB} /NDK _{IB}	0,752	0,752	0,745	0,726	0,707	0,688	0,671	0,653	0,636	0,619	0,601	0,584	0,584
Minoritetskrav	mik	0,075	0,077	0,078	0,081	0,083	0,087	0,090	0,094	0,098	0,101	0,105	0,107	0,107
Minoritetsvekt	MI _{IB} /NDK _{IB}	0,059	0,059	0,059	0,056	0,052	0,048	0,045	0,041	0,037	0,033	0,030	0,026	0,026
Netto driftskrav	ndk	0,046	0,047	0,049	0,050	0,052	0,055	0,057	0,059	0,061	0,063	0,065	0,065	0,065

Tabell 10 - 13 Fremtidig netto driftskrav for LSG, 2018 til 2030 (t+2)

Både sysselsatt krav og netto driftskrav beveger seg fra rundt 4,0% til litt over 6,0%. Kravene i tabellen er basert på budsjetterte tall. Gjennom kapittel 11 oppdateres vektene sekvensielt gjennom en konvergeringsprosess slik at kravene blir estimerte verdivekter og egenkapitalverdien blir mer presis (Knivsflå, 2017n).

10.5 Oppsummering kravene

I tabell 10-14 er alle kravene som er utregnet over presentert.

T	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	T	T+1	T+2
År	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
ndk	0,046	0,047	0,049	0,050	0,052	0,055	0,057	0,059	0,061	0,063	0,065	0,065	0,065
ssk	0,040	0,042	0,043	0,045	0,047	0,050	0,052	0,055	0,057	0,059	0,062	0,062	0,062
ekk	0,050	0,052	0,053	0,056	0,058	0,062	0,065	0,069	0,073	0,076	0,080	0,082	0,082
mik	0,075	0,077	0,078	0,081	0,083	0,087	0,090	0,094	0,098	0,101	0,105	0,107	0,107
fgk	0,013	0,015	0,016	0,017	0,022	0,025	0,027	0,029	0,031	0,033	0,035	0,035	0,035
fek	0,005	0,007	0,008	0,010	0,012	0,015	0,017	0,020	0,022	0,025	0,028	0,028	0,028
nfgk	0,021	0,022	0,022	0,022	0,029	0,030	0,031	0,032	0,034	0,035	0,037	0,037	0,037

Tabell 10 - 14 Oppsummering av fremtidige krav for LSG, 2018 til 2030 (t+2)

10.6 Fremtidig strategisk fordel

Som nevnt i kapittel 8 besitter LSG i dag en strategisk fordel som hovedsakelig stammer fra bransjen. Ettersom det er ventet at lønnsomheten i bransjen reduseres da lakseprisene forventes å synke, er det naturlig at den strategisk fordel reduseres. På den andre siden, som nevnt i avsnitt 4.2.2, vil LSG på kort sikt utvikle en midlertidig ressursfordel gjennom produksjon av hvitfisk. Det er likevel ventet at reduksjonen i bransjefordelen er større. Følgelig vil den strategiske fordelene reduseres i 2018. På lengre sikt vil konkurransekrefter virke inn slik at ressursfordelen forsvinner. Til slutt vil LSG kun besitte en bransjefordel som er redusert fra dagens nivå. Grunnen til dette er hovedsakelig at teknologiske nyvinninger vil føre til en mer liberal konsesjonspolitikk. Vi mener imidlertid at det alltid vil eksistere en form for konsesjonspolitikk for at å sikre en bærekraftig utvikling. Dermed vil en liten bransjefordel alltid være tilfelle. Utviklingen av den strategiske fordelene er vist i tabell 10-15.

Fra tabellen ser en at finansieringsfordelen i Steady State er null, hvilket skyldes at fgr konvergerer mot fgk, fer konvergerer mot fek og mir konvergerer mot mik (Knivsflå, 2017n). Dette indikerer at den strategiske fordelene kommer fra driften.

T		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	T	T+1	T+2
År		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Netto driftsrentabilitet	ndr	0,189	0,172	0,160	0,149	0,138	0,129	0,121	0,113	0,104	0,096	0,088	0,088	0,088
Netto driftskrav	ndk	0,046	0,047	0,049	0,050	0,052	0,055	0,057	0,059	0,061	0,063	0,065	0,065	0,065
Ren driftsfordel	RDF	0,143	0,125	0,112	0,099	0,086	0,075	0,064	0,054	0,043	0,033	0,023	0,023	0,023
Gearingfordel drift	GFD	0,047	0,041	0,038	0,037	0,035	0,034	0,032	0,029	0,025	0,020	0,015	0,016	0,016
Driftsfordel	DF	0,190	0,166	0,150	0,137	0,121	0,109	0,096	0,082	0,068	0,054	0,038	0,040	0,040
Finansieringsfordel	FF	-0,020	-0,018	-0,017	-0,015	-0,013	-0,010	-0,008	-0,005	-0,003	-0,001	0,000	0,000	0,000
Strategisk fordel	SFD	0,170	0,147	0,133	0,122	0,108	0,098	0,088	0,077	0,065	0,052	0,039	0,040	0,040

Tabell 10 - 15 Fremtidig strategisk fordel for LSG, 2018 til 2030 (t+2)

Det er også beregnet strategisk fordel ved å trekke egenkapitalkravet fra egenkapitalrentabiliteten slik tabell 10-16 viser. Som en kan se samsvarer resultatene i tabell 10-15 og 10-16. Tabellen viser at egenkapitalrentabiliteten er større enn kravet i hele perioden, hvilket er positivt for investorer.

T		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	T	T+1	T+2
År		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Egenkapitalrentabilitet	ekr	0,220	0,199	0,186	0,177	0,166	0,160	0,153	0,146	0,138	0,128	0,119	0,122	0,122
Egenkapitalkrav	ekk	0,050	0,052	0,053	0,056	0,058	0,062	0,065	0,069	0,073	0,076	0,080	0,082	0,082
Strategisk forde	SF	0,170	0,147	0,133	0,122	0,108	0,098	0,088	0,077	0,065	0,052	0,039	0,040	0,040

Tabell 10 - 16 Fremtidig strategisk fordel (superrentabilitet) for LSG, 2018 til 2030 (t+2)

11 Fundamental verdsettelse

Som redegjort i kapittel 3, skal vi gjennomføre en verdivurdering av LSG basert på fundamental verdsettelsesteknikk. Teknikken går ut på å identifisere og analysere informasjon om selskapet, å predikere fremtidige kontantstrømmer fra informasjonen, og verdivurdere selskapet basert på predikasjonene (Penman, 2010). Analysene av selskapets underliggende økonomiske forhold og predikasjon av fremtidsregnskap og fremtidig kontantstrøm er gjennomført i de tidligere kapitlene. I dette kapitlet skal vi regne ut selve verdiestimatet til egenkapitalen, og følgelig verdien av LSG.

En fundamental verdivurdering kan gjennomføres med en direkte og en indirekte metode. Den direkte metoden, egenkapitalmetoden, går ut på å finne nåverdien av fremtidig fri kontantstrøm til egenkapitalen. Den indirekte metoden, kalt selskapskapitalmetoden, går også ut på å finne nåverdien til fremtidig fri kontantstrøm til selskapet for så å trekke fra gjeld (Damodaran, 2012). Denne metoden består igjen av to metoder, netto driftskapitalmetoden og netto sysselsattkapitalmetoden. I alt benytter vi de tre ulike metodene for å verdsette egenkapitalen til LSG. Metodene skal til slutt gi samme verdiestimat på egenkapitalen ved bruk av riktige verdivekter. Ettersom vektene beregnet i kapittel 10 er budsjetterte, gjennomfører vi en konvergeringsprosess for å oppnå riktige vekter. Deretter analyserer vi konkurrisikoen til LSG for å eventuelt justere verdiestimatet. Til slutt analyseres usikkerheten til verdiestimatet ved å bruke analyseprogrammet Crystal Ball.

11.1 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden er en direkte verdsetting av egenkapitalen der nåverdien av den fremtidige frie kontantstrømmen til egenkapitalen beregnes (Damodaran, 2012). For å regne ut verdien til egenkapitalen, benytter vi utbyttmodellen, fri kontantstrøm-modellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen (Knivsflå, 2017o). De ulike modellene introduseres i de påfølgende avsnitt. Alle modellene har til felles et terminalledd, altså en beregning av fremtidig verdi ut i horisonten uttrykt med Gordons vekstmodell. I samtlige vekstmodeller forventer vi en konstant vekst i egenkapitalen på 3,9%. Dette tilsvarer driftsinntektsveksten ut i horisonten, hvilket ble diskutert i avsnitt 9.4.1.

11.1.1 Utbyttmodellen

Utbyttmodellen anses som grunnmodellen i egenkapitalmetoden. Den går ut på å neddiskontere fremtidig netto betalt utbytte med egenkapitalkravet fra kapittel 10 (Damodaran, 2012). I Steady State forventer vi en konstant vekst i egenkapitalen på 3,9%, slik forklart over. Modellen er uttrykt ved ligningen under.

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{NBU_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{NBU_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekk - ekv)}$$

VEK=verdien til egenkapitalen, NBU=netto betalt utbytte, ekk=egenkapitalkravet og ekv=egenkapitalvekst

11.1.2 Fri kontantstrøm-modellen

Fri kontantstrøm-modellen regner ut verdien på egenkapitalen ved å finne nåverdien av selskapets frie kontantstrøm til egenkapitalen (Penman, 2013). Ettersom utbyttet må budsjetteres for å finne ut hva som er den tilgjengelige frie kontantstrømmen til egenkapitalen, er fri kontantstrøm-modellen lik utbyttmodellen (Knivsflå, 2017o). De to modellene vil dermed gi like svar. Fri kontantstrøm-modellen er vist i ligningen under.

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{FKE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekk - ekv)}$$

VEK=verdien til egenkapitalen, FKE=fri kontantstrøm til egenkapitalen, ekk=egenkapitalkravet og ekv=egenkapitalvekst

11.1.3 Superprofittmodellen

Ved å benytte superprofittmodellen, finner vi verdien av egenkapitalen ved å summere egenkapitalen i år 0 med nåverdien av superprofitt til egenkapitalen (Petersen mfl., 2017). Modellen er vist i ligningen under.

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{SPE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekk - ekv)}$$

VEK=verdien til egenkapitalen, SPE=superprofitt til egenkapitalen, ekk=egenkapitalkravet og ekv=egenkapitalvekst

11.1.4 Superprofittvekstmodellen

Superprofittvekstmodellen finner verdien av egenkapitalen ved å summere kapitalisert nettoresultat til egenkapitalen neste år og nåverdien av fremtidig vekst. Fremtidig vekst forekommer kun dersom superprofittveksten er positiv. Altså når veksten er lønnsom og fører til en økt superprofitt (Knivsfå, 2017o). Modellen er uttrykt i ligningen under.

$$VEK_0 = \frac{NRE_1}{ekk_1} + \frac{1}{ekk_1} * \left\{ \sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_{t-1})} + \frac{\Delta SPE_{T+2}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_{T+1}) * (ekk - ekv)} \right\}$$

VEK=verdien til egenkapitalen, ΔSPE=superprofittvekst til egenkapitalen, ekk=egenkapitalkravet og ekv=egenkapitalvekst

11.2 Selskapskapitalmetoden

Gjennom selskapskapitalmetoden finner vi verdien av egenkapitalen indirekte ved å regne ut nåverdien av selskapet og så trekke fra gjeld og minoritetsinteresser (Damodaran, 2012). Dette kan gjøres med utgangspunkt i både sysselsatt kapital og netto driftskapital. Som i egenkapitalmetoden benytter vi utbyttmodellen, fri kontantstrøm-modellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen. Uttrykkene for hver modell er like som i egenkapitalmetoden, men i stedet for å benytte egenkapitalkrav og vekst i egenkapital, benyttes netto driftskrav og sysselsatt kapitalkrav samt vekst i netto driftskapital og vekst i sysselsatt kapital (Knivsfå 2017p). Vi benytter fortsatt en vekst på 3,9% ut i horisonten.

11.2.1 Sysselsatt kapitalmetoden

Sysselsatt kapitalmetoden finner verdien av egenkapitalen ved å regne ut nåverdien av sysselsatt kapital og så trekke fra nåverdien av finansiell gjeld og minoritetsinteresser. Som nevnt tidligere, forutsetter vi at netto finansiell gjeldsrente (nfgk) er lik netto finansielt gjeldskrav (nfgk). Dette fører til at nåverdien av finansiell gjeld i år null er tilsvarende den balanseførte verdien i samme år (Knivsfå 2017p). For å beregne nåverdien av minoritetsinteressene, benyttes de samme fire modellene som ved utregning av nåverdien av egenkapitalen. I tillegg benyttes minoritetsinteressekravet. Sysselsatt kapitalmetoden er vist i ligningen under.

$$VEK_0 = VSKK_0 - VFG_0 - VMI_0$$

Der VEK=verdien av egenkapitalen, VSKK=verdien av sysselsatt kapital, VFG=verdien av finansiell gjeld og VMI=verdien av minoritetsinteressene

11.2.2 Netto driftskapitalmetoden

Netto driftskapitalmetoden finner verdien av egenkapitalen ved å regne ut nåverdien av netto driftskapital og så trekke fra nåverdien av finansiell gjeld og minoritetsinteresser. Forutsetningene for verdien av selskapets finansielle gjeld er som beskrevet i avsnittet over. Ved utregningen av nåverdien til netto driftskapital og minoritetsinteressene, benyttes de samme fire modellene som tidligere. I tillegg benyttes netto driftskapitalkravet og minoritetsinteressekravet (Knivsflå, 2017p). Netto driftskapitalmetoden er vist under.

$$VEK_0 = VNDK_0 - VFG_0 - VMI_0$$

VEK=verdien av egenkapital, VNDK=verdien av netto driftskapital, VFG=verdien av finansiell gjeld og VMI=verdien av minoritetsinteresser

11.3 Første verdiestimat ved bruk av budsjetterte vekter

I dette delkapittelet skal vi gjennomføre en utregning av første verdiestimat til egenkapitalen, basert på de budsjetterte vektene. Vi benytter egenkapitalmetoden, netto driftskapitalmetoden og sysselsatt kapitalmetoden med de fire modellene til hver metode, slik som presentert i delkapitlene over. De fire modellene gir de samme resultatene i hver enkelt metode, men metodene gir forskjellige verdiestimat da de budsjetterte vektene er forskjell fra de endelige vektene. Gjennomsnittet av de tre metodene utgjør første verdiestimat av egenkapitalen til LSG. For å oppnå et presist estimat og en endelig verdivurdering, gjennomfører vi i delkapittel 11.4 en konvergeringsprosess. Denne prosessen fører til at alle metodene til slutt predikerer samme verdiestimat. Utregningene av første verdiestimat er vist i tabell 11-1, 11-2 og 11-3. Disse er basert på henholdsvis egenkapitalmetoden, netto driftskapitalmetoden og sysselsatt kapitalmetoden. Siden fri kontantstrøm til egenkapital er lik utbytte, slik at modellene blir like, presenteres de som en modell under.

11.3.1 Oppsummering av første verdiestimat

Tabell 11-4 viser et sammendrag av resultatene fra utregningen av første verdiestimat på egenkapitalen. De ulike metodene gir forskjellige estimater, men variasjonen er begrenset. Modellene gir like resultat når de brukes i samme metode, hvilket tyder på en konsistent bruk. Gjennomsnittet, som er vårt første verdiestimat på egenkapitalen til LSG, er på 31,3 milliarder norske kroner. Etersom LSG, per 04.12.17, har en aksjebeholdning på 595 773 680, tilsvarer dette verdiestimatet en aksjeverdi på 52,58 kr per aksje. Dette er 6,55 kr over dagens virkelige aksjekurs på 46,03kr (04.12.17). For å gjøre verdiestimatet mer presist, gjennomfører vi i neste delkapittel en konvergeringsprosess.

Verdi av egenkapital	FK-modellen	SP-modellen	Enring SP-modell	Gjennomsnitt
EK-metoden	28 596 472	28 596 472	28 596 472	28 596 472
NDK-metoden	33 688 318	33 688 318	33 688 318	33 688 318
SSK-metoden	31 699 982	31 699 982	31 699 982	31 699 982
Gjennomsnitt	31 328 257	31 328 257	31 328 257	31 328 257

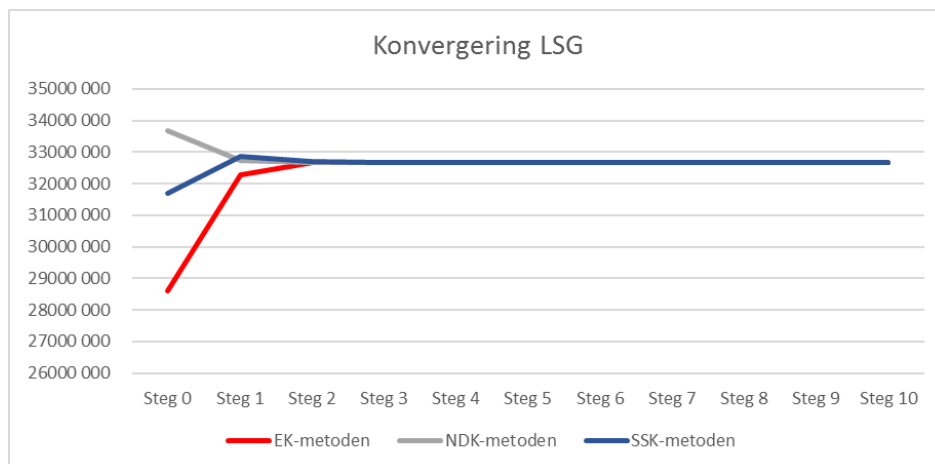
Tabell 11 - 4 Oppsummering av første verdiestimat på egenkapitalen

11.4 Konvergens mot felles verdiestimat

Det første verdiestimatet av egenkapitalen ble regnet ut med budsjetterte vekter. Dette medførte, som vist delkapittel 11.3, at egenkapitalmetoden og selskapsmetoden ikke gir samme resultat. Estimateret er derfor upresist. Ved å gjennomføre en konvergeringsprosess ender resultatene fra de ulike metodene med å predikere samme verdi slik at verdiestimatet på egenkapitalen blir mer presist. Konvergeringsprosessen er en prosess i flere steg der en tar utgangspunkt i gjennomsnittlig verdiestimat fra det foregående steget (steg n-1) og regner ut nye vekter og kapitalkrav basert på dette gjennomsnittet. En regner så et nytt verdiestimat basert på egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Prosessen fortsetter til vektene er justert til virkelig verdi og de ulike metodene gir samme verdiestimat på egenkapitalen (Knivsflå, 2017p).

Figur 11-1 og tabell 11-5 viser hvordan avviket mellom de ulike verdiestimatene gradvis blir mindre i hvert av stegene i konvergeringsprosessen. Vi ser at endringen er størst i steg 1 og at endringen er aller størst for egenkapitalmetoden, som øker fra 28,6 milliarder til 32,3 milliarder. Konvergeringen fortsetter i et avtakende tempo til steg 8 hvor verdiestimatene har konverget fullstendig. Ved den fullstendige konvergeringen ender verdiestimatet med en egenkapitalverdi på 32 668 148 508 norske kroner, hvilket tilsvarer en aksjeverdi på kr 54,83 kr. Dette er 2,25

kr høyere enn det første verdiestimatet, men det er mer presist og vil derfor benyttes videre i analysen.



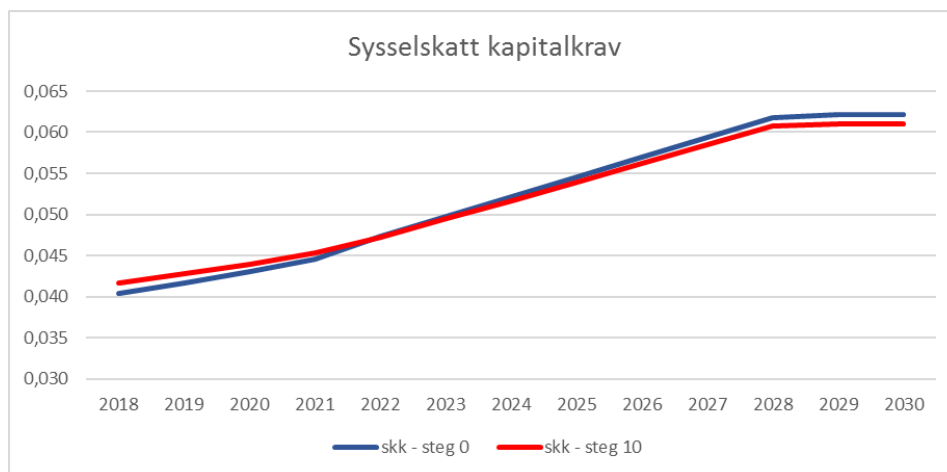
Figur 11 - 1 Illustrasjon av hvordan verdiestimatet på egenkapitalen konvergerer i konvergeringsprosessen

	Steg 0	Steg 1	Steg 2	Steg 3	Steg 4	Steg 5	Steg 6	Steg 7	Steg 8	Steg 9	Steg 10
EK-metoden	28 596 472	32 269 239	32 657 989	32 668 378	32 668 125	32 668 150	32 668 148	32 668 149	32 668 149	32 668 149	32 668 149
NDK-metoden	33 688 318	32 719 916	32 681 967	32 667 600	32 668 186	32 668 147	32 668 149	32 668 149	32 668 149	32 668 149	32 668 149
SSK-metoden	31 699 982	32 874 919	32 689 500	32 667 206	32 668 212	32 668 145	32 668 149	32 668 148	32 668 149	32 668 149	32 668 149
Gjennomsnitt	31 328 257	32 621 358	32 676 485	32 667 728	32 668 174	32 668 147	32 668 149	32 668 149	32 668 149	32 668 149	32 668 149
Avvik i %	5,81%	0,72%	0,04%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

Tabell 11 - 5 Viser verdiestimatet på egenkapitalen ved de ulike metodene i hvert av stegene, og avviket mellom metodene.

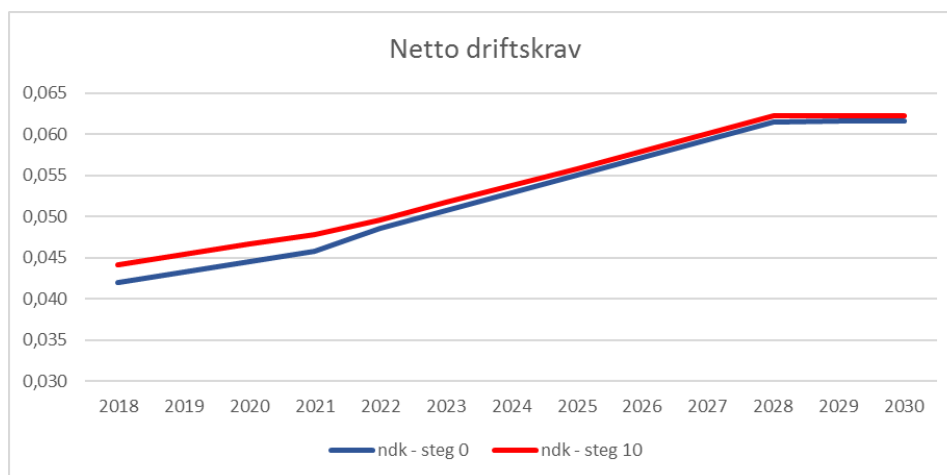
Det endelige verdiestimatet vi oppnår ved konvergeringsprosessen er omtrent 1,3 milliarder kroner høyere enn det første verdiestimatet. Figur 11-1 viser hvordan estimatet ved selskapskapitalmetoden og egenkapitalmetoden (spesielt) er undervurderte i steg 0, mens estimatet ved netto driftskapitalmetoden er overvurdert. For å forklare årsakene til dette, ser vi nærmere på det budsjetterte egenkapital-, selskapskapital- og netto driftskravet til LSG og sammenligner de med de virkelige kravene fra steg 10.

I figur 11-2 ser vi det budsjetterte sysselsatt kapitalkravet mot det virkelige kravet i perioden 2018-2030. Vi ser at det virkelige kravet vi har kommet frem til er generelt sett lavere enn det budsjetterte kravet. Dette forteller oss at alternativkostnaden på sysselsatt kapital er noe lavere enn det vi opprinnelig har budsjettert med. Dette forklarer at første verdiestimat beregnet med sysselsatt kapitalmetoden er undervurdert.



Figur 11 - 2 Sysselsatt kapitalkrav i steg 0 og steg 10

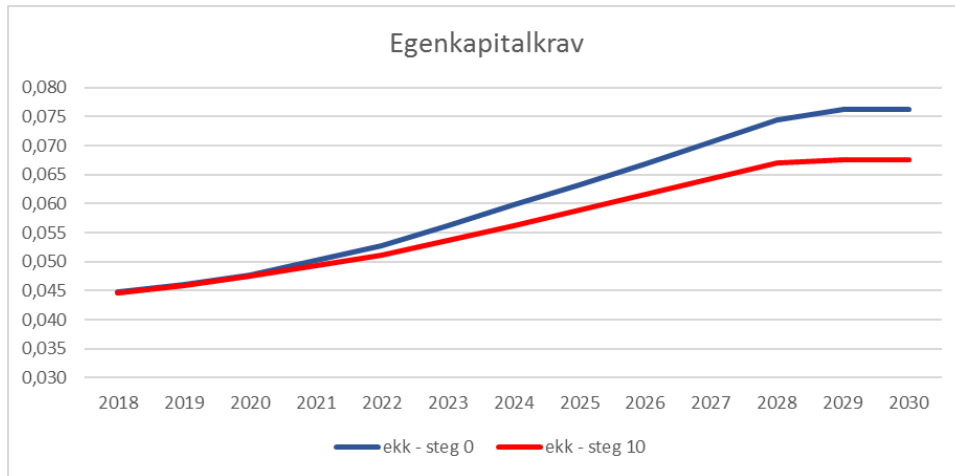
Figur 11-3 viser budsjetterte og virkelige netto driftskrav i perioden 2018-2030. Figuren forteller oss at det virkelige kravet er generelt høyere enn det budsjetterte. Dette forteller oss at LSG har en større risiko knyttet til sine netto driftseiendeler i virkeligheten enn det vi har budsjettert med. Følgelig forklares det hvorfor det virkelige verdiestimatet på egenkapitalen er overvurdert med de budsjetterte vektene.



Figur 11 - 3 Netto driftskrav i steg 0 og steg 10

Figur 11-4 viser at det budsjetterte egenkapitalkravet generelt er høyere enn det virkelige kravet vi kommer frem til i konvergeringsprosessen. Forskjellen er liten i 2018, men øker mot Steady State. Dette betyr at vi har vurdert fremtidig risiko til LSG som høyere enn det vi kom frem til

i konvergeringsprosessen. Ettersom egenkapitalkravet nedjusteres, ser vi at verdiestimatet på egenkapitalen øker.



Figur 11 - 4 Egenkapitalkravet i steg 0 og steg 10

11.5 Analyse av usikkerhet

Verdiestimeringen vi har foretatt av egenkapitalen er et punkttestimat som baserer seg på vår forventning om utviklingen til de ulike budsjettdriverne. Vi har så langt ikke tatt høyde for usikkerheten vedrørende budsjettdriverne eller risikoen for at LSG kan gå konkurs. I dette kapitlet analyserer vi derfor usikkerheten rundt vårt verdiestimat. Dette gjør vi ved først å beregne et nytt verdiestimat på egenkapitalen der vi tar høyde for risikovurderingen vi gjorde i kapittel 6. Deretter analyserer vi usikkerheten til LSG sine budsjettdrivere gjennom analyseprogrammet Crystal Ball.

11.5.1 Konkursrisiko

Før vi gjennomfører analysen av usikkerheten knyttet til LSG sine budsjettdrivere, tar vi først høyde for konkursrisikoen i verdiestimatet til egenkapitalen. Konkursrisikoen kan enten bygges inn i fremtidsregnskapet eller bli tatt høyde for separat. Siden vi har valgt å beregne fremtidsregnskapet til LSG basert på forutsetningen om fortsatt drift, gjennomfører vi en separat vurdering. I kapittel 6 analyserte vi flere risikoelementer knyttet til LSG og gjorde en samlet vurdering på konkursrisikoen gjennom en syntetisk rating. Ratingen er brukt i flere av beregningen til kravene i fremtidsregnskapet, hvilket betyr at konkursrisikoen allerede er implisitt tatt høyde for i verdiestimatet til LSG. Imidlertid kan disse være noe upresise, slik at

vi har valgt å foreta en ny vurdering av risikoen for at selskapet kan gå konkurs. Beregningen skjer ved formelen under.

$$\text{Verdiestimat} = (1 - p) * \text{fundamental verdsettelse av EK} + p * \text{LVEK}$$

Der p=sannsynligheten for konkurs og LVEK=likvidasjonsverdien av egenkapitalen

Sannsynligheten for at LSG går konkurs ble vurdert til karakteren A i den syntetiske ratingen i kapittel 6. Dette tilsvarer en konkurssannsynlighet på 0,08% (Knivsflå, 2017h). Ved beregning av fremtidskravene i kapittel 10 ble ratingen redusert til BBB i 2022, noe som vedvarer ut i Steady State. På grunn av dette har vi valgt å benytte karakteren BBB i utregningen av det nye verdiestimatet til egenkapitalen hvor konkurrisiko er tatt hensyn til. Det betyr at sannsynlighet for at LSG går konkurs er 0,26% (knivsflå, 2017h). Videre benytter formelen likvidasjonsverdien til selskapet. I en konkurssituasjon vil likvidasjonsverdien som regel være tilnærmet lik null ettersom en realisering av selskapets eiendeler må skje raskt, hvilket fører til at maksimal pris ikke oppnås (knivsflå, 2017q). På grunn av dette har vi satt likvidasjonsverdien til null i utregningen av verdiestimatet, slik likningen under viser.

$$\text{Verdiestimat} = (1 - 0,0026) * 54,83 + 0,0026 * 0$$

$$\text{Verdiestimat} = 54,69$$

Verdiestimatet til LSG sin egenkapital er 54,69 kr per aksje etter en justering for konkurssannsynlighet. Denne verdien benyttes videre i analysen.

11.5.2 Fundamentalt P/E- og P/B- forhold

For å vurdere om verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen virker rimelig kan multiplene pris/fortjeneste og pris/bok benyttes. Beregningen av multiplene hvor vårt verdiestimat av egenkapitalen settes som pris, gir resultatene som vist i tabell 11-6 og 11-7. Konsensusverdien til multiplene er hentet fra Yahoo! finance 4. desember 2017 (Yahoo! Finance, 2017). Som en kan se avviker multiplene ikke mye fra konsensus, hvilket indikerer at verdiestimatet virker rimelig.

P/B	LSG	Konsensus
Pris	32 479 022	
Bok	12 113 822	
P/B	2,68	2,50

Tabell 11 - 6 P/B multipl for LSG med konsensus

P/E	LSG	Konsensus
Pris	32 479 022	
NRE	3 273 458	
P/E	9,92	11,77

Tabell 11 - 7 P/E multipl med konsensus

Dersom Pris/bok multiplene er større enn 1, forventes det en strategisk fordel (Kaldestad & Møller, 2016). Fra tabell 11-6 ser en at multiplene er på 2,68, hvilket indikerer at det skal foreligge en strategisk fordel. Ser vi tilbake i tabell 10-15 ser vi at LSG har en strategisk fordel, altså samsvarer multiplene med tidligere resultat.

Videre er det interessant å se på pris/fortjeneste mot 1/ekk (Knivsflå, 2017o). 1 over egenkapitalkravet gir en verdi på 22,73. Siden 22,73 er større enn 9,92 forventes det at den strategiske fordel skal avta. Går vi igjen tilbake til tabell 10-15 ser vi en avtakende trend, hvilket samsvarer med resultatene her.

Oppsummert ser en at multiplene virker rimelige sammenlignet med konsensus. I tillegg indikerer multiplene at det skal foreligge en avtakende strategisk fordel, hvilket vi ser med tabell 10-15.

11.5.3 Sammenligning av estimert aksjekurs med konsensus

Vi synes det er interessant å sammenligne vårt verdiestimat av aksjekursen med konsensus. Per 4. desember 2017, opererte Dagens Næringsliv med en konsensusverdi på 52 kr for LSG sin aksje (DN, 2017a). Dette er noe under vårt verdiestimat på 54,69 kr per aksje. Dagens Næringsliv endret imidlertid sin konsensusverdi på LSG til 54 kr per aksje 15. desember 2017 (DN, 2017b). Dette er tilnærmet helt likt vårt verdiestimat, hvilket styrker troverdigheten i vår fundamentale verddivurdering.

11.5.4 Crystal Ball

Vi har benyttet analyseprogrammet Crystal Ball for å analysere usikkerheten på vårt verdiestimat av egenkapitalen til LSG (Oracle, 2017). Programmet endrer kritiske budsjett drivere til stokastiske variabler slik at verdiestimatet får en sannsynlighetsfordeling i stedet for punkt estimer (Knivsflå 2017q). Ved å legge inn standardavvik for de enkelte variablene med tilhørende korrelasjoner, kjører programmet 100 000 simuleringer. Til slutt får vi en sannsynlighetsfordeling av verdiestimatet på egenkapitalen. Vi tar utgangspunkt i det konkursjusterte estimatet på 54,69 kr per aksje. I de påfølgende delkapitlene presenteres de kritiske risikofaktorene og usikkerheten analyseres.

11.5.4.1 Kritiske risikofaktorer

Før usikkerhetsanalysen gjennomføres bestemmer vi de kritiske risikofaktorene. De kritiske risikofaktorene vil si de budsjettdriverne som vi mener har størst betydning for det endelige verdierestimater. De valgte faktorene gjøres om til stokastiske variabler, og standardavviket og korrelasjonen mellom variablene bestemmes.

For å unngå at analysen blir for komplisert, prioriterer vi de kritiske suksessfaktorene vi anser som mest relevante. Ettersom det er verdien på egenkapitalen som estimeres, ser vi det hensiktsmessig å vurdere budsjettdriverne som har størst innvirkning på driften til selskapet. I kapittel 8 dekomponerte vi forholdstall som ga innblikk i driften til LSG. Ettersom netto driftsmargin (ndm) og omløpet til netto driftseiendeler (onde) viser seg å være sentrale elementer for å forstå driften til selskapet, har vi karakterisert disse budsjettdriverne som kritiske risikofaktorer. Videre ser vi det nyttig å sette driftsinntektsveksten som en kritisk risikofaktor da endringer i inntektene også har stor innvirkning på egenkapitalverdien. Andre kritiske risikofaktorer vi mener har betydning for verdierestimater på egenkapitalen, og som vi dermed har inkludert i analysen, er markedsrisikopremien, egenkapitalbetaen, langsiktig risikofrie rente og langsiktig finansiell gearing.

Verdivurderingen av LSG sin egenkapital baserer seg på fremtidsregnskapet som er presentert i delkapittel 9.5 For å gjøre analysen mindre avansert, benytter vi fire tidspunkter der budsjettdriverne omgjøres til stokastiske variabler. Vi mener fire tidspunkter er tilstrekkelig ettersom vi har forutsatt at utviklingen mellom budsjettpunktene er lineær. De fire tidspunktene som representerer 2018, 2019, 2022 og 2028 vises i analysen som henholdsvis budsjettperiode 1, 2, M og T.

Før analysen i Crystal Ball gjennomføres, definerer vi standardavvikene til de ulike kritiske risikofaktorene samt beregner hvordan de korrelerer. De påfølgende avsnittene presenterer utregninger og diskusjon av standardavvik og korrelasjon for hver kritisk risikofaktor.

Driftsinntektsvekst

Som diskutert i avsnitt 9.4.1, mener vi at LSG vil ha en negativ driftsinntektsvekst på henholdsvis -2,0%, -3,0% og -5,0% i årene 2018, 2019 og 2022. Ut i horisonten, i budsjettperiode T, forventer vi en positiv driftsinntektsvekst på 3,9%.

Standardavviket for den historiske driftsinntektsveksten til LSG i perioden 2012 til 2017 er på 9,4%. Ettersom det er knyttet mindre usikkerhet kort frem i tid enn de seks årene historien representerer, mener vi et halvert standardavvik for 2018 og 2019 representerer usikkerheten

godt. Altså er standardavviket for 2018 og 2019 på 4,7%. På mellomlang sikt mener vi det utregnede standardavviket på 9,4% vil være et godt estimat ettersom dette budsjettpunktet tilsvarer samme tidsperiode som det historiske standardavviket er beregnet på. På langt sikt forventer vi at driftsinntektsveksten er omtrent som veksten i verdensøkonomien, altså på 3,9%. Dette estimatet kan vi ikke forvente at er normalfordelt, men at har en uniform fordeling. Altså at det er like stor sannsynlighet for at estimatet er litt over 3,9% som at det er litt under 3,9% i et gitt intervall. Vi har valgt å sette standardavviket til budsjettpunkt T til en uniform fordeling mellom 3,3% og 4,1%.

Driftsinntektsveksten	År	Forventet div	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1	2018	-0,02	4,70 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt 2	2019	-0,03	4,70 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt M	2022	-0,05	9,40 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt T	2028	0,039	U[3,30%;4,1%]	Uniform fordeling

Tabell 11 - 8 Viser forventet driftsinntektsvekst for hver av de ulike budsjettpunktene samt det tilhørende standardavviket

Ved gjennomføring av analysen har vi også tatt høyde for at noen av de stokastiske variablene kan være korrelert med hverandre. Vi har derfor, på bakgrunn av historiske tall, regnet ut korrelasjonen mellom de budsjettdriverne vi tror korrelerer. Utover beregnede verdier har vi gjort skjønnsmessige vurderinger basert på økonomisk teori og empiriske sammenhenger (Knivsflå, 2017q).

Driftsinntektsveksten er trolig positivt korrelert med markedsrisikopremien. Denne antakelsen begrunner vi med at driftsinntektsveksten er forventet å ligge litt under veksten i verdensøkonomien i budsjettpunkt T. Markedsrisikopremien, altså den meravkastningen investorer forventer å få utover risikofri rente vil også henge sammen med veksten i verdensøkonomien. Det er begrenset hvor sterk korrelasjonen er direkte mellom driftsinntektsveksten og markedsrisikopremien, men vi forutsetter en svak korrelasjon på 0,2.

$$\text{korr}(\text{div}, \text{mrp}) = 0,2$$

kor=korrelasjon, div=driftsinntektsveksten og mrp=markedsrisikopremien

Ettersom netto driftsmargin er uttrykt ved netto driftsresultat over driftsinntekter, vil lakseprisene påvirke denne budsjettdriveren på samme måte som lakseprisen påvirker driftsinntektsveksten. Regner vi ut korrelasjonen mellom disse budsjettdriverne basert på tall fra den historiske perioden, får vi at de korrelerer positivt med 0,83. Ettersom verdivurderingen er basert på et fremtidsregnskap ut i horisonten, må vi ta høyde for at det vil dukke opp flere

faktorer som vil påvirke driftsinntektsveksten og netto driftsmargin i ulik grad. Derfor har vi valgt å justere korrelasjonen mellom de to budsjettdriverne til 0,4.

$$kor(div, ndm) = 0,4$$

kor=korrelasjon, div=driftsinntektsvekst og ndm=netto driftsmargin

Netto driftsmargin

Netto driftsmargin er en budsjettdriver som knytter seg direkte til driftsinntekter og selskapets netto driftsresultat. Dette betyr at netto driftsmargin i stor grad påvirker egenkapitalen, hvilket gjør at denne budsjettdriveren betraktes som en kritisk suksessfaktor. Som forklart i avsnittet over, mener vi at netto driftsmargin og driftsinntektsveksten korrelerer med 0,4. Dette begrunnes med at begge budsjettdriverne er knyttet opp mot lakseprisen.

Over den historiske perioden var standardavviket til netto driftsmargin 4,56%. Dette er et relativt lavt standardavvik, og vi har derfor forutsatt at tilsvarende verdi vil gjelde for kort og mellomlang sikt. Når det kommer til lang sikt har vi antatt at standardavviket for netto driftsmargin vil reduseres til under halvparten. Årsaken til dette er at vi har antatt at netto driftsmarginen stabiliseres ut i horisonten. Dermed reduseres også usikkerheten. Våre standardavvik er vist i tabell 11-9.

Netto driftsmargin	År	Forventet ndm	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1	2018	0,15	4,56 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt 2	2019	0,14	4,56 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt M	2022	0,12	4,56 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt T	2028	0,08	2,00 %	Normalfordelt

Tabell 11 - 9 Viser en oversikt over forventet netto driftsmargin for de ulike budsjettperiodene samt tilhørende standardavviket

Ifølge økonomisk teori har ofte selskap med høye netto driftsmarginer, lavt omløp på netto driftskapital (Knivsflå, 2017q). Det er derfor grunn til å forvente en korrelasjon mellom disse budsjettdriverne. Over den historiske regnskapsperioden har de nevnte budsjettdriverne korrelert med 0,5, men fordi fremtiden alltid er noe usikker, har vi valgt å anta en korrelasjon på 0,4 i Crystal Ball-analysen.

$$kor(ndm, onde) = 0,4$$

Netto driftsmargin skal korrelere med finansiell gearing, ettersom virksomheter med høy netto driftsmargin ofte velger å øke den finansielle risikoen ved å ta mer finansiell gjeld (Knivsflå, 2017q). Over den historiske perioden til LSG korrelerer netto driftsmargin og finansiell

gjeldsdel (gearing) med -0,53. Dette er en rar sammenheng som strider med økonomisk teori. Vi velger derfor å sette korrelasjonen mellom disse budsjettdriverne til 0,1.

$$kor(ndm, fgd) = 0,1$$

Omløpet til netto driftseiendeler

Omløpet til netto driftseiendeler er en budsjettdriver som påvirker både driftsinntektene og selskapets netto driftseiendeler. Følgelig betrakter vi denne budsjettdriveren som en kritisk risikofaktor. Over den historiske perioden hadde omløpet til netto driftseiendeler et standardavvik på 11,51%. Dette er ganske høyt, men med tanke på utviklingen i lakseprisene i løpet av perioden og de store investeringene i 2016, kan verdien forklares. Lakseprisen vil, som sagt, fortsette å ha betydning på driftsinntekten til LSG og det er ventet at selskapet vil foreta flere investeringer i årene som kommer. Å sette standardavviket til 11,51% i den kortsiktige budsjettperioden er derfor rimelig. I det mellomlange siktet øker vi standardavviket med to prosentpoeng som følge av at usikkerheten er litt større i dette punktet. I budsjettpunkt T velger vi å sette standardavviket tilbake til 11,51%, da horisonten anses som et mer stabilt budsjettpunkt. Verdiene er vist i tabell 11-10.

Omløpet til NDE	År	Forventet onde	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 1	2018	1,26	11,51 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt 2	2019	1,23	11,51 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt M	2022	1,15	14,51 %	Normalfordelt
Budsjettpunkt T	2028	1,1	11,51 %	Normalfordelt

Tabell 11 - 10 Viser en oversikt over forventet omløp til netto driftseiendeler for de ulike budsjettperiodene samt tilhørende standardavviket

Andre øvrige risikofaktorer

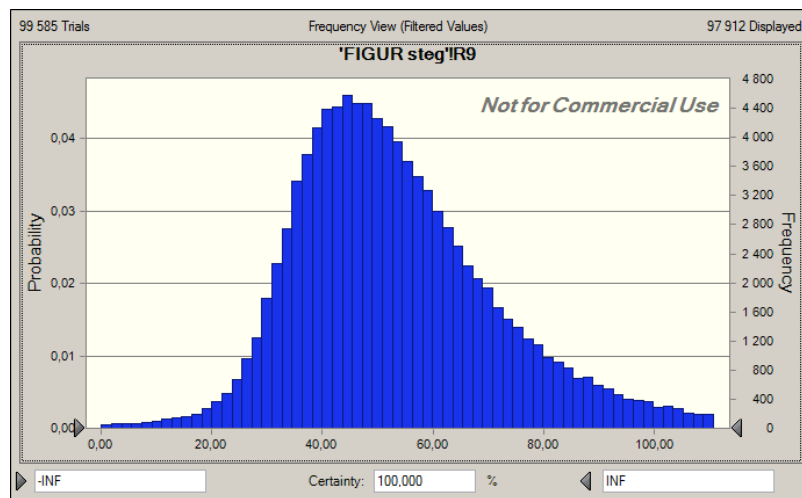
I tillegg til de nevnte risikofaktorene i avsnittene over, har vi også betraktet markedets risikopremie, egenkapitalbeta, langsiktig risikofri rente og langsiktig finansiell gearing som risikofaktorer. Disse, med unntak av egenkapitalbetaen, mener vi er uniformt fordelte innenfor et skjønnsmessig intervall. Egenkapitalbetaen sitt standardavvik setter vi lik det historiske standardavviket. Tallene er presentert i tabell 11-11.

Øvrige kritiske risikofaktorer	Forventet verdi	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Markedets risikopremie	0,049	[4,50%;5,50%]	Uniform fordeling
Egenkapitalbeta	0,888	1,74 %	Normalfordelt
Langsiktig risikofri rente	0,035	[3,00%;4,20%]	Uniform fordeling
Langsiktig finansiell gearing	0,470	[42,0%;55,0%]	Uniform fordeling

Tabell 11 - 11 Viser forventet verdi for de øvrige kritiske risikofaktorene og tilhørende standardavvik

11.5.4.2 Simuleringsanalyse

På bakgrunn av valgene presentert i avsnitt 11.5.4.1, har vi gjennomført en Monte Carlo-simulering med 100 000 trekninger i programmet Crystal Ball. Hver trekning har medført en endring i budsjettdriverne, og følgelig har verdiestimatet på egenkapitalen fått en sannsynlighetsfordeling som presentert i figur 11-5 og tabell 11-12. For å gjøre analysen så presis som mulig, har vi filtrert bort verdier lavere enn null og høyere enn 200 slik at ekstreme har blitt eliminert. Verdiestimat lavere enn null gir ingen mening da null betyr konkurs, og verdi over 200 er urealistisk med tanke på at verdiestimatet er på 54,69 kr.



Figur 11 - 5 Viser sannsynlighetsfordelingen til verdiestimatet ved Monte Carlo-simulering

Statistic	Forecast values
► Trials	99 585
Base Case	54,69
Mean	54,24
Median	50,84
Mode	---
Standard Deviation	20,13
Variance	405,08
Skewness	1,22
Kurtosis	6,13
Coeff. of Variation	0,3711
Minimum	0,09
Maximum	199,36
Mean Std. Error	0,06
Filtered Values	415

Tabell 11 - 12 Viser statistikken fra Monte Carlo-simuleringen

Figur 11-5 viser hvordan verdiestimatet er sannsynlighetsfordelt etter 100 000 simuleringer, og tabell 11-12 presenterer de eksakte verdiene. Vi ser at gjennomsnittsestimatet er 0,45 kr lavere enn vårt opprinnelige estimat på 54,69kr. Fordelingen er noe høyretung, noe en skewness på 1,22 bekrefter (verdi på 0 indikerer perfekt normalfordeling). Kurtosisverdien på 6,13 forteller at modellen har filtrert ut en del ekstreme verdier, noe som også vises i nederste linje i tabellen

der antall filtrerte verdier er 415. Vi ser at estimatet har et standardavvik på 20,13%, hvilket forteller at det foreligger usikkerhet knyttet til verdiestimatet på LSG sin egenkapital.

11.5.4.3 Forklaring av usikkerheten i simuleringen

En sensitivitetsanalyse i Crystal Ball-programmet viser en tabell som forklarer hvordan de ulike budsjettdriverne i de forskjellige budsjettpunktene påvirker variansen i verdiestimatet. Tabell 11-13 viser resultatene fra sensitivitetsanalysen.

Budsjettdriverne	Kontribusjon til varians
Netto driftsmargin i budsjettperiode T	58.4%
Driftsinntektsvekst i budsjettperiode M	20.9%
Netto driftsmargin i budsjettperiode M	6.0%
Omløpet til netto driftseiendeler i budsjettperiode T	4.9%
Markedsrisikopremien	3.3%
Netto driftsmargin i budsjettperiode 2	2.3%
Driftsinntektsvekst i budsjettperiode 2	1.9%
Driftsinntektsvekst i budsjettperiode 1	0.7%
Netto driftsmargin i budsjettperiode 1	0.6%
Driftsinntektsvekst i budsjettperiode T	0.5%
Egenkapitalbeta	0.3%
Omløpet til netto driftseiendeler i budsjettperiode M	0.1%
Omløpet til netto driftseiendeler i budsjettperiode 2	0.0%
Finansiell gearing budsjettperiode T	0.0%
Finansiell gjeldsrente	0.0%
Omløpet til netto driftseiendeler i budsjettperiode 1	0.0%

Tabell 11 - 13 Sensitivitetsanalyse: i hvilken grad budsjettdriverne påvirker variansen i verdiestimatet.

I følge sensitivitetsanalysen har netto driftsmargin i budsjettperiode T en kontribusjon til variansen i verdiestimatet på 58,4%. Dette er svært høyt, og forteller at en liten endring i netto driftsmargin for denne perioden vil ha stor betydning for verdiestimatet på egenkapitalen. Ettersom netto driftsmargin påvirker LSG sitt netto driftsresultat som igjen er tett knyttet sammen med egenkapitalen, er det naturlig at netto driftsmargin har stor betydning på verdiestimatet til egenkapitalen. Netto driftsmargin i budsjettperiode M er den budsjettdriveren med tredje størst kontribusjon til varians. Altså har netto driftsmargin i budsjettperiode M og T en kontribusjon til variansen i verdiestimatet på tilsammen 64,4%.

Driftsinntektsveksten i budsjettperiode M har nest størst påvirkning på variansen i verdiestimatet med 20,9%. Vekst i driftsinntekter fører til vekst i netto driftsresultat som igjen fører til vekst i egenkapitalen. Følgelig vil en endring i denne budsjettdriveren ha innvirkning på verdiestimatet på egenkapitalen til LSG. Omløpet til netto driftseiendeler påvirker også inntekten, hvilket gjør det naturlig at denne budsjettdriveren også påvirker variansen til

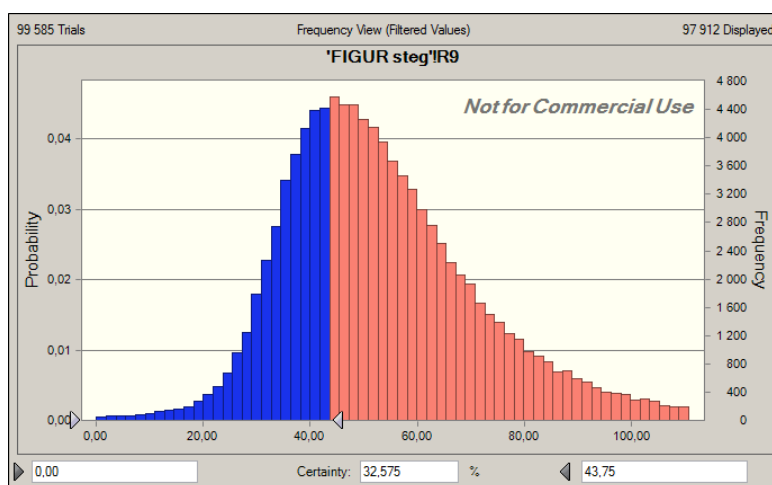
verdiestimatet. Budsjettdriveren til omløpet til netto driftseiendeler påvirker variansen i betydelig mindre grad enn netto driftsmargin og driftsinntektsveksten. Likevel er budsjettdriveren den fjerde mest betydningsfulle budsjettdriveren med sin kontribusjon til varians på 4,9% i budsjettperiode T.

Markedsrisikopremien er også relativt høyt representert med 3,3% kontribusjon til variansen. Dette henger sammen med at markedsrisikopremien er korrelert med driftsinntektsveksten i budsjettperiode T ved at markedsrisikopremien og veksten i verdensøkonomien henger sammen slik forklart i 11.5.4.1. Justeringen for korrelasjonen mellom markedsrisikopremien og driftsinntektsveksten har mest sannsynlig ført til en lavere kontribusjon til variansen for budsjettdriveren til markedsrisikopremien.

11.5.4.4 Oppsidepotensial og nedsiderisiko

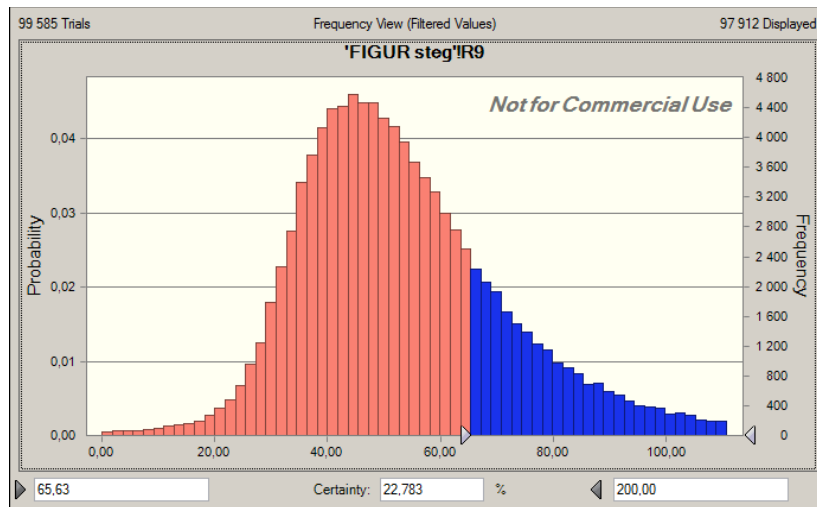
I Crystal Ball-programmet kan vi regne på sannsynligheten for at verdiestimatet ligger innenfor et bestemt intervall. For å forstå usikkerheten knyttet til verdiestimatet, er det interessant å vite hva som er sannsynligheten for en nedsiderisiko og et oppsidepotensial. Nedsiderisikoen har vi definert ved 20% lavere verdi enn verdiestimatet. Oppsidepotensialet har vi definert ved en verdi på 20% høyere enn verdiestimatet. Figur 11-6 og 11-7 illustrerer sannsynligheten for at verdiestimatet har en nedsiderisiko og et oppsidepotensial.

Figur 11-6 viser at sannsynligheten for at verdiestimatet på egenkapitalen er 20% lavere enn det opprinnelige verdiestimatet på 54,69 kr per aksje, er 32,58%. Det vil si at det er 32,58% sannsynlighet for at den verdien er 20% lavere enn vi har estimert. Det vil si lavere enn 43,75 kr per aksje.



Figur 11 - 6 Viser nedsiderisikoen til verdiestimatet på egenkapitalen til LSG

Oppsidepotensialet er illustrert i figur 11-7. Den viser at det er 22,78% sannsynlighet for at verdien av LSG er høyere enn 65,63 kr per aksje, altså 20% høyere enn estimert verdi på 54,69 kr.



Figur 11 - 7 Viser oppsidepotensialet til verdiestimatet på egenkapitalen til LSG

Oppsummert ser vi fra figur 11-6 og 11-7, at LSG sitt verdiestimat har større nedsiderisiko enn oppsidepotensial. Dette er et resultat av våre forutsetninger knyttet til Crystal-ball analysen. Sannsynligheten for nedsiderisiko og oppsidepotensial gjør at det er 44,64% sannsynlighet for at verdien er innenfor intervallet på +/- 20% av vår estimerte verdi på 54,69 kr per aksje.

11.5.4.5 Oppsummering av simuleringsanalyse

Simuleringsanalysen forklarer hvordan verdiestimatet på egenkapitalen til LSG er usikkert. Netto driftsmargin, driftsinntektsvekst, omløpet til netto driftseiendeler og markedsrisikopremien er budsjett drivere som i stor grad påvirker verdiestimatet. Fra analysen over ser vi at netto driftsmargin er faktoren som påvirker estimatet mest. Gjennom analysen av nedsiderisikoen og oppsidepotensialet, ser vi at usikkerheten til verdiestimatet er stort. Sannsynligheten for at verdiestimatet har en nedsiderisiko er større enn sannsynligheten for et oppsidepotensial.

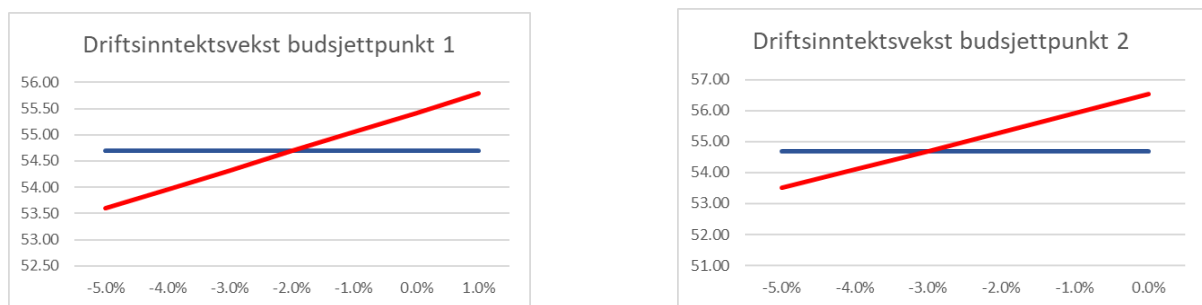
11.5.5 Utvidet sensitivitetsanalyse

I avsnitt 11.5.4.3 hentet vi ut en sensitivitetsanalyse fra Crystal Ball-programmet og diskuterte disse resultatene. For å styrke analysen av hvordan budsjett driverne påvirker verdiestimatet på egenkapitalen til LSG, gjennomfører vi en utvidet sensitivitetsanalyse. Analysen baserer seg på

at vi endrer hver av de viktigste budsjettdriverne med 1%, alt annet likt, og ser hvordan det påvirker verdiestimatet. Vi analyserer driftsinntektsveksten, netto driftsmargin, omløpet til netto driftseiendeler og markedsrisikopremien. I figurene 11-8 til 11-14 representerer den blå konstante linjen vårt verdiestimat på 54,69 kr per aksje. Den røde linjen representerer den relative endringen i estimatet gitt 1% endring i budsjettdriveren.

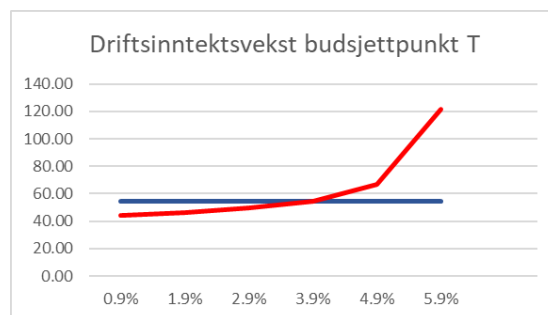
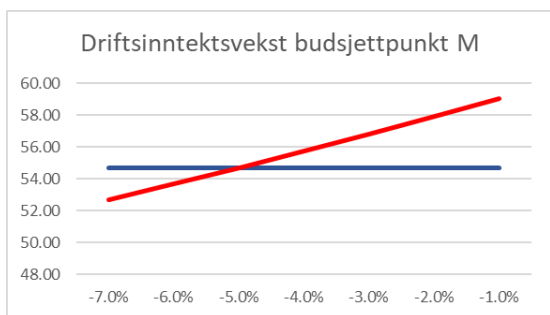
11.5.5.1 Driftsinntektsvekst

Ut i fra sensitivitetsanalysen i avsnitt 11.5.4.3 kom det frem at driftsinntektsveksten påvirker verdiestimatet, men i varierende grad ut i fra hvilket budsjettpunkt det dreier seg om. I budsjettpunkt M forklarer driftsinntektsveksten 20,9% av variasjonen av estimatet, mens i budsjettpunkt 1 forklarer den bare 0,7% av variansen. Figurene under viser hvordan 1% endring i driftsinntekten medfører en endring i verdiestimatet på 0,7% og 1,1% for henholdsvis budsjettpunkt 1 og 2. Dette virker konsistent med funnene i avsnitt 11.5.4.3.



Figur 11 - 8 Figurene over viser hvordan 1% endring i driftsinntektsveksten for budsjettpunkt 1 og 2 fører til en endring i estimert verdi, alt annet likt. Dette vises i sammenheng med den estimerte verdien på 54,69kr per aksje.

Driftsinntektsveksten i budsjettpunkt M forklarer, ifølge analysen i avsnitt 11.5.4.3, 20,9% av variansen i verdiestimatet. I denne analysen ser vi at 1% endring i driftsinntektsveksten i budsjettpunkt M fører til en endring i verdiestimatet på 1,9%. Dette er svært lite i forhold til hva vi forventer etter den innledende sensitivitetsanalysen. Årsaken til at driftsinntektsveksten i budsjettperiode M utgjør den nest største kontribusjonen til varians i verdiestimatet, kan være at vi har satt standardavviket for høyt. Et for høyt standardavvik fører til at det blir trukket flere ekstremverdier noe som igjen fører til en større variasjon i verdiestimatet. Tornadoanalysen i avsnitt 11.5.5.5 bekrefter at det er trukket ut ekstreme verdier for driftsinntektsveksten i budsjettpunkt M.

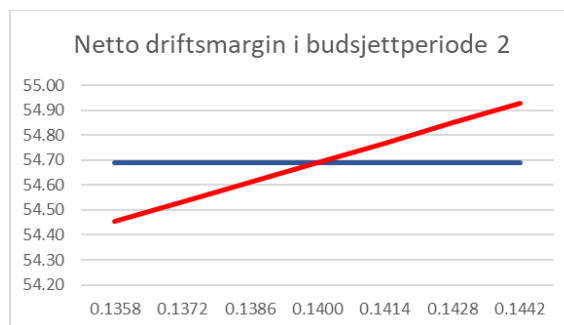
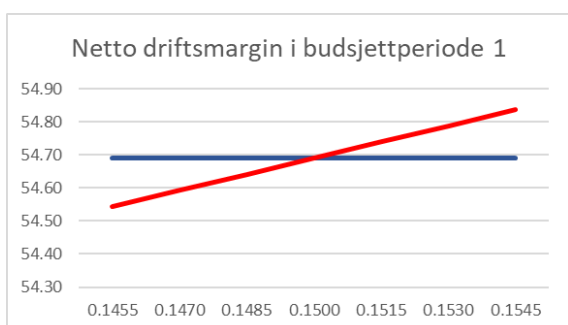


Figur 11 - 9 Figurene over viser hvordan 1% endring i driftsinntektsveksten for budsjettpunkt M og T fører til en endring i estimert verdi, alt annet likt. Dette vises i sammenheng med den estimerte verdien på 54,69kr per aksje.

Driftsinntektsveksten i budsjettpunkt T skal, ifølge den innledende sensitivitetsanalysen, forklare 0,5% av variansen i verdiestimatet. Ut ifra figur 11-9 ser vi at driftsinntektsveksten i budsjettpunkt T har en eksponentiell påvirkning på verdiestimatet. Spesielt ser vi at verdier over 3,9% får et meget stort utslag i estimatet. Dette gir mening da driftsinntektsveksten er en sentral budsjettdriver og horisonten et viktig ledd i utregningen av verdiestimatet. Grunnen til at den innledende sensitivitetsanalysen sier at denne budsjettdriveren i budsjettpunkt T kun forklarer 0,5% av variasjonen, er fordi vi satte variabelen til å være uniform fordelt mellom 3,3% og 4,1%. Dette gjorde vi for å unngå ekstreme verdier.

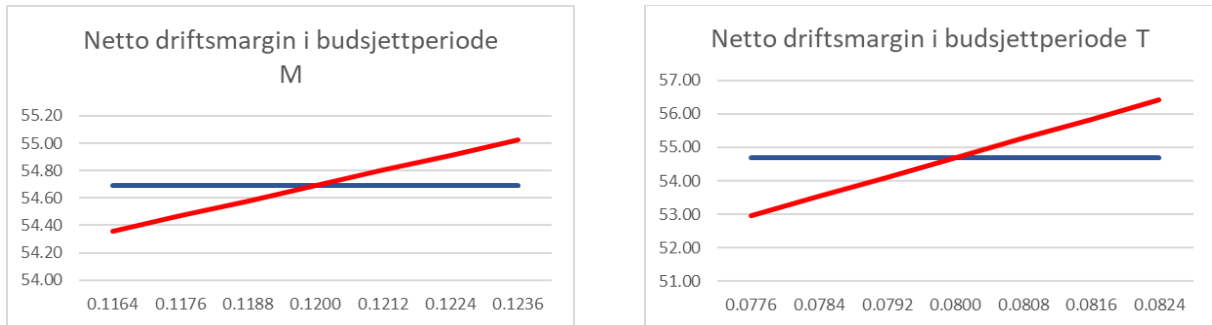
11.5.5.2 Netto driftsmargin

Netto driftsmargin er budsjettdriveren som har størst påvirkning på verdiestimatet. Som diskutert i avsnitt 11.5.4.3 forklarer netto driftsmargin i budsjettpunkt T og M til sammen 64,4% av variasjonen i verdiestimatet. Budsjettdriveren forklarer også en del av verdiestimatet i periode 1 og 2.



Figur 11 - 10 Figurene over viser hvordan 1% endring i netto driftsmargin for budsjettpunkt 1 og 2 fører til en endring i estimert verdi, alt annet likt. Dette vises i sammenheng med den estimerte verdien på 54,69kr per aksje.

Som vi ser av figur 11-10, fører en endring i netto driftsmargin på 1% i budsjettperiode 1 og 2, til en endring i verdiestimatet på henholdsvis 0,09% og 0,15%. Dette samsvarer med den innledende sensitivitetsanalysen i avsnitt 11.5.4.3.

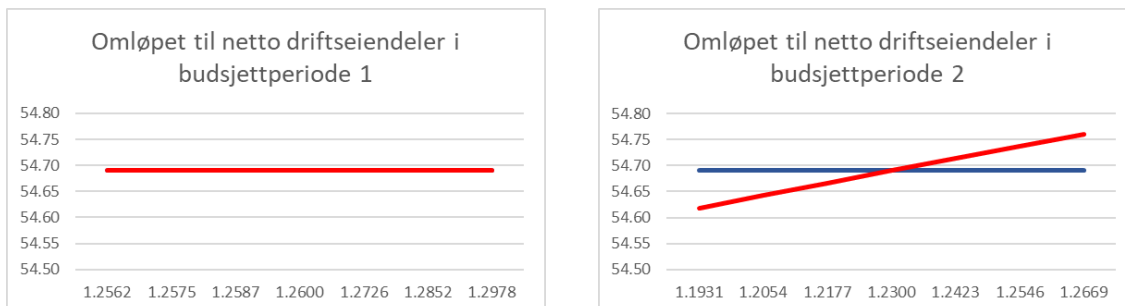


Figur 11 - 11 Figurene over viser hvordan 1% endring i netto driftsmargin for budsjettpunkt M og T fører til en endring i estimert verdi, alt annet likt. Dette vises i sammenheng med den estimerte verdien på 54,69kr per aksje.

Netto driftsmargin i budsjettperiode M skal i følge den innledende sensitivitetsanalysen forklare 6,0% av variasjonen i verdiestimatet. I budsjettperiode T skal den forklare 58,4% av variasjonen i verdiestimatet. I følge figur 11-11 samsvarer ikke tallene fra den innledende og den utvidede analysen. I budsjettperiode M og T vil 1% endring føre til henholdsvis 0,2% og 1,0% endring i verdiestimatet. Som ved tilfellet for driftsinntektsveksten, skyldes avviket fra den innledende analysen for budsjettperiode T, at vi har benyttet et for stort standardavvik på budsjettdriverne. Dette har ført til at det er blitt trukket ekstreme verdier i Crystal Ball-analysen, noe som bekreftes i tornadoanalysen i avsnitt 11.5.5.5.

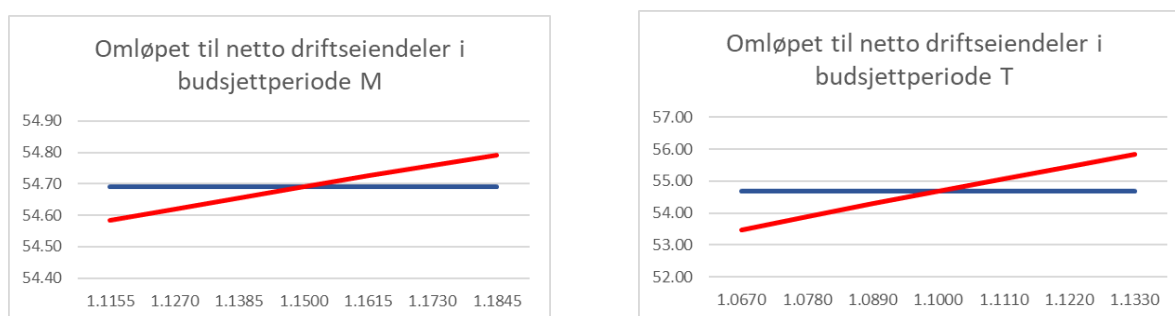
11.5.5.3 Omløpet til driftseiendeler

Omløpet til netto driftseiendeler er, i følge den innledende sensitivitetsanalysen, med på å forklare variasjonen i verdiestimatet av LSG. I budsjettperiode T forklarer budsjettdriveren 4,9%, men i de andre periodene forklarer driveren svært lite.



Figur 11 - 12 Figurene over viser hvordan 1% endring i omløpet til netto driftseiendeler for budsjettpunkt 1 og 2 fører til en endring i estimert verdi, alt annet likt. Dette vises i sammenheng med den estimerte verdien på 54,69kr per aksje.

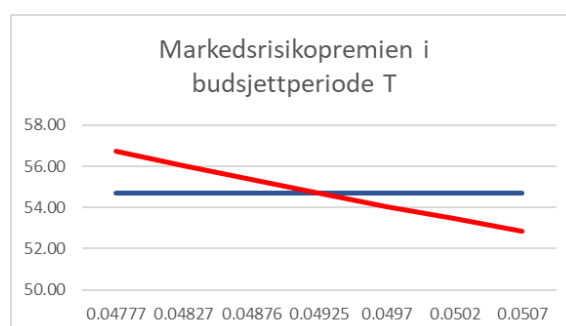
Resultatene fra den innledende analysen bekrefte med resultater fra den utvidede som vist i figur 11-12. I budsjettperiode 1 bidrar budsjettdriveren ikke til noe variasjon i verdiestimatet. I budsjettperiode 2 ser en at 1% endring i budsjettdriveren gir 0,04% endring i verdiestimatet. I periode M er også forklaringen i variasjonen nærmest fraværende, slik en kan se i figur 11-13. I budsjettperiode T er forklaringen på variasjonen rundt 0,7%, hvilket henger sammen med den innledende analysen.



Figur 11 - 13 Figurene over viser hvordan 1% endring i omløpet til netto driftseiendeler for budsjettpunkt M og T fører til en endring i estimert verdi, alt annet likt. Dette vises i sammenheng med den estimerte verdien på 54,69kr per aksje.

11.5.5.4 Markedsrisikopremien

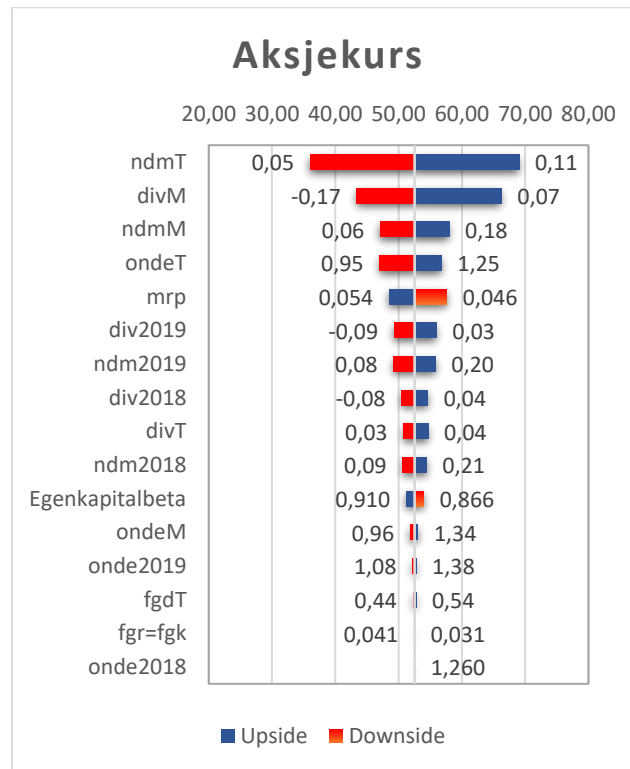
Ifølge den innledende sensitivitetsanalysen i avsnitt 11.5.4.3 forklarer markedsrisikopremien 3,3% av variansen i verdiestimatet. Den relativt svake påvirkningen samsvarer med resultatene fra den utvidede sensitivitetsanalysen. Den utvidede analysen viser at 1% økning i markedsrisikopremien fører til en reduksjon i verdiestimatet på rundt 1,2%, slik figur 11-14 viser. Årsaken til at verdiestimatet reduseres ved en økning i markedsrisikopremien er at en høyere markedspremie fører til en høyere alternativkostnad, og følgelig en høyere pris på kapital.



Figur 11 - 14 Figurene over viser hvordan 1% endring i markedsrisikopremien for budsjettpunkt T fører til en endring i estimert verdi, alt annet likt. Dette vises i sammenheng med den estimerte verdien på 54,69kr per aksje.

11.5.5.5 Tornadoanalyse

Figur 11-15 viser en tornadoanalyse. Tornadoanalysen forklarer i hvilken grad verdiestimatet har blitt påvirket av de ulike budsjettdriverne i Crystal Ball-analysen. Figuren fungerer som en oppsummering på den utvidede sensitivitetsanalysen.



Figur 11 - 15 Tornadoanalysen viser hvordan variasjonen i budsjettdriverne har påvirket verdiestimatet i analysen.

11.6 Oppsummering av verdiestimat og usikkerhet

I dette kapittelet har vi gjennomført den fundamentale verdsettelsen av LSG. Med utgangspunkt i egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden har vi, gjennom en konvergeringsprosess, verdsatt LSG sin egenkapital til 32 668 148 508 norske kroner, hvilket gir en aksjeverdi på 54,83 kr per aksje. Etter en justering for konkurrisiko på 0,26%, er vårt endelige estimat på aksjeverdien til LSG 54,69 kr per aksje.

For å vurdere usikkerheten til den estimerte verdien på egenkapitalen, har vi gjennomført en usikkerhetsanalyse i programmet Crystal Ball. Resultatet i denne analysen, sammen med en utvidet sensitivitetsanalyse, forklarer i hvilken grad driftsinntektsveksten, netto driftsmargin, omløpet til netto driftseiendeler og markedsrisikopremien påvirker verdiestimatet. Påvirkningen er størst på mellomlang og lang sikt. Aksjeverdien til LSG har høyere sannsynlighet for nedsiderisiko enn oppsidepotensial. Videre er det 44,64% sannsynlighet for

at aksjeverdien holder seg innenfor et intervall på +/-20% av estimert verdi, hvilket understreker usikkerheten rundt verdiestimatet.

Samtidig ser vi at Dagens Næringsliv sin konsensusverdi av LSG på 54,00 kr per aksje (17.12.17) er svært nærme vårt verdiestimat på 54,69 kr per aksje. Dette er med på å styrke troverdigheten til vårt verdiestimat.

Verdiestimatet på 54,69 kr per aksje vil, sammen med en komparativ verdivurdering, danne grunnlaget for en endelig konklusjon på vår verdivurdering av LSG. Det vil så, ut i fra dagens aksjekurs, foretas en anbefaling av hvorvidt en bør kjøpe, holde eller selge aksjer i LSG.

12 Supplerende verdivurdering

I kapittel 11 ble det konkludert med at det foreligger usikkerhet rundt den fundamentale verdsettelsen vi har gjennomført. På grunn av dette, foretar vi i dette kapitlet en supplerende verdivurdering for å kvalitetssikre den estimerte verdien.

Som nevnt i kapittel 3.1 finnes det tre hovedteknikker for verdivurdering av et selskap. De tre teknikkene er fundamental, komparativ og opsjonsbasert verdsettelse. I kapittel 3.2 kom vi frem til at den komparative verdsettelsesteknikken egner seg best til å foreta en supplerende verdivurdering av LSG.

Komparativ verdsettelsesteknikk består av multiplikatormodellen og substansverdimodellen. Etersom substansverdimodellen passer best for avtakende selskap, som diskutert i kapittel 3.2, har vi valgt å benytte multiplikatormodellen.

Multiplikatormodellen går ut på å beregne ulike multipler basert på regnskapstall fra bransjen og så sette de sammen med regnskapstall fra LSG (Kaldestad & Møller, 2016). I utregningen benytter vi omgrupperte og justerte resultat- og balansetall for fra kapittel 5.

12.1 Komparative selskap

En av svakhetene ved den komparative verdsettelsesmodellen er at den avhenger av at selskapene som benyttes i sammenligningen har relativt lik struktur, noe som er vanskelig å finne (Kaldestad & Møller, 2016). Vi har valgt å benytte de samme selskapene som vi innledningsvis definerte som bransjen. Dette er Norway Royal Salmon, Marine Harvest, LSG, SalMar og Grieg Seafood. Disse selskapene er de største lakseoppdrettselskapene representert på Oslo Børs. De varierer noe i størrelse og omfang av driften, men ettersom hovedvirksomheten er oppdrett av laks anser vi dem som relativt like LSG.

12.2 Multipler

Multiplikatormodellen kan beregnes både direkte og indirekte gjennom egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Egenkapitalmetoden benytter en komparativ egenkapitalmultiplikator som multipliseres med en basis som ofte er egenkapital, fortjeneste eller pris per aksje. Selskapskapitalmetoden multipliserer en selskapskapitalmultiplikator med en basis, slik som i egenkapitalmetoden. Til slutt trekkes netto finansiell fra (Knivfsflå, 2017r). Siden

selskapskapitalmetoden ikke avhenger av kapitalstrukturen, sees denne på som en bedre metode enn egenkapitalmetoden (Kaldestad & Møller, 2016). Likevel er det enkelte multiplikatorer hvor egenkapitalmetoden egner seg best.

Multiplikatorene som vi har valgt å benytte er P/B, EV/EBITDA, EV/EBIT, P/E og P/S. I kommende delkapitler presenteres hver av de fem multiplene. Det regnes ut både et gjennomsnitt og et vektet gjennomsnitt. Gjennomsnittet av disse benyttes som verdiestimat. Dette gjøres for å redusere sannsynligheten for ekstreme verdier.

12.2.1 Multippel P/B

Multipelen P/B er en enkel multippel å anvende og den indikerer selskapets evne til å skape verdier. En av ulempene ved multipelen er imidlertid at regnskapsmessige effekter, som ulik avskrivningsprofil, kan medføre at to like selskaper får ulik multiplikator. I tillegg er multiplikatoren lite egnet dersom et av selskapene går fra en investeringsfase til en høstningsfase. Multiplikatoren vil også gi ulike verdier avhengig av om selskapene har vokst organisk eller gjennom oppkjøp og fusjoner (Kaldestad & Møller, 2016). Egenkapitalmetoden er benyttet i utregningene og børsverdien er beregnet ved at antall aksjer er multiplisert med prisen per aksje hentet 4. desember 2017 (Yahoo Finance, 2017).

$$\frac{Price}{Book} = \frac{Markedsverdi\ av\ EK}{Bokført\ verdi\ av\ EK}$$

P/B	LSG 26 %	Salmar 14 %	NRS 6 %	Grieg 11 %	Marine Harvest 44 %	Vektet gjennomsnitt	Gjennomsnitt	Multipel fra fundamental v.
Markedsverdi EK	27 423 462	27 781 160	6 078 321	8 519 811	71 760 563			
Bokført EK	12 113 822	6 861 856	1 667 603	3 336 499	26 466 751			
P/B	2,26	4,05	3,64	2,55	2,71	2,85	3,04	2,69

Tabell 12 - 1 Multippel P/B

Multipelen fra den fundamentale verdsettelsen i tabell 12-1 representerer pris/bok verdien basert på egenkapitalverdien fra den fundamentale verdsettelsen. Som en ser ligger denne omtrent på samme nivå som det vektete gjennomsnittet. Videre ser en at pris/bok forholdet for alle selskapene er større enn 1, hvilket betyr at alle selskapene besitter strategisk fordel, slik som diskutert i avsnitt 11.5.2. Dette samsvarer med de tidligere analysene der vi konkluderer med at det foreligger en bransjefordel.

Gjennomsnittet er trukket noe opp av den høye multipelen til SalMar. SalMar sin høye multippel skyldes at aksjonærene mener det ligger betydelige merverdier i selskapet. Selv om

SalMar sin multiplere medfører at gjennomsnittet blir noe overvurdert, har vi valgt å inkludere den da den utgjør kun 14% av det vektete gjennomsnittet. Utrengningen av den estimerte aksjeverdien er vist i tabell 12-2.

P/B	Vektet gjennomsnitt	Gjennomsnitt	Verdiestimat
Multiplikator	2,854	3,044	2,949
Bokført EK	12 113 822	12 113 822	12 113 822
Markedsverdi EK	34 578 281	36 879 954	35 729 117
Aksjer	595 773 680	595 773 680	595 773 680
Aksjekurs	58,04	61,90	59,97

Tabell 12 - 2 Aksjekurs ved multiplere P/B

Den estimerte aksjeverdien ligger på 59,97 kr, hvilket er høyere enn det fundamentale verdiestimatet på 54,69 kr. Noe av forskjellen skyldes SalMar sin høye multiplere.

12.2.2 Multiplere EV/EBITDA

Multiplere EV/EBITDA er en vanlig brukt multiplere spesielt ved oppkjøp. En av grunnene til dette er at den sammenligner den rene driften i selskapene da den ser på driftsresultatet uten avskrivninger. Ulempen med multiplere er at den ikke tar hensyn til risiko og fremtidige investeringsbehov (Kaldestad & Møller, 2016). Selskapene kan da fremstå som like «gode» ut i fra multiplere, men det ene selskapet kan ha behov for oppgraderinger uten at det andre har det. På grunn av dette bør multiplere sees i sammenheng med andre multiplere. Multiplere er beregnet med selskapskapitalmetoden, slik likningen under viser.

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBITDA}} = \frac{\text{Markedsverdi EK} + \text{Netto finansiell gjeld}}{\text{Driftsresultat før avskrivninger}}$$

EV/EBITDA	LSG 26 %	SALMAR 14 %	NRS 6 %	Grieg 11 %	Marine Harvest 44 %	Vektet gjennomsnitt	Gjennomsnitt	Multiplere fra fundamental v.
Markedsverdi EK	27 423 462	27 781 160	6 078 321	8 519 811	71 760 563			
Bokført NFG	3 032 984	2 280 213	559 156	1 719 017	5 039 672			
EV	30 456 446	30 061 373	6 637 477	10 238 828	76 800 235			
EBITDA	3 905 334	2 723 989	595 062	1 013 626	7 747 230			
EV/EBITDA	7,80	11,04	11,15	10,10	9,91	9,72	10,00	9,12

Tabell 12 - 3 Multiplere EV/EBITDA

Som tabell 12-3 viser har LSG en lavere multiplere enn resten av bransjen. Dette medfører at de gjennomsnittlige multiplere er noe overvurdert og følgelig vil trekke aksjekursen til LSG opp. I tillegg ser en at multiplikatoren basert på den fundamentale verdsettelsen er relativt lik det vektete gjennomsnittet, noe som styrker den fundamentale verdsettelsen.

EV/EBITDA	Vektet gjennomsnitt	Gjennomsnitt	Verdiestimat
Multiplikator	9,725	10,001	9,863
EBITDA	3 905 334	3 905 334	3 905 334
EV	37 978 290	39 055 815	38 517 053
Bokført NFG	3 032 984	3 032 984	3 032 984
Markedsverdi EK	34 945 306	36 022 832	35 484 069
Aksjer	595 773 680	595 773 680	595 773 680
Askjekurs	59	60	60

Tabell 12 - 4 Aksjekurs ved multipl EV/EBITDA

Multipleringen gir en estimert aksjeverdi på 60 kr, hvilket er høyere enn fra den fundamentale verdsettelsen som gir en aksjeverdi på 54,69 kr. At aksjeverdien er høyere er likevel som forventet da LSG har en lavere EV/EBITDA multiplering enn resten av bransjen.

12.2.3 Multiplering EV/EBIT

På samme måte som EV/EBITDA sammenligner EV/EBIT også selskapets underliggende drift. EV/EBIT tar i tillegg hensyn til investeringsbehovet, gitt at det ikke er store avvik mellom dagens avskrivninger og fremtidige investeringsbehov. Siden det er en viss risiko for at fremtidig kapitalbehov blir ignorert på samme måte som for EV/EBITDA, anbefales det at også denne multipleringen blir vurdert sammen med andre for å få et helhetlig bilde (Kaldestad & Møller, 2016). Akkurat som for EV/EBITDA benyttes selskapskapitalmetoden for å beregne multipleringen.

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBIT}} = \frac{\text{Markedsverdi EK} + \text{Netto finansiell gjeld}}{\text{Driftsresultat}}$$

EV/EBIT	LSG 26 %	SALMAR 14 %	NRS 6 %	Grieg 11 %	Marine Harvest 44 %	Vektet gjennomsnitt	Gjennomsnitt	Multiplering fra fundamental v.
Markedsverdi EK	27 423 462	27 781 160	6 078 321	8 519 811	71 760 563			
Bokført NFG	3 032 984	2 280 213	559 156	1 719 017	5 039 672			
EV	30 456 446	30 061 373	6 637 477	10 238 828	76 800 235			
EBIT	4 491 506	3 106 331	668 824	1 205 792	9 127 404			
EV/EBIT	6,78	9,68	9,92	8,49	8,41	8,36	8,66	7,93

Tabell 12 - 5 Multiplering EV/EBIT

Som en kan se fra tabell 15-5 er LSG sin multiplering også her lavere enn resten av bransjen, hvilken medfører at multiplikatoren benyttet under er noe høy.

EV/EBIT	Vektet gjennomsnitt	Gjennomsnitt	Verdiestimat
Multiplikator	8,360	8,658	8,509
EBIT	4 491 506	4 491 506	4 491 506
EV	37 549 349	38 885 724	38 217 537
Bokført NFG	3 032 984	3 032 984	3 032 984
Markedsverdi EK	34 516 366	35 852 741	35 184 553
Aksjer	595 773 680	595 773 680	595 773 680
Aksjekurs	57,94	60,18	59,06

Tabell 12 - 6 Aksjekurs ved multipl EV/EBIT

Multipl EV/EBIT gir et aksjeverdiestimat på 59,06 kr, hvilket er nært på verdiestimatet fra multipl EV/EBITDA.

12.2.4 Multipl Price / Earnings

Multipl Price/Earnings er en av de mest brukte multiplene da den er enkel å benytte og tolke. Den passer bra for stabile bransjer, men ulempen ved den er at den ikke tar hensyn til risiko og kapitalbehov. På grunn av dette bør multiplene vurderes opp mot de andre multiplene (Kaldestad & Møller, 2016). Egenkapitalmetoden anvendes til å beregne multiplene.

$$\frac{\text{Price}}{\text{Earnings}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Resultat etter skatt}}$$

P/E	LSG 26 %	SALMAR 14 %	NRS 6 %	Grieg 11 %	Marine Harvest 44 %	Vektet gjennomsnitt	Gjennomsnitt	Multipl fra fundamental v.
Markedsverdi EK	27 423 462	27 781 160	6 078 321	8 519 811	71 760 563			
Resultat etter skatt	1 679 956	2 558 101	360 597	999 880	8 779 079			
P/E	16,32	10,86	16,86	8,52	8,17	11,33	12,15	12,23

Tabell 12 - 7 Multipl P/E

Som en kan se fra tabell 12-7, har LSG en høyere multipl enn gjennomsnittet. Multiplikatoren fra den fundamentale verdsettelsen er derimot lik gjennomsnittene. Vi har foretatt en forenkling, og forutsetter at egenkapitalkravet beregnet i den fundamentale verdsettelsen kan benyttes som egenkapitalkrav for bransjen her. Da får vi at gjennomsnittlig P/E multiplikator er mindre enn 1/ekk. Dette, sammen med det faktum at P/B-multiplikatoren er større enn 1, indikerer nok en gang at den strategiske fordelene er synkende i bransjen. Aksjekursen beregnet med P/E-multiplikatoren er vist i tabell 12-8.

P/E	Vektet gjennomsnitt	Gjennomsnitt	Verdiestimat
Multiplikator	11,335	12,15	11,741
Resultat etter skatt	1 679 956	1 679 956	1 679 956
Markedsverdi EK	19 041 936	20 406 475	19 724 206
Aksjer	595 773 680	595 773 680	595 773 680
Aksjekurs	31,96	34,25	33,11

Tabell 12 - 8 Aksjekurs ved multipl P/E

Som en kan se fra tabellen gir multippelen en estimert aksjeverdi på 33,11 kr. Dette er langt mindre enn verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen som gir en aksjeverdi på 54,69 kr. Dette kan skyldes at LSG har en høyere multiplenum enn gjennomsnittet, hvilket vil medføre at resultatet blir lavere.

12.2.5 Multiplenum P/S

Multiplenum P/S er en relativt enkel multiplenum å beregne da den baserer seg på driftsinntekter og markedsverdien til egenkapitalen. Ulempen ved multiplenum er at den kan variere mye samt at den ikke tar hensyn til kostnadene til selskapet.

$$\frac{Prcie}{Sale} = \frac{Markedsverdi\ EK}{Salg}$$

P/S	LSG 26 %	Salmar 14 %	NRS 6 %	Grieg 11 %	Marine Harvest 44 %	Vektet gjennomsnitt	Gjennomsnitt	Multiplenum fra fundamental v.
Markedsverdi EK	27 423 462	27 781 160	6 078 321	8 519 811	71 760 563			
Driftsinntekter	20 703 788	11 278 307	5 099 245	7 690 372	35 251 921			
P/S	1,32	2,46	1,19	1,11	2,04	1,78	1,62	1,57

Tabell 12 - 9 Multiplenum P/S

Som en kan se fra tabell 12-9 ligger multiplenum basert på den fundamentale verdien på omtrent samme nivå som gjennomsnittene. Gjennomsnittene er benyttet til å beregne aksjeverdien slik tabellen under viser.

P/S	Vektet gjennomsnitt	Gjennomsnitt	Verdiestimat
Multiplenum	1,780	1,625	1,702
Driftsinntekter	20 703 788	20 703 788	20 703 788
Markedsverdi EK	36 859 744	33 636 652	35 248 198
Aksjer	595 773 680	595 773 680	595 773 680
Aksjekurs	61,87	56,46	59,16

Tabell 12 - 10 Aksjekurs ved multiplenum P/S

Den estimerte aksjeverdien ligger på 59,16 kr, hvilket er omtrent samme nåverdi som multiplenumene over gir.

12.3 Samlet resultat fra komparativ verdsettelse

Samtlige av de beregnede multiplenum bør sees i sammenheng med andre multiplenum. Fra tabell 12-11 ser en at alle multiplenum, utenom P/E multiplenum, har relativt lik verdi på omtrent 60,00 kr. Dette er en verdi som er høyere enn vårt verdiestimat fra den fundamentale verdsettelsen, noe som indikerer at multiplenummodellen trekker i retning av at verdiestimatet kunne vært

enda høyere. Vi har imidlertid valgt å inkludere alle multiplene i beregningen av gjennomsnittet når vi estimerer aksjekursen. På grunn av dette havner gjennomsnittet på 54,17 kr, hvilket ikke avviker stort fra den fundamentale verdivurderingen på 54,69 kr. At vår supplerende verdivurdering estimerer omtrent den samme verdien som fra vår fundamentale verdivurdering, styrker troverdigheten til verdiestimatet betydelig. Det faktum at multiplikatormodellen baserer seg på gjennomsnittlige multiplikatorer fra bransjen, betyr at verdiestimatene henger sammen med underliggende forhold i bransjen. Dette tyder på at merverdiene vi har beregnet i den komparative verdsettelsen, knytter seg til bransjespesifikke merverdier. Dette stemmer overens med funnene i den fundamentale verdivurderingen, der vi konkluderer med at LSG besitter en bransjefordel.

LSG	P/B	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/E	P/S	Gjennomsnitt
Verdiestimat	59,97	60	59,06	33,11	59,16	54,17

Tabell 12 - 11 Gjennomsnittlig aksjekurs ved komparativ verdivurdering

13 Konklusjon og handlingsstrategi

I dette kapittelet presenteres først konklusjonen av verdivurderingen av LSG. På bakgrunn av denne har vi anbefalt en handlingsstrategi som presenteres til slutt.

13.1 Konklusjon

LSG har i dag en stor strategisk fordel. Fordelen er knyttet til en stor bransjefordel som hovedsakelig skyldes et lavt tilbud og en høy etterspørsel av norsk laks. Det lave tilbudet er forårsaket av en streng konsesjonspolitikk som følge av areal- og miljøutfordringer. Den høye etterspørselen skyldes en økende middelklasse, god kvalitet på norsk oppdrettslaks og næringens integritet. Samlet har dette hatt en positiv effekt på lakseprisen. Effekten har ytterligere blitt påvirket av den svake kronen. Konsesjonspolitikken har også medført lav konkurranse i bransjen, hvilket bidrar til en ytterligere bransjefordel. I tillegg har renten vært lav i lang tid, noe som har gitt gunstige gjeldsforpliktelser. Dagens strategiske fordel begrenses imidlertid av at LSG besitter en ressursulempe knyttet til bearbeiding av laks.

På kort sikt er det ventet at lakseprisene reduseres, hvilket vil resultere i lavere lønnsomhet for oppdrettsselskapene. Vi mener imidlertid at reduksjonen ikke vil påvirke LSG i like stor grad da de i tillegg selger bearbeidet laks til en høyere pris. Videre selger LSG også hvitfisk, noe som ikke henger sammen med lakseprisen. Hvitfisksegmentet er ventet å integreres fullstendig i nær fremtid, slik at segmentet vil skape en midlertidig ressursfordel for LSG. På lang sikt er ressursfordelen forventet å forsvinne grunnet konkurransekrefter. I fremtiden er det videre ventet at teknologisk innovasjon resulterer i utviklingskonsesjoner og en mer liberal konsesjonspolitikk. Med dette forventes det at miljøutfordringer reduseres og produksjonsvolumet av laks økes. Dette er med på å øke tilbudet samt konkurransen. Samlet vil effektene redusere bransjefordelen, men fordelen vil ikke forsvinne helt da vi mener det fortsatt vil være nødvendig å føre en konsesjonspolitikk for å sikre en bærekraftig næring. På den måten vil det alltid være en etableringsbarriere som begrenser konkurransen. I tillegg øker både verdens befolkning og middelklasse, samtidig som det kinesiske markedet får økt tilgjengelighet. Dette mener vi vil resultere i en kontinuerlig etterspørsel.

På bakgrunn av våre analyser, ser vi at LSG i dag besitter en stor strategisk fordel. Fordelen er ventet å avta i fremtiden, men vil alltid være positiv. Den strategiske fordelen til LSG vil stabilisere seg på 4,0% i Steady State. Dette forklarer vårt verdiestimat på 54,69 kr per aksje.

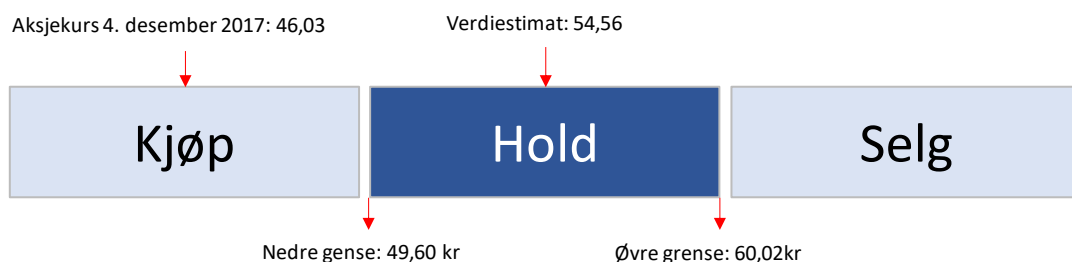
13.2 Handlingsstrategi

Som nevnt i delkapittel 3.3 vil et verdiestimat på egenkapitalen til et selskap være mer troverdig dersom flere verdsettelsesmodeller kommer frem til relativt likt verdiestimat. Vi valgte å benytte den fundamentale verdsettelsesmetoden som hovedmetode da denne egnet seg best for selskapet. I tillegg valgte vi å benytte en komparativ verdivurdering for å se om verdiestimatene samsvarte. Verdiestimatet fra den fundamentale metoden ble på 54,69 kr og verdiestimatet fra den komparative metoden ble på 54,17kr. Likheten mellom verdiestimatene styrker troverdigheten til vår analyse. I tillegg har Dagens Næringsliv nylig oppdatert (15.12.17) sitt konsensusestimert på verdien av LSG til å være 54,00 kr per aksje. Dette styrker troverdigheten til vårt estimat ytterligere.

Forskjellen på verdiestimatene er svært liten, men vi har likevel valgt å vekte verdiene for å komme frem til et gjennomsnitt. Ettersom den fundamentale verdsettelsen har vært hovedmetoden har vi valgt å vektlegge denne med 75%. Da gjenstår det 25% vektning av den komparative verdivurderingen. Endelig verdiestimat ender med det på 54,56 kr per aksje, slik utregningen under demonstrerer.

$$54,69kr * 75\% + 54,17kr * 25\% = 54,56kr$$

Basert på vårt verdiestimat av LSG utarbeides det en handlingsstrategi. Det er knyttet usikkerhet rundt vårt estimat da enkelte beregninger er basert forutsetninger underveis. Videre er usikkerheten understreket av Crystal Ball-analysen i kapittel 11. På grunn av usikkerheten har vi valgt å beregne et handlingsrom på pluss/minus 10% av vår estimerte aksjeverdi. Handlingsintervallet ender med det på [49.60, 60.02]. Dagens aksjekurs, 04.12.17, er 46,03 kr per aksje, hvilket ligger under intervallet. Handlingsstrategien resulterer derfor i en kjøpsanbefaling. Dette er vist i figur 13-1.



Figur 13 - 1 Vår kjøpsanbefaling

Referanser

Faglitteratur

- Barney, J. (2014) *Gaining and Sustaining Competitive Advantage*. 4. utg. Essex: Pearson
- Damodaran, A. (2012) *Investment Valuation*. 3. utg. New Jersey: Wiley
- Hussey, D. (1998) *Strategic Management from theory to implementation*, 4.utg. Butterworth-Heinemann
- Knudsen, H. og Flåten, B. T. (2015) *Strategisk Ledelse*. Cappelen Damm
- Petersen, C., Plenborg, T. og Kinserdal, F. (2017) *Financial Statement Analysis*. Bergen: Fagbokforlaget
- Penman, S. H. (2010) *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. 4. utg. McGraw-Hill
- Penman, S. H (2013) *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. 5. utg. McGraw-Hill
- Kaldestad, Y. & Møller, B. (2016) *Verdivurdering*. 2. utg. Bergen: Fagbokforlaget

Forelesningsnotater

Kinserdal, F. (2017) *del 3 Analytisk balanse/ resultat* [Upublisert manuskript]. Institusjon: Norges Handelshøyskole, BUS424N – Regnskapsanalyse.

MRR413A: Regnskapsanalyse og verdivurdering v/Kjell Henry Knivsflå, Våren 2017, Knivsflå, K. H. (2016). BUS440/MRR413A Regnskapsanalyse og verdivurdering. Hentet fra <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar.htm>

- (2017a) Forelesning 1 Introduksjon
- (2017b) Forelesning 2 Strategisk – rekneskap og verdi
- (2017c) Forelesning 3 Regnskapsanalyse Ramme og «trailing»
- (2017d) Forelesning 4 Omgruppering for analyse
- (2017e) Forelesning 5 Omgruppering balanse og kontantstrøm
- (2017f) Forelesning 6 Rekneskapsbasert måling og målefeil
- (2017g) Forelesning 7 Justering av målefeil
- (2017h) Forelesning 8 Kredittvurdering, syntetisk rating
- (2017i) Forelesning 9 Avkastningskrav = målestokk for rentabilitet
- (2017j) Forelesning 10 Strategisk rentabilitetsanalyse
- (2017k) Forelesning 11 Strategisk driftsanalyse

- (2017l) Forelesning 13 Fremtidsrekneskap , ramme og driftsinntekter
- (2017m) Forelesning 14 Fremtidsrekneskap, andre budsjettdriverarar
- (2017n) Forelesning 15 Fremtidskrav og strategisk rentabilitetsanalyse
- (2017o) Forelesning 16 Fundamental verdivurdering: Egenkapitalmetoden
- (2017p) Forelesning 17 SK-metoden og verdikonvergens
- (2017q) Forelesning 18 Uvisse i verdierstatimtet og «some topics in valuation»
- (2017r) Forelesning 21 Komparativ verdivurdering

Offentlige kilder

Aarø, J. T. og Norli, K. (2016) *E24 – I to år har kronen og oljeprisen vært bundet tett sammen. Nå er noe i ferd med å skje.* [Internett]

Tilgjengelig fra: <<http://e24.no/boers-og-finans/valuta/i-to-aar-har-kronen-og-oljeprisen-vaert-bundet-tett-sammen-naa-er-noe-i-ferd-med-aa-skje/23685588>> [Lest 10.10.17]

Berge, A. (2016) *Her er Lerøys visjon om merkevare* [Internett]. iLaks.

Tilgjengelig fra: <<https://ilaks.no/her-er-lerøys-visjon-om-merkevarer/>> [Lest 27.09.17]

Bjerknes, C. og Christensen, J. (2017) *DN, Holder renten uendret* [Internett].

Tilgjengelig fra: <<https://www.dn.no/nyheter/2017/09/21/1000/Makrookonomi/holder-renten-uendret>> [Lest 03.10.17]

Dahl, A. G (2017) *Lederkilden, belåningsreserve i %*, [Internett]

Tilgjengelig fra: <https://www.lederkilden.no/tema/okonomi_og_rapportering/regnskap-analyse/belaningsreserve-i-> [Lest: 08.11.17]

Damodaran, A (2017) *Betas by Sector* [Internett]. Oppdatert januar 2017.

Tilgjengelig fra: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html> Lest [21.10.17]

Deloitte (2017a) *IAS 19 – Employee Benefits* [Internett]

Tilgjengelig fra: <<https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias19>> [Lest 17.12.17]

Deloitte (2017b) *IAS 41 – Agriculture* [Internett].

Tilgjengelig fra: <<https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias41>> [Lest 17.12.17]

Deloitte (2017c) *IFRS 13 – Fair Value Measurement* [Internett].

Tilgjengelig fra: <<https://www.iasplus.com/en/standards/ifrs/ifrs13>> [Lest 17.12.17]

Det kongelige Nærings- og Fiskeridepartement (2015) [Internett].

Tilgjengelig fra:

<<https://www.regjeringen.no/contentassets/6d27616f18af458aa930f4db9492f5e5/no/pdfs/stm201420150016000dddpdfs.pdf>> [Lest: 20.09.17]

DN (2017a) *Børs & marked* [Internett].

Tilgjengelig fra: <<https://www.dn.no/finans/#/detaljer/LSG.OSE>> [Lest 12.12.17]

DN (2017b) *Børs & marked* [Internett].

Tilgjengelig fra: <<https://www.dn.no/finans/#/detaljer/LSG.OSE>> [Lest 17.12.17]

DNB Markets (2017) *DNB Markets Economic Outlook 2018*. [Internett], 2017, 44s.

Tilgjengelig fra: <<https://www.dnb.no/portalfont/nedlast/no/markets/analyser-rapporter/norske/okonomiske-utsikter/HR171207.pdf>> [Lest 18.12.17]

Experian (2017) *Formler på nøkkeltall* [Internett].

Tilgjengelig fra: <<http://www.experian.no/assets/onlinetjenester/brochures/nokkeltall-beskrivelse.pdf>> [Lest: 28.11.17]

Finansdepartementet (2017a) *Skattesatser 2013* [Internett].

Tilgjengelig fra: <<https://www.statsbudsjettet.no/Statsbudsjettet-2013/Artikler/Skattesatser-2013/>> [Lest: 05.09.17]

Finansdepartementet (2017b) *Skattesatser 2015* [Internett]. Oppdatert 19.12.14.

Tilgjengelig fra: <<https://www.statsbudsjettet.no/Statsbudsjettet-2015/Artikler/Skattesatser-2015/>> [Lest: 05.09.17]

Fish Pool (2017) *Forward Price history* [Internett].

Tilgjengelig fra: <<http://fishpool.eu/price-information/forward-prices-3/forward-closing-prices-history/>> Lest [28.11.17].

Fiskeridirektoratet (2015) *Akvakultur, Selskaper som er tildelt grønne konsesjoner* [Internett]

Oppdatert 12.03.15.

Tilgjengelig fra: <<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Kommersielle-tillatelser/Laks-oerret-og-regnbueoerret/Groenne-tillatelser/Fordelingen-av-groenne-tillatelser>> Lest [17.09.17].

Fiskeridirektoratet (2016) *Akvakultur, klagesakene for grønne tillatelser i gruppe C er ferdigbehandlet* [Internett]

Tilgjengelig fra: <<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Nyheter/2015/0915/Klagesakene-for-groenne-tillatelser-i-gruppe-C-er-ferdigbehandlet-07.09.15>> [Lest 20.09.17]

- Fiskeridirektoratet (2017a) *Akvakultur, Brev og vedtak* [Internett]. Oppdatert 11.09.17.
Tilgjengelig fra: <<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Saertillatelser/Utviklingstillatelser/Brev-og-vedtak>> [Lest 17.09.17].
- Fiskeridirektoratet (2017b) *Akvakultur, Oversikt over søknader om utviklingstillatelser* [Internett].
Oppdatert 18.07.17.
Tilgjengelig fra: <<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Saertillatelser/Utviklingstillatelser/Soekere-antall-og-biomasse>> [Lest 28.09.17].
- Fiskeridirektoratet (2017c) *Akvakultur, Tildelingsprosessen* [Internett]. Oppdatert 24.04.17.
Tilgjengelig fra: <<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Tildelingsprosessen>> [Lest 18.09.17]
- Fiskeridirektoratet (2017d) *Akvakultur, Grønne konsesjoner* [Internett]. Oppdatert 25.08.17.
Tilgjengelig fra: <<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Kommersielle-tillatelser/Laks-oerret-og-regnbueoerret/Groenne-tillatelser>> [lest 18.09.17]
- Fiskeridirektoratet (2017e) *Akvakultur, Utviklingstillatelser* [Internett]. Oppdatert 08.08.17.
Tilgjengelig fra: <<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Saertillatelser/Utviklingstillatelser>> [Lest 18.09.17]
- Fiskeri- og havbruksnæringens landsforening (2011) *Norsk havbruk, Fra rogn til marked* [Internett].
Tilgjengelig fra: <http://sjomatnorge.no/wp-content/uploads/2014/04/eff_fhl_komplett_lowres.pdf> [lest 14.09.17]
- FN-sambandet (2017) *Befolkning, migrasjon og urbanisering* [Internett]. Oppdatert 01.08.17.
Tilgjengelig fra: <<http://www.fn.no/Tema/Fattigdom/Befolkning>> [Lest 25.09.17]
- Framstad, A. P. (2017) *Fersk Rapport: - Den norske kronen er tydelig undervurdert og billig*. e24 [Internett], 02.06.2017.
Tilgjengelig fra: <<http://e24.no/makro-og-politikk/valuta/fersk-rapport-den-norske-kronen-er-tydelig-undervurdert-og-billig/24011983>> [Lest 06.10.17].
- Gjedrem, S. (2009) *Norges Bank, Pengepolitikken ut av finanskrisen* [Internett]
Tilgjengelig fra: <<http://www.norges-bank.no/Publisert/Artikler-og-kronikker/Pengepolitikken-ut-av-finanskrisen/>> [Lest 25.09.17]
- Hallenstvedt, A. (2017) *Norsk fiskerihistorie* [internett]. Oppdatert 27.01.17.
Tilgjengelig fra: <https://snl.no/Norsk_fiskerihistorie> Lest [13.09.17]
- Halvorsen, M. T. og Takla, E. (2016) *DN, Lenge til renten skal opp* [Internett]
Tilgjengelig fra: <<https://www.dn.no/nyheter/2017/10/09/2049/Makrookonomi/lenge-til-renten-skal-opp>> [Lest 11.10.17]

Heyerdahl, S. (2008) *Veldig fornøyd med 75% av Lerøy* [Internett]. e24.

Tilgjengelig fra: <<http://e24.no/makro-og-politikk/leroey-seafood-group/veldig-fornoeyd-med-75-av-leroey/2776226>> [Lest 27.09.17].

Hovland, E. (2017), *Band 5: Havbruk*, [Internett].

Tilgjengelig fra: <<https://norges-fiskeri-og-kysthistorie.b.uib.no/bokverket/bind-5-havbrukshistorie/>>
Lest [13.09.17]

Iversen, A. et al. (2015) *Nofima, Kostnadsdrivere i lakseoppdrett* [Internett]

Tilgjengelig fra: <https://nofima-326d.kxcdn.com/wp-content/uploads/2015/08/Rapport_nr_41-2015_-_Kostnadsdrivere_i_lakseoppdrett.pdf> [Lest 21.09.17]

Khalas, H. (2017) *Global Economy and Development, The unprecedented expansion of the global middleclass* [Internett].

Tilgjengelig fra: <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2017/02/global_20170228_global-middle-class.pdf> [Lest 03.10.17]

Kvalvik, I., Elvestad C. & Nyrud T. (2016) *Markedsadgang for laks – En vurdering av frihandelsavtalers betydning* [Internett]. Rapport nr. 24. Nofima.

Tilgjengelig fra: <<https://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/id/433138/Rapport+24-2016.pdf>> [Lest 22.09.17].

Larsen, R. (2017) *Sjømatåret 2016* [Internett]

Tilgjengelig fra:

<<https://seafood.azureedge.net/48e23b/contentassets/170cd26752df41a39268e275a03be638/norsk-sjomateksport-2016-presentasjon-no.pdf>> [Lest 26.09.17]

Lerøy (2017a) *Historikk* [Internett]. Tilgjengelig fra: <<https://www.leroyseafood.com/no/Investor/Om-Leroy/Historikk/>> [Lest 26.09.17].

Lerøy (2017b) *Forretningside og strategi* [Internett].

Tilgjengelig fra: <<https://www.leroyseafood.com/no/Investor/Om-Leroy/Forretningside-og-strategi/>>
[Lest 02.09.17].

Lerøy (2017c) *Største Aksjonærer* [Internett].

Tilgjengelig fra: <<https://www.leroyseafood.com/no/Investor/Investor-/Storste-aksjonarer/>> [Lest 26.08.17].

Lerøy (2017d) *Produkter* [Internett].

Tilgjengelig fra: <<https://www.leroyseafood.com/no/smakfull-sjomat/produkter/>> [Lest 15.11.17]

- Lorch-Falch, S. (2016) *E24, Laksefest: - 2016 har vært et ekstremt toppår* [Internett]
Tilgjengelig fra: <<http://e24.no/privat/laks/laksefest-2016-har-vaert-et-ekstremt-toppaar/23878778>> [Lest 11.10.17]
- Marine Harvest (2017a) *Om oss, Norges største oppdrettsselskap* [Internett].
Tilgjengelig fra: <<http://marineharvest.no/about/norges-storste/>> [Lest 02.09.17].
- Mattilsynet (2017) *Om Mattilsynet* [Internett]
Tilgjengelig fra: <https://www.mattilsynet.no/om_mattilsynet/> [Lest 27.09.17]
- Myrset, O. (2015) *Sysla, Dette må du vite om oppdrettsanlegg på land* [Internett]
Tilgjengelig fra: <https://sysla.no/fisk/dette-ma-du-vite-om-oppdrettsanlegg-pa-land/> [Lest: 26.09.17]
- Nissen-Meyer, J. (2015) *E24, Norsk sjømat trosser Putin* [Internett] Oppdatert: 18.08.16.
Tilgjengelig fra: <<http://e24.no/naeringsliv/fiskeri/norsk-sjoemat-trosser-putin/23427682>> [Lest 25.09.17]
- Norges Bank (2017a) *Statobligasjonsrener daglige noteringer* [Internett].
Tilgjengelig fra: <<http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/>> [Lest 02.12.17]
- Norges Bank (2017b) *Statsobligasjoner årsgjennomsnitt* [Internett].
Tilgjengelig fra: <<http://www.norges-bank.no/statistikk/rentestatistikk/statsobligasjoner-rente-arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>> [Lest 28.10.17]
- Norges Bank (2017c) *Styringsrenten månedsgjennomsnitt* [Internett]
Tilgjengelig fra: <<http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Styringsgrete-manedlig/>> [Lest 25.09.17]
- Norges Bank (2017d) *Pengepolitikk, rentemøter, 2017, rentemøte oktober 2017* [Internett]
Tilgjengelig fra: <<http://www.norges-bank.no/pengepolitikk/Rentemoter/2017/rentemote-oktober-2017/>> [Lest 29.10.17]
- Norges Sjømatråd (2017) *Sjømateksport for 91,6 milliarder i 2016* [Internett]
Oppdatert: 23.02.17. Tilgjengelig fra: <<http://seafood.no/aktuelt/nyheter/sjomateksport-for-916-milliarder-i-2016/>> [Lest 25.09.17]
- Notaker, H. (2016) *Store Norske Leksikon, Finanskrisen i USA 2008-2009* [Internett]
Tilgjengelig fra: <https://snl.no/Finanskrisen_i_USA_2008-2009> [Lest 21.09.17]
- Olsen, Ø. (2016) *Norges Bank, Gjennomføringen av pengepolitikken* [Internett]
Tilgjengelig fra: <<http://www.norges-bank.no/Publisert/Foredrag-og-taler/2016/2016-05-19-Horing/>> [Lest: 03.10.17]

Oracle (2017) *Crystal Ball* [Internett]

Tilgjengelig fra: <<https://www.oracle.com/applications/crystallball/index.html>> [Lest: 02.12.17]

Oslo Børs (2017a) *Lerøy Seafood Group* [Internett].

Tilgjengelig fra: <<https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#!/details/LSG.OSE/overview>> [Lest 01.09.17].

Oslo Børs (2017b) *OSLO Seafood Index* [Internett].

Tilgjengelig fra: <<https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#!/details/OSLSFX.OSE/overview>> [Lest 14.09.17].

PWC (2016) *Risikopremien i det norske markedet* [Internett].

Tilgjengelig fra <<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/verdivurdering/risikopremien-2016.pdf>> [Lest 20.12.17].

Regjeringen.no (2017a) *Skattesatser 2017* [Internett].

Tilgjengelig fra: <<https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2017/id2514837/>> [Lest 05.09.17].

Regjeringen.no (2017b) *Skattesatser 2018* [Internett].

Tilgjengelig fra: <<https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2018/id2575161/>> [Lest 02.12.17].

Reitehaug, E. (2017) *Veterinærinstituttet, Lakselus* [Internett].

Tilgjengelig fra: <<https://www.vetinst.no/sykdom-og-agens/lakselus>> [Lest 21.09.17]

SalMar (2017a) *Historie* [Internett].

Tilgjengelig fra: <<https://www.salmar.no/historie>> [Lest 14.09.17].

SalMar (2017b) *Innovamar – fra drøm til virkelighet* [Internett].

Tilgjengelig fra <<https://www.salmar.no/innovamar-fra-drom-til-virkelighet>>. [Lest 14.09.17].

SalMar (2017c) *SalMar i dag* [Internett].

Tilgjengelig fra: <<https://www.salmar.no/salmar-i-dag>> [Lest 14.09.17].

SalMar (2017d) *SalMar – kulturen, vårt felles verdigrunnlag* [Internett].

Tilgjengelig fra <<https://www.salmar.no/salmar-kulturen-vart-felles-verdigrunnlag>> [Lest. 14.09.17].

Statistisk sentralbyrå (2017a) *Utenriksøkonomi, Eksport av laks* [Internett]

Tilgjengelig fra:

<<https://www.ssb.no/statistikkbanken/SelectVarVal/Define.asp?subjectcode=al&ProductId=al&MainTable=EksLaksUke&SubTable=1&PLanguage=0&nvl=True&Qid=0&gruppe1=Hele&gruppe2=Hele&>>

[VS1=LaksEksport&VS2=&mt=0&KortNavnWeb=laks&CMSSubjectArea=utenriksokonomi&StatVa
riant=&checked=true](#)>[Lest: 20.09.17]

Statistisk sentralbyrå (2017b) *Utenrikshandel med varer, 2016 foreløpige tall* [Internett]

Tilgjengelig fra: <<https://www.ssb.no/utenriksokonomi/statistikker/muh/aar-forelopige/2017-01-16?fane=tabell&sort=nummer&tabell=290870>>[lest 25.09.17]

Sundberg, J. D. et al. (2014) *E24, Russland stanser import av norske produkter* [Internett]

Oppdatert: 07.08.14. Tilgjengelig fra: <<http://e24.no/makro-og-politikk/russland-stanser-import-av-norske-produkter/23269089>>[Lest 25.09.17]

Sunnset, B. H. (2016) *Havforskningsinstituttet, Risikovurdering av norsk fiskeoppdrett: Både positive og negative resultat* [Internett]. Sist oppdatert 26.04.16.

Tilgjengelig fra:

<http://www.imr.no/nyhetsarkiv/2016/april/risikovurdering_av_norsk_fiskeoppdrett_bade_positive_og_negative_resultat/nb-no> [Lest 21.09.17]

Veterinærinstituttet (2016) *Fiskehelse rapporten 2016* [Internett]

Tilgjengelig fra: <<https://www.vetinst.no/rapporter-og-publikasjoner/rapporter/2017/fiskehelse rapporten-2016>> [Lest 17.10.17]

Xe (2017) *XE Currency Charts: NOK to EUR* [Internett].

Tilgjengelig fra: <<http://www.xe.com/currencycharts/?from=NOK&to=EUR&view=10Y>> [Lest 06.10.17].

Yahoo Finance (2017) *Lerøy Seafood Group Asa* [Internett].

Tilgjengelig fra: <<https://finance.yahoo.com/quote/LSG.OL/key-statistics?p=LSG.OL>> [Lest 04.12.17].

Ytreberg, R. (2017a) *Dagens Næringsliv, Norge hadde 95 prosent av laksemarkedet før vi ble utestengt- og skulle ta tilbake enorme verdier. Men noe har skjedd, eller rettere sagt: Ikke skjedd* [Internett] Oppdatert: 16.08.17.

Tilgjengelig fra: <<https://www.dn.no/nyheter/2017/08/16/0515/Fiske/norge-hadde-95-prosent-av-laksemarkedet-for-vi-ble-utestengt-og-skulle-ta-tilbake-enorme-verdier-men-noe-har-skjedd-eller-retttere-sagt-ikke-skjedd>>[Lest 25.09.17]

Ytreberg, R (2017b) *Norsk laks ute av Kinas fryseboks. DN* [Internett].

Tilgjengelig fra: <<https://www.dn.no/nyheter/2017/12/03/2057/Havbruk/norsk-laks-ute-av-kinas-fryseboks>> [Lest 04.12.17]

Ytreberg, R (2017c) *Parasitten ingen kan knekke*. DN [Internett]

Tilgjengelig fra: <<https://www.dn.no/nyheter/2017/08/17/1249/Havbruk/parasitten-ingen-kan-knekke>>
[Lest 03.10.17]

Årsrapporter og øvrig selskapsinformasjon

Årsrapporter fra 2011 til 2016 og 1. og 2. kvartalsrapporter for 2016 og 2017 er hentet fra hjemmesiden til tilhørende selskap:

Grieg Seafood Group: <https://www.griegseafood.no/invest/arsrapporter/>

Lerøy Seafood Group: <https://www.leroyseafood.com/no/investor/rapporter-og-webcast/arsrapporter/>

Marine Harvest Group: <http://marineharvest.no/investor/annual-reports/>

Norway Royal Salmon: <https://norwayroyalsalmon.com/no/investor/Finansielle-rapporter>

SalMar: <https://www.salmar.no/arsrapporter/>

Grieg Seafood (2016) *Årsrapport 2016* [Internett].

Tilgjengelig fra: <https://www.griegseafood.no/wp-content/uploads/2017/04/GSF_2016_aarsrapport_NO.pdf> [Lest 14.09.17].

Lerøy Seafood Group (2011) *Årsrapport 2011* [Internett]. Bergen.

Tilgjengelig fra: < <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport2011.pdf> > [Lest 18.12.17].

Lerøy Seafood Group (2012) *Årsrapport 2012* [Internett]. Bergen.

Tilgjengelig fra: < <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport2012.pdf>> [Lest 18.12.17].

Lerøy Seafood Group (2013) *Årsrapport 2013* [Internett]. Bergen.

Tilgjengelig fra: < <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport2013.pdf> > [Lest 18.12.17].

Lerøy Seafood Group (2014) *Årsrapport 2014* [Internett]. Bergen.

Tilgjengelig fra: <<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport2014.pdf>> [Lest 18.12.17].

Lerøy Seafood Group (2015) *Årsrapport 2015* [Internett]. Bergen.

Tilgjengelig fra: < <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport2015.pdf> > [Lest 18.12.17].

Lerøy Seafood Group (2016) *Årsrapport 2016* [Internett]. Bergen.

Tilgjengelig fra: <<http://hugin.info/131537/R/2099790/799339.pdf>> [Lest 26.09.17].

Lerøy Seafood Group (2016a) *Delårsrapport 1. kvartal* [Internett]. Bergen.

Tilgjengelig fra: <<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/kvartalsrapporter/q12016.pdf>> [Lest 18.12.17].

Lerøy Seafood Group (2016b) *Delårsrapport 2. kvartal* [Internett]. Bergen.

Tilgjengelig fra: <<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/kvartalsrapporter/q22016.pdf>> [Lest 18.12.17].

Lerøy Seafood Group (2017a) *Delårsrapport 1. kvartal* [Internett]. Bergen.

Tilgjengelig fra: <<http://hugin.info/131537/R/2103646/798050.pdf>> [Lest 04.09.17].

Lerøy Seafood Group (2017b) *Delårsrapport 2. kvartal* [Internett]. Bergen.

Tilgjengelig fra: <<http://hugin.info/131537/R/2128764/813060.pdf>> [Lest 04.09.17].

Marine Harvest (2016a) *Integradet Annual Report* [Internett].

Tilgjengelig fra: <[file:///C:/Users/victo/Downloads/791700%20\(3\).pdf](file:///C:/Users/victo/Downloads/791700%20(3).pdf)> [Lest 14.09.17].

Marine Harvest (2016b) *Salmon farming industry handbook* [internett]

Tilgjengelig fra: <<http://marineharvest.no/globalassets/investors/handbook/salmon-industry-handbook-2017.pdf>> [Lest 14.09.17]

Marine Harvest (2017) *Q2/2017/ Second Quarter Marine Harvest Group* [Internett]. Tilgjengelig fra:

<[file:///C:/Users/victo/Downloads/813087%20\(2\).pdf](file:///C:/Users/victo/Downloads/813087%20(2).pdf)> [Lest 14.09.17].

Norway Royal Salmon (2016) *Årsrapport 2016* [Internett]. Trondheim. Tilgjengelig fra:

<https://norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS_Aarsrapport2016.pdf> [Lest 14.09.2017].

SalMar (2016) *Årsrapport 2016* [Internett]

Tilgjengelig fra: <<http://hugin.info/138695/R/2099114/799620.pdf>> [Lest 15.09.17]

Andre kilder

Akvakulturloven. *Lov 17. juni 2005 nr. 79 om akvakultur*

Forskrift om lakselusbekjempelse, *Forskrift 5. desember 2012 nr. 1140 om bekjempelse av lakselus i akvakulturanlegg*

Laksetildelingsforskriften, *Forskrift 22. desember 2004 nr. 1798 om tillatelse til akvakultur for laks, ørret og regnbueørret*

Forkortelser

AFR	Annet fullstendig resultat	fer	Finansiell eiendelsrentabilitet eller rente
AM	Anleggsmidler	FFFE	Finansieringsfordel finansielle eiendeler
ARPU	Average revenue per unit	FFFG	Finansieringsfordel finansiell gjeld
BFD	Bransjefordel drift	FFMI	Finansieringsfordel minoritetsinteresser
CAPM	Kapitalverdimodellen	FFNFG	Finansieringsfordel netto finansiell gjeld
DAFR	Driftsrelatert annet fullstendig resultat	FFR	Fullstendig finansresultat før skatt
DAK	Driftsrelatert arbeidskapital	FG	Finansiell gjeld
DAM	Driftsrelaterte anleggsmidler	fgd	Finansiell gjeldsdel
DE	Driftsrelaterte eiendeler	fgg	Finansiell gjeldsgrad
DF	Driftsfordel	fgk	Finansielt gjelskrav
DG	Driftsrelatert gjeld	fgr	Finansiell gjeldsrente
DI	Driftsinntekter	FI	Finansinntekt
div	driftsinntektsvekst	fiss	Finansinntektsskattesats
DK	Driftskostnader	FK	Finanskostnad
DOM	Driftsrelaterte omløpsmidler	FKD	Fri kontantstrøm fra drift
DR	Driftsresultat	FKE	Fri kontantstrøm til egenkapital
DSP	Dirty surplus	FKS	Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital
dss	Driftskattesats	fkss	Finanskostnadsskattesats
EBIT	Earnings before interest and taxes (Driftsresultat fra egen virksomhet)	FNR	Fullstendig nettoresultat
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (Driftsresultat før avskrivninger og nedskrivninger)	FOM	Finansielle omløpsmidler
EK	Egenkapital	FOR	Fordringer
EK*	Justert egenkapital	GFD	Gearingfordel drift
ekk	Egenkapitalkrav	IAS	International Accounting Standards
EK-metoden	Egenkapitalmetoden	IFRS	International Financial Reporting Standards
ekp	Egenkapitalprosent	ilp	Illikviditetspremie
ekr	Egenkapitalrentabilitet	INV	Investeringer
eku	Egenkapitalutdelingsgrad	KDG	Kortsiktig driftsrelatert gjeld
ekv	Egenkapitalvekst	KFG	Kortsiktig finansiellgjeld
EV	Enterprise value	KG	Kortsiktig gjeld
FAFR	Finansielt annet fullstendig resultat	KON	Kontanter
FAM	Finansielle anleggsmidler	KR	Kravfordel
FDR	Fullstendig driftsresultat	krp	Kredittrisikopremie
FDSP	Finansielt Dirty surplus	LDG	Langsiktig driftsrelatert gjeld
FE	Finansielle eiendeler	LSG	Lerøy Seafood Group ASA
fed	Finansiell eiendelsdel	LFG	Langsiktig finansiell gjeld
feg	Finansiell eiendelsgrad	LG	Langsiktig gjeld
fek	Finansielt eiendelskrav	LVEK	Likvidasjonsverdi av egenkapital
		MF	Marginfordel
		MI	Minoritetsinteresser
		mid	Minoritetsdel
		mig	Minoritetsgrad
		mik	Minoritetskrav
		mir	Minoritetsrentabilitet
		MR	Minoritetsresultat

mrd	Markedets risikodel	VEK	Verdien til egenkapitalen
Mrp	Markedets risikopremie	VMI	Verdien til minoritetsinteresser
MMI	Miller-Modigliani teorem 1	VNDK	Verdien til netto driftskapital
NAM	Netto driftsrelaterte anleggsmidler	VSSK	Verdien til sysselsatt kapital
NBU	Netto betalt utbytte	ÅRE	Rapportert årsresultat
NDE	Netto driftseiendeler	π	Superrentabilitet
NDK	Netto driftskapital		
ndk	Netto driftskrav		
ndm	Netto driftsmargin		
NDR	Netto driftsresultat		
ndr	Netto driftsrentabilitet		
ndss	Normalisert driftskattesats		
NFG	Netto finansiell gjeld		
nfgg	Netto finansiell gjeldsgrad		
nfgk	Netto finansielt gjeldskrav		
NFI	Netto finansinntekt		
NFK	Netto finanskostnad		
NMR	Netto minoritetsresultat		
NRE	Nettoresultat til egenkapitalen		
NRS	Norway Royal Salmon		
OF	Omløpsfordel		
OM	Omløpsmidler		
onde	Omløpet til netto driftseiendeler		
OSEBX	Oslo Børs Hovedindeks		
p	Konkurssannsynlighet		
RDF	Ren driftsfordel		
rdg	Rentedekningsgrad		
rf	Risikofri rente		
RF	Rentabilitetsfordel drift		
RFD	Ressursfordel drift		
S	Skattesats		
SF	Strategisk fordel		
SK	Skattekostnad		
SK-metoden	Selskapsmetoden		
SPE	Superprofitt til egenkapitalen		
SSE	Sysselsatte eiendeler		
SSK	Sysselsatt kapital		
sss	Selskapsskattesats		
T	Budsjetthorisont (2025)		
TE	Totale eiendeler		
TK	Totalkapital		
UNDR	Unormalt netto driftsresultat		
UNFR	Unormalt netto finansresultat		
UNMR	Unormalt netto minoritetsresultat		
	Generally Accepted Accounting Principles (Unites States)		