

NHH



NORGES HANDELSHØYSKOLE

Bergen, Høst 2017



Lerøy Seafood Group ASA

Strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering

Tord Gudvangen Gjerløw

Veileder: Bjarne Møller

Selvstendig arbeid – Masterstudiet i regnskap og revisjon

NORGES HANDELSHØYSKOLE

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

Sammendrag

Formålet med denne oppgaven er å vurdere verdien av egenkapitalen i Lerøy Seafood Group ASA ved bruk av fundamental verdsettelsesteknikk. Gjennomføring av fundamentalanalysen resulterer i et verdiestimat på aksjen til Lerøy Seafood Group ASA (heretter kalt Lerøy). Verdsettelsestidspunktet for verdiestimatet er per 31. desember 2016. Det endelige verdiestimatet vurderes opp mot børskursen på samme tidspunkt og gir opphav til en handlingsstrategi på aksjen.

Første del av oppgaven er en strategisk analyse av Lerøy og utvalgte virksomheter i oppdrettsbransjen. Analysen dekker årene 2011 til 2016 og peker på betydelige miljømessige utfordringer for bransjen som helhet, der lakselusproblematikken utgjør en vesentlig barriere for videre vekst i norsk oppdrettsnæring. Mye ressurser anvendes for å løse det kompliserte problemet med lakselus. Samtidig har dette vært en av årsakene til at spotprisene på laks har steget betydelig de siste årene. Etterspørselen etter oppdrettslaks har vært og er fremdeles høy, og reduserte produksjonsvolumer har medført en sterk prisvekst. Kronekursen mot valutaer som euro og dollar er også en sentral del av prisveksten som har vært i spotmarkedet for laks.

Andre del av oppgaven er en kvantitativ analyse av regnskapstall. Denne analysen viser at lønnsomheten for Lerøy og bransjen til tider har vært svært god. Gjennomsnittlig strategisk fordel for Lerøy over den historiske analyseperioden (2011-2016) er beregnet til 13,3%. Leverandørers forhandlingsmakt trekkes frem som en trussel mot fremtidig superprofitt i oppdrettsbransjen, der særlig leverandører av marine råstoff (fiskeolje) kan oppnå sterk forhandlingsmakt. Lerøys veletablerte merkevarenavn og råvaretilgang vurderes som verdifulle ressurser som kan gi oppgav til en varig strategisk fordel for Lerøy. Oppkjøpene av Havfisk ASA og Norway Seafoods Group AS gir Lerøy store muligheter for videreutvikling av nedstrømsaktiviteter innen hvitfisk.

Det endelige fundamentale verdiestimatet beregnet i oppgaven er 47,811 kroner per aksje. Aksjekursen var pr. 31.12.2016 47,61 kroner, og basert på en feilmargin på +/- 10 % gir dette opphav til en hold-anbefaling på aksjen.

Forord

Denne masteroppgaven er skrevet i 3. semester høsten 2017 og utgjør mitt selvstendige arbeid i studiet «Master i regnskap og revisjon» ved Norges Handelshøyskole.

Oppgaven er en fundamental verdivurdering av Lerøy Seafood ASA og følger rammeverket i kurset «Regnskapsanalyse og verdivurdering». Kurset foreleses av professor Kjell Henry Knivsflå på Norges Handelshøyskole i vårsemesteret.

Jeg valgte verdivurdering som tematikk for masteroppgaven da dette gir anledning til å kunne kombinere kunnskaper fra flere ulike fagområder. Verdsettelse er samtidig en relevant kunnskap i seg selv innenfor studiet i regnskap og revisjon. Oppdrett er en spennende bransje som er sterkt representert på Oslo Børs med 8 noterte selskaper. Oppdrettsbransjen har utviklet seg til å bli en svært viktig del av norsk verdiskapning. Fremtiden for oppdrettsbransjen synes også interessant med store muligheter men også store utfordringer.

Lerøy Seafood Group ASA ble valgt som analyseobjekt i oppgaven da selskapet er et av verdens største selskaper innen lakseoppdrett og et stort selskap i norsk målestokk. Lerøy har sitt hovedkontor i Bergen og har en betydelig oppdrettsvirksomhet i Hordaland og Vestlandsregionen. Arbeidet med oppgaven har gitt god innsikt i selskapet, og verdifull kunnskap om en bransje som er en viktig del av norsk næringsliv.

Jeg ønsker å takke Bjarne Møller for konstruktive tilbakemeldinger underveis i oppgaveskrivingen.

Bergen, desember 2017

Tord G. Gjerløw

Innholdsfortegnelse

1. INNLEDNING	11
1.1 MÅLSETNING.....	11
1.2 AVGRENSNING	11
1.3 STRUKTUR.....	12
2. PRESENTASJON AV OPPDRETTSNÆRINGEN OG LERØY SEAFOOD ASA	13
2.1 OM HAVBRUKSNÆRINGEN	13
2.2 MAKROFORHOLD	15
2.2.1 Politiske forhold.....	15
2.2.2 Juridiske forhold	17
2.2.3 Økonomiske forhold	18
2.2.4 Miljømessige forhold.....	21
2.3 BRANSJESPEKIFIKKE FORHOLD	25
2.3.1 Verdikjeden i oppdrettsnæringen	25
2.3.2 Norske oppdrettsselskaper	27
2.4 PRESENTASJON AV LERØY SEAFOOD GROUP.....	33
2.4.1 Forretningsområder og lokalisering	34
2.4.2 Aksjonærforhold og kursutvikling	36
2.4.3 Finansielle nøkkeltall	37
2.5 HVORDAN SKILLER LERØY SEG FRA SINE KONKURRENTER?.....	38
3. VALG AV VERDSETTELSESTEKNIKKER.....	41
3.1 PRESENTASJON AV VERDSETTELSESTEKNIKKER	41
3.1.1 Fundamental verdivurdering.....	41
3.1.2 Komparativ verdivurdering.....	43

3.1.3	<i>Opsjonsbasert verdivurdering</i>	44
3.2	VALG AV VERDSETTELSESTEKNIKK	44
3.3	RAMMEVERK FOR FUNDAMENTAL VERDIVURDERING	46
4.	STRATEGISK ANALYSE	48
4.1	EKSTERN BRANSJEORIENTERT ANALYSE	48
4.2	PESTEL-ANALYSE	48
4.2.1	<i>Porters fem konkurransekrefter</i>	57
4.2.2	<i>Oppsummering av eksternt bransjeorientert analyse</i>	64
4.3	INTERN RESSURSOrientert ANALYSE	65
4.3.1	<i>VRIO analyse</i>	65
4.3.2	<i>Oppsummering intern analyse</i>	71
4.4	OPPSUMMERING – STRATEGISK FORDEL OG RISIKO	73
5.	REGNSKAPSANALYSE	75
5.1	RAMMEVERKET FOR REGNSKAPSANALYSE.....	75
5.2	FORBEREDELSE TIL REGNSKAPSANALYSE	76
5.2.1	<i>Valg av analysenivå</i>	76
5.2.2	<i>Valg av analyseperiode</i>	76
5.2.3	<i>Valg av komparative virksomheter</i>	77
5.3	PRESENTASJON AV RAPPORTERTE TALL	78
5.4	OMGRUPPERING FOR ANALYSE	80
5.4.1	<i>Omgruppering av resultatregnskapet</i>	80
5.4.2	<i>Omgruppering av balansen</i>	87
5.4.3	<i>Omgruppert resultatregnskap og balanse for Lerøy</i>	91
5.5	ANALYSE OG JUSTERING AV MÅLEFEIL	92

5.5.1	<i>Justering av biologiske eiendeler</i>	93
5.5.2	<i>Omgruppert og justert resultatregnskap og balanse</i>	95
5.6	RAMMEVERK FOR FORHOLDSTALLSANALYSE	96
6.	ANALYSE AV RISIKO	98
6.1	LIKVIDITETSANALYSE	98
6.1.1	<i>Likviditetsgrad 1</i>	99
6.1.2	<i>Likviditetsgrad 2</i>	100
6.1.3	<i>Finansiell gjeldsdekningsgrad</i>	101
6.1.4	<i>Rentedekningsgrad</i>	102
6.1.5	<i>Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm</i>	103
6.2	SOLIDITETSANALYSE	105
6.2.1	<i>Analyse av egenkapitalprosent</i>	105
6.2.2	<i>Analyse av kapitalstruktur</i>	106
6.2.3	<i>Analyse av netto driftsrentabilitet</i>	108
6.3	SYNTETISK RATING	109
7.	HISTORISK AVKASTNINGSKRAV	113
7.1	TEORI OM AVKASTNINGSKRAV	113
7.2	KRAV TIL EGENKAPITAL OG MINORITET	113
7.2.1	<i>Risikofri rente</i>	114
7.2.2	<i>Markedets risikopremie</i>	114
7.2.3	<i>Gjennomsnittlig egenkapitalbeta for analyseperioden</i>	115
7.2.4	<i>Illikviditetspremie</i>	117
7.2.5	<i>Årlig egenkapitalbeta</i>	117
7.2.6	<i>Krav til egenkapital og minoritet</i>	118

7.3	FINANSIELLE KRAV	119
7.3.1	<i>Krav til finansiell gjeld</i>	119
7.3.2	<i>Krav til finansielle eiendeler</i>	120
7.3.3	<i>Krav til netto finansiell gjeld</i>	122
7.4	KRAV TIL NETTO DRIFTSKAPITAL.....	123
7.5	OPPSUMMERING AVKASTNINGSKRAV	124
8.	ANALYSE AV LØNNSOMHET OG STRATEGISK FORDEL.....	125
8.1	EGENKAPITALRENTABILITET.....	125
8.1.1	<i>Superrentabilitet til egenkapitalen</i>	127
8.1.2	<i>Ekstern bransjefordel</i>	128
8.1.3	<i>Intern ressursfordel</i>	128
8.1.4	<i>Strategisk fordel</i>	129
8.2	RAMMEVERK FOR STRATEGISK DRIFTS- OG FINANSIERINGSANALYSE	130
8.3	DRIFTSFORDEL – BRANSJE, RESURS OG GEARING	131
8.3.1	<i>Bransjefordel drift</i>	132
8.3.2	<i>Ressursfordel drift</i>	133
8.4	DEKOMPONERING AV RENTABILITETSFORDEL I DRIFT	134
8.4.1	<i>Marginfordel</i>	135
8.4.2	<i>Omløpsfordel</i>	137
8.4.3	<i>Oppsummering ren driftsfordel</i>	140
8.5	GEARINGFORDEL DRIFT	141
8.6	FINANSIERINGSANALYSE	142
8.6.1	<i>Finansieringsfordel finansiell gjeld</i>	142
8.6.2	<i>Finansieringsfordel finansielle eiendeler</i>	143

8.6.3	<i>Finansieringsfordel netto finansiell gjeld</i>	144
8.6.4	<i>Finansieringsfordel minoritetsinteresser</i>	144
8.6.5	<i>Oppsummering finansieringsfordel</i>	145
8.7	OPPSUMMERING AV STRATEGISK FORDEL	145
9.	FREMTIDSREGNSKAP	146
9.1	RAMMEVERK FOR FREMTIDSREGNSKAP.....	146
9.2	VEKSTANALYSE	147
9.2.1	<i>Analyse av historisk driftsinntektsvekst</i>	147
9.3	VALG OG AVGRENSINGER VED UTARBEIDELSE AV FREMTIDSREGNSKAP	150
9.3.1	<i>Valg av budsjettperiode</i>	151
9.3.2	<i>Valg av detaljnivå</i>	152
9.3.3	<i>Valg av framskrivningsteknikk</i>	152
9.4	BUDSJETTDRIVERE I PERIODEN 2017 TIL 2026.....	153
9.4.1	<i>Driftsinntektsvekst</i>	153
9.4.2	<i>Netto driftseiendeler</i>	161
9.4.3	<i>Netto driftsresultat</i>	163
9.4.4	<i>Netto finansiell gjeld</i>	167
9.4.5	<i>Netto Finanskostnad</i>	169
9.4.6	<i>Minoritetsinteresser</i>	170
9.4.7	<i>Netto minoritetsresultat</i>	171
9.5	FREMTIDSREGNSKAP	173
	173
10.	FREMTIDSKRAV OG STRATEGISK FORDEL	175
10.1	KRAV TIL EGENKAPITAL OG MINORITET	175

10.1.1	<i>Risikofri rente</i>	175
10.1.2	<i>Markedsrisikopremie</i>	176
10.1.3	<i>Årlig egenkapitalbeta</i>	177
10.1.4	<i>Illikviditetspremie</i>	177
10.1.5	<i>Krav til egenkapital og minoritet</i>	178
10.2	FINANSIELLE KRAV	178
10.2.1	<i>Finansiell gjeld</i>	178
10.2.2	<i>Finansielt eiendelskrav</i>	181
10.2.3	<i>Netto finansielt gjeldskrav etter skatt</i>	182
10.3	FREMTIDIG SELSKAPSKRAV	183
10.4	FREMTIDIG STRATEGISK FORDEL	183
11.	FUNDAMENTAL VERDSETTELSE	185
11.1	EGENKAPITALMETODEN	185
11.1.1	<i>Fri kontantstrømmodellen / utbyttmodellen</i>	185
11.1.2	<i>Superprofittmodellen</i>	186
11.1.3	<i>Superprofittvekstmodellen</i>	187
11.2	SELSKAPSKAPITALMETODEN	188
11.2.1	<i>Netto driftskapitalmetoden</i>	188
11.2.2	<i>Sysselsatt kapitalmetoden</i>	189
11.3	VERDSETTELSE AV MINORITETSINTERESSER.....	189
11.4	OPPSUMMERING FØRSTE VERDIESTIMAT	190
11.5	KONVERGERING - VERDIVEKTER.....	190
11.6	KONKURSRIKIGO	191
11.7	SAMMENLIGNING MOT KONSENSUS.....	192

11.8	ANALYSE AV USIKKERHET	193
11.8.1	<i>Simuleringsanalyse</i>	193
12.	OPPSUMMERING OG HANDLINGSSTRATEGI.....	200
12.1	OPPSUMMERING	200
12.2	HANDLINGSSTRATEGI	201

1. Innledning

1.1 Målsetning

Målsetningen med masterutredningen er å konkludere med et verdiestimat på egenkapitalen i Lerøy per 31.12.2016. Verdiestimatet beregnes på bakgrunn av fundamental verdsettelsesteknikk. Det endelige verdiestimatet som presenteres i oppgaven sammenlignes opp mot børskursen per 31.12.2016 og gir opphav til en handlingsstrategi på aksjen. Problemstillingen i masterutredningen er:

«Hva er verdien av egenkapitalen i Lerøy Seafood Group ASA per 31.12.2016 og hvilken handlingsstrategi kan utledes av verdiestimatet?»

1.2 Avgrensning

Masteroppgaven er utelukkende en fundamental verdsettelse. Det kan hevdes at ulike verdsettelsesmetoder er supplerende, og at det derfor bør benyttes flere verdsettelsesteknikker ved utarbeidelse av et verdiestimat. Fundamental verdsettelse er en grundig og tidkrevende metode med fokus på underliggende verdier i selskapet. Tidsbegrensninger som følge av at oppgaven kun skrives av en person medfører at komparative verdsettelsesmetoder utelukkes.

Oppgaven har ikke tilgang, og heller ikke anledning, til å benytte innsideinformasjon. Informasjonen som fremkommer i oppgaven baseres utelukkende på eksternt tilgjengelig informasjon, hovedsakelig årsrapporter samt medier og offentlige instanser med høy integritet. Årsrapporten for 2016 er siste tilgjengelige informasjon ved gjennomføring av regnskapsanalyse i oppgaven, da selve tallgrunnlaget ble fremskaffet før offentliggjøring av 1. kvartalsrapport 2017. Trailing basert på kun 1. kvartalsrapport var heller ikke aktuelt da dette anses som for snevert tallgrunnlag. Informasjonen fra 1. kvartal 2017 er imidlertid tilgjengelig og verdifull informasjon ved utarbeidelse av fremtidsregnskap i oppgavens kapittel 9.

Ettersom fundamental verdsettelse forutsetter analyse av sammenlignbare selskaper er det gjort et utvalg av komparative selskaper. Oppgavens utvalgte virksomheter er Marine Harvest ASA, SalMar ASA og Grieg Seafood ASA. Avgrensninger i oppgavens komparative utvalg beskrives i kapittel 2.3.2 side 23.

1.3 Struktur

Masterutredningen har sitt teoretiske utgangspunkt i rammeverket for fundamental analyse fra kurset «Regnskapsanalyse og verdivurdering» ved Norges Handelshøyskole. Dette rammeverket går i dybden på den fundamentale verdsettelsen og er således faglig og strukturelt tilpasset innholdet i en masterutredning.

Rammeverket består hovedsakelig av tre deler. Den første delen innbefatter kapitlene 2-4 og er en kvalitativ analyse av strategiske forhold rundt oppdrettsbransjen og Lerøy primært. I tillegg beskrives teoretiske elementer ved ulike verdsettelsesteknikker og det redegjøres for oppgavens valg av verdsettelsesteknikk.

Del to strekker seg fra kapittel 5-8 og er en kvantitativ regnskapsanalyse. Regnskapene til Lerøy og de komparative virksomhetene omgrupperes til et investororientert perspektiv og justeres for målefeil. Deretter følger en forholdstallanalyse med henblikk på analyse av risiko og syntetisk rating. Historiske avkastningskrav beregnes før lønnsomhetsanalyser presenteres i kapittel 8.

Siste del av oppgaven flytter fokuset fra historiske tall til fremtidige tall. Det utarbeides fremtidsregnskap i kapittel 9 og fremtidige avkastningskrav i kapittel 10 for Lerøy. I den forbindelse fastsettes Lerøys fremtidige strategiske fordel. Det fundamentale verdiestimatet beregnes gjennom en konvergeringsprosess i kapittel 11. Verdiestimatet justeres for konkurrisiko og usikkerheten i verdiestimatet analyseres ved simulerings og sensitivitetsanalyser. Til slutt oppsummeres oppgaven i kapittel 12 og det presenteres en handlingsstrategi for aksjen.

2. Presentasjon av oppdrettsnæringen og Lerøy Seafood ASA

I dette kapitlet gis en nærmere beskrivelse av norsk oppdrettsnæring, der Lerøy Seafood Group som analyseobjekt i oppgaven hengis ekstra oppmerksomhet. Informasjonen i dette kapitlet inneholder viktig bakgrunnskunnskap som vil være nødvendig for gjennomføring av analyser senere i oppgaven. Bransjens historie presenteres først, med utviklingen frem til dagens oppdrettsnæring. Deretter presenteres næringens rammevilkår i form av dens påvirkning fra diverse makroforhold. Videre gis verdikjeden i oppdrettsnæringen en kort beskrivelse sammen med oppgavens utvalg av aktører i bransjen. Til slutt presenteres Lerøy Seafood Group, der det fokuseres på forhold som skiller Lerøy fra resten av bransjen.

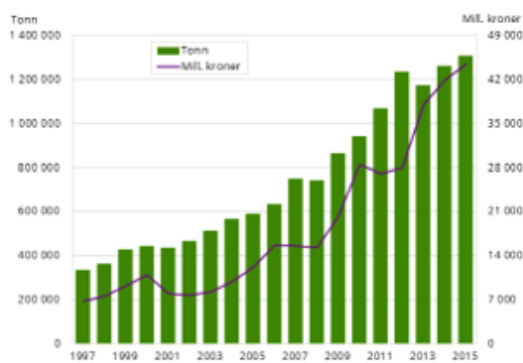
2.1 Om havbruksnæringen

Det første profesjonelle anlegget i verden innenfor havbruk ble utviklet i 1970 på Hitra i Norge. Etter dette begynte etableringen av nye anlegg raskt. Til å begynne med var regnbueørret den dominerende produksjonsarten. I 1977 passerte produksjon av laks regnbueørret for første gang, og har siden utgjort det største volumet av oppdrettsfisk i Norge (Laksefakta, 2017a). Vestlandet var kjerneområdet for oppdrett i denne perioden, men etter hvert var også Trøndelag og Nordland viktige produksjonsområder. Norge viste seg å være et gunstig sted for oppdrett med sine klimatiske forhold, der havstrømmer og vanntemperatur gav fordelaktig lakseproduksjon. På slutten av 1980 tallet var det også et visst omfang på oppdrettsnæringen i Troms og Finnmark. De nevnte områdene utgjør de største produksjonsområdene i Norge også i dagens havbruksnæring.

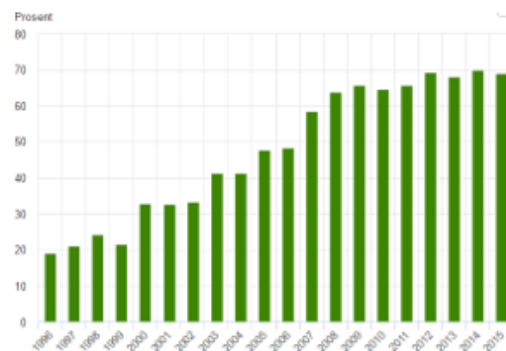
De gode prisene på ørret og laks i starten av 1970 tallet medførte en strekt tilvekst av oppstartselskaper innen oppdrett. I 1973 vedtok stortinget en konsesjonslov for oppdrettsnæringen. Lovens formål var å regulere utviklingen av næringen, og gav samtidig myndighetene adgang til å stille krav om kvalitet på anleggene. I tillegg skulle loven hindre at næringen ble overtatt av industrigiganter, slik at verdiskapingen kunne komme kyst og fjordsamfunnene til gode. Myndigheten har siden den første loven for oppdrett i 1973 spilt en aktiv rolle i regulering av bransjen, først og fremst har myndighetenes konsesjonspolitikkk vært avgjørende for utviklingen innenfor havbruk.

Den sterke produksjonsveksten av oppdrettsfisk på starten av 1970 tallet gav dårligere priser, og næringen besluttet i 1974 å gå sammen om å fryse fisk for å holde tilbudet nede. I 1981 ble reguleringen av havbruksnæringen underlagt fiskeridepartementet, etter at det tidligere var underlagt landbruksdepartementet (Laksefakta, 2017a). Overgangen til fiskeridepartementet symboliserte et skifte ved at havbruksnæringen ikke lenger var ansett å være en bigeskjeft til landbruk eller villfangstfiske.

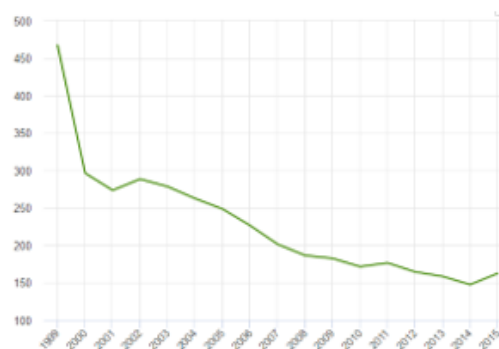
Frem til 1991 kunne et foretak kun eie en lisens som en del av flere distriktpolitiske virkemidler. På slutten av 1980 tallet opplevde næringen en krise med halvering av lakseprisen som følge av stor produksjonsvekst i Troms og Finnmark. Krisen resulterte i en bølge av konkurser i havbruksnæringen. Regelendringen i 1991 åpnet for fremmedkapital i næringen uten hindringer for sterke eierkonsentrasjoner. Dette medførte raskt et utviklingstrekk mot færre og større aktører. Utviklingen har fortsatt over årene til den situasjonen vi ser i dagens oppdrettsbransje. De ti største selskapene produserer i dag om lag 70 % av all oppdrettsfisk i Norge. Gjennom en rekke oppkjøp og konsolideringer har antall foretak innenfor havbruk blitt kraftig redusert til dagens nivå på 146 foretak (STEINSET, 2017).



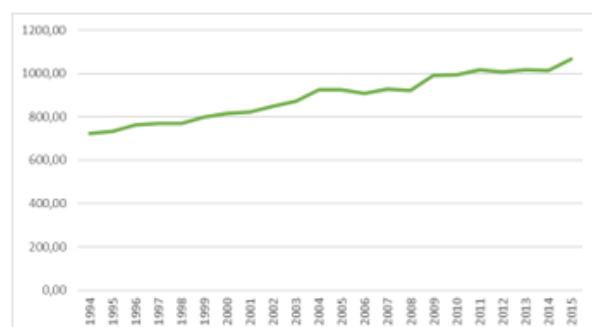
Figur 2-1: Sammenhengen mellom produsert volum og omsetning



Figur 2-2: De ti største virksomhetenes prosentandel av omsetningen



Figur 2-3: Antall registrerte virksomheter innen havbruk



Figur 2-4: Antall konsesjoner innenfor laks og ørret

Som figur 2-1 illustrer har produksjonen i oppdrettsnæringen vokst stabilt over tid. Norge produserer i dag over halvparten av den atlantiske oppdrettslaksen i verden, som gjør Norge til den desidert største produsenten av oppdrettslaks i verden fremfor Chile som produserer om lag $\frac{1}{4}$ av verdens produksjon. For 2016 var eksportverdien av norsk laks og ørret 65,3 milliarder kroner, hvilket utgjorde over 70 % av den totale norske sjømateksporten for 2016 (Norsk Industri, 2017). Havbruksnæringen er i dag blant Norges viktigste eksportnæringer med 16 prosent av samlet verdi av norsk fastlandseksport (Norsk Industri, 2017). Myndighetene anerkjenner havbruksnæringens betydning for Norges verdiskaping, og har sammen med bransjen et uttalt mål om å nå en samlet verdiskaping innenfor norsk sjømat på 550 milliarder kroner innen 2050 (Regjeringen, 2014).

2.2 Makroforhold

Felles for alle aktørene innenfor en bransje er at det eksisterer eksterne rammebetingelser som de ulike aktørene individuelt sett har liten mulighet til å påvirke. Bransjen påvirkes utenfra via makroforhold som legger føringer og begrenser handlingsrommet for alle i bransjen. Det er vanlig å dele makroforhold inn i politiske, juridiske, økonomiske og miljømessige forhold. Nedenfor vil påvirkningsfaktorer innenfor disse områdene presenteres. Dette utgjør informasjonsgrunnlaget for den strategiske analysen i kapittel 4.

2.2.1 Politiske forhold

Konsesjoner

Som det fremgår av bransjehistorikken har myndighetene i Norge hatt en sterk innflytelse på utformingen av oppdrettsbransjen, og har det fremdeles. I dag er de største norske oppdrettsselskapene globale selskaper som omsetter og eksporterer verdier for titalls milliarder. Av den grunn rammes selskapene av politiske forhold også langt utenfor Norges grenser. Oppgaven skiller her mellom interne og eksterne politiske og juridiske forhold.

Gjennom konsesjoner regulerer norske myndigheter aktivitetsnivået i norsk oppdrettsnæring. Konsesjonsrundene gjennomføres av norske myndigheter ved at kvalifiserte aktører oppnår driftstillatelse på visse betingelser, der betingelsene gir myndighetene anledning til å stille krav til aktørene. Eierspredning og selskapers størrelse målt i antall konsesjoner har vært vektlagte kriterier ved konsesjonstildelinger, senest i 2009. I nyere konsesjonsrunder har

teknologiske og miljømessige kriterier vært av større betydning, særlig med fokus på bærekraft. Eksempler på dette er grønne konsesjoner som ble innført i 2013 (Fiskeridirektoratet, 2017a). Ved å sette premissene for konsesjonstildelinger bidrar myndighetene til å fremme innovative løsninger for å drive bransjen fremover. Samtidig skaper det store utfordringer for aktørene som på sin side får skjerpede premisser for videre vekst. Den norske konsesjonsordningen medfører en indirekte påvirkning på produksjonsvolumet i Norge, noe som blir diskutert senere i oppgaven.

Internasjonal handel

Oppdrettsbransjen er avhengig av et velfungerende eksportmarked for sine varer. Handelsavtaler mellom landene er avgjørende for eksistensen av eksportmarkedet. Politikken som føres i det enkelte land legger premissene for gjennomføringen av handelsavtalene, hvilket gjør Norges utenrikspolitiske beslutninger samt importlandenes politiske forhold svært avgjørende for eksportmulighetene til næringen.

Russland og Kina er to store markeder for eksport av laks og ørret som de siste årene har vært preget av politiske konflikter. Russland innførte den 7. august 2014 et importforbud av norsk laks og ørret (NRK, 2014a). Importforbudet ble tolket som et Russisk motsvar på en rekke sanksjoner fra blant annet Norge, EU og USA etter Russlands annektering av Krim i Ukraina. Russland utgjorde på dette tidspunktet 50 % av eksportmarkedet for ørret. Norge eksporterte i 2013 sjømat for 6,5 milliarder kroner til Russland, hvilket gjorde det russiske markedet til norsk sjømats mest verdifulle marked (Norsk Industri, 2017). Norsk laks hadde en markedsandel i Russland på 60 %, mens det russiske markedet for ørret utgjorde om lag 50 % av totalmarkedet i verden på dette tidspunktet (Norsk Industri, 2017). Påvirkningen på eksportmarkedet for ørret ble dermed svært negativ for oppdrettsnæringen. Stigende etterspørselen etter laks i andre markeder har imidlertid veid opp eksporttapet til det sanksjonerte russiske markedet.

Det Kinesiske markedet ble utilgjengelig for norske virksomheter kort tid etter «Den Norske Nobelkomite» besluttet å tildele fredsprisen for 2010 til kineseren Liu Xiaobo. Kina var svært uenige i tildelingen og holdt den norske regjeringen ansvarlig, til tross for Nobelkomiteens politiske uavhengighet (NRK, 2010). I 2010 importerte Kina rundt 20 000 tonn laks fra Norge, hvilket gav norsk laks hele 94 % markedsandel i Kina (Norsk Industri, 2017). I 2016 var det kinesiske markedet for laks 70 000 tonn hvor norsk laks utgjorde 3 142 tonn. Virkningene av

konflikten har vært betydelige for norsk sjømat, først og fremst fordi den norske næringen har stått på utsiden av det kinesiske markedet samtidig som dette markedet har vokst betraktelig. Stor etterspørsel etter atlantisk laks i andre globale markeder har imidlertid gitt god prisopptilgang for oppdrettslaks over perioden.

Den politiske konflikten har vart lenge og Kinas forhold til Norge har vært anstrengt med liten grad av offentlig kommunikasjon mellom landene. Ved utgangen av 2016 ble imidlertid det politiske forholdet mellom Norge og Kina normalisert etter gjentatt kontakt og kommunikasjon mellom landene. Utenriksminister i Norge Børge Brende har siden bekreftet at Norge og Kina nå har normalisert det politiske forholdet seg imellom (Aftenposten, 2016).

Det reetablerte forholdet til Kina vil igjen gi norske selskaper tilgang til det Kinesiske markedet på sikt. Nyhetene om dette skapte stor positivisme blant eksportbedrifter i Norge, og særlig i sjømatnæringen. Bransjen har nå en stor jobb med å vinne tilbake markedsandeler i Kina. Det vil ta tid å reetablere store leveranser til det kinesiske markedet av flere grunner. For det første er etterspørselen i andre markeder så stor at det ikke er tilbudsoverskudd. Det er også slik at det kinesiske markedet etterspør mest av den største laksen som er rundt 6 kilo, ettersom denne er best egnet til sushimarkedet (Sysla, 2017a). Tilbudet av norskprodusert laks på denne størrelsen er begrenset, da biologisk risiko forbundet med laks i sjø gjerne fører til at laksen slaktes før den når 6 kilo. Til sist vil flyfraktkapasiteten, som er nødvendig for å eksportere norskprodusert laks til Kina, begrense eksportmulighetene. Flyfraktkapasiteten vil gradvis bygges opp etter hvert som norsk laks igjen får innpass i det kinesiske markedet, og logistikk-konsernet DHL lanserte i midten av 2017 nye flyruter for sjømat til Asia (E24, 2017a).

2.2.2 Juridiske forhold

De juridiske rammebetingelsene utvikler seg naturligvis i takt med bransjens utvikling. Den første loven med virkeområde for oppdrett i 1973 danner grunnlaget for akvakulturloven av 2006 som er dagens gjeldende lov (Laksefakta, 2017a). Formålet med akvakulturloven er å *«fremme akvakulturnæringens lønnsomhet og konkurransekraft innenfor rammene av en bærekraftig utvikling, og bidra til verdiskaping på kysten»* jf. akvakulturloven § 1.

Mattilsynet er et av flere kontrollorgan innenfor oppdrettsnæringen. Mattilsynet kontrollerer blant annet fiskevelferd og fiskehelse. Når det gjelder fiskevelferd krever dagens regelverk at volumet i en fiskemerid må være minimum 97,5% vann (Fiskeridirektoratet, 2016a).

Fiskehelse har vært en økende utfordring på grunn av diverse sykdommer som rammer oppdrettsfisken, men først og fremst på grunn av lakselus. Akvakulturanlegg med laksefisk i sjø er pålagt å følge forskrift om «bekjempelse av lakselus i akvakulturanlegg» av 2013. Innføringen av forskriften innebar en betydelig innstramming av regelverket hva angår krav til rapportering og håndtering av lakselus. Det stilles blant annet krav til at det skal være færre enn 0,5 voksen hunnlus i gjennomsnitt per fisk i anlegget. Oppdrettere er pålagt å telle og rapportere antall lakselus pr fisk til Mattilsynet hver fjortende dag (Mattilsynet, 2016). Dersom grensen overskrides vil mattilsynet kunne kreve at fisken slaktes. Andre kontrollorgan ovenfor bransjen er Fiskeridirektoratet, Kystverket, Fylkesmannen, NVE med flere.

2.2.3 Økonomiske forhold

Oppdrettsnæringen påvirkes av flere ulike økonomiske forhold som stadig endrer seg. Med eksport som en viktig forutsetning for næringen får rentenivå og kronekurs en viktig betydning. Lakseprisen har imidlertid den største påvirkningen på lønnsomheten i næringen over tid.

Laksepris

Hel rundslaktet laks og ørret kan i stor grad sies å være en commodity i den betydning at det er en råvare som er mer eller mindre standardisert. Det er et primærprodukt som, dersom det ikke videreføres, gir liten diversifikasjon mellom produsentene. Etersom produktene er standardiserte reguleres prisene gjennom råvarebørser (spotpris), der produsentene er pristagere.

Prisen produsentene oppnår på salg av oppdrettsfisk avhenger av om det er inngått leveringskontrakter til fast pris eller om salget skjer i spotmarkedet. Prisene i spotmarkedet er svært volatile, og det er flere grunner til dette. Oppdrett av laks og ørret kjennetegnes av en lang produksjonssyklus der den biologiske risikoen underveis er betydelig. Elementer ved den biologiske risikoen utdypes senere i oppgaven. Når fisken har oppnådd slaktemoden vekt skal den slaktes innenfor et relativt kort tidsintervall. Sammensetningen av lang produksjonssyklus, biologisk risiko som medfører fiskedød og et kort tidsintervall for slakting av slaktemoden laks gir en naturlig variasjon i tilbudet av oppdrettsfisk. Variasjon i tilbudet gir endringer i pris.

Leveringskontrakter innebærer at produsenten selger fisk til en kjøper for en fast pris innenfor avtaleperioden. Kontraktsandelen i markedet varierer fra år til år, ettersom forventningene til spotprisene fremover påvirker kontraktsinngåelsene. Kontraktsandelen i et oppdrettsselskap kan gi store utslag i driftsinntektene. Lav kontraktandel med høye spotpriser gir gode betingelser for produsenten, mens lav kontraktandel med fallende spotpriser kan gi tilsvarende negative innvirkninger. Kontraktsandelene hos produsentene er derfor av stor betydning for lønnsomheten.

Fishpool er en internasjonal markeds plass for kjøp og salg av finansielle laksekontrakter i form av forwards og opsjoner (Fish-Pool, 2017). Ved å bruke disse sikringsinstrumentene kan både leverandører og kunder til en viss grad sikre seg mot eventuelle nedsidefaktorer. De høye lakseprisene i 2016 førte imidlertid til at langsiktige leveringskontrakter inngått i forveien ble ugunstige sammenlignet med prisen i spotmarkedet.

Det kan være vanskelig å estimere fremtidige laksepriser. Ved utgangen av 2014 mente flere sentrale sjømatanalytikere at lakseprisen skulle falle de neste årene grunnet forventet økt eksport fra oppdrettsnæringen i Chile, kombinert med handelsblokader mot det Russiske og Kinesiske markedet (Ilaks, 2014). Prisen har derimot steget siden dette og i 2016 var lakseprisen rekordhøy. Prisoppgangen skyldes hovedsakelig liten tilbudsvekst kombinert med en stor etterspørselsvekst. Det var særlig prognosene om Chile som slo feil, da tilbudet kollapset etter en massedød av fisk som følge av algeoppblomstring (Ilaks, 2016a). Framtidsutsiktene for lakseprisen ved inngangen til 2017 tyder på en fortsatt høy laksepris. Historisk sett er det etterspørselsfall eller rask produksjonsvekst som har medført prisfall. Etterspørselen etter laks fortsetter å stige samtidig som det ikke forventes betydelig produksjonsvekst. På bakgrunn av dette forventes det en relativt høy laksepris også noen perioder fremover. Dette synet forsterkes av en forventet etterspørselsvekst fra det kinesiske markedet.

Sjømatbransjen i Norge har gjennom mange år opparbeidet seg et godt internasjonalt rykte og kvalitetsstempel som har åpnet et stort marked for næringen. Bransjen blir dermed mindre sårbar for fall i enkeltmarkeder og oppnår høyere etterspørsel etter sine varer, som gir gode marginer for oppdrettsselskapene.

Markeder og konjunkturer

Konjunktur er en generell makroøkonomisk betegnelse for aktivitetsnivået i en økonomi. Verdensøkonomien er inndelt i flere soner som vurderes individuelt innenfor et avgrenset område. Eurosonen er betegnelsen på medlemslandene i Den europeiske union (EU) som er underlagt den europeiske sentralbankens pengepolitikk. I eurosonen har ringvirkningene etter finanskrisen i 2008 preget økonomien negativt i en årrekke. I 2016 og 2017 har Eurosonen imidlertid vist økonomisk vekst etter en periode med resesjon (Hegnar, 2017a). Dette er gode nyheter for oppdrettsbransjen som eksporterer omtrent 76% av den samlede eksporten til EU-land (Norsk-Sjømatråd, 2016).

USA har hatt den største økonomiske veksten av de store økonomiene i verden det siste året (Dagens Næringsliv, 2017b). De er i likhet med EU et viktig marked for laks, selv om ikke alle de norske selskapene er eksponert i dette markedet. USA har vært et spesielt viktig marked for oppdrettsnæringen som er lokalisert i Chile. På grunn av store biologiske utfordringer i Chile med blant annet algeoppblomstring, omfattende sykdomsutbrudd og utstrakt bruk av antibiotika på laksen har noe av etterspørselen etter laks fra USA dreid seg bort fra Chile. Dette forklarer noe av etterspørselsveksten etter norskprodusert atlantisk laks i 2016.

Rente og valutakurs

Oppdrettsnæringen er en eksportbransje med sterk eksponering mot markedene i Eurosonen og i USA. Kursutviklingen for norske kroner (NOK) mot valutaer som euro (EUR) og dollar (USD) er derfor svært viktig for oppdrettsbransjen konkurransekraft og lønnsomhet. Valutakursene påvirkes av markedskreftene i valutamarkedet, der blant annet rentenivået i det enkelte land har stor betydning. Pengepolitikken i Norge utøves av Norges Bank gjennom mandat fra den norske regjeringen. Norges Bank setter nivået på styringsrenten i Norge gjennom en fleksibel inflasjonsstyring (Norges Bank, 2015). Dette innebærer at styringsrenten bestemmes ut i fra informasjon og forventning rundt inflasjon og produktivitetutvikling. Oljeproduksjon er en svært viktig del av norsk økonomi. Den sterke posisjon oljen har i norsk økonomi medfører at råoljeprisen i verdensmarkedet har en stor innvirkning på kursdannelsen på NOK. Påvirkningen oljen har på økonomien gjør at kursutviklingen på NOK er mer løsrevet fra produktivitetutviklingen.

Det kan være svært utfordrende for oppdrettsbransjen at kursdannelsen er løsrevet fra produktivitetutviklingen. Etter finanskrisen i 2008 var veksten i verdensøkonomien inne i

resesjon og nullvekst. Norge var delvis skjermet for den store økonomiske nedgangen blant annet på grunn av høyt aktivitetsnivå i olje og gass sektoren. På tross av at konsumprisindeksen var tilfredsstillende ble Norges Bank nødt til å sette styringsrenten lavt i perioden etter finanskrisen for at kronkursen ikke skulle bli for sterk. Sterkere norsk krone innebærer svekket konkurransekraft for norsk eksportnæring.

Norge har opplevd økonomiske nedgangstider siden det markante oljeprisfallet høsten 2014. Som følge av svak oljepris med tilhørende lavt aktivitetsnivå innen oljebransjen har den norske styringsrenten nådd historisk lave nivåer. Kronkursen har svekket seg betydelig mot valutaer som euro og dollar. Den svake kronkursen har gitt oppdrettselskapene som har store andeler av salgsinntektene i disse valutaene gode vilkår. Valutaeffekten er en av flere viktige forklaringsfaktorer bak de rekordhøye lakseprisene i 2016 og 2017. Fiskefôret betales hovedsakelig i dollar og er således blitt dyrere. Samlet sett har de økonomiske makroforholdene for 2016 påvirket oppdrettsnæringen i positiv retning.

2.2.4 Miljømessige forhold

Oppdrettsnæringen påvirkes av miljømessige forhold samtidig som næringen selv påvirker miljøet. Den store veksten innenfor havbruk har medført miljømessige utfordringer som presser bransjen til finne nye metoder for å oppnå bærekraftig vekst.

Lakselus

Den største miljømessige utfordringen oppdrettsnæringens står ovenfor per dags dato er lakselus. Problemene som lakselus påfører næringen har stor betydning for hvordan dagens oppdrettsanlegg driftes, men enda viktigere er det førende for næringens muligheter for vekst i fremtiden. Dette drøftes nærmere i kapittel 4.

Lakselus er en parasitt som lever på laks og ørret og påfører fisken sår og infeksjoner. Den finnes naturlig i alle havområder på den nordlige halvkulen. Forekomsten av lus innenfor dette området varierer på bakgrunn av blant annet havstrømmer og vanntemperatur (lusdata.no). Oppdrettsanleggene gir gode formeringsvilkår for lakselus hvilket øker lusenivået i havet. Næringen har et ansvar ovenfor myndighetene og samfunnet for øvrig til å holde lusenivået lavest mulig. Det er også i næringens egen interesse med lave lusenivåer da lus skader fisken i merdene og gjør den utsatt for infeksjoner og sykdommer.

Oppdrettsanleggene er forpliktet til å telle forekomsten av lakselus i anleggene og innrapportere dette til mattilsynet. utfordringene til avlusing av laks har forverret seg i senere tid med stigende havtemperaturer samt lakselusens evne til å utvikle resistens mot diverse kjemiske avlusingsmiddel. De vanligste metodene for avlusing i dag er ved mekanisk og kjemisk fjerning av lus eller ved bruk av rensefisk.

Rensefisk er spesielle arter fisk, hovedsakelig rognkjeks, som spiser lus som sitter på fisken. Flere av oppdrettsselskapene har startet egne produksjon av rognkjeks for avlusingsformål (Nofirma, 2016). Metoden har vist seg effektiv og uten miljømessige bivirkninger. Rensefisk alene er imidlertid sjelden nok til å holde lakselus nivået under den tillatte grensen. Bruk av rognkjeks som rensefisk i oppdrettsanlegg økte fra 700 000 fisk i 2005 til 26 500 000 fisk i 2015 (Veterinærinstituttet, 2017a).

Sykdom

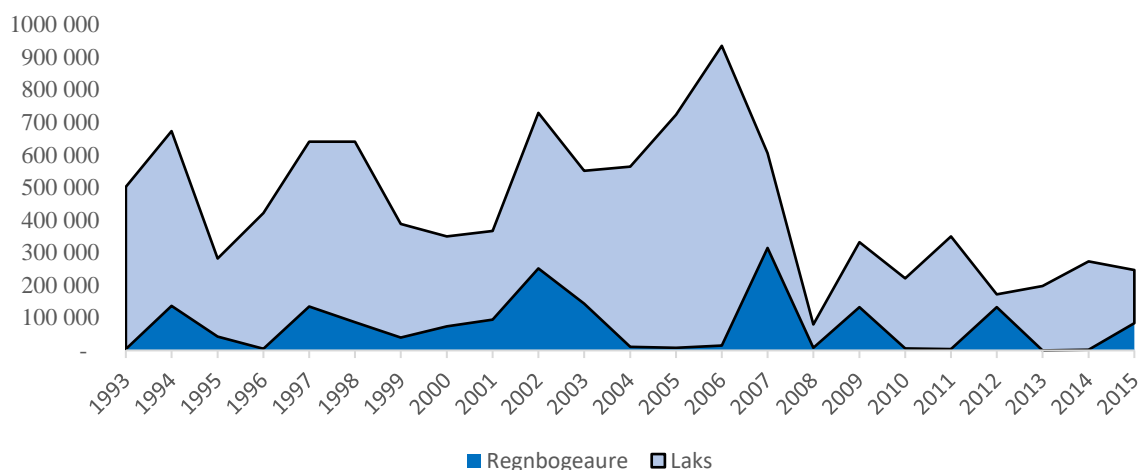
I Norge er det over tid utviklet et svært godt vaksinasjonsprogram for oppdrettslaks. Sykdommer som tidligere medførte stor dødelighet er i dag under kontroll. Vaksinasjonen har også redusert antibiotikabruken i Norge med 99 % siden 1987 og mindre enn 1 % av den totale lakseproduksjonen i Norge behandles i dag med antibiotika. Likevel er det fremdeles enkelte sykdommer som rammer næringen. De vanligst sykdommene er Infeksiøs lakseanemi (ILA), Pancreas Disease (PD) og AGD (Veterinærinstituttet, 2017b). I tillegg til vaksinasjon jobbes det kontinuerlig med forbedring av smittehygiene og fremavling av en robust laksestamme.

Veterinærinstituttet uttrykte 18.01.2017 bekymring for sykdomsutfordringer vedrørende rognkjeks. Rognkjeks er mye brukt ved avlusing av laks, men hittil vet forskerne lite om sykdomsbildet til denne arten. Forskning på rognkjeks og sykdomsutfordringene som nå observeres vil bli prioritert fremover ettersom rognkjeks forventes å være et viktig og bærekraftig avlusingstiltak også i fremtiden (Veterinærinstituttet, 2017a).

Rømming

Rømming av oppdrettslaks er kritisk for bevaringen av stedege bestander av villfisk dersom oppdrettslaksen blander seg med bestanden og gyter i villfiskens områder. Oppdrettsbransjen bruker store ressurser for å unngå rømminger. Rømming innebærer økonomisk tap for selskapene i form av gjenfangst og tapt produksjon, og det vil derfor være alle interessenters prioritet å unngå. Vanlige årsaker til rømming er teknisk svikt, feil bruk av utstyr eller skade

på not forårsaket av fartøy, propeller eller uvær (Laksefakta, 2016e). Sertifisering av anlegg og utstyr skal sikre at installasjonene er mest mulig rømmingssikre. Kontroller av anlegg, kompetanse og beredskapsplaner er noen av de preventive tiltakene akvakulturforskriften pålegger selskapene å gjennomføre. Innovasjon og økt kompetanse har redusert rømmingen de siste årene jmfør figur 2-5.



Figur 2-5: Rømming av laks og regnbøeørret målt i antall fisk

Tilgang på maritime råstoff

Marine råstoff er den viktigste ingrediensen i fiskefôret og opprettholder laksens nivåer av omega 3-fettsyrer. Tilgangen på maritime råstoff er en knapphetsfaktor på verdensbasis. Det etterspørres i dag mer maritime råstoff enn hva som er mulig å oppdrive. Produkter med omega 3 tilskudd er sammen med oppdrett en stor konsument av maritime råstoff. Det meste av råstoffene som brukes kommer fra villfisk. Dette er bestander som er fornybare i den grad fiskestammene forvaltes på en forsvarlig måte i form av kvoter. Leverandørene av fiskefôr forplikter seg ovenfor sine oppdrettskunder å kunne dokumentere og spore innholdet av maritime råstoff til legal og bærekraftig fiskerivirksomhet.

Bruken av maritime råstoff i fiskefôr er kraftig redusert i løpet av en tyveårsperiode. Dette er helt avgjørende for at fiskefôret og således oppdrettsnæringen skal være bærekraftig. Utvikling av fiskefôret har resultert i at nivået av omega 3-fettsyrer opprettholdes med kun 30 % maritime råstoff hvor den resterende delen av fôret består av vegetabiliske ingredienser (Laksefakta, 2016c). Den begrensede tilgangen på marine råstoff kan være en alvorlig trussel mot fremtidens oppdrettsnæring. Fiskefôr er den største utgiftsposten i oppdrettsnæringen. Volumvekst av oppdrettsfisk krever tilstrekkelige mengede fiskefôr med tilhørende marine

råstoffer. Etterspørselsveksten driver opp prisene på marine råstoff, hvilket reduserer lønnsomheten på kort sikt i oppdrettsbransjen. Leverandørmakt innen oppdrettsnæringen diskuteres nærmere i kapittel 4.

Arealbegrensninger

Oppdrettsnæringen har fra år 2000 gått i retning av færre lokaliteter og færre selskaper, samtidig som produksjonen på samme tid er tilnærmet doblet. Lokalitetene er over denne perioden blitt større, og er plassert på de mest egnede områdene i Norge for oppdrett av laks og ørret. Økt produksjon på mindre areal gir lav arealbruk per kilo fisk produsert, som er positivt for blant annet miljømessige hensyn. Av kystområdene innenfor den norske grunnlinjen benytter havbruksnæringen i dag om lag en halv prosent av arealet (Lerøy, 2016b). Norge har store sjøarealer, hvilket gir potensiale for vekst i havbruksnæringen. Likevel utgjør arealtilgangen en av de største begrensningene for videre vekst i næringen.

Ettersom dagens produksjon i all hovedsak foregår i fjorder er de beste lokalitetene allerede mer eller mindre fullt utnyttet. Teknologiske innovasjoner kan gjøre det mulig å drive oppdrett også i åpne havområder ved bruk av offshorekompetanse. Det finnes imidlertid flere ubenyttede fjordområder som vil være aktuelle for oppdrett. Forhold som dyp, strømhastighet, bølger, nærliggende oppdrettsanlegg og logistikk avgjør hvor egnet et område er for nyetablering av produksjonsanlegg. Ubenyttede områdene som tilfredsstillt kvalifikasjonene krever at myndighetene, men først og fremst kommunene lokalt, regulerer områdene til oppdrett. Kystsoneplanlegging vil i mangel på kompetanse og ressurser ofte være en nedprioritert oppgave i mindre kommuner. I en forskningsrapport gjennomført av blant andre Nofirma og SINTEF pekes det på oppdrettsnæringens ansvar for forhandlinger og kompromisser med de involverte aktørene om arealdisponeringen i sjøområdene (Nofirma, 2014).

2.3 Bransjespesifikke forhold

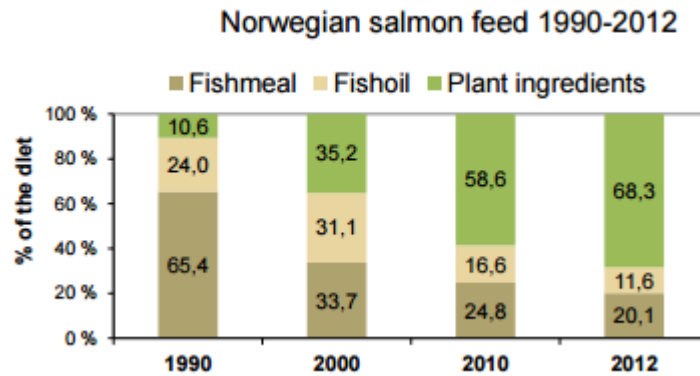
2.3.1 Verdikjeden i oppdrettsnæringen

Verdikjeden i fiskeoppdrett består hovedsakelig av fem forskjellige steg. Disse stegene følger livssyklusen til laksen. Fasene i verdikjeden kan utøves separat av ulike aktører, men gjennom horisontal integrering utøves i dag de fleste fasene av aktørene selv. Kapitalen og kompetansen bransjen har opparbeidet seg over tid gjør dette mulig.

Fiskefôr

Fiskefôr består av både marine og vegetabiliske råstoffer. Fôret har i likhet med bransjen for øvrig vært i stadig utvikling. De marine råstoffene er fiskemel og fiskeolje laget av fiskeavskjær og villfisk som ikke holder kvalitet til å brukes til konsum. Den kraftige veksten i oppdrettsnæringen og produksjon av omega-3 tilskudd gjør tilgangen på maritime råstoffer begrenset, og næringene har således et ansvar for at de betingede fornybare ressursene som råstoffene kommer fra utnyttes på en bærekraftig måte. Fokus på bærekraft samt målrettet forskning har medført at oppdrettsnæringen i dag ikke bruker mer villfisk i fiskeforet enn tidligere til tross for den kraftige produksjonsveksten av oppdrettsfisk. Da fôret på 1990 tallet bestod av 90 % fiskemel og fiskeolje er nivået i dag på rundt 30 % (Laksefakta, 2016a). Vegetabiliske ingredienser som soya, raps og hvete har gradvis utgjort en større del av fôrinholdet.

Fôrkostnader er den største enkeltkostnaden i oppdrettsnæringen, og utgjør gjennomsnittlig 54% av produksjonskostnaden pr kilo laks for 2016 (Fiskeridirektoratet, 2017b). Fôrkostandene for 2016 var av ulike årsaker høyere enn normalt, og for et gjennomsnitt over de siste fem årene har fôrkostander utgjort om lag 50 % av de totale produksjonskostnadene per kilo laks produsert. De største leverandørene av fiskefôr til norsk oppdrettsnæring er Ewos, Skretting og Biomar.



Figur 2-6: Oversikt over de ulike ingrediensene i fiskefor

Rognproduksjon

Rognen utvikles i tanker med ferskvann. Befruktningen av rognen kalles stryking og er en møysommelig prosess som er helt avgjørende for å lykkes med oppdrett av fisk. Rognen plasseres i klekkekar hvor den ligger i rundt 60 dager før den klekkes til plommeseckyngel. Etter rundt fire uker kan yngelen ta til seg næring og plasseres i større kar for tilpasset fôring (Nesfossen, 2012).

Smoltproduksjon

Etter 10-16 måneder i ferskvann skal yngelen tilpasses et liv i sjøen. Yngelen gjennomgår en prosess som kalles smoltifisering, hvor den gradvis tilvennes saltvann. Deretter slippes den ut merder i sjøen på oppdrettsanleggene (Marine Harvest, 2017c).

Matfiskproduksjon

Laksen oppbevares i merder i sjøen hvor den gis intensiv foring for raskest mulig vekst. Vannkvaliteten er viktig for fiskehelsen og kvaliteten på fisken. Oksygenmetning, saltinnhold og temperatur er avgjørende for kvaliteten på vannet (Laksefakta, 2016d). Lovverket krever at 97,5 % av volumet i merdene er vann, det vil si at det maksimalt tillates 2,5 % biomasse. Når fisken har en vekt på 4-6 kilo er den slaktemoden. Fra fisken plasseres i merdene tar det rundt 14-22 måneder å nå denne vekten (Laksefakta, 2016b).

Bearbeiding

Fra stryking av rogn til slaktemoden laks går det bortimot tre år. Laksen fraktes levende fra oppdrettsanleggene til slakteriet i spesialtilpassede brønnbåter. Fisken bedøves på slakteriet før den sløyes og vaskes. Sortering av størrelse og kvalitet gjøres før den ferske fisken fraktes til videreforedling eller direkte ut til markedet.

Salg og distribusjon

De største markedene for eksport av norsk laks er Europa (EU), Asia og USA. I 2016 gikk rundt 76 % av totalt eksportert norsk laks til EU, hvor Polen og Frankrike var de største enkeltmarkedene (SSB, 2017). Eksporten var på 749 000 tonn laks til en verdi av 45,3 milliarder kroner.

Eksportverdien til Asia og USA var på henholdsvis 10,5 milliarder og 3,4 milliarder i 2016. Målt i eksportvolum var det en nedgang på 5,2 % fra 2016 til 2015. På grunn av en sterkt stigende laksepris gjennom året er eksportverdien 29 % høyere for 2016 enn for 2015, hvilket utgjør 13,8 milliarder kroner økning (Norsk-Sjømatråd, 2016).

Foredling av produkter skjer hovedsakelig i utlandet. Det er flere grunner til dette, men en av grunnene er geografisk nærhet til de store markedene. Også kostnadsnivået i Norge gjør det mer attraktivt å foredle produkter i utlandet, spesielt dersom det kreves betydelige mengder arbeidskraft. Stadig mer helautomatiserte prosesser kan motvirke denne effekten og igjen gjøre Norge til en attraktiv lokalitet. De største aktørene i oppdrettsbransjen opererer med salgskontorer i en rekke land i de nevnte markedene.

2.3.2 Norske oppdrettsselskaper

Havbruksnæringen i Norge består av store, mellomstore og små selskaper. Det siste tiåret har antall foretak sunket samtidig som produksjonen i antall tonn har mangedoblet seg. Dette skyldes horisontal integrering gjennom en rekke fusjoner og oppkjøp. Økningen av produksjon henger naturligvis sammen med utstedelse av nye konsesjoner. På Oslo børs er det ved inngangen til 2017 registrert åtte selskaper som driver innenfor fiskeoppdrett. Disse er Marine Harvest, SalMar, Lerøy, Bakkafrost, Austevoll Seafood, Norway Royal Salmon, Grieg Seafood, og The Scottish Salmon Company.

I den strategiske regnskapsanalysen og verdsettelsen av Lerøy Seafood Group velges et utvalg av disse selskapene for sammenligningsgrunnlag i analysen. Utvalget vurderes i henhold til likhetstrekk mellom det aktuelle foretaket og Lerøy Seafood Group. Størrelse, geografisk plassering og kjernevirksomhet tilsier at de mest sammenlignbare selskapene dermed vil være Marine Harvest, SalMar og Grieg Seafood.

Som det fremgår av presentasjonen under skiller Marine Harvest seg fra de andre selskapene ved at de har en geografisk diversifikasjon og en oppstrømsintegrering i fiskefôr, hvilket svekker sammenligningsgrunnlaget noe. Bransjeutvalget ville vært for snevert ved en utelukkelse av Marine Harvest, samtidig som Marine Harvest på grunn av sin størrelse er bedre egnet for sammenligning enn de øvrige oppdrettsselskapene på Oslo Børs. Marine Harvest, SalMar og Grieg Seafood utgjør dermed oppgavens komparative utvalg, og vil sammen med Lerøy utgjøre bransjegjennomsnittet. Det vil i det følgende gis en kort presentasjon av de utvalgte selskapene.

Marine Harvest ASA

Fra oppstarten i 1965 da selskapet MOWI startet med laks har det som i dag utgjør Marine Harvest utviklet seg til å bli verdens største oppdrettsselskap. Selskapet har vært gjennom ulike konsolideringer og oppkjøp. I 2005 Fusjonerte Marine Harvest med Stolt Seafarm, som deretter ble oppkjøpt av Panfish i 2006 (Marine Harvest, 2017b). Siden den gang har selskapet gjennomført reorganiseringer og vokst ytterligere. Siste oppkjøp var videreforedlingsselskapet Morpol i 2013. Selskapet har i dag virksomhet i 24 land og er børsnotert i Oslo og New York. Det er imidlertid varslet at Marine Harvest har besluttet avnotering på New York Stock Exchange grunnet høye kostnader forbundet med noteringen (Marine Harvest, 2017a). Marine Harvest sysselsetter 1 600 personer i Norge og 11 700 personer på verdensbasis. Hovedkontoret ligger i Bergen.

Forretningsområder

Marine Harvest har vært blant de fremste i bransjen når det gjelder horisontal og vertikal integrering. Selskapet har kontroll og eierskap over hele verdikjeden og er således et helintegret konsern. I 2012 etablerte de sin første fôrfabrikk i Norge med mål om å bli selvforsynt med fôr og ledende innen fiskefôr. Fabrikken hadde sitt første hele driftsår i 2015. I 2015 kunngjorde selskapet sine planer om oppstart av fôrfabrikk i Skottland, og offentliggjorde planer om etablering av eget brønnbåtselskap (Marine Harvest, 2016). Marine

Harvest og det Oslo Børs noterte «Deep Sea Supply» inngikk i 2016 avtale om etablering av brønnbåtselskap. John Fredriksen er største aksjonær i begge selskaper. Til nå har Marine Harvest leid brønnbåtene som frakter fisk mellom oppdrettsanleggene og til slakteriene.

Marine Harvest fortsetter å utvikle sine tre hovedsatsingsområder som er fiskefôr, lakseoppdrett og videreforedling og salg. Sistnevnte har vært et økende satsingsområde i senere tid, noe oppkjøpet av Morpol i 2013 underbygger (Marine Harvest, 2016).

Lokalisering

Marine Harvest har oppdrettsanlegg i Norge, Skottland, Canada, Chile, Irland og Færøyene. Regnskapsrapporten for 4. kvartal 2016 viser at volumet i Norge for året 2016 er 234 000 tonn laks. Dette utgjør rundt 61 % av selskapets totale produksjonsvolum på 381 000 tonn laks. Chile var i 2015 den nest største avdelingen i Marine Harvest, men på grunn av omfattende biologiske problemer i 2015 har de mindre å levere i 2016 og passeres av avdelingene i Skottland og Canada i antall tonn produsert laks (Marine Harvest, 2016).

Fôrproduksjonen vil fra og med 2018 foregå fra to fabrikker beliggende i Norge og Skottland. Selskapet vil da være selvforsynt med fôr i Europa og avtaler med tredjepartsleverandører om fôrforsyning utløper her i 2018 (Ilaks, 2015).

Marine Harvest har i takt med sin opptrapping av foredling og bearbejdede produkter utviklet flere anlegg og fabrikker for dette i nærheten av de store markedene. Fordelene med nærhet til markedet er drøftet tidligere i oppgaven. I 2015 startet de opp en ny fabrikk i Rosyth i Skottland for levering av lakseprodukter til markedet i UK. Utvikling av merkevarene «MOWI» for det japanske markedet og «Supreme Salmon» for det Taiwanske markedet har økt selskapets tilstedeværelse i Asia (Marine Harvest, 2016).

Finansielle nøkkeltall

Tabell 2-1 viser sentrale økonomiske forhold i Marine Harvest de siste seks årene. Omsetningen har gjennom perioden vært stigende, hvilket sees i sammenheng med økt slaktevolum. Lakseprisen i markedet vil ha stor betydning for omsetningen det enkelte år. I 2016 leverte Marine Harvest i likhet med flere av de andre aktørene rekordhøyt driftsresultat. Dette til tross for at volumet av høstet laks gikk ned fra 2015. Den rekordhøye lakseprisen for 2016 har gitt god inntjening. Marine Harvest har siden 2014 produsert laksefôr til eget bruk i egne fabrikker. Omsetningen av laksefôr til eget bruk har også økt driftsinntektene for

perioden fra 2014. Samtidig innebar fôrproduksjon betydelige investeringer, hvilket forklarer fallet i egenkapital for regnskapsåret 2014. Marine Harvests etablering i en rekke produksjonsland gir en diversifisering som reduserer betydningen av hendelser i et enkeltmarked. Enkelte av produksjonslandene, særlig Chile, har medført diverse biologiske problem og påvirket årsresultatet negativt. De problematiske forholdene i enkelte av produksjonsområdene vil trolig stabiliseres over tid og gi en positiv effekt på driftsresultatet.

Tall i 1000 NOK	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntekter	16 132 800	15 463 500	19 199 400	25 531 300	29 523 421	31 687 628
EBITDA	3 384 000	1 320 600	3 974 900	5 220 800	4 602 895	7 607 306
Driftsresultat etter virkelig verdi-justering (I	1 209 500	968 700	4 661 800	3 633 400	3 266 296	8 947 860
Resultat før skatt	1 382 900	789 200	3 457 400	1 486 700	2 365 771	6 853 526
Årsresultat	1 121 200	412 600	2 522 500	939 500	1 497 407	4 868 423
Egenkapitalandel	47,50 %	50,10 %	48,50 %	39,80 %	45,20 %	42,90 %
Slaktevolum	342 820	392 306	343 772	418 873	420 148	380 621

Tabell 2-1: Finansiell informasjon Marine Harvest ASA

SalMar

SalMar ble grunnlagt i 1991. Selskapet hadde den gang én konsesjon og noen få ansatte, men har i dag utviklet seg til et av verdens største konsern innen oppdrett av laks. SalMar har rundt 100 konsesjoner i Norge og over 1 000 ansatte (SalMar, 2017a). Konsesjonene fordeler seg på Midt-Norge og Nord-Norge. Hovedkontoret ligger på Frøya i Sør-Trøndelag hvor selskapet startet opp sin virksomhet. SalMar har i tillegg til sin norske oppdrettsaktivitet også betydelige eierandeler i det nest største oppdrettselskapet i Storbritannia, Scottish Sea Farms Ltd, som har en produksjonskapasitet på 30 000 tonn slaktet laks (SalMar, 2017b).

Forretningsområder

SalMar er et helintegrert konsern som kontrollerer alle elementene i verdikjeden fra rogn til salg og foredling. Selskapets uttalte mål er å være kostnadsleder, med effektivitet og rasjonell drift på bærekraftige vilkår som et sentralt satsingsområde. Den uttalte visjonen til selskapet ble i 2014 presentert som «Passion for Salmon», eller lidenskap for laks. Dette er ment å symbolisere den enorme veksten SalMar har opplevd siden oppstarten i 1991 (SalMar, 2017b).

Lokalisering

SalMars egenkontrollerte oppdrettsdrift foregår utelukkende i Norge. Selskapet har 68 lisenser i Midt-Norge og 32 lisenser i Nord-Norge. SalMar hadde samlet sett et slaktevolum for 2015

på 150 000 tonn laks. Om lag 54 % av dette stammer fra lisensene i Midt-Norge, mens rundt 9% av volumet er produsert i den deleide virksomheten i Skottland (SalMar, 2017c).

Finansielle nøkkeltall

Tabell 2-2 viser sentrale økonomiske forhold i SalMar de siste seks årene. SalMar har over perioden ervervet nye konsesjoner hvilket har bidratt til høyere slaktevolumer over perioden. Topplinjen har vært stigende over de seks årene, mens bunnlinjen er sterkt varierende hvilket kjennetegnes av bransjens volatile natur. Årsresultatet for 2015 er en nedgang fra forrigegående år. Biologiske utfordringer i region midt, der en del volum måtte slaktes før optimal vekt var oppnådd, gav en høyere uttakskostnad på slaktet laks. I kombinasjon med redusert slaktevolum gav dette negativ effekt. For regnskapsåret 2016 er driftsinntekter og årsresultat rekordhøyt på grunn av god prisoppnåelse på laks i spotmarkedet. SalMars eksponering mot spotmarkedet er på om lag 50 prosent, der det resterende volumet selges på fastpriskontrakt (SalMar, 2017d).

Tall i 1000 NOK	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntekter	3 833 502	4 204 791	6 245 860	7 185 887	7 326 200	9 029 800
EBITDA	738 341	510 834	1 485 313	2 157 212	1 725 300	2 431 600
Driftsresultat etter virkelig verdi-justering (i	177 630	638 859	1 949 425	4 646 699	1 443 800	3 085 600
Resultat før skatt	160 478	608 504	2 322 071	1 628 841	1 383 700	3 342 100
Årsresultat	147 372	481 442	1 903 376	1 215 477	1 128 800	2 651 000
Egenkapitalandel	35,10 %	38,90 %	51,00 %	50,70 %	47,80 %	49,80 %
Slaktevolum (1000 tgw)	93 000	102 600	155 000	141 000	136 400	115 600

Tabell 2-2: Finansiell informasjon SalMar ASA

Grieg Seafood

Grieg Seafood har en produksjonskapasitet på 90 000 tonn slaktet vekt og er dermed en stor internasjonal oppdrettsaktør. Selskapet ble notert på Oslo Børs i juni 2007 og har hovedkontor i Bergen hvor Grieg gruppen også driver stort innenfor shipping (Grieg Seafood, 2017a).

Forretningsområder

Grieg Seafoods formål er å drive produksjon og salg innen sjømat. Selskapet har aktiviteter innenfor hele verdikjeden. Foreløpig kontrollerer de imidlertid ikke hele verdikjeden og benytter dermed tredjepartsleverandører. Grieg Seafood har et mål om egen smoltforsyning i alle regioner de opererer i. Selskapet investerer som følge av dette i nye anlegg med sikte på å kontrollere større deler av verdikjeden. I 2015 medførte et nytt settefiskanlegg en selvforsyningsgrad på 70-90 % av smoltbehovet (Grieg Seafood, 2017b). Grieg Seafood

fokuserer på resultatbasert vekst, og prioriterer dermed bunnlinjen fremfor topplinjen. Siden selskapet ikke har vært i stand til å utnytte den fulle kapasiteten i enkelte av anleggene er det naturlig at ytterligere ekspansjoner nedprioriteres.

Lokalisering

Grieg Seafood driver oppdrettsaktivitet i Norge, Shetland og Canada. I Norge har selskapet 20 konsesjoner i Rogaland og 27 konsesjoner i Finnmark. Selskapet er største aktør på Shetland med 39 konsesjoner. Den Canadiske virksomheten drives i British Columbia hvor selskapet kontrollerer 22 lisenser (Grieg Seafood, 2017a).

Finansielle nøkkeltall

Tabell 2-3 viser Grieg Seafoods økonomiske utvikling de siste seks årene. I denne perioden har selskapet hatt en lav vekst i slaktevolum, med en topp i 2012 på 70 000 tonn. Som tabellen viser har Grieg hatt flere utfordrende år økonomisk, med negativ inntjening grunnet til dels store biologiske problemer. Den økonomiske situasjonen er imidlertid snudd, og Grieg har positive årsresultater siste fire år. Regnskapsmessig konsolidering av datterselskapet Ocean Quality fra og med regnskapsåret 2015 er en medvirkende faktor for økte driftsinntekter i konsernet. I likhet med bransjen for øvrig er årsresultatet for 2016 unormalt høyt, grunnet de svært gode lakseprisene.

For Grieg har inntektsveksten på laks vært særlig høy. Dette kan forklares med at Grieg i all hovedsak selger hel rundslaktet laks til markedet, i motsetning til andre store selskaper som har en høy grad av videreforedling. Ettersom prisene på foredlede produkter svinger mindre enn spottpriisen i markedet, har videreforedlede produkter gitt dårligere betaling. Bakgrunnen for dette er at prisene på videreforedlede produkter ikke kan endres like raskt som spottpriisen. Dersom spottpriisen legges til grunn som «innkjøpspris» på videreforedlede produkter, vil salg av hel rundslaktet laks gi bedre fortjeneste når lakseprisen går markant opp. Grieg har dermed en sterkere eksponering mot endringer i lakseprisen enn de øvrige omtalte selskapene, ettersom videreforedling skaper en form for diversifisering mot endringer i spottpriisen. Siden lakseprisen er sterkt positiv for året 2016 gir Griegs strategi særlig høye driftsinntekter.

Tall i 1000 NOK	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntekter	2 046 991	2 050 065	2 404 215	4 161 484	4 638 370	6 603 591
EBITDA	345 820	- 29 818	484 330	483 820	261 311	1 341 661
Driftsresultat etter virkelig verdi-justering (-)	189 567	93 099	615 743	219 367	80 951	1 683 486
Resultat før skatt	- 195 224	- 202 358	544 930	171 956	- 9 208	1 560 835
Årsresultat	- 123 159	- 147 188	430 985	144 395	4 366	1 218 288
Egenkapitalandel	40,50 %	37,20 %	43,30 %	41,90 %	38 %	47 %
Slaktevolum	60 082	70 000	58 061	64 736	65 398	64 726

Tabell 2-3: Finansiell informasjon Grieg Seafood ASA

2.4 Presentasjon av Lerøy Seafood Group

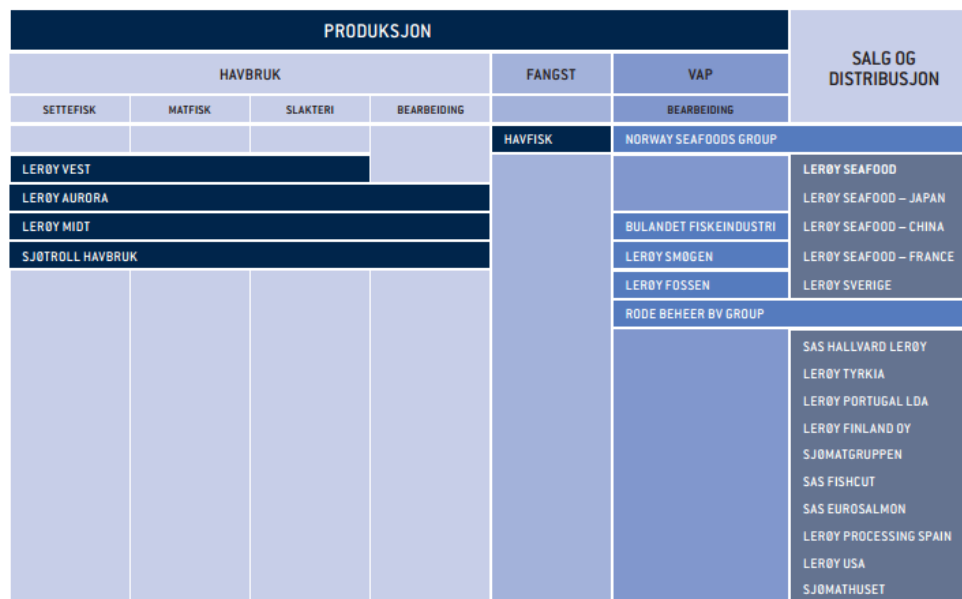
Lerøy har historie innen handel av fisk helt tilbake til slutten av 1800 tallet. Etter opprettelsen av Hallvard Lerøy AS i 1939 var selskapet etablert innen fiskemottak, havbruk og salg og distribusjon. Salg og distribusjon var det viktigste satsingsområdet for selskapet frem til 1997, da konsernet vedtok en ny strategi som innebar økt aktivitet innenfor havbruk. Den nye strategien skulle gi Lerøy muligheter til å utvikle seg innenfor hele verdikjeden i havbruksnæringen ved å gjennomføre omfattende konsolideringer. Notering på Oslo Børs i 2002 sikret konsernet god tilgang på kapital og dermed mulighet til å utvikle et helintegrert sjømatkonsern (Lerøy, 2017b).

Lerøy Seafood Group er i dag verdens nest største produsent av atlantisk laks og regnbueørret (Lerøy, 2017f). Omsetning av hel og bearbeidet laks utgjør for 2015 mer enn 3/4 av totalomsetningen og er per i dag den desidert viktigste aktiviteten. Konsernet omsetter imidlertid også betydelige verdier innenfor hvitfisk. I tredje kvartal 2016 gjennomførte Lerøy oppkjøp av 100% av aksjene i henholdsvis Havfisk ASA og Norway Seafoods AS til en samlet verdi av rundt 3,2 milliarder kroner. Havfisk ASA er Norges største trålrederi med årlig fangst på om lag 60 000 tonn hvitfisk. Norway Seafoods AS er et selskap med primæraktiviteter innenfor foredling, salg og distribusjon av hvitfisk (Lerøy, 2017f). Selskapet har 13 mottaksstasjoner for fisk i Norge og er et stort sjømatsselskap i europeisk målestokk innenfor salg og distribusjon av hvitfisk.

Gjennom de to oppkjøpene får Lerøy kontroll over mer enn 100 000 tonn hvitfisk. Oppkjøpene innebærer en sterk strategisk satsing på hvitfiskmarkedet framover, i tillegg til videreutvikling av eksisterende oppdrettsaktiviteter. Lerøys langsiktige strategiske målsetning er å være en fullt integrert leverandør av rød og hvit fisk (Lerøy, 2017c).

2.4.1 Forretningsområder og lokalisering

Lerøy har i med sin konsernstruktur kontroll over hele verdikjeden i oppdrettsnæringen. Virksomheten består av de tre segmentene produksjon, foredling (VAP) og salg og distribusjon. For 2017 er VAP segmentet slått sammen med slag og distribusjon, og villfangst er et eget segment (Lerøy, 2017f).



Figur 2-7: Organisasjonskart Lerøy Seafood ASA

Produksjon

Produksjon av laks og ørret drives gjennom oppdrettsanlegg i tre regioner i Norge samt en 50% eierandel i Skottlands nest største oppdrettsselskap. Lerøy Aurora AS driver region Nord og har totalt 26 konsesjoner som fordeler seg på fylkene Finnmark og Troms. Lerøy Midt AS driver region Midt med 57 konsesjoner. Region Vest drives gjennom det 100 % eide Lerøy Vest AS og Sjøtroll Havbruk AS hvor Lerøy kontrollerer 50,71%. Totalt har disse to selskapene 63 konsesjoner på Vestlandet. Lerøy eier 50 % av det Skotske selskapet Scottish Sea Farms som produserte 27 000 tonn slaktet laks i 2015 (Lerøy, 2016c).

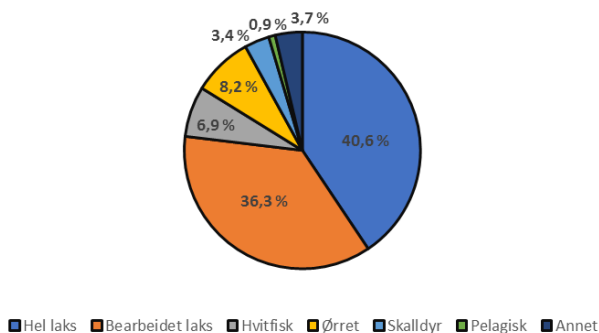
Etter oppkjøpet av Havfisk ASA kontrollerer Lerøy selskapets 9 moderne fiskefartøyer som leverte en samlet fangst på 58 200 tonn hvitfisk i 2015. Selskapet kontrollerer med det om lag 11 % av fangstkvoteene for hvitfisk i Norge (Lerøy, 2017c).

VAP

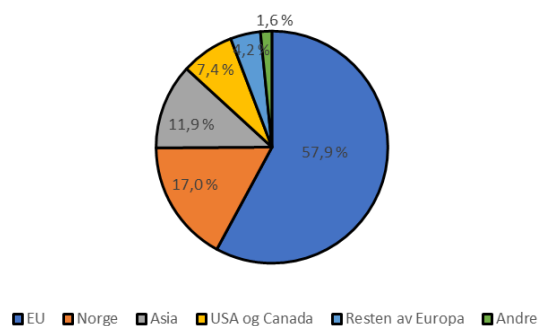
Lerøy har foredlingsfabrikker i Norge, Sverige, Frankrike, Nederland, Portugal, Tyrkia og UK (Lerøy, 2017e). Lerøy ervervet i 2012 en eierandel på 50,1% av selskapet Rode Beheer B.V. som er en ledende aktør av videreforedlet sjømat i Nederland (Lerøy, 2016c). Dette innebar en sterk satsing for konsernet innenfor videreforedling. Foredling har alltid vært et av kjerneområdene i Lerøys forretningsstrategi. Lerøy mener utvikling av nye produkter og markeder for laks og ørret er viktig for at etterspørselen skal fortsette å vokse også i fremtiden. De investerer av den grunn store summer i moderne foredlingsanlegg og betydelige ressurser til å utvikle innovative produkter til stadig nye markeder. Mye av foredlingen i Lerøy har tidligere skjedd i Norge. Det økende kostnadsnivået i Norge har medført en redusert andel av foredling i Norge, og en større andel i blant annet Nederland.

Videreforedling gir en større andel av verdiskapingen ved at laksen som råvare inngår i diverse produktsortiment og dermed tilføres merverdi før den selges. Bearbeiding av laks utgjorde 36,3 % av Lerøys totalomsetning for 2015, der VAP segmentet leverte sitt beste resultat noen sinne (Lerøy, 2016c). Resultatutviklingen kommer som følge av betydelige investeringer de siste årene. Særlig har utviklingen av markedet for fersk laks økt aktivitetsnivået for videreforedling. I den forbindelse har investeringer i «Fish cuts» fabrikker vært helt avgjørende for Lerøy. «Fish-cuts» er fabrikker i nærheten av sluttmarkedene som gjennomfører enkel bearbeiding og muliggjør leveranse av ferske fiskeprodukter til markeder over store geografiske avstander (Lerøy, 2016c). Dette gjør det mulig å utligne de geografiske ulempene forbundet med produksjon i Norge, som ligger langt borte fra mange av de store markedene for import av laks og ørret.

Omsetningsfordeling Lerøy Seafood Group



Omsetningsfordeling i ulike markeder



Figur 2-8: Omsetningsfordeling produkt Lerøy

Figur 2-9: Omsetningsfordeling marked Lerøy

Eierposisjonene i Havfisk ASA og Norwegian Seafood AS gir Lerøy nye muligheter innenfor hvitfiskmarkedet. I følge Lerøy er nedstrømsmarkedet for hvitfisk underutviklet sammenlignet med markedet for laks (Lerøy, 2017c). Lerøy har med sin posisjon i sjømatnæringen gode muligheter for å kunne utvikle markedet og produktsortimentet for hvitfisk, og i så måte øke verdien på hvitfisk.

Salg og distribusjon

Salg og distribusjon er en viktig del av Lerøys vekststrategi. Lerøy selger sjømat til over 70 markeder i verden og har opparbeidet seg et verdifullt kundenettverk. Konsernet selger alt egenprodusert volum av lakseprodukter i tillegg til betydelige volum fra andre produsenter. Lerøy er en attraktiv salgskanal for andre produsenter med sitt brede kundenettverk, hvilket gir Lerøy skalafordeler i sitt salgsapparat. Hele 80 % av varene som distribueres er ferske, hvilket krever et effektivt logistikksystem for å opprettholde kvaliteten ut til markedet. Ferske lakseprodukter kan distribueres til markeder med store geografiske avstander etter oppbyggingen av en rekke «fish-cuts» fabrikker. Lerøy omtaler dagens distribusjon av ferske sjømatprodukter for en revolusjon i sjømatnæringen (Lerøy, 2016c).

Når Norwegian Seafoods AS integreres i Lerøy vil konsernets salg og distribusjonsavdeling være blant de fremste i verden på både hvit og rød fisk. Integrering av ressursene vil raskt kunne gi opphav til synergier og stordriftsfordeler innenfor salg og distribusjon. Konsernets mange nyetablerte «fish-cuts» fabrikker har mye ubenyttet kapasitet som vil kunne benyttes ved distribusjon av fersk hvitfisk.

2.4.2 Aksjonærforhold og kursutvikling

Visjonen til Lerøy er å bli den ledende og mest lønnsomme globale leverandøren av kvalitetssjømat (Lerøy, 2017d). For å nå dette målet er selskapet avhengig av finansiell beredskap. Gjennom sitt Corporate Governance (eierstyring og selskapsledelse) program vektlegger Lerøy gode relasjoner til sine finansieringskilder som utgjør aksjonærene, egenkapitalmarkedene og lånekapital. Lerøy har et soliditetskrav på minimum 30 % egenkapital. Per 31.12.15 var konsernets egenkapital 8 764 milliarder hvilket tilsvarer en egenkapitalandel på 54,8% (Lerøy, 2016c).

Over tid skal konsernets inntjening generere en årlig avkastning på den gjennomsnittlige sysselsatte kapitalen på 18 % før skatt. Utbyttepolitikken i selskapet skal over tid være på

mellom 30 og 40 % av resultatet etter skatt. Det er dermed ønske om en stabil utbyttepolitikk som skaper forutsigbarhet for aksjonærer og gjør aksjene mer attraktive. Over tid ønsker selskapet at aksjonærenes verdier først og fremst økes ved kursstigning heller enn gjennom utdelt utbytte (Lerøy, 2016c).

Det ble foretatt en rettet emisjon på 5 000 000 nye aksjer 2. juni 2016 etter at oppkjøpene av Havfisk ASA og Norwegian Seafoods AS var gjennomført. Austevoll Seafood ASA er største aksjonær i Lerøy Seafood Group, med en eierandel på 52,7 % av aksjene etter emisjonen.



Figur 2-10: Aksjekurs på Oslo Børs for Lerøy Seafood Group ASA

2.4.3 Finansielle nøkkeltall

Tabell 2-4 viser sentrale økonomiske forhold i Lerøy de siste seks årene. EBITDA for 2015 viser nedgang fra de to forutgående årene. Bakgrunnen for dette var høyere uttakskostnader per kilo laks, som følge av økte kostnader knyttet til håndtering av lakselus samt andre biologiske utfordringer. Lerøy Midt har de siste årene vært den svakeste regionen med unormalt høye kostnader i forbindelse med sykdom og lakselus. Lerøy har en stor andel videreforedling, der en rekke ulike fiskeslag benyttes som råvarer. For Lerøy betyr dette at risikoen i laksemarkedet reduseres, samtidig som strategien gir en differensiering fra andre produsenter. Årsresultatet for 2016 er historiens beste for Lerøy, på tross av fallende slaktevolum. Selskapet er solid finansiert med en stabil egenkapitalandel de siste årene på rundt 54 prosent.

Tall i 1000 NOK	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntekter	9 176 873	9 102 941	10 764 714	12 579 465	13 450 725	17 269 278
EBITDA	1 484 797	774 866	1 938 474	2 160 138	1 813 868	3 355 089
Driftsresultat etter virkelig verdi-justering (i	597 131	744 832	2 390 028	1 461 262	1 568 461	4 314 030
Resultat før skatt	534 988	674 509	2 480 376	1 433 411	1 501 110	4 445 321
Årsresultat	378 677	491 760	1 886 395	1 104 473	1 232 883	3 518 630
Egenkapitalandel	50,60 %	50,70 %	54,30 %	54,40 %	54,80 %	53,70 %
Slaktevolum	136 672	153 403	144 478	158 258	157 697	150 182

Tabell 2-4: Finansiell informasjon Lerøy Seafood ASA

2.5 Hvordan skiller Lerøy seg fra sine konkurrenter?

Lokalisering

Lerøy har sin heleide produksjonsvirksomhet av laks og ørret lokalisert i Norge. Den felleskontrollerte virksomheten mellom Lerøy og SalMar, Scottish Sea Farms, drives i Skottland. Av de komparative selskapene i bransjen driver både Marine Harvest og Grieg Seafood oppdrettsproduksjon i flere land.

Det kan være både fordeler og ulemper ved å drive produksjon i flere land. En fordel kan være strategisk plassering til markeder (diversifikasjon), der for eksempel Chile er et godt utgangspunkt for leveranser til det amerikanske markedet. Imidlertid har Norge over tid vist seg som den best egnede oppdrettsnasjonen for laks og ørret, med gode klimatiske forhold. De rene fjordene langs Norges langstrakte kyststripe gir gode forhold for oppdrett samtidig som infrastrukturen gir enkel adkomst til områdene. Norge har den strengeste politiske styringen av oppdrettsbransjen sammenlignet med andre land hvor de nevnte selskapene driver produksjon. Politisk detaljregulering kan være en ulempe for næringen selv, men norsk lakseproduksjon regnes i dag som den mest bærekraftige i verden. De største ulempene for produksjon i Norge vil være relativt sett høye lønnskostnader og store avstander til markeder i øst og vest.

Lerøy har videreforedlingsfabrikker i flere land, i motsetning til SalMar som videreforedler alt i Norge. Når det gjelder salg og distribusjon vil alle selskapene til en viss grad være representert i markedene.

Produkt

Laks og ørret har vært de største satsingsområdene i Lerøys produktportefølje, der laks dominerer omsetningen. I tillegg har Lerøy en omsetning av hvit fisk på 930 millioner, hvilket utgjør om lag 7 % av den totale omsetningen. Etter oppkjøpet og integreringen av Havfisk ASA tredje kvartal 2016 vil omsetningen av hvitfisk øke betraktelig, og overstige dagens omsetning av ørret. Lerøy ser dette som en mulighet til å kunne bli en global totalleverandør av kvalitetssjømat (Lerøy, 2017c). Den brede råvaretilgangen og det varierte produktutvalget skiller Lerøy fra de øvrige oppdrettsselskapene. Marine Harvest, SalMar og Grieg Seafood fokuserer utelukkende på oppdrett av laks og ørret.

Lerøy har i likhet med flere av sine konkurrenter investert i viderefordelingsanlegg. Oppdrettsselskapene har hatt den tilgjengelige kapitalen, kunnskapen og råvarene for å drive videreforedling. Denne strategiske satsingen har derfor vært naturlig, også sett i sammenheng med lav volumvekst i produksjonen og behov for å øke verdien på produktene. Grieg Seafood har lite bearbeiding og selger hovedsakelig hel rundslaktet laks.

Lerøy har etablert seg som et kjent merkenavn innen kvalitetssjømat gjennom bevist merkevarebygging. Flere av Lerøys produkter frontes i forbrukermarkedet gjennom merkevaren Lerøy, til forskjell fra andre produsenter som gjerne leverer til grossister. Eksponeringen direkte mot forbrukerkundene bidrar til å styrke merkevaren og indirekte øke kunders betalingsvilje for produktene. Lerøys store utvalg av sjømatprodukter kan sees i sammenheng med visjonen om å bli en totalleverandør av sjømat. Det kan tenkes at Lerøys relativt store produktutvalg kan gi en fordel ovenfor konkurrentene i enkelte deler av markedet.

Marked

Markedet for atlantisk laks er globalt, der EU, Asia og Nord Amerika er de største markedene i tillegg til Norge. De norske oppdrettsselskapene leverer i ulik grad til disse markedene. Marine Harvest og Grieg Seafood leverer prosentvist mest til det amerikanske markedet og desto mindre i det europeiske markedet. Lerøy og SalMar har prosentvis høyere omsetning i Europeiske markeder. Fordelingen er naturlig ettersom oppdrettsanleggene i Chile og Canada har de beste forutsetningene for leveranse i det amerikanske markedet.

Det russiske markedet er for enkelte land ilagt sanksjoner, som blant annet innebærer at norsk sjømat utestenges. Russisk import av laks kommer etter de ilagte sanksjonene hovedsakelig i frosset tilstand fra Chile. Dette gir Marine Harvest en tilgang til markedet som de andre norske selskapene ikke har. Samtidig hadde Marine Harvest blant de største markedsandelene i Russland før sanksjonene og det relative tapet blir derfor omtrentlig på nivå med resten av bransjen.

Verdikjede

Det er nærmest utviklet en bransjestandard for helintegreert verdikjede fra smoltproduksjon til slaktning av fisken. På de fleste områdene innenfor verdikjeden driver aktørene mer eller mindre likt. Flere av selskapene gjennomfører nå endringer i smoltproduksjonen, der smolten holdes lengre i lukkede anlegg før den slippes i saltvann, med hensikt å redusere den totale tiden fisken oppholdes i merder i sjøen. Ved å redusere denne tiden reduseres den biologiske risikoen fisken utsettes for. Lerøy ligger langt fremme i denne prosessen og har i samarbeid med sitt kontrollerte selskap «Preline» utviklet et flytende fullskala presmoltanlegg, som drives mye mer energieffektivt enn lignende anlegg på land (Lerøy, 2016c).

Marine Harvest har siden 2014 drevet egen fôrproduksjon som det eneste av de store oppdrettsselskapene. De har dermed en del av verdikjeden som ingen av de andre aktørene har. Fôrproduksjon er den viktigste innsatsfaktoren i oppdrettsproduksjon og den største utgiftsposten. I tillegg til å sikre egen forsyning av fôr vil Marine Harvest trolig også spare penger på å produsere fôret selv. Egen fôrproduksjon gir også verdifull kompetanse om næringens viktigste innsatsfaktor. Marine Harvest antas på bakgrunn av dette å ha en fordel til resten av næringen. I motsatt retning har Grieg Seafood en ulempe til de andre konkurrentene ved at de selv ikke står for distribusjon og salg. Etersom Grieg Seafood i liten grad videreforedler, distribuerer og selger sin egen produksjon mister de en del av verdipotensialet i forhold til sine konkurrenter.

3. Valg av verdsettelsesteknikker

I dette kapitlet gjøres det rede for det teoretiske grunnlaget i oppgaven. Det gis en innføring i de tre hovedteknikkene for verdivurdering, det vil si fundamental, komparativ og opsjonsbasert verdivurdering. Videre beskrives valg av hovedteknikk for verdivurderingen av Lerøy Seafood Group. Til slutt gis en innføring i rammeverket for den verdsettelsesteknikken som legges til grunn i denne oppgaven.

3.1 Presentasjon av verdsettelsesteknikker

Verdsettelse gjøres på bakgrunn av ulike formål. Eksempler på slike formål kan være kjøp og salg av virksomheter, fusjoner, fisjoner, aksjehandel med flere. Formålet med denne oppgaven er å estimere verdien selskapets egenkapital ved bruk av verdsettelsesteknikker. Den estimerte totalverdien på selskapet fordeles på den enkelte aksje i selskapet, og dermed kan vi sammenligne verdiestimatet mot aksjekurs. Resultatet av denne sammenligningen gir en indikasjon på hvorvidt aksjene synes over eller underpriset. Dette kan videre brukes til å utarbeide en handlingsstrategi for aksjen, det vil si en anbefaling om kjøp, hold, eller salg av aksjen.

Det eksisterer en rekke ulike verdsettelsesteknikker for selskaper. I følge Damodaran kan disse teknikkene deles inn i tre hovedkategorier, fundamental, komparativ og opsjonsbasert verdsettelse (Damodaran, 2012). Relevante faktorer ved valg av verdsettelsesteknikk er blant annet selskapets bransjeforhold, livssyklus og utsikter til å opprettholde fortsatt drift. Andre forhold som påvirker valg av metode kan være tilgang på informasjon, tidsaspekter og pålitelighetskrav (Kaldestad and Møller, 2016). De ulike teknikken bør, som følge av sine styrker og svakheter, anses som supplement til hverandre snarere enn alternative teknikker. Det nevnte tidselementet vil på generelt grunnlag likevel i stor grad avskjære muligheten for å anvende flere metoder.

3.1.1 Fundamental verdivurdering

Fundamental verdivurdering er en analyse av underliggende forhold ved å gjennomføre strategisk regnskapsanalyse og utarbeide fremtidsregnskap og fremtidskrav. Offentlig tilgjengelig informasjon anvendes til å gjennomføre en kvalitativ strategisk analyse og deretter

en kvantitativ regnskapsanalyse. Den kvalitative analysen fungerer som et informasjonsgrunnlag for den kvantitative analysen.

Fundamental verdivurderinger baserer seg på at selskapets verdi er nåverdien av forventede fremtidige kontantstrømmer. De fremtidige kontantstrømmene må prognostiseres, og diskonteres deretter til dagens verdi ved bruk av et estimert avkastningskrav (Kaldestad and Møller, 2016). Forutsetningene for å anvende fundamental verdivurdering er at det foreligger historisk regnskapsinformasjon for analyseperioden, det vil si perioden som danner grunnlaget for fremtidsregnskapet, og at det kan dannes et bransjegjennomsnitt av sammenlignbare virksomheter. Bransjegjennomsnittet er viktig da det vil fungere som sammenligningsgrunnlag gjennom analysen.

På grunn av de to forutsetningene vil denne verdsettelsesteknikken egne seg best for selskaper i en moden fase av livssyklusen. Fundamental verdivurdering er den mest omfattende teknikken, og dermed den mest tidkrevende. Resultatet fra verdivurderingen vil være sensitivt på enkelte data, som for eksempel inntektsvekst og avkastningskrav (Kaldestad and Møller, 2016). Ofte vil det også være utfordringer med å estimere kontantstrømmer korrekt ut i fra tilgjengelige data, hvilket kan gi unøyaktige verdiestimer (Dahl et al., 2007). Dette er noen av ulempene ved bruk av fundamental verdivurdering som gjør den utfordrende å anvende, uten at det nødvendigvis innebærer metodiske svakheter.

Det skilles gjerne mellom to metoder innenfor fundamental verdivurdering, henholdsvis egenkapitalmetoden og selskapsmetoden. Metodene baserer seg på ulike definisjoner av begreper, men vil ved konsistent bruk gi det samme verdiestimatet på egenkapitalen (Damodaran, 2012).

Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden er en direkte verdivurdering av et selskaps fremtidige kontantstrømmer til egenkapitalen. Kontantstrømmen til egenkapitalen neddiskonteres med egenkapitalkravet, det vil si avkastningskravet til egenkapitalen. Egenkapitalmetoden består av de fire ulike modellene utbyttmodellen, fri kontantstrømmodellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen. Modellene baserer seg på forskjellige fremgangsmåter, men gir likevel sammenfallende verdiestimat dersom de brukes riktig.

Selskapskapitalmetoden

Ved bruk av selskapskapitalmetoden verdsettes selskapets egenkapital indirekte. Først beregnes verdien selve selskapet (EV), deretter trekkes verdien av selskapets netto rentebærende gjeld fra selskapsverdien (EV). Egenkapitalverdien blir da differansen mellom disse. Verdien av selskapet kan sees på som tre ulike mål, totalkapital, sysselsatt kapital og netto driftskapital. Sysselsatt kapital eller netto driftskapital vil være å foretrekke, da totalkapital ikke skiller mellom driftsrelaterte og finansielle poster i tilstrekkelig grad.

3.1.2 Komparativ verdivurdering

Komparativ verdivurdering benytter omsetningsverdien for lignende selskaper til å anslå verdien av det aktuelle selskapet. Verdien av sammenlignbare selskaper må samles inn for å danne et tallgrunnlag, som deretter justeres for forskjeller mellom selskapet og sammenligningsselskapene. Denne tilnærmingen gir dermed et estimat på salgsverdien av selskapet. I praksis vil man måtte nøye seg med grove sammenligninger ved anvendelse av denne metoden, ettersom det ofte kan være vanskelig å finne sammenlignbare selskaper (Kaldestad and Møller, 2016).

Det skilles mellom to modeller innen komparativ verdivurdering, multiplikatormodellen og substansverdimodellen.

Multiplikatormodellen

En multiplikator er et forholdstall mellom et selskaps markedsverdi (børsverdi) eller selskapsverdi (EV) og en tallstørrelse fra selskapets resultat, balanse eller kontantstrøm. Ved bruk av multiplikatormodellen blir et selskaps egenkapital verdsatt gjennom å sammenligne dets multiplikatorer med tilsvarende multiplikatorer hos sammenlignbare selskaper. Justering av forskjeller i de fundamentale forholdene kreves for å få pålitelig sammenligning mellom multiplikatorene. Eksempler på multiplikatorer er pris/fortjeneste, pris/bok og EV/EBIT (Penman, 2013).

Substansverdimodellen

Substansverdimodellen innebærer at man estimerer et selskaps egenkapitalverdi ut i fra markedsverdien til selskapet eiendeler. Differansen mellom den samlede markedsverdien på eiendelene fratrukket markedsverdien av selskapet gjeld utgjør estimatet på

egenkapitalverdien. Forutsetningene for modellen er da implisitt at det lar seg gjøre å innhente og observere markedsverdien av selskapets eiendeler. I realiteten innebærer dette imidlertid vesentlige utfordringer. For eksempel vil det for selskaper med store immaterielle eiendeler være vanskelig å estimere markedsverdien av disse. Modellen vil dermed være mest aktuell dersom den anvendes på selskaper med usikkerhet knyttet til fortsatt drift eller oppløsning / avvikling. I de nevnte tilfellene vil likvidasjonsverdien av selskapet i form av markedsverdier på eiendeler kunne være en riktig verdivurdering.

3.1.3 Opsjonsbasert verdivurdering

Opsjoner innebærer at innehaver har en rett, men ikke en plikt til å utføre en bestemt handling. Opsjonsbasert verdivurdering verdsetter verdien av fleksibiliteten innehaver av opsjonen oppnår. Verdien av fleksibilitet vil som oftest undervurderes i andre former for verdivurderinger (Kaldestad and Møller, 2016). Eksempler på tilfeller hvor fleksibilitet kan gi verdi er ved muligheten til å utsette, utvide eller avvike et prosjekt (Kaldestad and Møller, 2016). Den opsjonsbaserte verdivurderingen evner å verdsette denne fleksibiliteten i tillegg til nåverdien av fremtidige kontantstrømmer. Ettersom fundamentalanalyse tenderer til å undervurdere verdien av fleksibilitet, kan opsjonsbasert verdivurdering være et supplement til fundamental verdivurdering.

3.2 Valg av verdsettelsesteknikk

Det vil i det følgende redegjøres for oppgavens valg av verdsettelsesteknikk. De presenterte verdsettelsesteknikkene har alle sine styrker og svakheter. Disse blir hensyntatt ved valg av teknikk, i forhold til hvordan de best mulig egner seg for verdivurdering innenfor oppdrettsbransjen og Lerøy som selskap. Valg av verdsettelsesteknikk vurderes ut ifra flere elementer som karakteriserer det aktuelle selskapet. Her vil livssyklusfasen og fortsatt drift vurderingen av selskapet være relevant. Andre sentrale elementer i vurderingen er tid, informasjon og pålitelighet ved utførelse av verdsettelsen.

Oppdrettsbransjen har en relativt kort historie, med de første profesjonelle foretakene innen havbruk tilbake til 1970 tallet. På de knappe 50 årene som har gått siden oppstarten har oppdrettsnæringen utviklet seg i en retning der få store selskaper står for en stor del av den totale produksjonen av oppdrettsfisk, med et globalt nedslagsfelt for sine produkter. De dominerende selskapene i bransjen har utviklet helintegrerte verdikjeder for å optimalisere

produksjon og lønnsomhet. Dagens miljømessige forhold har gitt utfordringer knyttet til produksjon, men vi ser samtidig at næringen fokuserer på videreforedling, produktutvikling og markedsføring i de ulike markedene. Oppdrettsbransjen er i stadig utvikling, men innenfor de fleste funksjonene i oppdrettsvirksomheten er gode og langsiktige løsninger kommet på plass. Overnevnte faktorer kan tas til inntekt for å hevde at oppdrettsbransjen er inne i en moden fase av livssyklusen.

Lerøy er notert på Oslo Børs, hvilket innebærer strengere krav til offentliggjøring av informasjon. I Norge er oppdrettsnæringen forholdsvis unik ved at det finnes flere store børsnoterte selskaper i bransjen. Ettersom Norge er et lite land vil det i flere bransjer kun være en eller to store børsnoterte virksomheter. I det komparative utvalget av selskaper lagt til grunn i denne oppgaven er alle selskapene notert på Oslo Børs. Av andre børsnoterte selskaper i bransjen kan nevnes Bakkafrost og Norwegian Royal Salmon. Tilgangen på komparative selskaper i oppdrettsbransjen er dermed ganske unikt i norsk sammenheng, hvilket er en stor fordel ved gjennomføring av enkelte av verdsettelsesteknikkene. Siden 2005 har foretak notert på Oslo Børs vært forpliktet til å utarbeide sine finansielle rapporter etter den internasjonale regnskapsstandarden «IFRS». Dette gir konsistente og sammenlignbare finansielle rapporter flere år tilbake i tid.

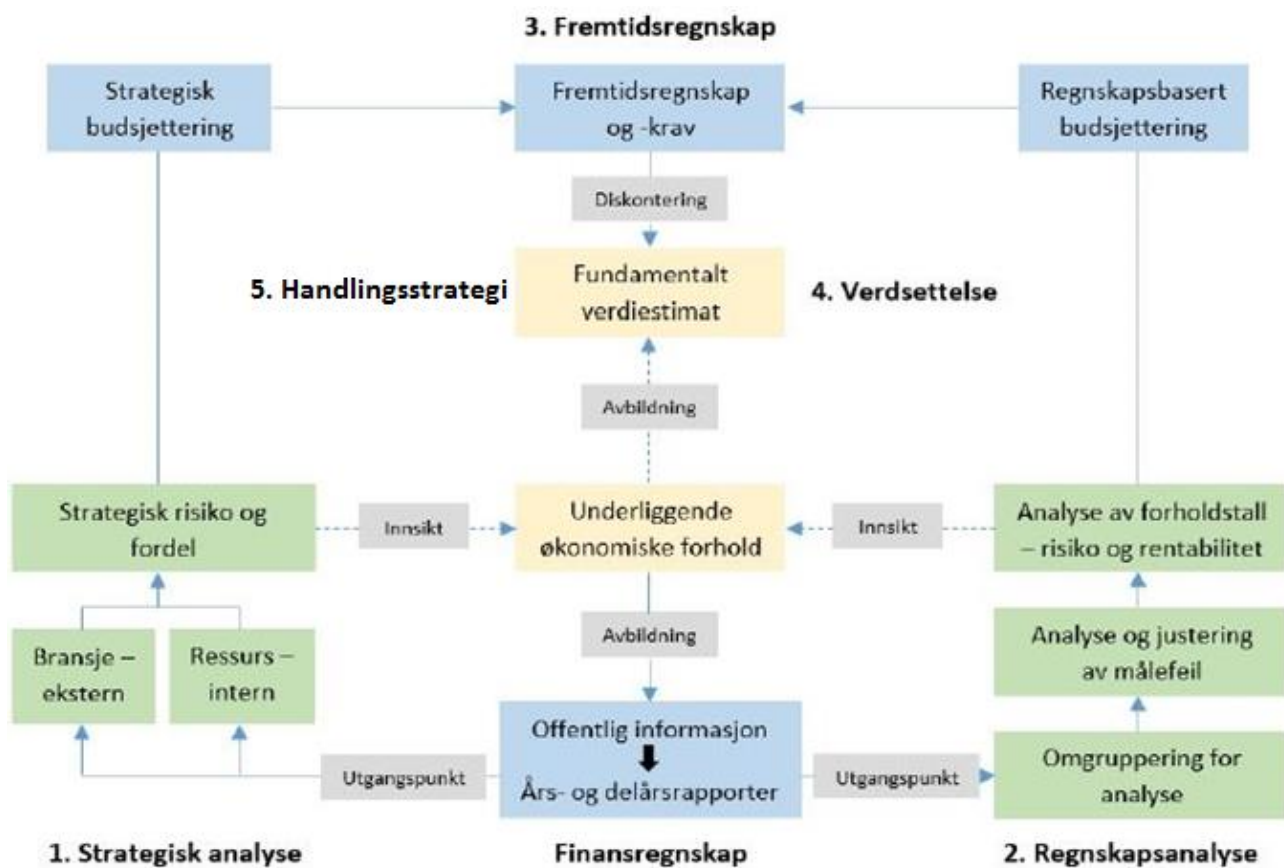
Oppdrettsbransjen er kort oppsummert i en moden fase av livssyklusen, der tilgangen på informasjon og sammenlignbare selskaper er meget god. Lerøy er et selskap i vekst, som gjennom en årrekke har levert gode resultater og finansiell soliditet. Det foreligger derfor på dette tidspunkt ingen identifiserbar «fortsatt drift» problematikk i nærmeste fremtid. Oppdrettsbransjen har vært og er fremdeles en meget lønnsom bransje. Resultatene for 2016 og første kvartal 2017 viser bransjens evne til å generere avkastning ut over avkastningskravene. Den betydelige superprofitten i oppdrettsbransjen indikerer at bransjen ikke er i «steady state». Karakteriseringen av bransjen og Lerøy så langt indikerer at fundamental verdivurdering vil være en godt egnet verdsettelsesteknikk. Ettersom bransjen ikke er i «stady state» må nivået på veksten og superprofitten i «steady state» estimeres ved utarbeidelse av fremtidsregnskap i forbindelse med verdivurderingen. Dette vil i så måte tilføre verdiestimatet betydelig usikkerhet.

Samtidig som fundamental verdivurdering anses som en egnet verdsettelsesteknikk fremstår enkelte av de andre teknikkene desto mindre egnede. Ved komparativ verdivurdering vil substansverdimodellen være uhensiktsmessig, da markedsverdien av de store immaterielle

eiendelene i oppdrettsselskaper vanskelig lar seg estimere. Heller ikke opsjonsbasert verdivurdering synes hensiktsmessig ettersom verdien av fleksibilitet trolig ikke tilfører en vesentlig merverdi i verdsettelsen. Valget av verdsettelsesteknikk for oppgaven faller på fundamental verdivurdering på bakgrunn av drøftede kriterier.

3.3 Rammeverk for fundamental verdivurdering

Rammeverket for fundamental verdivurdering tar utgangspunkt i offentlig tilgjengelig informasjon fra årsrapporter og kvartalsrapporter. Figur 3-1 illustrerer rammeverket for fundamental verdivurdering, som består av de fem stegene strategisk analyse, regnskapsanalyse, fremtidsregnskap, verdivurdering og handlingsstrategi (Knivsflå, 2017a).



Figur 3-1: Rammeverk for fundamental verdivurdering (Knivsflå 2017)

Steg 1: Strategisk analyse

Strategisk analyse innebærer en kvalitativ analyse av de underliggende økonomiske forholdene i et selskap. I dette steget oppnår man innsikt i selskapet ved bruk av offentlig

informasjon. Innsikten brukes deretter for å identifisere de ulike lønnsomhetsdriverne blant ressursene i bransjen og internt i selskapet. Den strategiske analysen gjennomføres ved en intern ressursorientert analyse og en ekstern bransjeorientert analyse.

Steg 2: Regnskapsanalyse

Regnskapsanalyse innebærer omgruppering av regnskapstall og justering for målefeil. Årsregnskaper og kvartalsrapporter ønskes mest mulig investororientert når de anvendes for oppgavens analyseformål. Dette nødvendiggjør omgruppering av tallene. Justering av målefeil gjøres på sin side for å gi analysen bedre predikasjonsverdi. Regnskapsanalysen er en kvantifisering av strategisk fordel og risiko fra den kvalitative analysen i steg 1.

Steg 3: Fremtidsregnskap

Fremtidsregnskap og fremtidig avkastningskrav beregnes på bakgrunn av informasjon om risiko og rentabilitet fra analysen av underliggende økonomiske forhold i steg 1 og 2 i rammeverket (Knivsflå, 2017b). Fremtidsregnskapet blir utarbeidet ved å fremskrive sentrale budsjett drivere. Tilhørende avkastningskrav estimeres basert på økonomisk teori.

Steg 4: Verdivurdering

I dette stege estimeres verdien av egenkapitalen ved bruk av de fundamentale verdivurderingsteknikkene, henholdsvis egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Dette gir et verdiestimatet omtalt som det «første verdiestimatet». Estimatet på verdien skal gjennom anvendelse av en konvergeringsprosedyre gi det endelige fundamentale verdiestimatet. Det foretas til slutt en justering for konkurrisiko og en usikkerhetsanalyse tilknyttet verdiestimatet. For å bedre presisjonen på verdiestimatet vil bruk av supplerende verdsettelsesteknikker være aktuelt.

Steg 5: Handlingsstrategi

Det endelige verdiestimatet sammenlignes til slutt med børskursen på verdsettelsestidspunktet. Ut i fra denne sammenligningen utarbeides en handlingsstrategi med anbefaling om kjøp, hold eller salg av aksjen.

4. Strategisk analyse

I dette kapittelet gjennomføres en strategisk analyse med hensikt på å avdekke underliggende strategiske forhold i Lerøy, samt oppnå en nødvendig innsikt i oppdrettsnæringen. Ulike analysemetoder benyttes for dette formålet. Lerøys konkurransemessige vilkår vil sammen med vilkårene for bransjen generelt være viktige vurderingsmomenter i analysen. Informasjonen som presenteres i dette kapittelet er av høy relevans for senere elementer av verdivurderingen, særlig regnskapsanalysen og fremtidsregnskapet.

Den strategiske analysen er todelt, der eksterne og interne forhold analyseres separat. Eksterne forhold representerer i denne sammenheng de omgivelsene Lerøy, som en sentral aktør i oppdrettsbransjen, står ovenfor. Den interne analysen søker å kartlegge og forstå verdiene av Lerøys egne ressurser. Informasjonen som presenteres er utelukkende basert på offentlig tilgjengelig informasjon, og er en videreføring av enkelte av elementene i kapittel 2.

4.1 Ekstern bransjeorientert analyse

Oppdrettsnæringens muligheter og trusler vil i det neste analyseres for å vurdere hvorvidt det er grunnlag for en strategisk fordel i bransjen. For å vurdere eventuelle strategiske fordeler analyseres ulike makroforhold av betydning i tillegg til en analyse av bransjespesifikke forhold. Makroforholdenes betydning vurderes ved hjelp av analyseverktøyet «PESTEL», mens bransjeforholdene analyseres gjennom modellen «Porters fem konkurransekrefter». Disse analysemodellene presenteres nærmere etter hvert som de anvendes i oppgaven.

4.2 PESTEL-analyse

PESTEL-analyse er en modell for strategisk analyse av de makroøkonomiske forholdene i en bransje. De ytre påvirkningene som gjør seg gjeldene for oppdrettsnæringen diskuteres innenfor modellens angitte vurderingskriterier, som er politiske (P), økonomiske (E), sosiokulturelle (S), teknologiske (T), miljømessige (E) og juridiske (L) forhold. Anvendelsen av PESTEL gir en nokså helhetlig vurdering av sentrale omgivelser for oppdrettsbransjen, og vil av den grunn bidra med viktig informasjon vedrørende Lerøys strategiske posisjon.

Politiske forhold

Politiske og juridiske forhold regulerer alt fra tillatelser til å drive oppdrettsanlegg, krav til den operasjonelle driften av anleggene samt eksportmulighetene til utlandet. De politiske og juridiske rammebetingelsene er dermed helt essensielle i utformingen av dagnes og fremtidens oppdrettsbransje.

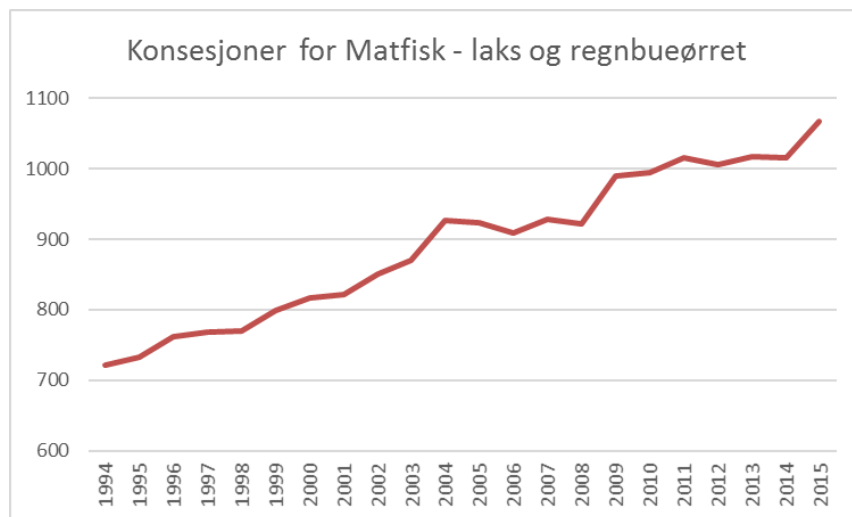
Konsesjoner

Oppdrett av fisk i sjø krever tillatelse fra myndigheter i form av konsesjoner. Konsesjonsloven for oppdrett trådte i kraft i 1973 (Laksefakta, 2017). Formålet med konsesjonsloven ved innførelsen var blant annet å forhindre overetablering av produksjonsvirksomheter samtidig som myndighetene ønsket å spille en aktiv rolle i utviklingen av bransjen. Det var Norske myndigheters ønske at fjord og kystområdene hvor oppdrettsvirksomheten utøves skulle dra nytte av verdiskapningen. Fra myndighetenes side har formålet med konsesjonskravet til fiskeoppdrett vært å legge til rette for seriøse aktører samtidig som områdene med fiskeoppdrett ivaretas på en forsvarlig måte. Som vi skal se nærmere på har sistnevnte forhold gitt implikasjoner for aktørene i bransjen.

Tildeling av nye konsesjoner skjer i form av konsesjonsrunder. Konsesjoner representerer den fremste organiske vekstmuligheten for aktører i bransjen og vil derfor være av stor strategisk betydning for næringen. I praksis fungerer konsesjonene som en etableringsbarriere, hvilket har positive og negative sider ved seg. Gjennom konsesjonstildelingene har myndighetene fjernet problemet med overetablering, og lagt til rette for profesjonalisering av en mer konsentrert gruppe aktører. Ved tildeling av konsesjoner kan myndighetene stille betingelser og krav til erververen av konsesjonen. Dette er et av myndighetenes virkemiddel for blant annet å ivareta interessene til fjord og kystområdene hvor oppdrettsvirksomheten utøves.

Dagens situasjon i Norsk oppdrettsnæring preges av at myndighetene har skjerpet kravene for tildeling av nye konsesjoner. Oppdrettsnæringen i Norge opplever for tiden store utfordringer knyttet til bekjempelse av lakselus i oppdrettsanleggene. Problemene med lakselus har medført et søkelys mot fiskehelsen til fisken i og rundt oppdrettsanleggene, samtidig som det er rettet fokus mot oppdrettsnæringens påvirkning på miljøet. Enkelte metoder for håndtering av lakselus innebærer bruk av kjemikalier i vannet, noe som kan påvirke akvakulturen i det gitte området. Nevnte forhold har vært blant drivfaktorene for at det fra ulike politiske partier og miljøorganisasjoner ønskes en mer bærekraftig utvikling av oppdrettsnæringen.

Fokuset på bærekraftige metoder for fiskeoppdrett har de senere årene medført strengere konsesjonskriterier som har resultert i at færre tillatelser blir innvilget. Etableringsbarrierene som konsesjonene innebærer er blitt et stort problem for videre vekst i norsk oppdrettsbransje. Som det fremgår av figur 4-1 har tildeling av nye konsesjoner avtatt de siste årene.



Figur 4-1: Konsesjoner for fiskeoppdrett i Norge (1994-2015)

Norske myndigheter ønsker vekst i norsk laks og ørretsoffdrett, hvilket forsterkes av en utbredt mening om at Norge trenger flere store drivkrefter i økonomien sammen med og til en viss grad som erstatning for olje og gassindustrien (Regjeringen, 2014). Havbruksnæringen bidrar med stor verdiskaping og sysselsetting i den norske økonomien og regnes som en av de potensielt store fremtidsnæringene i norsk næringsliv. De politiske premissene som ligger til grunn for videre vekst i oppdrettsnæringen er at veksten må skje på en miljømessig forsvarlig måte (Regjeringen, 2017). Politiske vedtak som stimulerer til vekst i bransjen er dermed betinget av bransjens egen innovasjon av miljømessige og bærekraftige løsninger.

Tildelingen av grønne konsesjoner i 2013 ble gitt til selskaper som kunne dokumentere forbedrede teknologiske løsninger og driftsmåter som reduserte miljøutfordringene i oppdrettsnæringen (Fiskeridirektoratet, 2017a). Regjeringen har konstruert et system for kapasitetsjusteringer i oppdrettsnæringen som skal gi fleksibilitet og vekst i næringen basert på miljøfaktorer og produksjonsområder. Systemet kalles «trafikklys-systemet» og omhandler grovt sett at landet inndeles i 13 soner langs kysten i fargenivåer som representerer mulighetene for videre vekst i disse områdene (Regjeringen, 2016). Trafikklyssystemet trer i kraft 1. oktober 2017.

I 2015 åpnet myndighetene en to år lang søknadsprosess for utviklingskonsesjoner som tildeles prosjekter med betydelig innovasjon innenfor miljø og arealutfordringer i havbruksnæringen. Utviklingstillatelsene er midlertidige tillatelser som kan konverteres til permanente tillatelser dersom prosjektene i søknaden tilfredsstiller kriteriene etter endt prosjektperiode (Fiskeridirektoratet, 2017c). Grønne konsesjoner og utviklingskonsesjoner eksemplifiserer myndighetenes betingede vekstambisjoner for havbruksnæringen.

Gjennom endringer i akvakulturloven og laksetildelingsforskriften åpnet Nærings og Fiskeridepartementet 1. juni 2016 for at tildeling av tillatelser til landbasert akvakultur kan skje løpende (Fiskeridirektoratet, 2016b). Dette innebærer i praksis konsesjonsfritak på landbaserte anlegg. Landbaserte anlegg har møtt skepsis fra etablerte aktører i næringen da disse er beheftet med nye teknologiske og biologiske utfordringer. Ikke minst er tilgangen på landareal på egnede steder en stor utfordring for denne type oppdrett. Basert på leverte søknader om utviklingskonsesjoner synes det som om helt eller delvis lukkede anlegg til sjøs er det største satsingsområdet i dag. Enkelte nyetableringer signaliserer for tiden en stor satsing på landbasert oppdrett av laks sett i forhold til eksisterende landanlegg (Dagens Næringsliv, 2017a). Det store arealbehovet gjør imidlertid at landbaserte anlegg fortsatt vil stå for en liten del av den samlede produksjonen i Norge.

Utviklingskonsesjoner, grønne konsesjoner og trafikklyssystemet er eksempler på at myndighetene stiller krav til innovasjon i oppdrettsnæringen. Myndighetenes krav til bransjen kan gi positive effekter for næringen på lang sikt dersom man lykkes med å utvikle gode løsninger. På kort sikt er imidlertid effektene svært negative for vekstmulighetene i Norsk oppdrettsbransje. Oppdrett i sjø foregår i en rekke land, og de ulike landene har ulike reguleringsregimer. Norge har i denne sammenheng det strengest reguleringsregimet i verden. På sikt vil det strenge reguleringsregime i Norge kunne medføre en tilpasning hvor produsentene i større grad investerer for videre vekst i andre produksjonsland. Dersom volumveksten i Norge uteblir vil markedsandelen til norsk laks og ørret reduseres.

Handelspolitikk

Norges handelspolitiske konflikter med Kina er over etter 6 år med kinesisk importstopp fra norske virksomheter. Norge har sammen med flere land fra den vestlige verden politiske og økonomiske sanksjoner mot Russland. Russland har på sin side importstopp av blant annet

norsk sjømat. Konflikten antas å vedvare på bakgrunn av de diplomatiske utfordringene mellom de involverte landene.

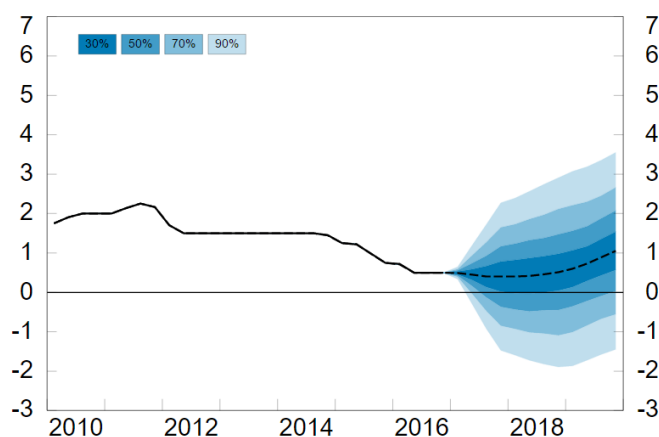
Storbritannias utmeldelse av EU innebærer at de handelspolitiske avtalene mellom Norge og Storbritannia må reforhandles. Norge har gjennom EØS avtalen vært en del av EU's indre marked for fri flyt av varer, tjenester, kapital og personer. Norge står på utsiden når Storbritannia og EU skal bli enige om nye avtaler, og Norge må derfor selv fremforhandle handelsavtaler med britene. Storbritannia er et voksende marked for norsk laks og ørret samtidig som flere norske selskaper har oppdrettsvirksomhet her, nærmere bestemt Skottland.

Det største politiske usikkerhetsmomentet med hensyn på frihandel er de politiske ambisjonene hos USAs president Donald Trump. President Trump har gjentatte ganger kritisert en rekke handelsavtaler USA er en del av. For norske produkter vil markedsadgangen trolig forbli den samme som før som følge av WTO avtalen (Norsk Industri, 2017). Det ligger likevel en frykt i at Trumps administrasjon vil ta i bruk handelspolitiske instrumenter som for eksempel høy tollsats på importerte varer. Her vil særlig handelsavtaler mellom USA og Kina være av stor betydning for hvordan premissene for internasjonale frihandelsavtaler vil bestå.

Eksportverdien av fisk fra Norge til USA er femdoblet i perioden 2008 til 2016. Oppdrettsnæringen i Norge møter liten konkurranse fra amerikanske produkter i det amerikanske markedet og er således lite utsatt av den varslede innstramningen av handelsavtaler og innføring av tollsatser fra Donald Trump. USA har imidlertid benyttet høye tollsatser på fersk hel laks fra Norge tidligere, men opphevet dette i 2012 (NRK, 2012). Den proteksjonistiske politiske retningen er likevel bekymringsverdig på lang sikt for internasjonal frihandel. Politisk utvikling i retning av mer isolasjon kan over tid medføre dårligere vilkår for eksportindustrien også i Norge.

Økonomiske forhold

Styringsrenten har påvirkning på kapitalkostnaden og kronekursen. Oppdrettsbransjen er en kapitalintensiv bransje som krever store investeringer i anlegg på land og til havs. Selskapene vil derfor i stor grad være delfinansiert gjennom ulike låneinstrumenter hos diverse finansinstitusjoner. Graden av eksponering mot renten avhenger av hvorvidt det konkrete selskap har fast eller flytende rente på pengelånet. Renteswap (rentebytteavtaler) brukes gjerne i kombinasjon med flytende renter. Styringsrenten er ved inngangen til 2017 på et historisk lavt nivå. Norges Bank forventer en lav rente også de nærmeste årene fremover.



Figur 4-2: Norges Banks prognose for styringsrenten

Valuta

Kronekursen har stor betydning for konkuranseevnen og lønnsomheten til eksportbedrifter generelt. Det lave rentenivået i Norge har gitt en svak kronekurs for 2016. For bedrifter som eksporterer standardiserte varer til et marked med internasjonal konkurranse vil et sentralt spørsmål være hvorvidt prisen på arbeidskraften er konkurransedyktig. I oppdrettsbransjen er hovedproblemet hvorvidt prisen på norsk arbeidskraft, målt i euro, er konkurransedyktig. Ettersom EU og USA er blant de største markedene for norsk laks er store deler av salgsinntekten i euro (EUR) og amerikanske dollar (USD). Kostnadene til de norske selskapene er for det meste i norske kroner, med unntak av fôrkostnader. I kombinasjon med salgsinntekt i fremmed valuta blir selskapene eksponert for en betydelig valutarisiko.

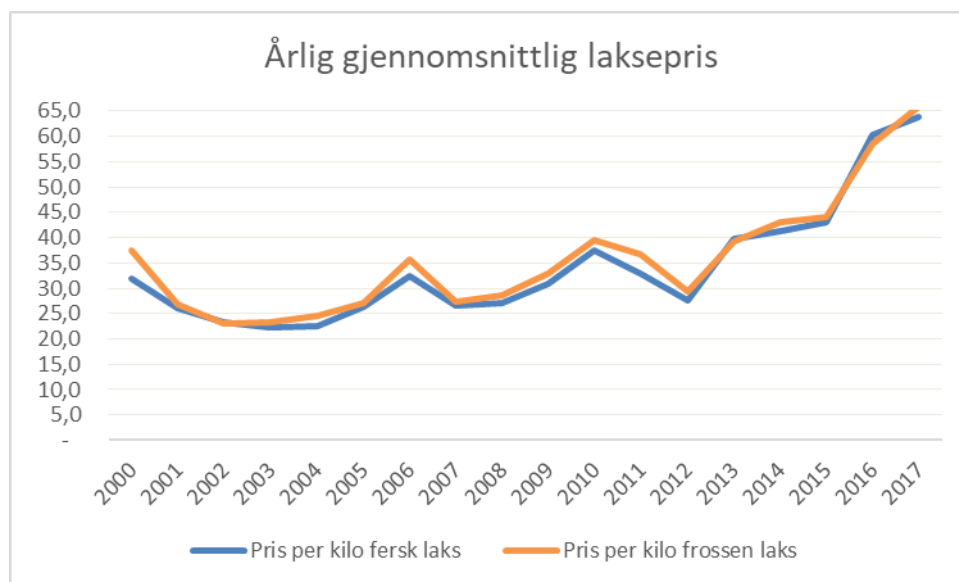
Den norske kronens relative svekkelse til EUR og USD er en av forklaringsfaktorene bak de rekordhøye lakseprisene (målt i NOK) de norske selskapene har opplevd i 2016 og 2017. På den andre siden bidro svekkelsen av den norske kronen til høyere fiskefôrutgifter. Svingninger i valutakursen utgjør et usikkerhetsmoment for norske eksportbedrifter. Denne usikkerheten kan til en viss grad reduseres ved finansielle sikringsinstrumenter, blant annet ved inngåelse av valutaterminkontrakter. Sikring av en egenkapitalinteresse er generelt meget vanskelig, og ofte er det heller ikke ønskelig. Volatiliteten i regnskapsmessige resultater kan imidlertid reduseres ved å ta opp langsiktig gjeld i samme valuta som salgsinntektene.

Laksepris

Prisen som aktørene i oppdrettsbransjen oppnår for sine varer er naturligvis avgjørende for inntektene i næringen. Laks er den mest omsatte råvaren innenfor havbruk. Hvilken pris laks omsettes for er et resultat av forholdet mellom tilbudet og etterspørselen i markedet, som igjen

påvirkes av en rekke faktorer. Ettersom slaktemoden laks på 4-6 kilogram har en tidshorisont på om lag tre år, hvor mesteparten av tiden tilbringes i merder i sjøen, er det en vesentlig biologisk risiko forbundet med virksomheten. Den biologiske risikoen i oppdrettsnæringen bidrar til at produksjonsvolumene har en naturlig, men uforutsigbar variasjon fra år til år. Forklaringsfaktorene bak tilbudet av laks i markedet er sammensatte, så gjelder også på etterspørselssiden.

Det vil være en kontinuerlig usikkerhet til prisoppnåelsen en produsent oppnår på salg av laks i spotmarkedet. Eksponeringen av denne usikkerheten kan imidlertid påvirkes gjennom strategiske valg fra den enkelte produsent. Bruk av finansielle kontrakter eller fastprisavtaler på laks er muligheter som er omtalt tidligere i oppgaven. Her vil blant annet virksomhetens risikoprofil være avgjørende. Fastprisavtalene har vanligvis varighet på flere måneder eller opptil ett år. Det er dermed ikke mulig å sikre seg mot prisvariasjoner på lengre sikt.



Figur 4-3: Årlig gjennomsnittlig pris per kilo laks i perioden 2000-2017

Hvorvidt en produsent av oppdrettslaks selger hel rundslaktet laks eller videreforedler laksen til diverse produkter vil også være av betydning for eksponeringen mot spotmarkedet og de uforutsigbare prisene. Bakgrunnen for dette er at prisene på videreforedledede produkter er mye mer stabile. Videreforedling kan dermed fungere som en diversifisering av den risikoen ustabile og uforutsigbare laksepriser innebærer for en produsent. Lakseprisen vil imidlertid alltid være en svært avgjørende faktor for lønnsomheten i lakseoppdrett.

Sosiokulturelle forhold

Laks er en viktig kilde til omega-3 fettsyrer som har helsefremmende effekter. Internasjonale helsemyndigheter som «WHO» anbefaler oppdrettslaks som en del av et sunt kosthold. Trender i matveien som blant annet sushi er en medvirkende årsak til at inntaket av laks er økende. Kunnskap og bevisstheten hos forbrukerne til sunt kosthold er også en viktig faktor.

Befolkningsveksten i verden fordrer en effektiv utnyttelse av jordens ressurser. Produksjon av laks er den mest effektive kjøttproduksjonen i Norge målt i effektivitetsutnyttelse av fôr, sammenlignet med svin, kylling og storfe. Landbruksarealet i verden er begrenset og presses fra omgivelsene til andre formål enn matproduksjon. I dag er det omlag 5 % av verdens matproduksjon som kommer fra havet (NHO, 2016). Havbruksnæringen innebærer ressurseffektiv matproduksjon med hensyn på både råvarer og areal. Potensialet i havet vil derfor være viktig for å kunne øke matproduksjonen på verdensbasis.

Teknologiske og miljømessige forhold

Teknologien med merder som brukes i matfiskproduksjon er i stor grad den samme i dag som for 30 år siden. Produksjonen er skalert opp og profesjonalisert gjennom integreringer i verdikjeden. Den teknologiske utviklingen av landanlegg tilknyttet verdikjeden og fisketransport med brønnbåter har tatt store steg fra oppstarten i bransjen. Fiskeoppdrett er i ferd med å vokse ut av dagens teknologi, særlig om næringen skal vokse ytterligere. Dette skyldes først og fremst miljømessige utfordringen næringen står ovenfor. Lakselus, sykdom og rømming forårsaker store ulemper for fiskehelsen og miljøet. Arealmangel er også en stor utfordring da det er begrenset med egnede lokasjoner, en begrensning som forsterkes av samfunnets krav til ivaretagelse av annet livsgrunnlag og verdigrunnlag i områdene.

De omtalte problemene svekker oppdrettsnæringens bærekraft, lønnsomhet og anseelse, i tillegg til at det utgjør barrierer for volumvekst i norsk oppdrettsnæringen. Teknologisk innovasjon anses som en forutsetning for langsiktig håndtering av dagens utfordringer. Som tidligere drøftet blir næringen gjennom nye konsesjonskriterier stimulert til å utvikle teknologiske løsninger. Politiske partier, miljøorganisasjoner og næringen selv synes å være enige om essensen av teknologisk innovasjon som fundament for utvikling av oppdrettsbransjen. Flere ulike konsepter har blitt lansert i forbindelse med søknadsprosessen til utviklingskonsesjoner. Noen aktører ser for seg helt lukkede anlegg som senkes ned i sjøen. Andre metoder som har blitt utredet er mulighetene for installasjoner langt til havs. Disse skal

utvikles med hjelp av offshorekompetanse fra oljesektoren, slik at installasjonene tåler de værmessige forholdene. Begge metodene vil være en løsning på lakselusproblematikken ettersom lukkede anlegg stenger lusen ute og anlegg til havs ikke vil få samme luseproblematikk som anlegg i fjorder.

Gjennomførbarheten av prosjektene vil vise seg i årene fremover og vil være av stor betydning for bransjen. Dersom de beskrevne installasjonene løser de sentrale miljømessige utfordringene vil man som en konsekvens av dette kunne tenke seg fri etablering av oppdrettsanlegg uten konsesjonskrav. De videre konsekvensene av dette vil trolig innebære en massiv tilbudsvekst med en sterk svekkelse av kiloprisen, og oppdrettsnæringen vil da bevege seg mot en frikonkurranse i likevekt. Driftskostnadene vil da også kunne reduseres betraktelig i forhold til dagens kostnadsnivå på for eksempel behandlinger og forebyggende tiltak av lakselus. Hvorvidt slike kostbare installasjoner og anlegg vil være lønnsomme avhenger av marginene oppdretterne oppnår dersom tilbudet utvikler seg slik som beskrevet ovenfor. I oppgavens kapittel 9 om utarbeidelse av fremtidsregnskapet for Lerøy gjøres en konkret vurdering av hvordan innfasing av teknologien påvirker oppdrettsnæringen i årene fremover.

Juridiske forhold

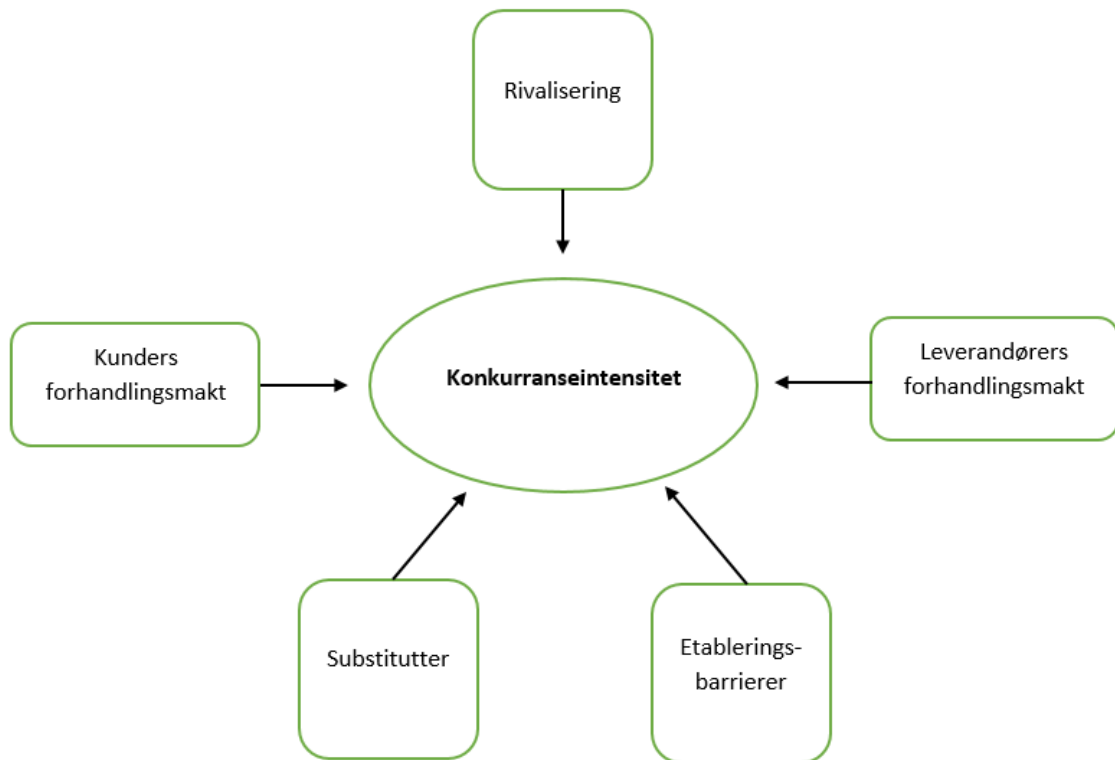
De juridiske rammebetingelsene har nær tilknytning til de politiske forholdene. Myndighetenes innføring av juridiske vilkår som for eksempel lakselusforskriften av 2013 endret næringens håndtering og rapportering av lakselus og gav aktørene omfattende plikter som medførte betydelige kostnader. Mattilsynet er kontrollorgan ovenfor oppdrettsnæringen når det gjelder blant annet lakselus. Dersom et anlegg ikke holder seg innenfor de tillatte nivåene av lakselus kan Mattilsynet kreve utslakting av fisken som et av flere virkemiddel.

«MTB» ordningen (maksimalt tillatt biomasse) er en juridisk begrensning med stor innvirkning for næringen. «MTB» er et mål på hvor mange tonn levende fisk en oppdrettstillatelse gir adgang til å ha stående i sjøen (Fiskeridirektoratet, 2016a). Det er et produksjonsregulerende tiltak der formålet blant annet er å begrense belastningen på miljø, vannkvalitet og fiskehelse. Ordningen er regulert i akvakulturforskriften av 2005 og erstattet da førkvoter som det produksjonsregulerende tiltaket, hvilket i senere tid har vært omtalt som en god og riktig beslutning av flere aktører i næringen (Lerøy, 2016c). En standard tillatelse gir adgang til maksimalt 780 tonn levende fisk i sjø, mens grensen er 945 i Finnmark og Troms.

Maksimumsgrensen gjelder til enhver tid, hvilket medfører at stadiet i produksjonssyklusen blir avgjørende. Tidlig i syklusen vil man ligge godt under grensen, mens i andre faser vil det kreves utslakting for å holde maksimumsgrensen. De største mengdene laks slaktes på høsten som følge av ordningen, og gir desto mindre tilbud av laks på vinteren. Lakseprisene vil påvirkes av tilbudsveksten på høsten og tilbudsfaller på vinteren. Utslaktingen gir dermed store mengder fisk i markedet til ugunstige tider på grunn av overholdelse av «MTB» kravet. Volumene blir uforutsigbare og sesongmessige, hvilket gir negative konsekvenser for videreforedlingsbedrifter så vel som forbrukere. De negative sidene av «MTB» ordningen har vært kritisert av næringen, som etterlyser en mer fleksibel ordning. Regjeringen har hatt forslag om en mer fleksibel løsning kalt «rullerende MTB» på høring, men så langt er det ikke enighet om et alternativ til dagens MTB ordning. Gjennomføring av en rullerende MTB vil være problematisk ettersom formålet blant annet er å forhindre en miljømessig overbelastning lokalt. Dersom en fjord har en maksimal tåleevne for forurensning vil det naturligvis være av betydning hvordan forurensningen tidsmessig fordeles. En større forurensningsbelastning på et kortere tidsrom kan være kritisk for forholdene i fjorden, og da vil trolig ikke en reduksjon av forurensningen i senere tid bedre forholdene.

4.2.1 Porters fem konkurransekrefter

Oppgaven vil nå presentere en vurdering av bransjespesifikke forhold i oppdrettsnæringen. For dette formålet er «Porters fem krefter» valgt som analysemodell. Porters modell er et rammeverk for analyse av konkurranseintensiteten i en bransje, for å kunne identifisere hvor attraktiv bransjen er for eksisterende og potensielle aktører. Rammeverket til Porter fokuserer på verdikapring innenfor en bransje. Bransjeforholdene i oppdrettsnæringen vil være sentrale med hensikt på å fastslå hvilke muligheter Lerøy har til å oppnå konkurransefortrinn. Vurderingen av bransjeforholdene baserer seg på de fem komponentene i Porter- analysen som illustrert i figur 4-4 under.



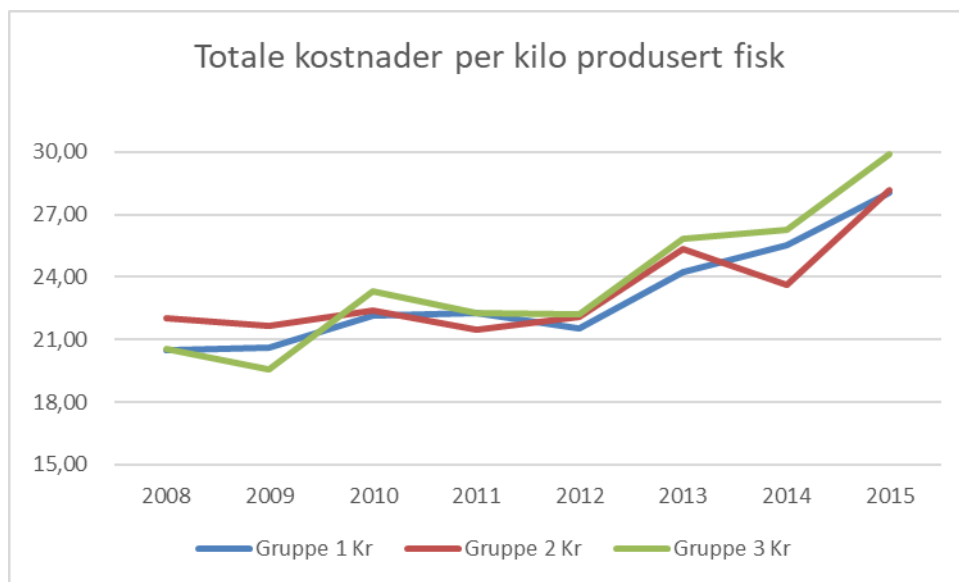
Figur 4-4: Illustrasjon av porters fem konkurransekrefter

Trusler fra nyetableringer

Tilstrømmingen av nye aktører til bransjen øker konkurransen innad i bransjen og presser marginene ned. Det vil typisk være større tilstrømming av aktører i bransjer hvor lønnsomheten er god og kompleksiteten er lav. For oppdrettsnæringen vil nettopp kompleksiteten være en avgjørende faktor for nyetableringer.

Håndtering av levende fisk gjennom et langt tidsløp krever særskilt kompetanse, men som besittes av veldig mange. Kompetansen er høyt etterspurt av dagens eksisterende selskaper som er bedre posisjonert til å kunne tilby gode betingelser og på den måten tiltrekke seg den beste arbeidskraften. Fiskeoppdrett er også en relativt kapitalintensiv bransje, der kostbar infrastruktur på land og til havs må være på plass før matfiskproduksjonen starter. Kapital vil likevel sjeldent være en avgjørende inngangsbarriere. Prosessen med oppdrett av laks tar i alt rundt tre år fra rognen strykes til laksen er slakteklar på 4-6 kilogram. Arbeidskapitalkravet er derfor forholdsvis høyt ettersom kostnader må forskutteres lang tid i forveien. For effektiv kapasitetsutnyttelse av anleggene kreves det store volum av fisk. I tillegg vil volumer være avgjørende for innkjøpspriser på blant annet fiskefôr, som utgjør den største delen av

totalkostnadene ved oppdrett av fisk. I figur 4-5 studeres de gjennomsnittlige kostnadene for foretak med ulik størrelse (Fiskeridirektoratet, 2017b). **Gruppe 1** er gjennomsnittstall for foretak med 1-9 tillatelser, **gruppe 2** er gjennomsnittstall for foretak med 10-19 tillatelser og **gruppe 3** er gjennomsnittstall for foretak med 20 eller flere tillatelser. Som vi ser av figuren er det ingen stordriftsfordeler på kostnadssiden i fiskeoppdrett.



Figur 4-5: kostnader per kilo produsert fisk for de ulike gruppene

Den største inngangsbarrieren i bransjen er konsesjonskravet for oppdrett. Tilgangen på konsesjoner er meget begrenset som følge av bransjens arealmangel og miljøutfordringer. Dette presser samtidig opp prisene på eksisterende konsesjoner. Konsesjonstildelingskriteriene som veier tyngst i dag er dokumentasjon av forbedrede løsninger med hensyn på miljø og bærekraft innen oppdrett. Nye aktører gis på lik linje med de etablerte mulighet til å utvikle fremtidsrettede konsepter i forbindelse med tildeling av utviklingskonsesjoner. Avanserte teknologiske løsninger innebærer på sin side store utgifter til forskning og utvikling. Kapitalintensiviteten og kompetansekravet i bransjen forsterkes dermed av konsesjonstildelingskriteriene.

Landbasert oppdrett er gitt konsesjonsfritak dersom det lar seg drive innenfor gjeldende regelverk. Meningene om landbasert oppdrett er delte, der enkelte mener landbasert oppdrett vil dominere produksjonen av oppdrettsfisk innen kort tid, mens andre er av den oppfatning av at landbasert oppdrett ikke har noen fremtid (E24, 2016). Nofirma er et av Europas største

forskningsinstitutt innenfor akvakulturnæringen. De anslår at det vil ta opp mot ti år før landbasert oppdrett drives i storstilt kommersiell produksjon (E24, 2016). Landbasert oppdrett krever store landarealer, og selv de største anleggene har forholdsvis lav produksjonskapasitet med dagens MTB ordning og krav til at minimum 97,5 % av volumet er vann. Landbasert oppdrett kan dra fordeler av at de kan etableres i nærheten av større markeder, slik som for eksempel USA og Kina. Her vil de isolert sett kunne oppnå en kostnadsfordel på rundt 15,- kr per kilo i forhold til fisk som fraktes med fly (Sysla, 2017).

Oppsummert er det til dels store etableringsbarrierer i bransjen. Mulighetene ligger i teknologiske nyvinninger som kan gi opphav til nye konsesjoner, herunder landbasert oppdrett. Nyetableringer som skulle lykkes med dette vil kunne oppnå store markedsandeler. Trusler fra nyetableringer vurderes som moderat.

Trusler fra substitutter

Substitutter er produkter som en rasjonell konsument antas å bytte til ved relative prisendringer til det aktuelle produktet. Et produkts substitutter dekker de samme behovene for konsumenten, der konsumentens valg avhenger av dens preferanser. Substitutter for laks kan tenkes å være annen proteinrik mat som kjøtt av svin, storfe og kylling. Det må derimot antas at dagens etterspørsel etter laks har sin forklaring i produktets kvaliteter og ikke bare innhold. For eksempel vil ikke de nevnte proteinkildene være substitutter for sushimarkedet. Dette avgrenser laksens substitutter til å være annen fisk og sjømat. Her vil få substitutter medføre en lavere priselastisitet for laks og ørret. Når det gjelder den økende trenden av lakseprodukter til hverdagsmiddag vil produkter av svin, storfe og kylling opplagt være substitutter for den enkelte husholdning. Forbrukermønsteret i dagligvarehandelen har snudd flere ganger tidligere på bakgrunn av medieoppslag vedrørende uheldige forhold rundt matproduksjon. Siste eksempelet på dette var avdekking av bruken av «narasin» i kyllingfôr. Medieomtalen av «narasin» i sammenheng med antibiotikaresistens medførte en betydelig salgsnedgang av kyllingprodukter inntil narasin ble fjernet fra kyllingfôret. Eksempelet illustrerer hvor raskt konsumentenes preferanser kan endres dersom uheldige forhold og omtaler oppstår. Fiskeprodukter til dagligvarehandelen vil dermed være mer priselastisk enn produkter som sushi ettersom det her er færre substitutter.

Forvalter i «Alfred Berg» Leif Eriksrød peker på laksens innpass som en av de faste hverdagsmiddagene i uken for barnefamilier som et moment for lavere priselastisitet enn man

kanskje kunne forvente (Nordnet, 2017). Et tenderende sunnhetsfokus på mat i befolkningen kan underbygge dette synet, samtidig som laks gjerne viser seg å være det mest populære alternativet av fisk hos den yngre delen av befolkningen. Trusler fra substitutter vurderes som moderat ut i fra drøftede forhold.

Leverandørers forhandlingsmakt

Konkurransen om markedsandeler og grad av differensiering påvirker leverandørers forhandlingsmakt overfor kunden. Oppdrettsbransjen etterspør en rekke ulike varer og tjenester, der de fleste tjenestene er utbredte i markedet og tilbys fra mange ulike leverandører. Fiskefôr er derimot et komplekst produkt med sterk konsentrasjon på leverandørsiden. Oppgaven fokuserer av den grunn på leverandørene av fiskefôr og ingredienser til fiskefôr i form av maritime råstoff (fiskeolje).

Leveranse av fiskefôr til norsk oppdrett dekkes i stor grad av de tre aktørene BioMar, EWOS og Skretting. Fiskefôrprodusentene har over tid vært et oligopol med sterk forhandlingsmakt over den viktigste innsatsfaktoren i fiskeoppdrett. Marine Harvest startet egen fôrproduksjon i 2014 med visjon om å bli ledende innen fiskefôr (Teknisk ukeblad, 2015). I første omgang produserer Marine Harvest fôr for eget bruk som på sikt vil gjøre dem selvforsynte med fiskefôr i Europa. Som verdens største selskap innen oppdrett av atlantisk laks får Marine Harvest en unik posisjon i leverandørmarkedet med kontroll på en vesentlig del av etterspørselen. Konkurransesituasjonen på leverandørsiden blir med dette betydelig skjerpet med et redusert marked for de tre øvrige aktørene. Med Marine Harvest ute av kundelisten økes konkurransen om de resterende markedsandelene hvilket presser ned fortjenestemarginen hos fiskefôrprodusentene.

Det vil være ønskelig for oppdrettsselskapene med størst mulig konkurranse på leverandørsiden da dette presser prisene ned. Lerøy opplyser i årsregnskapet for 2015 at de har kjøpt fiskefôr fra alle de tre største leverandørene (Lerøy, 2016c). På den måten kan aktørene selv opprettholde god konkurranse på lang sikt, fremfor å få bedre betingelser på kort sikt gjennom eksklusivitetsavtale med en enkelt leverandør.

Som leverandør av fiskefôr regnes også leverandører av marine råstoff (fiskeolje), ettersom dette inngår i fiskefôret. Oppdrettsnæringen utnytter en opsjon på å konvertere fiskeolje, som ingen per i dag ønsker å spise, til laks. Dersom det dukker opp en mer lønnsom anvendelse av fiskeoljen, kan oppdrettsnæringen risikere å bli utkonkurrert. Som tidligere drøftet er det

sterk etterspørsel etter marine råstoff, og det etterspørres mer enn hva som tilbys. Et underskudd på tilbudssiden presser prisene opp, og gir således leverandørene mer makt. Dersom etterspørselen etter marine råstoff fra omega 3 produsenter og fiskeoppdrett fortsetter å øke vil leverandørmakten kunne påvirke oppdrettsnæringen negativt. Lønnsomheten som oppdrettsvirksomhetene har oppnådd over en lengre periode kan potensielt avkortes av leverandører av fiskeolje.

Leverandørens forhandlingsmakt vurderes til å være sterk innenfor fiskefôr og fiskeforingredienser på bakgrunn av drøftede forhold. Oligopolets økte konkurranse fra Marine Harvest reduserer makten noe, mens leverandører av marine råstoff øker makten.

Kunders forhandlingsmakt

En kunde har generelt stor forhandlingsmakt dersom den isolert sett utgjør en stor del av omsetningen for tilbyderen, samtidig som kunden enkelt kan benytte andre tilbydere. Hvor konsentrert kundegruppen er kombinert med hvor standardisert produktet er vil således være viktige forklaringsfaktorer bak kundenes forhandlingsmakt. Oppdrettsselskapenes største kunder er utenlandske grossister som kjøper fersk eller frossen hel laks. Siden laks som ikke er videreforedlet vanskelig kan differensieres vil produktene fremstå som homogene. Det blir dermed enkelt for kundene å bytte til andre leverandører.

I spotmarkedet vil lakseprisen til enhver tid gjenspeile forholdet mellom tilbud og etterspørsel. Ved inngåelse av langsiktige leveringsavtaler vil typisk prognosene for lakseprisen over avtaleperioden legges til grunn. Motivene for langsiktige avtaler mellom kunde og leverandør vil være forutsigbarhet for begge parter, der kunden basert på sitt volum kan være i posisjon til å fremforhandle kvantumsrabatter. Oppdretterne har betydelige svingninger i ukentlige slaktevolumer og de er dermed avhengig av å bygge langsiktige relasjoner med kunder gjennom langsiktige avtaler. Store kunder vil her kunne utøve betydelig makt ovenfor oppdretterne. Dagens situasjon i oppdrettsbransjen er preget av at tilbudet ikke vokser samtidig som det har vært sterk vekst i etterspørselen. Oppdrettslaks er en attraktiv vare med begrenset tilbud som etterspørres av en stor geografisk spredt kundegruppe.

Oppsummert vil standardiserte varer som hel laks være utsatt for kunders forhandlingsmakt dersom tilbudet er høyt. Situasjonen i oppdrettsbransjen de neste årene vil trolig preges av en høyere etterspørsel enn tilbud hvilket svekker kundenes forhandlingsmakt. Viktigheten av

langsiktige relasjoner med kunden som følge av variasjon i slaktevolumer trekker opp kundenes forhandlingsmakt. Kundens forhandlingsmakt vurderes som moderat.

Trusler fra konkurrenter (rivalisering)

Konkurransintensitet er et uttrykk for graden av rivalisering mellom selskap som opererer i samme markeder. Innenfor en bransje vil konkurranseintensiteten påvirkes av antall konkurrenter, vekstpotensialet i bransjen, etterspørselen etter produktene og produkt differensieringen. Den sterkeste interne rivaliseringen finner man i bransjer som har høye utgangsbarrierer og lave marginalkostnader. Konkurransesituasjonen vil i de fleste bransjer være avgjørende for lønnsomheten som kan oppnås.

Oppdrettsbransjen har utviklet seg i retning av færre og større aktører over tid gjennom oppkjøp og konsolideringer. De siste årene har det vært begrensede muligheter for organisk vekst som følge av konsesjonssystemet. Siden etterspørselen er markant høyere enn tilbudet er det relativt liten konkurranse om kundene. Den største konkurransen mellom selskapene har dreid seg om konsesjoner i form av konsesjonskjøp eller virksomhetskjøp og konsolideringer. I dag utgjør noen få selskaper majoriteten av bransjen. Det er dermed lite rom for flere sammenslåinger, samtidig som det tildeles få nye konsesjoner. Vekstpotensialet i bransjen ser dårlig ut inntil forskning og utvikling hos aktørene resulterer i nye bærekraftige metoder for fiskeoppdrett. Konkurransen i bransjen handler fortsatt om konsesjoner, men nå med fokus på forskning og utvikling av ny teknologi.

Videreforedling er et stadig viktigere satsingsområde for flere av selskapene i bransjen for å differensiere seg fra konkurrentene. Når volumveksten uteblir er det desto viktigere å kunne ta en større del av verdiskapingen på det eksisterende volumet. De siste årene har det vært en oppskalering i videreforedlingsprodukter og merkevarebygging blant de største aktørene i bransjen. Dette kan videre kanaliseres i en sterkere konkurranse om de mest betalingsvillige kundene.

Selv om det har vært en økende satsing innenfor VAP segmentet så handler den interne rivaliseringen først og fremst om å kutte kostnader ettersom laks og ørret i utgangspunktet er en commodity. Det kan tenkes at enkelte produsenter kan oppnå en midlertidig fordel dersom disse er først ut med nye løsninger som forbedrer produksjonen til lavere enhetskostnader. Dersom teknologisk utvikling muliggjør sterk produksjonsvekst vil konkurransen om kundene kunne tilta gitt redusert avstand mellom tilbud og etterspørsel. I dagens oppdrettsnæring er det

verken høye utgangsbarrierer eller lave marginalkostnader, samtidig som kampen om kundene er lite relevant med høy etterspørsel. Oppsummert vurderes rivaliseringen i bransjen som lav.

4.2.2 Oppsummering av eksternt bransjeorientert analyse

I den bransjeorienterte analysen er det drøftet ulike muligheter og trusler for oppdrettsbransjen. Analysen beskriver forhold som har til hensikt å avdekke en eventuell bransjefordel. En bransjefordel defineres som bransjens samlede evne til å oppnå avkastning høyere enn avkastningskravet.

Ved bruk av PESTEL er det gjort rede for relevante makroforhold. De mest sentrale forholdene er konsesjonssystemet, handelspolitikk og miljøutfordringer. Mangel på nye konsesjoner stagnerer veksten i bransjen, som følge av regjeringens vekststrategi med fokus på bærekraft og miljø. Den tillatte veksten i bransjen har tett sammenheng med miljøproblemene som er identifiserte, der lakselus er den mest alvorlige. Kostnader med håndtering av lakselus er truende for lønnsomheten i næringen, og fremstår som den størst ytre påkjenningen for bransjen per i dag. Handelspolitiske konflikter har preget, og vil fortsette å prege markedet for fiskeeksport. Kina vil igjen importere norsk fisk uten restriksjoner hvilket er svært viktig for næringen. Samtidig utfordres prinsippene om frihandel av politiske bevegelser i retning av proteksjonisme. Dette kan være bekymringsverdig for eksportindustri i fremtiden.

Bransjeanalysen er gjennomført ved bruk av Porters fem konkurransekrefter. I denne analysen er konkurransesituasjonen i bransjen kartlagt. Vilårene for konkurranse i bransjen og maktforholdet mellom interessenter i varekretsløpet er avgjørende for lønnsomheten i bransjen. De viktigste konkurransemessige forholdene som er identifiserte er høye inngangsbarrierer, homogene produkter og få fiskefôrleverandører. I tillegg er leverandører av marine råstoff fremhevet som et potensielt økende problem for lønnsomheten i bransjen.

Nyetablering vanskeliggjøres av konsesjonskrav og mangel på nye konsesjoner. Tilgang på tilstrekkelig kapital og kompetanse vil også være utfordrende for nye aktører. Av oppdrettsnæringens kunde grupper er segmentet for hel rundslaktet laks er den største hvilket gir lite rom for differensiering. Videreforedling er imidlertid et økende satsingsområde blant flere av selskapene. Leverandører av fiskefôr har tidligere hatt en sterk forhandlingsposisjon som har svekket seg noe etter Marine Harvests etablering egen av fôrdivisjon.

	Lav	Moderat	Høy
Trussel fra nyetableringer		X	
Trussel fra substitutter		X	
Kunders forhandlingsmakt		X	
Leverandørers forhandlingsmakt			X
Rivalisering	X		

Tabell 4-1: Oppsummering av porters fem konkurransekrefter anvendt på oppdrettsbransjen

Konkurranseintensiteten i bransjen beskrives som moderat ut i fra den gjennomførte helhetsvurderingen. Det er dermed grunnlag for å hevde at det kan finnes en strategisk bransjefordel.

4.3 Intern ressursorientert analyse

I denne delen av analysen skal selskapets interne ressurser kartlegges med hensikt på å avdekke mulige strategiske fordeler ved ressursene. Et selskaps ressurser er de eiendeler, evner, kompetanse, kunnskap med mer som selskapet kontrollerer til sin strategiske fordel i form av forbedret effektivitet (Barney, 2014). Internanalysen vil vurdere ressursenes evne til å skape midlertidige eller varige konkurransefortrinn for selskapet i forhold til gjennomsnittet i bransjen. De interne ressursene vurderes dermed relativt til ressursene i bransjen. Selskapet har en ressursorientert strategisk fordel dersom det oppnår en netto driftsrentabilitet som er høyere enn bransjegjennomsnittet. Den ressursorienterte analysen gjennomføres ved bruk av analyseverktøyet VRIO.

4.3.1 VRIO analyse

VRIO er et analyseverktøy for kartlegging og kategorisering av et selskaps interne ressurser. De identifiserte ressursenes styrker og svakheter bedømmes ut ifra potensialet for å kunne utgjøre konkurransemessige fordeler eller ulemper for selskapet.

Konkret brukes VRIO analysen for å avgjøre om:

- Selskapets ressurser er verdifulle (V)
- Selskapets ressurser er sjeldne (R)

- Selskapets ressurser er vanskelig imiterbare (I)
- Selskapet er effektivt organisert (O)

Lerøys interne ressurser identifiseres fra et eksternt synspunkt med utgangspunkt i offentlig tilgjengelig informasjon, i all hovedsak årsrapporter og kvartalsrapporter. Ut ifra dette anses Lerøys viktigste ressurser å være produktutvikling og merkevare, råvaretilgang, innovasjonsevne og finansielle ressurser.

Råvaretilgang, produktutvikling og merkevare

Lerøy har et stort og bredt produktsortiment av blant annet laks, ørret, hvitfisk og skalldyr. Dette setter Lerøy i en unik posisjon i forhold til sine konkurrenter. Som totalleverandør av sjømatprodukter har Lerøy flere muligheter i markedet. Gjennom sin posisjon som verdens nest største produsent av atlantisk laks og ørret har Lerøy utviklet et verdifullt kundenettverk som kan utnyttes ved å tilby flere produkter. Lerøy er en av de ledende leverandørene av kvalitetssjømat til det europeiske retail-markedet (Lerøy, 2017d). Nye løsninger innenfor logistikk og distribusjon har gitt muligheter for å nå ut til flere markeder med fersk laks. Omsetningen av ferske lakseprodukter, blant annet sushi, har hatt en enorm vekst de siste årene og omtales som en revolusjon innen sjømat av næringen selv. Etterspørselen etter ferske sjømatprodukter har resultert i en stor satsing på videreforedling fra flere av selskapene. I denne utviklingen har Lerøy vært blant de fremste innen produktutvikling.

Etablering av «Sjømathuset» i 2014 sammen med dagligvaregrossisten «NorgesGruppen» har vært viktig for tilbudet av fersk fisk i norske dagligvarebutikker. «Sjømathuset» produserer store mengder ferskpakket laksefilet, sashimi om lag 15 millioner sushibiter i året, med kapasitet til å kunne doble denne produksjonen. NorgesGruppen har sikret seg enerett over produktene, der dagligvarekjeden «Meny» med en årlig omsetning av fisk på over en milliard kroner er det største utsalgsstedet (Norges Sjømatråd, 2017). Lerøy ønsker å etablere liknende foredlingsfabrikker i en rekke storbyer i verden for å kunne utnytte den økende etterspørselen etter blant annet sushi (Norges Sjømatråd, 2017).

Nye metoder innenfor videreforedling og distribusjon har vært drivere i produktutviklingen av sjømat. For Lerøy har disse ressursene vært verdifulle, men de kan ikke sies å være spesielle da øvrige aktører også har omfattende aktiviteter innenfor videreforedling og distribusjon. Produktutviklingen av laks har muliggjort store leveranser av spesialiserte produkter, men det er først og fremst produktutvikling av annen sjømat som skiller Lerøy fra

sine konkurrenter. Etter oppkjøpet av Havfisk ASA og Norway Seafoods AS er Lerøys ambisjon å utvikle produktsortimentet innenfor hvitfisk i samme retning som Lerøy har lyktes med for lakseprodukter. Tilgangen på laks av høy kvalitet har vært avgjørende for å lykkes med nedstrømsaktiviteter. Lerøys store tilgang på hvitfisk danner et viktig fundament for videre satsing innenfor nedstrømsaktiviteter også for denne type fisk, hvilket muliggjør synergier i segmentene VAP og salg og distribusjon.

I tillegg til en unik råvaretilgang og et verdifullt kundenettverk er Lerøy Seafood Group i besittelse av en sterk merkevare. Konsernet fronter Lerøy-navnet på sine egenproduserte produkter, hvilket eksponerer merkevaren direkte mot sluttbrukeren. Dette gir Lerøy en høy merkevarekjennskap i markedet som kan bidra til å øke lojaliteten blant kunder og på den måten øke salget av Lerøys produkter. Lerøy har lyktes med å posisjonere merkevaren sin som en kvalitetsvare hos sluttforbrukeren, særlig i det Norske markedet hvor produktene er tilgjengelige i alle NorgesGruppens dagligvarebutikker samt enkelte andre butikker. Merkevarebygging er en tidkrevende prosess der kunder over tid utvikler et slags tillitsforhold i relasjon til merkevaren. Lerøy har i stor grad lyktes med dette i enkelte markeder og har dermed en resurs som er verdifull og vanskelig imiterbar.

Oppsummert er produktutvikling i videreforedlingsarbeidet en verdifull resurs for Lerøy, men ikke en sjelden resurs i bransjen for øvrig. Merkevaren Lerøy og produktsortimentet innenfor denne merkevaren er også verdifulle ressurser for Lerøy. Begge ressursene er kan kategoriseres som sjeldne ettersom Lerøy her har et stort forsprang på resten av bransjen. Merkevaren er vanskelig imiterbar og antas derfor å utgjøre en varig resursfordel. Produktsortiment lar seg derimot lettere imitere. Lerøy har imidlertid en unik råvaretilgang i forhold til resten av bransjen, som utelukkende omsetter rød fisk. Råvaretilgangen på annen sjømat, særlig hvitfisk, blir dermed en resursfordel for Lerøy som vanskelig lar seg kopiere. Det er heller ingen tegn på at de øvrige konkurrentene gjør investeringer relatert til annet enn laks og ørret.

Innovasjon

Det har tidligere i oppgaven blitt redegjort for oppdrettsnæringens utfordringer med dagens produksjonsmodell, som medfører miljømessige problemer og legger begrensninger for videre volumvekst av oppdrettsfisk. Innovasjon av ulike elementer innenfor dagens produksjonsmodell anses derfor som nødvendig for at oppdrettsnæringen skal vokse på en bærekraftig måte i fremtiden. Hva angår Lerøy kan innovasjon spores innenfor alle de tre

rapporteringssegmentene produksjon, VAP og salg og distribusjon. Lerøy har oppnådd anerkjennelse for sin innovasjon innenfor blant annet produktutvikling, og ble i 2015 vinner av «GIEKs» årlige Eksportpris der Lerøys innovasjonsevne ble trukket frem (GIEK, 2016). Lerøys resurser innenfor salg og distribusjon er omtalt i avsnittet over. Oppgaven vil her utelukkende fokusere på innovasjon innenfor verdikjeden i produksjonen ettersom det er her utfordringene og behovet for nyskaping er størst for bransjen som helhet.

Smoltanlegg (innovasjon)

Lerøy har siden 2010 investert store ressurser i smoltanlegg både på land og til havs. Smolt er små lakseyngel på noen hundre gram som gradvis tilvennes saltvann før den settes ut i havmerder. Smoltproduksjon er en essensiell del av grunnlaget for verdiskaping i oppdrett. Den biologiske risikoen fisken utsettes for i merdene hva angår sykdom, lakselus og liknende er i fred med å endre bransjens håndtering av smolt. Det forsøkes nå å gi smolten større tilvekst før den slippes ut i merdene for å gjøre den bedre rustet for oppholdet her. Når fisken har større tilvekst ved utslipp i merdene reduseres den totale tiden fisken oppholder seg i merdene, og dermed reduseres også den biologiske risikoen.

Preline AS har siden 2010 jobbet med å utvikle et flytende anlegg for postsmotproduksjon (Lerøy, 2016c). Lerøy eier i dag 91 % av aksjene i Preline AS. Det utviklede anlegget holder smolten i lukkede kapsler i en flytende konstruksjon. Vannet i de lukkede anleggene pumpes opp fra 30 meters dyp. På denne dybden er det liten risiko for lakselus i vannet, da lakselus vanligvis holder til i de øverste vannlagene. Smolten kan oppholdes i anlegget til den er nærmere en kilo, hvilket forkorter oppholdstiden i åpne merder betraktelig. Anlegget har en topp moderne resirkuleringsteknologi, og er i tillegg meget energieffektiv.

Samlet sett vil den flytende modellen som er utviklet være mindre kapitalkrevende å drifte enn landanlegg. Lukkede anlegg i havet vil i likhet med landanlegg skåne fjordområdene for forurensing av næringsalter, men ved å utnytte havområdene blir arealeffektiviteten bedre ettersom arealpresset på land er mye større enn i havet. Det første fullskala anlegget stod ferdig i 2015 og har senere gjennomgått omfattende tester som så langt har gitt positive resultater. Lerøy har ikke avgjort hvorvidt det skal investeres i flere anlegg av denne typen. Hvor verdifull denne ressursen kan bli for Lerøy er ennå uvisst, ettersom anlegget ikke er ferdig utprøvd (Lerøy, 2016c). Ressursene som er investerte i dette pilotprosjektet viser hvilken innovasjonsvilje Lerøy har for forbedringer i hele verdikjeden.

Maritime råstoffer i fiskefôr (innovasjon)

Lerøy og miljøorganisasjonen «Belona» eier begge 50 % av aksjene i selskapet Ocean Forrest AS. Selskapet ble opprettet i 2011 på bakgrunn av eierens felles interesse for å redusere havbruksnæringens fotavtrykk samt utvikle nye bærekraftige metoder for produksjon av maritime råstoffer. Ocean Forrest har utviklet et konsept som går ut på å dyrke blåskjell, tang og tare i områdene rundt havbrukene, der næringssaltene som oppdrettsaktivitetene slipper ut fungerer som innsatsfaktor i dyrkingen av disse (Lerøy, 2016a). Blåskjell binder CO₂ i skjellet og motvirker således forurensing. Samtidig er blåskjell en potensiell kilde for maritime proteiner og råstoff til bruk i blant annet fiskefôr. Tester har vist at laks har like god tilvekst ved bruk av blåskjellmel som ved bruk av tradisjonelt fiskemel. Tang og tare er også kilder til maritime råstoff som vokser ved tilførsel av næringssalter fra oppdrettsnæringens avfall. Prosjektet til Ocean Forrest har fått internasjonal oppmerksomhet og representerer en ny tankegang innen havbruksindustrien. Samspeillet mellom en arts avfall som blir til andre arters resurs vil være et stort steg i utviklingen av en bærekraftig havbruksnæring. Produksjonen av disse maritime artene har mange ønskede effekter, der potensialet som råvare i fiskefôr er av særlig interesse for Lerøy.

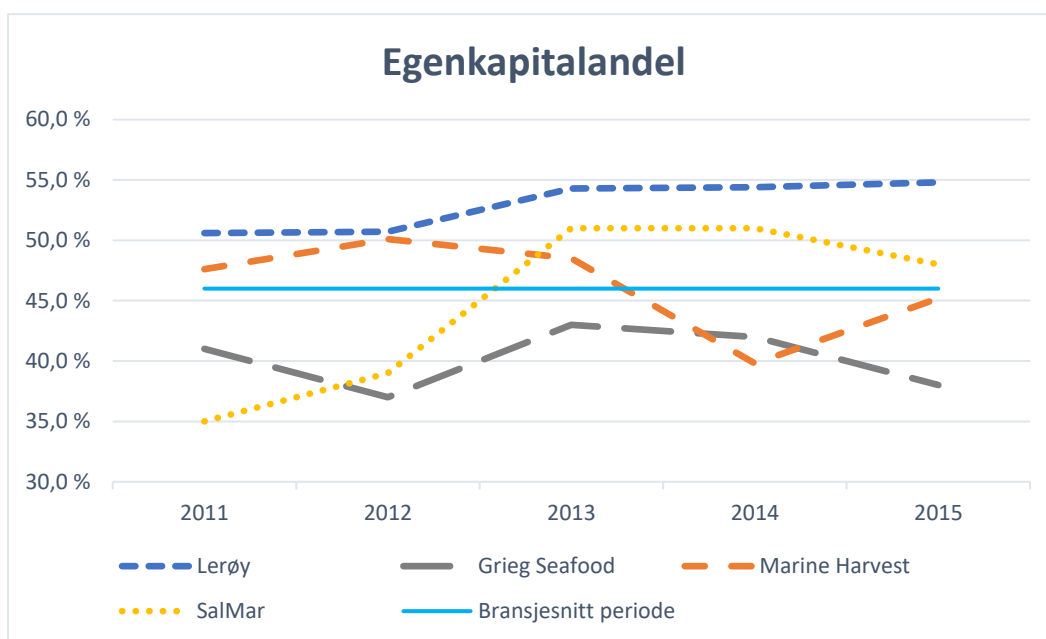
Gjennom eierskap i Preline AS og Ocean Harvest AS investerer Lerøy betydelige summer for innovative løsninger av verdikjeden i oppdrettsnæringen. Prosjektene har stort potensiale, men er ennå i utviklingsfasen. Det antas likevel at prosjektene så langt har gitt Lerøy verdifulle ressurser for sin videre satsing innenfor innovasjon av oppdrettsnæringen. Siden prosjektene ennå ikke inngår som en del av den operative produksjonen utgjør de foreløpig ikke en konkurransemessig fordel for Lerøy. Når det gjelder innovasjonsgraden i bransjen generelt må denne sies å være høy. Det fleste store aktørene innenfor oppdrett jobber i likhet med Lerøy kontinuerlig for å utvikle innovative løsninger. På bakgrunn av dette utgjør Lerøys innovasjon en ressurs som gir grunnlag for konkurransemessig paritet.

Finansielle ressurser

Oppdrettsnæringen er en syklisk bransje med høy risiko og høy volatilitet. Det kreves stor arbeidskapital for å produsere laks, med rundt tre års produksjonstid frem til laksen er slakteklar og kan selges. Investeringer i infrastruktur på land og til havs gjør oppdrettsnæringen til en relativt kapitalintensiv bransje. Bransjens natur gir selskapene behov for finansiell stabilitet så vel som fleksibilitet.

Banker er en naturlig kilde til kapital. I en utlånsituasjon vil bankene være opptatt av soliditeten hos låntager, og det er derfor utbredt med covenantskrav til blant annet egenkapitalandel i låneavtalene. Covenants er lånebetingelser som implementeres i låneavtalen mellom låntager og långiver. Brudd på vilkårene medfører mislighold og kan i ytterste konsekvens medføre krav om umiddelbar innfrielse av lånet. Egenkapitalandelen uttrykker forholdet mellom egenkapital og total kapital i selskapet. Høyere egenkapital gjør selskapet bedre rustet til å tåle tap, og gir dermed en lavere likviditetsrisiko og konkurrisiko.

Kravene til egenkapitalandel varierer blant annet med den risikoen som er forbundet med utlånet. Krav om egenkapitalandel på rundt 30 % vil typisk være vanlig i oppdrettsbransjen. Lerøy har som figur 4-6 viser den høyeste egenkapitalen i bransjeutvalget, med en egenkapitalandel på 55 %. Bransjeutvalget har en egenkapitalandel innenfor intervallet 35 – 55 prosent, hvilket indikerer en jevnt over trygg finansiering godt over bankenes krav.



Figur 4-6: Egenkapitalandel for Lerøy og de komparative virksomhetene

Det er likevel viktig å være klar over at balanseføring av immaterielle eiendeler gir en høyere regnskapsmessig egenkapital. Immaterielle eiendeler kan ofte bli verdiløse i en konkurssituasjon, og det vil av den grunn være hensiktsmessig å se på immaterielle eiendeler andel av egenkapitalen. For Lerøy utgjør immaterielle eiendeler som konsesjoner, rettigheter og goodwill om lag 50 % av egenkapitalen. Eventuell nedskrivning av disse verdiene vil følgelig medføre en stor reduksjon i egenkapitalen.

Selskapene trenger også finansiell fleksibilitet for å kunne gjennomføre strategiske handlinger som for eksempel virksomhetsoppkjøp. Alle selskapene i det komparative utvalget er notert på Oslo børs, hvilket gir selskapene tilgang til egenkapitalmarkedet. Lerøys oppkjøp av Havfisk ASA og Norway Seafoods hadde en samlet transaksjonsverdi på om lag 3,2 milliarder kroner for 100 % eierskap i de to selskapene (Lerøy, 2017c). Etter oppkjøpene gjennomførte Lerøy en rettet emisjon ved å utstede 5 millioner nye aksjer på til sammen 2,2 milliarder (Lerøy, 2017f). Aksjene ble tegnet av både eksisterende eiere og nye investorer. Lerøys har tilgang på tilførsel av kapital ved gjennomføring av strategiske oppkjøp, hvilket er en verdifull resurs for selskapet.

Oppsummert er de finansielle ressursene verdifulle for Lerøy. De finansielle ressursene gir Lerøy soliditet og fleksibilitet til å utøve sine strategiske målsetninger. Det er imidlertid lite som skiller Lerøys finansielle ressurser fra bransjeutvalget. Alle selskapene i bransjeutvalget er børsnoterte enheter. Som figur 4-6 illustrerer er egenkapitalandelen i alle selskapene innenfor intervallet som regnes som tilfredsstillende. De finansielle ressursene innebærer dermed konkurransemessig paritet for Lerøy.

4.3.2 Oppsummering intern analyse

Internanalysen er gjennomført ved bruk av analyseverktøyet VRIO, for å vurdere om Lerøys interne forhold kan gi opphav til ressursfordeler. Eventuelle ressursfordeler danner sammen bransjefordelen anslag på Lerøys strategiske fordel. Lerøys ressurser er vurdert relativt til bransjegjennomsnittet. Et selskap har en ressursfordel dersom netto driftsrentabilitet er høyere enn bransjens gjennomsnittlige netto driftsrentabilitet. Selskapets ressursfordel påvirkes positivt av sterke sider internt og reduseres av svake sider internt (se tabell 4-2 neste side)

Ressurs	Verdifull	Sjelden	Ikke- Imiterbar	Effektivt organisert	Resultat
Produktutvikling	Ja	Nei	Nei	Ja	Konkurransemessig paritet
Merkevare	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig konkurransefortrinn
Råvaretilgang	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig konkurransefortrinn
Innovasjon	Ja	Nei	Nei	Ja	Konkurransemessig paritet
Finansielt	Ja	Nei	Nei	Ja	Konkurransemessig paritet
Oppsummert	Ja	Delt	Delt	Ja	ndr > ndr_b

Tabell 4-2: Oppsummering av VRIO analysen

I analysen er det funnet at Lerøys identifiserte ressurser er verdifulle og effektivt organisert. Produktutvikling, innovasjonsevne og finansiell styrke er imidlertid ikke sjeldne ressurser i bransjen, og disse er i tillegg imiterbare. Av den grunn gir de nevnte ressursene grunnlag for konkurransemessig paritet. Merkevaren Lerøy har fått et kvalitetsstempel i forbrukermarkedet som tilfører produktene ekstra verdi. Lerøy har lyktes med å bygge opp en sterk merkevare, særlig i hjemmemarkedet, som gir grunnlag for en ressursfordel.

Gjennom oppkjøp av Norges to største aktører innen fangst og distribusjon av hvitfisk, har Lerøy styrket sin sammensatte råvaretilgang ytterligere. Med de store volumene av hvitfisk i tillegg til sin posisjon som verdens nest største oppdretter av laks og ørret har Lerøy en unik råvaretilgang i bransjen. Lerøy får dermed mulighet til å produsere sjømat av flere ulike sorter, der Lerøys divisjoner innenfor videreføring, salg og distribusjon øker potensialet ytterligere. Råvaretilgangen er vurdert som sjelden og ikke imiterbar, da kvotene for fangst av villfisk er svært lite konsentrert blant de resterende aktørene innenfor dette segmentet, hvilket vanskeliggjør liknende oppkjøp som foretatt av Lerøy.

Lerøys merkevare og råvaretilgang vurderes på bakgrunn av overnevnte faktorer å utgjøre en varig konkurransemessig fordel. Ettersom Lerøy forventes å inneha en ressursfordel i bransjen, gir dette mulighetene for å oppnå en netto driftsrentabilitet høyere enn for gjennomsnittet i bransjen. Økonomisk teori tilsier imidlertid at lønnsomheten på lengre sikt

vil være tilbakevennende til gjennomsnittet, siden selskaper over lengre tid ikke kan vokse raskere enn den samlede økonomien (Penman, 2013).

4.4 Oppsummering – strategisk fordel og risiko

I den strategiske analysen er det redegjort for eksterne og interne forhold i tilknytning til oppdrettsbransjen og Lerøy. Som et bindeledd mellom den eksterne analysen og den interne ressursorienterte analysen benyttes SWOT – analyse for å oppsummere de ulike forholdene som til sammen utgjør et selskaps konkurranseevne. SWOT analyse er en modell for oppsummering av muligheter og trusler eksternt, samt styrker og svakheter internt. Fremstillingen av Lerøys styrker og svakheter, og oppdrettsbransjen muligheter og trusler i en SWOT matrise gir et oversiktlig bilde av Lerøys posisjon i markedet. Ut i fra SWOT analysen i figur 4-7 kan det utledes hvorvidt selskapet, ved bruk av sine ressurser, er i posisjon til å utnytte sine muligheter og unngå trusler i bransjen.



Figur 4-7: SWOT analyse for Lerøy

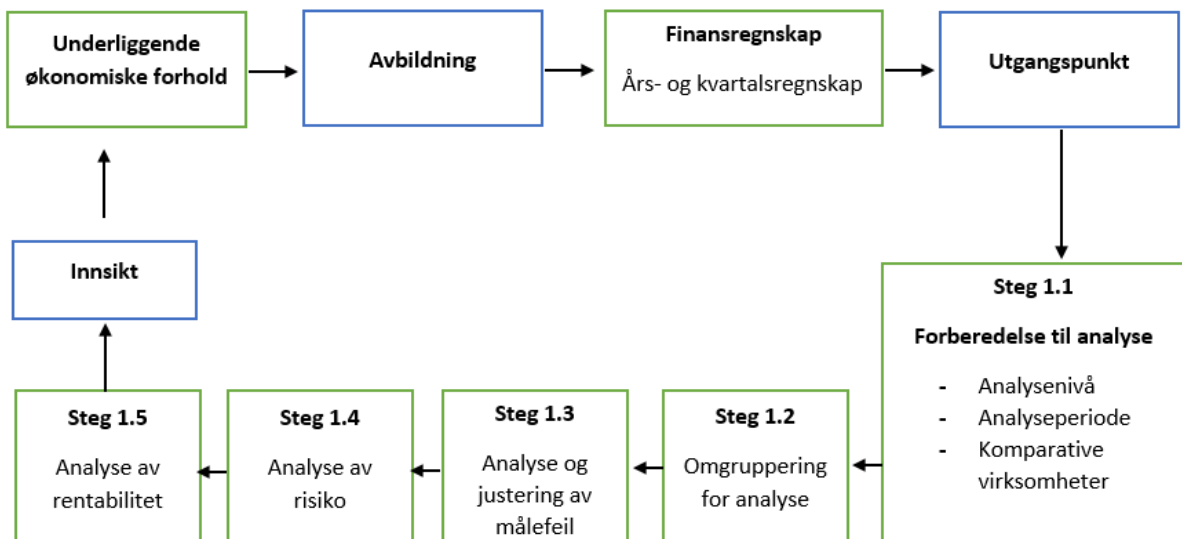
5. Regnskapsanalyse

Regnskapsanalyse er en kvantitativ analyse av finansregnskap for å oppnå innsikt i de underliggende økonomiske forholdene i et selskap. Innsikten fra analysen er et viktig grunnlag for utarbeidelse av fremtidsregnskap i oppgavens kapittel 9. Regnskapsanalysen er en del av verdsettelsesprosessen av Lerøys egenkapital, og det vil av den grunn være mest hensiktsmessig med en investororientert tilnærming til analysen.

Dette kapitlet innledes med en presentasjon av valgt rammeverk for gjennomføring av regnskapsanalysen. Oppgaven vil deretter følge fremgangsmåten som beskrevet i rammeverket. Til slutt presenteres rammeverket for forholdstallsanalyse.

5.1 Rammeverket for regnskapsanalyse

Ved å følge et fastsatt rammeverk for regnskapsanalysen vil prosessen underveis i analyse fremstå mer oversiktlig og lettlest. Fremgangsmåten som anvendes i det følgende har sitt utgangspunkt i rammeverket til Knivsflå (Knivsflå, 2017b), illustrert i figur 5-1.



Figur 5-1: Rammeverk for regnskapsanalyse

Det første steget innebærer enkelte avgrensninger med hensyn til forberedelsen av analysen, det vil si valg av analysenivå, analyseperiode og komparative virksomheter. Det andre steget er en omgruppering av regnskapstallene slik de fremstår i finansregnskapet, for å tilpasse tallene til den investororienterte analysen. Steg tre innebærer analyse av eventuelle målefeil,

der justering foretas om nødvendig. Det fjerde og femte steget er vurdering av risiko og rentabilitet gjennom forholdstallanalyser.

5.2 Forberedelse til regnskapsanalyse

I forkant av en regnskapsanalyse må det gjøres enkelte valg. Oppgaven vil i det neste ta for seg de valgene som er gjort når det gjelder analysenivå, analyseperiode og utvalg av komparative selskaper i denne oppgaven.

5.2.1 Valg av analysenivå

Det må i regnskapsanalysen avgjøres hvorvidt man ønsker å analysere en virksomhet samlet eller inndelt i ulike forretningsområder. Dette valget innebærer hvilket analysenivå man baserer seg på. Hvilket analysenivå som legges til grunn avgjøres gjerne på bakgrunn av virksomhetens inndeling av forretningsområder, forskjeller mellom forretningsområdene og detaljeringsgraden i regnskapet for det enkelte forretningsområdet. Lerøy rapporterer i de tre segmentene produksjon, VAP og salg og distribusjon i sitt årlige finansregnskap. De operative aktivitetene strekker seg imidlertid over hele verdikjeden, der produksjon involverer håndtering av rogn, smolt, fôr med mer. Verdikjeden i Lerøy er helintegert hvor alle leddene i verdikjeden har en tett tilknytting til hverandre. Det vil dermed være en unaturlig oppsplitting av aktiviteten å analysere disse separat, og Lerøy vil av den grunn analyseres samlet for hele virksomheten.

Ettersom Lerøy i det følgende analyseres som en samlet virksomhet, vil konsernregnskapet være mer hensiktsmessig for analyse enn selskapsregnskapet. Konsernregnskapet utarbeides på bakgrunn av enhetssynet, det vil si at de økonomiske forholdene i virksomheten skal fremstilles som en økonomisk enhet. Selskapsregnskapet ivaretar ikke dette hensynet og vil dermed ikke være optimalt for denne type analyseformål.

5.2.2 Valg av analyseperiode

Analyseperioden er den tidshorisonten for historisk regnskapsinformasjon som legges til grunn i analysen. Hvor langt bakover i tid det vil være nødvendig å analysere avhenger av virksomheten og bransjens stabilitet. Når det gjelder oppdrettsbransjen er den tidligere i oppgaven beskrevet som en syklisk bransje med høy volatilitet, hvilket innebærer stor grad av påvirkning fra konjunktuelle svingninger i ulike markeder og økonomier. Den biologiske

risikoen forbundet med oppdrett vil i enda større grad bidra til uforutsigbarhet og naturgitte svingninger i produksjon av fisk. Samtidig er lakseprisen en helt avgjørende påvirkningsfaktor for oppdrettsvirksomheters lønnsomhet, der lakseprisen i spotmarkedet opptrer dynamisk på bakgrunn av en rekke ulike forhold som redegjort for tidligere i oppgaven.

Oppdrettsnæringen har vist en sterk vekst i produksjon og omsetning over en lenger periode. Lerøy har over denne tidsperioden etablert seg som den nest største produsenten av atlantisk laks i verden. Lerøys ekspansjon, omsetningsvekst og strukturelle endringer gjør eldre regnskapsdata lite representativt for projisering av fremtidig lønnsomhet i Lerøy. Det er dermed begrenset hvor langt bakover i tid historiske regnskapstall har relevans for projiseringen. Dette indikerer at en forholdsvis kort tidshorisont bør legges til grunn. Ved å velg en kort analyseperiode risikeres imidlertid en feilaktig fremstilling av virksomheten dersom analyseperioden i for stor grad påvirkes av en midlertidig konjunkturell opp eller nedgangsperiode. Analyseperioden bør være tilstrekkelig lang til at tallene som inngår i analyseperioden ikke medfører en over eller undervurdering av virksomheten.

Oppsummert vil endringer og vekst i oppdrettsbransjen tale for en kort periode, mens volatiliteten i lakseprisene gir store årlige variasjoner som taler for en lengre periode. På bakgrunn av overnevnte forhold vurderes en analyseperiode på seks år å være hensiktsmessig for Lerøy. En seksårig analyseperiode vurderes å være lang nok til å utligne midlertidige konjunkturelle forhold samtidig som utdatert regnskapsinformasjon holdes utenfor. Analyseperioden innbefatter årene fra 2011 til 2016, mens regnskapstall for 2010 inkluderes grunnet beregninger av forholdstall for 2011. De omtalte momentene som ligger til grunn for valget av analyseperiode antas å være overførbare til bransjen for øvrig, og analyseperioden for de komparative virksomhetene blir dermed tilsvarende som for Lerøy.

5.2.3 Valg av komparative virksomheter

Tolkning av resultatet fra regnskapsanalysen av Lerøy nødvendiggjør et sammenligningsgrunnlag. For sammenligningsformål er bransjegjennomsnittet en god målestokk. Bransjegjennomsnittet vil være et representativt utvalg fra alle virksomheter i bransjen, og omtales som oppgavens utvalg av komparative virksomheter. Det vil være nødvendig å gjøre enkelte avgrensninger i forbindelse med utvalget av komparative virksomheter. De komparative virksomhetene i oppgaven er Marine Harvest, SalMar, Grieg Seafood og Lerøy Seafood. Likheter mellom Lerøy og de nevnte selskapene er en av flere

utvalgskriterier, der en nærmere redegjørelse er gitt i delkapittel 2.3.2. Lerøy inkluderes også i bransjesnittet. Bakgrunnen for dette er at bransjegjennomsnittet forventes å gi riktigere bilde av bransjen med Lerøy inkludert, blant annet ved gjennomføringen av forholdstallanalysen.

5.3 Presentasjon av rapporterte tall

Resultatregnskap for Lerøy, 2010-2016

Konsernregnskap - Alle tall i 1000 NOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntekter	8 884 914	9 162 813	9 097 146	10 764 714	12 579 465	13 450 725	17 269 278
- Varekostnad	5 612 160	5 866 180	6 442 319	6 781 433	8 003 339	8 812 414	10 265 020
- Lønn og andre personalkostnader	777 845	967 789	1 031 872	1 094 464	1 270 880	1 411 024	1 785 537
- Andre driftskostnader	691 791	858 107	853 884	1 004 148	1 262 518	1 447 625	1 864 088
Driftsresultat før avskrivninger og verdijustering av biologiske eiendeler (EBITDA)	1 803 118	1 470 737	769 071	1 884 669	2 042 728	1 779 662	3 354 633
- Avskrivninger	219 624	271 899	291 768	307 175	369 480	433 916	511 621
= Driftsresultat før unormale poster	1 583 494	1 198 838	477 303	1 577 494	1 673 248	1 345 746	2 843 012
+ Verdijustering av biologiske eiendeler	298 538	-615 767	294 735	764 229	-327 414	188 508	1 470 561
- Nedskrivning av driftsrelaterte eiendeler	0	0	33 000	5 500	1 982	0	0
+ Gevinst / tap ved salg av driftsrelaterte eiendeler	2757	14 060	5 795	53 805	117 409	34 206	457
- Andre unormale driftskostnader	0	0	0	0	0	0	0
= Driftsresultat (EBIT)	1 884 789	597 131	744 833	2 390 028	1 461 261	1 568 460	4 314 030
+ Nettoresultat fra tilknyttet selskap - normalt	122 006	19 741	24 831	192 188	91 939	61 376	262 783
+ Nettoresultat fra tilknyttet selskap - unormalt	0	0	0	0	0	0	0
+ Finansiinntekter normal	16 704	41 229	33 972	17 951	21 006	12 169	12 430
- Finanskostnader normal	81 832	121 821	128 691	120 258	124 229	126 295	129 006
+ Unormalt finansresultat	-1 144	-1 292	-434	467	-16 567	-14 602	-14 915
= Resultat før skatt, diskontinuerlig virksomhet og minoritet	1 940 523	534 988	674 511	2 480 376	1 433 410	1 501 108	4 445 322
- Skattekostnad normal	510 952	156 311	182 749	593 981	328 939	268 226	926 691
- Skattekostnad unormal	0	0	0	0	0	0	0
= Resultat før skatt, diskontinuerlig virksomhet	1 429 571	378 677	491 762	1 886 395	1 104 471	1 232 882	3 518 631
+ Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	0	0	0	0	0	0	0
= Årsresultat før minoritet	1 429 571	378 677	491 762	1 886 395	1 104 471	1 232 882	3 518 631
- Netto minoritetsresultat	10 062	-4 028	10 965	153 043	48 555	53 164	294 488
= Årsresultat til majoritet	1 419 509	382 705	480 797	1 733 352	1 055 916	1 179 718	3 224 143

Tabell 5-1: Resultatregnskap for Lerøy i perioden 2010-2016

Balanseoppstilling Lerøy (eiendeler), 2010-2016

Eiendeler - Alle tall i 1000 NOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Immaterielle eiendeler	3 851 457	3 885 419	3 993 598	3 998 948	4 276 654	4 391 452	8 049 507
Varige driftsmidler	1 586 334	1 836 384	2 094 539	2 377 012	2 676 716	2 899 633	4 209 108
Tilknyttede selskaper	338 864	329 168	331 056	735 071	566 965	670 952	786 796
Langsiktige finansielle investeringer	22 989	23 173	18 281	5 553	8 066	7 293	8 552
Langsiktige finansielle fordringer	8 129	8 453	8 607	26 171	32 263	17 246	20 226
SUM anleggsmidler	5 807 773	6 082 597	6 446 081	7 142 755	7 560 664	7 986 576	13 074 189
Biologiske eiendeler	2 706 733	2 370 938	2 724 941	3 727 361	3 681 993	4 320 830	6 418 313
Andre varer	290 379	328 045	326 225	358 482	524 947	552 065	721 803
Kundefordringer	1 013 932	934 443	995 289	1 486 428	1 427 796	1 568 820	2 199 123
Andre driftsrelaterte fordringer	156 007	131 703	164 439	245 084	256 234	285 282	431 461
Finansielle investeringer/fordringer	20 275	16 692	34 644	71 108	46 458	22 516	0
Kontanter, bank og lignende	1 357 096	1 597 429	1 082 797	872 513	1 360 272	1 247 614	2 233 700
Sum omløpsmidler	5 544 422	5 379 250	5 328 335	6 760 976	7 297 700	7 997 127	12 004 400
SUM eiendeler	11 352 195	11 461 847	11 774 416	13 903 731	14 858 364	15 983 703	25 078 589

Tabell 5-2: Balanseoppstilling for Lerøy i perioden 2010-2016

Balanseoppstilling Lerøy (egenkapital og gjeld), 2010-2016

Egenkapital og gjeld - Alle tall i 1000 NOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Egenkapital majoritet	5 445 710	5 262 835	5 314 575	6 755 200	7 262 314	7 885 695	12 539 947
Minoritetsinteresser	548 564	534 931	649 381	793 747	817 282	878 357	935 478
SUM Egenkapital Konsern	5 994 274	5 797 766	5 963 956	7 548 947	8 079 596	8 764 052	13 475 425
Utsatt skatt	1 260 028	1 083 693	1 230 458	1 486 972	1 531 262	1 567 973	2 704 464
Pensjonsforpliktelser	9 025	7 812	7 646	3 227	6 878	3 765	6 494
Annen langsiktig rentefri gjeld	1 312	7 168	44 788	36 700	131 980	126 674	218 490
Langsiktig rentebærene gjeld	2 221 701	2 429 365	2 402 770	2 356 803	2 767 118	2 377 123	4 541 276
SUM Langsiktig gjeld	3 492 066	3 528 038	3 685 662	3 883 702	4 437 238	4 075 535	7 470 724
Kortsiktige kreditter	434 121	760 977	911 887	682 574	469 276	1 465 144	1 094 089
Skyldige offentlige avgifter	74 312	62 386	66 915	103 656	70 073	123 457	138 800
Betalbar skatt	395 233	322 105	88 925	320 344	335 062	200 151	950 000
Annen kortsiktig gjeld	323 976	285 410	230 400	305 074	413 595	439 383	497 856
Leverandørgjeld	638 213	705 165	826 677	1 059 434	1 053 524	915 981	1 451 695
SUM Kortsiktig gjeld	1 865 855	2 136 043	2 124 804	2 471 082	2 341 530	3 144 116	4 132 440
SUM Egenkapital og gjeld	11 352 195	11 461 847	11 774 422	13 903 731	14 858 364	15 983 703	25 078 589

Tabell 5-3: Balanseoppstilling av egenkapital og gjeld for Lerøy i perioden 2010-2016

Endring i egenkapital Lerøy, 2010-2016

Endring egenkapital - Alle tall i 1000 NOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Egenkapital 01.01 (Majoritet)	4 281 688	5 445 710	5 262 835	5 314 575	6 755 200	7 262 314	7 885 695
+ Totalresultat	1 422 340	379 166	431 474	1 813 827	1 049 590	1 274 774	3 115 688
- Betalt utbytte	376 205	545 774	382 042	382 042	545 774	645 928	774 505
+ Netto kapitalinnskudd	118 087	-16 267	2 308	8 840	3 298	-5 465	2 338 069
+ "Dirty surplus"	-200	0	0	0	0	0	-25 000
= Egenkapital 31.12 (Majoritet)	5 445 710	5 262 835	5 314 575	6 755 200	7 262 314	7 885 695	12 539 947

Tabell 5-4: Endring i egenkapital for Lerøy i perioden 2010-2016

5.4 Omgruppering for analyse

Målet med omgruppering av regnskapsinformasjonen er å tilpasse informasjonen til analyseformålet i oppgaven. Regnskap utarbeidet etter IFRS vil i utgangspunktet være mer kreditororientert enn investororientert. Ettersom analyseformålet forutsetter en investororientert tilnærming må de rapporterte tallene omgrupperes før selve analysen.

5.4.1 Omgruppering av resultatregnskapet

Omgrupperingen av resultatregnskapet gjøres her i fire steg (Knivsflå, 2017c). De fire stegene presenteres under, og anvendes i fortsettelsen på Lerøy og de komparative selskapene.

1. Identifisering av fullstendig nettoresultat
2. Fordeling av fullstendig nettoresultat
3. Identifisering av normale og unormale poster
4. Fordeling av skattekostnaden

Steg 1: Identifisering av fullstendig nettoresultat

Formelen for fullstendig nettoresultat (FNR) til egenkapitalen er gitt ved

$$\text{FNR} = \text{Rapportert årsresultat} + \text{Annet fullstendig resultat (OCI)} + \text{«Dirty surplus»}$$

Formel 1: Beregning av fullstendig nettoresultat til egenkapitalen

Lerøy utarbeider sine finansielle rapporter i samsvar med IFRS. Majoritetens (kontrollerende eierinteresser) andel av det rapporterte årsresultatet presenteres på egen linje i resultatregnskapet og kan hentes direkte herifra. Etter IFRS presenteres annet fullstendig resultat under oppstillingen for totalresultat. «Dirty surplus» er kostnader og inntekter som er ført direkte mot egenkapitalen og dermed ikke over resultatet. I henhold til den norske regnskapsloven er dette et brudd på kongruensprinsippet i § 4-3 (Regnskapsloven, 1998). Det vil som hovedregel ikke oppstå «dirty surplus» i regnskaper utarbeidet etter IFRS, men det finnes imidlertid unntak der emisjonskostnader og andre diverse justeringer føres direkte mot egenkapitalen. Det fullstendige nettoresultatet for Lerøy følger av tabell 5-5.

Alle tall i 1000 NOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Årsresultat (majoritet)	1 419 507	382 705	480 797	1 733 352	1 055 916	1 179 718	3 224 143
+ Andre driftsrelaterte resultatелеment	2 833	-3 539	-42 123	80 962	6 545	95 056	-108 455
+ Andre finansielle resultatелеment	0	0	-7 200	-487	-12 871		
= Rapportert totalresultat	1 422 340	379 166	431 474	1 813 827	1 049 590	1 274 774	3 115 688
+ Driftsrelatert "dirty surplus"	0	0	0	0	0	0	0
+ Finansielt "dirty surplus"	200	0	0	0	0	-264	-25 000
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	1 422 540	379 166	431 474	1 813 827	1 049 590	1 274 510	3 090 688

Tabell 5-5: Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen (2010-2016)

Steg 2: Fordeling av fullstendig nettoresultat

Steg 2 i rammeverket innebærer en oppdeling av fullstendig nettoresultat i driftsrelaterte og finansrelaterte poster. Ved fordeling av fullstendig nettoresultat tildeles alle kapitaler i balansen sin andel av resultatet før skatt (Knivsflå, 2017c). For å kunne gjennomføre denne tildelingen må kildene til selskapets fullstendige nettoresultat kartlegges. Kategoriseringen muliggjør så en fordeling av resultatet til henholdsvis drift, finans, skatt og minoritetsinteresser.

Resultat fra tilknyttede virksomheter

Tilknyttede virksomheter er virksomheter der konsernet har betydelig innflytelse, det vil si mellom 20 til 50 prosent av de stemmeberettigede aksjene. Ettersom disse eierposisjonene ikke gir anledning til kontroll over det aktuelle selskap skal de ikke konsolideres i konsernregnskapet. Lerøy regnskapsfører tilknyttede virksomheter etter egenkapitalmetoden, hvilket er i tråd med IFRS bestemmelsene. Egenkapitalmetoden innebærer at Lerøys andel av resultatet fra tilknyttede virksomheter fremkommer under finansposter i resultatregnskapet. Lerøy har eierposisjoner i flere tilknyttede selskaper, der de største eierandelene er i Norskott Havbruk AS og Seistar Holding AS (Lerøy, 2016c). Lerøys eiendeler i tilknyttede virksomheter utgjør så å si utelukkende virksomheter med aktiviteter innenfor verdikjeden i oppdrett. De legges dermed til grunn at resultatandelen fra disse klassifiseres som en driftsrelatert post. Tilsvarende gjøres for virksomhetene i bransjeutvalget. Det er gjerne ulik praksis blant virksomheten på regnskapsføring av tilknyttede virksomheter, der klassifisering av inntekter og eiendeler i tilknyttede virksomheter føres som drift eller finans. Ettersom bransjeutvalget skal benyttes som sammenligningsgrunnlag er det viktig at behandlingen av tilknyttede selskaper er konsistent. Dersom klassifiseringen av tilknyttede virksomheter er ulik får man en meningsløs sammenligning av omløpshastighet og rentabilitet.

Annet fullstendig resultat (OCI)

Annet fullstendig resultat består gjerne av både driftsrelaterte og finansielle poster. Det må dermed gjøres en konkret vurdering for hvert enkelt element. Estimatavvik på pensjoner, omregningsdifferanser og verdiendringer fra tilknyttede selskaper vurderes alle som driftsrelaterte poster ettersom de tilhørende eiendelspostene er driftsrelaterte.

Verdiendring finansielle instrumenter er i utgangspunktet kontantstrømsikring av drift, men det er sjelden dette er virkelig sikring (Kaldestad and Møller, 2016). Sikringskontrakter kan føres mot driftsmargin eller mot finansposter, og dersom de er ført mot driftsmargin kan det være problematisk å skille ut. Oppgaven klassifiserer her sikringskontraktene som utgjør posten «verdiendring finansielle kontrakter» som driftsrelaterte i tråd med Knivsflås vurdering (Knivsflå, 2017c). Det kan imidlertid gi et riktigere bilde dersom disse klassifiseres som finansielle avhengig av underliggende forhold. Uavhengig av om postene er sikring eller spekulasjon bør de behandles som unormale poster (Kaldestad and Møller, 2016). Unormale poster behandles i neste steg. Som finansiell post regnes verdiendring på aksjer og gevinst / tap på aksjer tilgjengelig for salg.

«Dirty surplus»

For Lerøy er dirty surplus tilnærmet lik null for de fleste år. Dette er i overensstemmelse med antagelsene om regnskapet på bakgrunn av IFRS rapporteringen. Det er imidlertid identifisert emisjonskostnader som er ført direkte mot egenkapitalen. Emisjonskostnadene er vurdert som finansielt dirty surplus.

Fullstendig driftsresultat før skatt, 2010-2016

Alle tall i 1000 NOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntekter	8 884 914	9 162 813	9 097 146	10 764 714	12 579 465	13 450 725	17 269 278
- Driftskostnader	7 301 422	7 963 975	8 619 843	9 187 220	10 906 217	12 104 979	14 426 266
= Driftsresultat fra egen virksomhet	1 583 492	1 198 838	477 303	1 577 494	1 673 248	1 345 746	2 843 012
+ Resultat fra driftstilknyttet virksomhet	122 006	19 741	24 831	192 188	91 939	61 376	262 783
+ Andre driftsrelaterte resultatenelement	2 619	-3 543	-42 759	96 275	19 055	107 169	-114 614
+ Driftsrelatert "dirty surplus"	0	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig driftsresultat før skatt	1 708 117	1 215 036	459 375	1 865 957	1 784 242	1 514 291	2 991 181

Tabell 5-6: Fullstendig driftsresultat før skatt (2010-2016)

Fullstendig finansresultat før skatt, 2010-2016

Alle tall i 1000 NOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Finansinntekt	20 477	44 460	36 939	22 256	35 849	12 498	12 766
- Finanskostnad	86 749	126 344	132 092	124 096	155 639	141 226	144 257
+ Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	0	0	0	0	0	0	0
+ Finansielt annet fullstendig resultat	0	0	-7 200	-487	-12 871	0	0
+ Finansielt "dirty surplus"	-200	0	0	0	0	0	-25 000
= Fullstendig finansresultat før skatt	-66 472	-81 884	-102 353	-102 327	-132 661	-128 728	-156 491

Tabell 5-7: Fullstendig finansresultat før skatt (2010-2016)

Steg 3: Identifisering av normale og unormale poster

Regnskapet deles her inn i normale og unormale poster. Normale poster kjennetegnes av at de er tilbakevennende for hver periode, hvilket gjør disse postene relevante for estimering av fremtidig inntjening. Unormale poster karakteriseres som engangshendelser eller poster som oppstår som følge av sjeldent tilbakevendende hendelser. De unormale postene innvirker kun på et fåtalls regnskapsperioder, og er dermed av liten betydning for framskriving og budsjettering av virksomheten. Det kan i enkelte tilfeller være utfordrende å skille mellom normale og unormale poster i regnskapet. Noteopplysninger vil som oftest inneholde tilstrekkelig informasjon til å kunne klassifisere de enkelte postene som normale eller unormale. Hvilken trend som identifiseres bak den aktuelle posten kan også indikere hvorvidt det er en normal eller unormal post. En stabil trend indikerer at posten er hyppig tilbakevennende i regnskapet over flere perioder og dermed normal. For unormale poster vil trenden peke i motsatt retning.

Unormale driftsrelaterte poster

- Verdijustering av biologiske eiendeler følger av IFRS standarden IAS 41 Landbruk. Lakseprisen per 31.12 det enkelte regnskapsår benyttes for å verdsette den utestående biomassen. Etersom lakseprisen er svært ustabil er det høyst usikkert hvilken pris som oppnås på realisasjonstidspunktet. Verdijusteringen varierer mye mellom regnskapsperiodene, noe som gi dårlig predikasjonsverdi for fremtiden. I tillegg er det i en rapport fra finanstilsynet påpekt at det er større forskjeller mellom selskapenes praksis av IAS 41 enn hva årsregnskapene indikerer. Dette svekker sammenlignbarheten mellom selskapene, hvilket ville påvirket forholdstallanalysen i oppgaven negativt.
- Nedskrivninger av varige driftsmidler skjer på bakgrunn av en eller flere enkeltstående verdiforringelser, og følger dermed en ustabil trend med svak predikasjonsverdi.
- Vurdering av gevinst og tap av driftsrelaterte eiendeler avhenger av analysehorisonten. Gevinst og tap kan utgjøre motpost til systematisk høye eller lave avskrivninger.

Oppgaven velger å behandle gevinst og tap på driftsrelaterte eiendeler som engangshendelser og således en unormal post

- Driftsrelatert annet fullstendig resultat består av poster som omregningsdifferanse og verdiendring på finansielle instrumenter (kontantstrømsikring). Klassifisering av kontantstrømsikring som drift medfører at underliggende poster som verdidifferanser i balansen også klassifiseres som driftsrelaterte poster. Omregningsdifferanse og kontantstrømsikring har av bakenforliggende årsaker sterk variasjon mellom regnskapsperiodene og regnes som unormale. Driftsrelatert «dirty surplus» regnes også som en unormal post.

Unormale finansrelaterte poster

- Postene andre finansinntekter og andre finanskostnader under noteoppstillingen for netto finanskostnader regnes som unormale poster. Bakgrunnen for dette er at det inngår ulike verdiendringer i postene som medfører store variasjoner fra år til år. Postene er ikke videre spesifisert og det må da antas at de unormale elementene dominerer disse postene.
- Finansielt annet fullstendig resultat består av verdiendring på aksjer holdt for salg og gevinst/tap på aksjer holdt for salg. Aksjer som holdes for salg har liten predikasjonsverdi for fremtiden, samtidig som dette er engangshendelser.
- Finansielt «dirty surplus» er emisjonskostnader ført direkte mot egenkapitalen. Denne posten forekommer sjeldent og er dermed unormal.

Unormalt driftsresultat, 2010-2016

Alle tall i 1000 NOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Verdijustering av biologiske eiendeler	298 538	-615 767	294 735	764 229	-327 414	188 508	1 470 561
- Nedskrivning av driftsrelaterte eiendeler	0	0	33 000	5 500	1 982	0	0
+ Gevinst / tap ved salg av driftsrelaterte eiendeler	2 757	14 060	5 795	53 805	117 409	34 206	457
+ Annet fullstendig driftsrelatert resultat	2 619	-3 543	-42 759	96 275	19 055	107 169	-114 614
+ Driftsrelatert "dirty surplus"	0	0	0	0	0	0	0
= Unormalt driftsresultat før skatt	303 914	-605 250	224 771	908 809	-192 932	329 883	1 356 404

Tabell 5-8: Unormalt driftsresultat for Lerøy i perioden 2010-2016

Unormalt finansresultat, 2010-2016

Alle tall i 1000 NOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Unormale finansinntekter	3773	3231	2967	4305	14843	329	336
- Unormale finanskostnader	4917	4523	3401	3838	31410	14 931	15 251
+ Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	0	0	0	0	0	0	0
+ Finansielt annet fullstendig resultat	0	0	-7 200	-487	-12 871	0	0
+ Finansielt "dirty surplus"	-200	0	0	0	0	0	-25000
= Unormalt finansresultat før skatt	-1 344	-1 292	-7 634	-20	33 382	-14 602	-39 915

Tabell 5-9: Unormalt finansresultat for Lerøy i perioden 2010-2016

Steg 4: Fordeling av skattekostnaden

I Lerøys regnskapsrapporter fremgår det ikke informasjon om unormale skattekostnader, og det antas dermed at det ikke eksisterer unormale skattekostnader for analyseperioden. Det vil dermed kun være den normale skattekostnaden som fordeles.

Skattesatsen var over en lengere periode på 28 %, men ble for 2014 og 2015 redusert til 27 %. For inntektsåret 2016 er skattesatsen 25 %, der satsen er forventet å reduseres til 23 % innen 2018. Den gjennomsnittlige selskapsskattesatsen (sss) over analyseperioden fra 2011 – 2016 er på om lag 27,2 prosent. Det blir derfor valgt en selskapsskattesats på 27 prosent gjennom analyseperioden.

Selskapsskatten omfatter ikke inntekter på utbytte og aksjegevinster for aksjeselskap og allmennaksjeselskap. Skattefritaket for disse finansinntektene følger av fritaksmodellen i skatteloven § 2-38, og medfører en lavere effektiv skattesats for finansinntekter. Beregning av finansinntektsskattesatsen (fiss) gjøres ved følgende formel:

$$\text{fiss} = \frac{\text{sss} \cdot \text{renteinntekter og lignende} + 0 \cdot \text{utbytte og lignende}}{\text{finansinntekter}}$$

Formel 2: Beregning av finansinntektsskattesatsen (fiss)

En oversikt over den endelig fordelte skattekostnaden følger av tabell 5-13 under

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Normal skattekostnad (rapportert)	510 952	156 311	182 749	593 981	328 939	268 226	926 691
- Skatt på finansinntekter	3 679	10 323	8 436	4 219	3 323	3 199	3 268
+ Skatt på finanskostnader	22 095	32 892	34 747	32 470	33 542	34 100	34 832
- Skatt på unormalt finansresultat	-252	-323	-108	110	-2 621	-3 839	-3 921
= Skatt på driftsresultat	529 620	179 203	209 168	622 122	361 779	302 965	962 176
- Skatt på unormalt driftsresultat	77 600	-154 542	57 392	232 051	-49 262	84 231	346 338
= Skatt på normalt driftsresultat	452 020	333 745	151 776	390 071	411 041	218 735	615 838
- Unormal skatt på normalt driftsresultat	40 455	54 988	12 474	7 843	-13 362	-83 731	-91 880
= Normal driftsskattekostnad	411 564	278 757	139 302	382 228	424 403	302 465	707 718

Tabell 5-13: Oversikt over fordeling av skattekostnad i Lerøy (2010-2016)

5.4.2 Omgruppering av balansen

Som tidligere nevnt er IFRS til dels kreditororientert. I balanseoppstillingen vises dette i form av en inndeling av eiendeler etter likviditet og en kategorisering av gjeld etter forfallstidspunkt. Analyse av egenkapitalverdien i Lerøy legger til grunn et investororientert perspektiv, hvilket innebærer at det trekkes et klart skille mellom driftseiendeler og kapitalen som finansierer disse (Knivsflå, 2017d). Omgrupperingen av balansen kan ifølge Knivsflå gjøres i fire steg (Knivsflå, 2017d). De fire stegene presenteres under, og anvendes i fortsettelsen på Lerøy og de komparative selskapene.

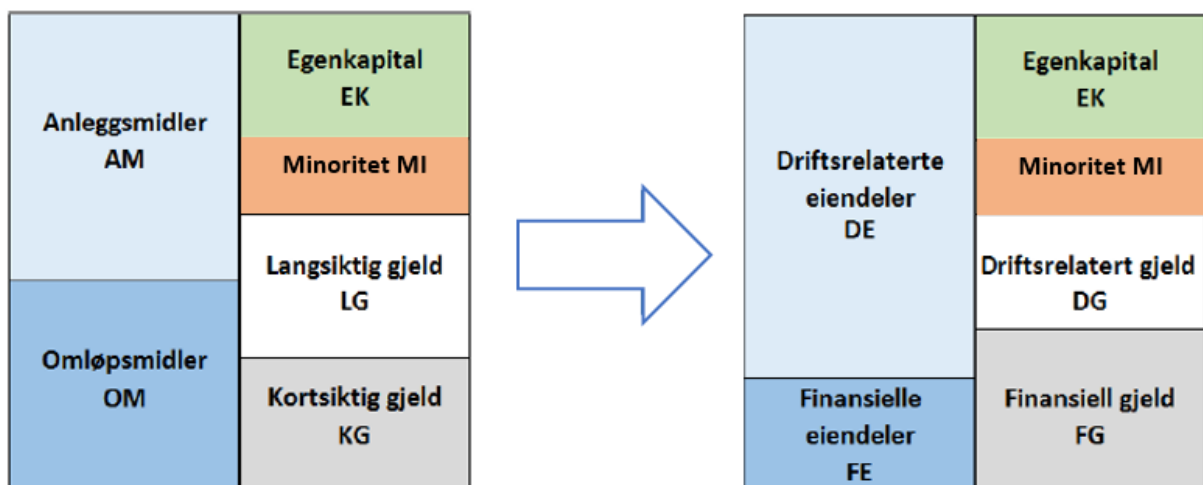
1. Eventuelt avsatt utbytte anses som egenkapital fremfor kortsiktig gjeld
2. Skille mellom drift og finansiering i totalbalansen
3. Fra total kapital til sysselsatt kapital
4. Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

Steg 1: Eventuelt avsatt utbytte anses som egenkapital fremfor kortsiktig gjeld

Investororientert regnskapsanalyse praktiserer et «eier-syn» på virksomheten, hvilket innebærer at eierne ikke har krav eller penger til gode hos virksomheten som de selv eier. Av den grunn skal ikke avsatt utbytte posteres som kortsiktig gjeld i regnskapet, men forbli egenkapital frem til utbetalingen til aksjonærene skjer. IFRS håndterer i motsetning til NGRS utbytte som egenkapital frem til utbetaling da det ikke tillates å avsette for foreslått utbytte. Lerøys egenkapital vil dermed være fratrukket årets utbyttebetalinger i årsregnskapet, og en omklassifisering blir dermed ikke nødvendig.

Steg 2: Skille mellom drift og finansiering i totalbalansen

I dette steget innrettes balansen etter et mer investororientert perspektiv, der det fokuseres på drift kontra finansiering for de ulike balansepostene. Eiendelene deles inn i driftsrelatert og finansielle eiendeler, der drift utgjør de eiendeler som inngår i de operasjonelle aktivitetene. Den samme inndelingen gjøres deretter for gjeldspostene, der skillet hovedsakelig går på hvorvidt gjelden er rentebærende eller ikke. Samtidig er det viktig at klassifiseringen av drift og finans skal være konsistent mellom resultatelementene og balansepostene. Figur 5-2 illustrerer omgrupperingene i dette steget.



Figur 5-2: Omgruppering av balanseoppstilling (Knivslå 2017)

Klassifisering av de enkelte balansepostene gjennomgås i det følgende:

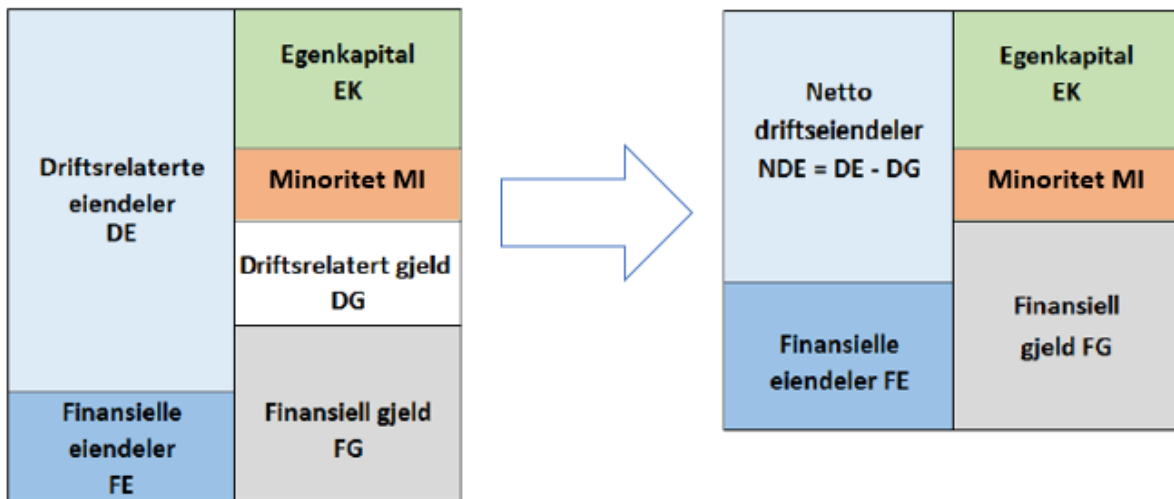
- Immaterielle eiendeler utgjør hovedsakelig konsesjoner, rettigheter og goodwill. De immaterielle eiendelene er dermed nært tilknyttet driften og klassifiseres av den grunn som driftsrelaterte eiendeler
- Varige driftsmidler er en del av de operasjonelle aktivitetene og klassifiseres som drift.
- Investeringer i tilknyttede virksomheter består av diverse virksomheter innenfor Lerøys verdikjede. I samsvar med klassifiseringen som drift i resultatet gjøres tilsvarende klassifisering i balansen.
- Aksjer tilgjengelig for salg regnes ikke som driftsrelaterte investeringer. Disse investeringene er å anse som finansielle.
- Langsiktige fordringer i Lerøys balanse inneholder ikke noteopplysninger, og det foreligger dermed mangelfull informasjon til å kunne avgjøre klassifiseringen av disse.

Det er imidlertid mest nærliggende å tro at langsiktige fordringer er rentebærende, hvilket medfører at de her klassifiseres som finansielle.

- Biologiske eiendeler og andre varer er driftsrelaterte eiendeler
- Kundefordringer er utestående beløp tilknyttet driften med kort innfrielsestid, og dermed kortsiktige driftsrelaterte fordringer. Samme klassifisering gjøres av «andre fordringer».
- Kontanter og bank er en del av arbeidskapitalen i virksomheten, og i så måte delvis driftsrelatert. Det byr imidlertid på utfordringer å allokere hvor mye av disse midlene som inngår i arbeidskapitalen. Samtidig vil overskuddslikviditet i de fleste tilfeller plasseres på rentebærende kontoer. Av praktiske hensyn klassifiseres kontanter og bank i dette tilfellet som finansielle eiendeler.
- Langsiktig gjeld og annen langsiktig gjeld er rentebærende gjeldsposter som klassifiseres som finansiell gjeld.
- Utsatt skatt og pensjonsforpliktelser oppstår som følge av driftsrelaterte aktiviteter. Disse klassifiseres som langsiktig driftsrelatert gjeld.
- Leverandørgjeld, skyldige offentlige avgifter, betalbar skatt og annen kortsiktig gjeld anses nært tilknyttet driften i virksomheten, og er dermed en del av den driftsrelaterte gjelden.
- Kortsiktige kreditter er lån hos kredittinstitusjoner i form av rentebærende gjeld og anses som finansiell gjeld.

Steg 3 Fra Totalkapital til sysselsatt kapital

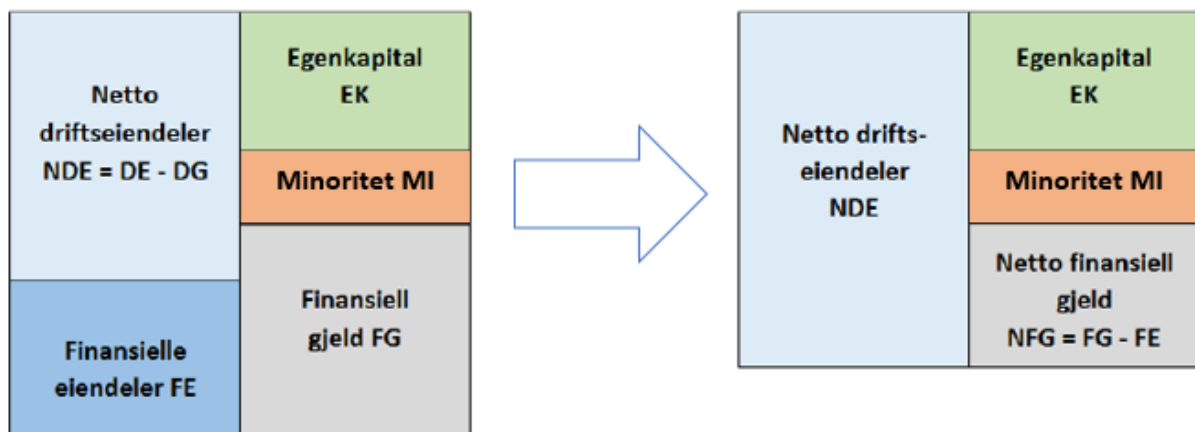
Den inndelte balansen i steg to vil i det neste omgrupperes ytterligere, fra totalkapital til sysselsatt kapital. I den videre analyse vil det være hensiktsmessig å skille ut driftsrelatert gjeld fra den sysselsatte kapitalen. Driftsrelatert gjeld oppstår som en del av driftssyklusen i en virksomhet, der kreditten som gis ikke er rentebærende eller alternativt fremkommer som en del av innkjøpsprisen. Av den grunn vil driftsrelatert gjeld være en korreksjon av driftsrelaterte eiendeler, fremfor at den klassifiseres som gjeld. Den sysselsatte kapitalen inneholder etter denne omgrupperingen bare innskutt kapital fra eiere og kreditorer. Lerøys sysselsatte kapital og sysselsatte eiendeler følger av tabell 5-15.



Figur 5-3: Omgruppering fra total kapital til sysselsatt kapital (Knivsfå 2017)

Steg 4: Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

Balansen i steg tre viser utelukkende sysselsatt kapital. Når det i dette steget skal omgrupperes til netto driftskapital, innebærer det at finansielle eiendeler utelukkes slik at balansen kun består av kapital som er investert i drift. Bakgrunnen for denne omgrupperingen er at de finansielle eiendelene ikke nødvendigvis er av virksomhetens drift. De finansielle eiendelene er gjerne likvide og raskt omsettelige, og kan i så måte benyttes til nedbetaling av virksomhetens finansielle gjeld. Det er derfor et naturlig utgangspunkt for analyseformålet i oppgaven å betrakte den finansielle gjelden som nettoverdien av finansiell gjeld og finansielle eiendeler.



Figur 5-4: Omgruppering fra sysselsatt kapital til netto driftskapital (Knivsfå, 2017)

5.4.3 Omgruppert resultatregnskap og balanse for Lerøy

Omgruppert resultatregnskap for Lerøy 2010-2016

Alle tall i 1000 NOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntekter	8 884 914	9 162 813	9 097 146	10 764 714	12 579 465	13 450 725	17 269 278
- Varekostnader	5 612 160	5 866 180	6 442 319	6 781 433	8 003 339	8 812 414	10 265 020
- Lønn og andre personalkostnader	777 845	967 789	1 031 872	1 094 464	1 270 880	1 411 024	1 785 537
- Andre driftskostnader	691 791	858 107	853 884	1 004 148	1 262 518	1 447 625	1 864 088
- Avskrivning	219 624	271 899	291 768	307 175	369 480	433 916	511 621
= Driftsresultat fra egen virksomhet	1 583 494	1 198 838	477 303	1 577 494	1 673 248	1 345 746	2 843 012
- Driftsrelatert skattekostnad	411 564	278 757	139 302	382 228	424 403	302 465	707 718
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	1 171 930	920 081	338 001	1 195 266	1 248 845	1 043 281	2 135 294
+ Netto resultat fra tilknyttede selskaper	122 006	19 741	24 831	192 188	91 939	61 376	262 783
= Netto driftsresultat	1 293 936	939 822	362 832	1 387 454	1 340 784	1 104 657	2 398 077
+ Netto finansinntekt	13 025	30 906	25 536	13 732	17 683	8 970	9 162
= Nettoresultat til syssesatt kapital	1 306 961	970 728	388 369	1 401 186	1 358 467	1 113 626	2 407 240
- Netto finanskostnad	59 737	88 929	93 944	87 788	90 687	92 195	94 174
- Netto minoritetsresultat	10 062	-4 028	10 965	153 043	48 555	53 164	294 488
= Nettoresultat til egenkapital	1 237 161	885 827	283 459	1 160 355	1 219 225	968 267	2 018 577
+ Unormalt netto driftsresultat	226 314	-450 708	167 379	676 758	-143 670	245 652	1 010 066
+ Unormalt netto finansresultat	-1 092	-969	-7 526	-130	36 003	-10 763	-35 994
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	1 462 383	434 150	443 312	1 836 983	1 111 558	1 203 156	2 992 650
- Netto betalt utbytte	258 118	561 941	379 734	373 202	542 475	651 393	-1 563 564
= Endring i egenkapital	1 204 265	-127 791	63 578	1 463 781	569 083	551 763	4 556 214

Tabell 5-14: Omgruppert resultatregnskap for Lerøy (2010-2016)

Omgruppert balanse for Lerøy 2010-2016 (sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital)

Alle tall i 1000 NOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	4 506 290	4 952 298	5 136 301	5 584 132	5 850 215	6 263 625	10 115 961
+ Driftsrelatert arbeidskapital	2 755 592	2 406 755	3 032 621	4 099 955	4 065 174	5 070 541	6 732 351
= Netto driftseiendeler	7 261 882	7 359 053	8 168 922	9 684 087	9 915 389	11 334 166	16 848 312
+ Finansielle eiendeler	1 388 214	1 629 055	1 109 685	904 237	1 400 601	1 272 153	2 262 478
= Sysselsatte eiendeler	8 650 096	8 988 108	9 278 613	10 588 324	11 315 990	12 606 319	19 110 790
Egenkapital	5 445 710	5 262 835	5 314 575	6 755 200	7 262 314	7 885 695	12 539 947
+ Minoritetsinteresser	548 564	534 931	649 381	793 747	817 282	878 357	935 478
+ Finansiell gjeld	2 655 822	3 190 342	3 314 657	3 039 377	3 236 394	3 842 267	5 635 365
= Sysselsatt kapital	8 650 096	8 988 108	9 278 613	10 588 324	11 315 990	12 606 319	19 110 790

Tabell 5-15: Omgruppert balanse (sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital for Lerøy (2010-2016)

Omgruppert balanse for Lerøy 2010-2016 (netto driftseiendeler og netto driftskapital)

Alle tall i 1000 NOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	4 506 290	4 952 298	5 136 301	5 584 132	5 850 215	6 263 625	10 115 961
+ Driftsrelatert arbeidskapital	2 755 592	2 406 755	3 032 621	4 099 955	4 065 174	5 070 541	6 732 351
= Netto driftseiendeler	7 261 882	7 359 053	8 168 922	9 684 087	9 915 389	11 334 166	16 848 312
Egenkapital	5 445 710	5 262 835	5 314 575	6 755 200	7 262 314	7 885 695	12 539 947
+ Minoritetsinteresser	548 564	534 931	649 381	793 747	817 282	878 357	935 478
+ Netto finansiell gjeld	1 267 608	1 561 287	2 204 972	2 135 140	1 835 793	2 570 114	3 372 887
= Netto driftskapital	7 261 882	7 359 053	8 168 928	9 684 087	9 915 389	11 334 166	16 848 312

Tabell 5-16: Omgruppert balanse (netto driftseiendeler og netto driftskapital for Lerøy (2010-2016)

Endring i majoritetens egenkapital 2010-2016

Alle tall i 1000 NOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Inngående egenkapital	4 281 688	5 445 710	5 262 835	5 314 575	6 755 200	7 262 314	7 885 695
+ Fullstendig nettoresultat	1 422 540	379 166	431 474	1 813 827	1 049 590	1 274 510	3 090 688
- Netto utbetalt utbytte	258 118	561 941	379 734	373 202	542 475	651 393	513 392
= Utgående egenkapital	5 446 110	5 262 935	5 314 575	6 755 200	7 262 315	7 885 431	10 462 991

Tabell 5-17: Endring i egenkapital for majoriteten i Lerøy 2010-2016

Tilsvarende omgruppering er gjennomført for oppgavens utvalg av komparative virksomheter, for å sikre konsistent datagrunnlag og sammenlignbarhet.

5.5 Analyse og justering av målefeil

I dette delkapittelet fokuseres det på målefeil i regnskapet. En virksomhets økonomiske forhold avbildes gjennom finansregnskapet. Utarbeidningen av regnskap gjøres i henhold til de prinsipper, regler og standarder som gjør seg gjeldende innenfor det aktuelle rammeverk. For børsnoterte enheter innebærer dette rapportering etter IFRS. Det kan gjennom utarbeidelsen av regnskapet oppstå ulike målefeil, der det forekommer avvik mellom de rapporterte forholdene og de virkelige forholdene som ligger til grunn. Det skilles gjerne mellom tre ulike typer målefeil i regnskapet (Knivsflå, 2017e).

Målefeil av type 1 oppstår som følge av regnskapsføring til «korrekt historisk kost». Avvik mellom historisk kost og virkelig verdi medfører målefeil, der differansen som oppstår på bakgrunn av dette tilsvarer investeringens superrentabilitet. Etersom superrentabiliteten er et uttrykk for virksomhetens strategiske fordel anses målefeil av type 1 for å være informasjonsnyttig for analyseformålet i oppgaven. Informasjonsverdien av målefeil 1 forutsetter imidlertid antagelser om at historisk rentabilitet er relevant for fremtidig rentabilitet. I denne oppgaven legges denne forutsetningen til grunn, og det vil dermed ikke justeres for målefeil av type 1.

Målefeil av type 2 kommer av at det i rammeverket for regnskapsføringen tillates og praktiseres metoder som gir dårlig måling av blant annet rentabilitet. Eksempler på dette er hvor utgifter som kunne vært balanseført heller kostnadsføres, slik at den investerte kapitalen undervurderes og rentabiliteten overvurderes som en konsekvens av manglende balanseføring. Også feilperiodisering er opphav til denne målefeilen. Målefeil av type 2 påvirker analysen av superrentabilitet og strategisk fordel på grunn av innvirkningene den gir på

rentabilitetsmålingen. Det kan derfor i enkelte tilfeller være nødvendig å justere for denne type målefeil.

Målefeil av type 3 skyldes regnskapsmanipulering eller kreativ regnskapsføring, som er direkte brudd på regelverket for regnskapsføringen. Hensikten bak slike handlinger vil som oftest være å fremstille de økonomiske forholdene bedre enn hva de er, noe som gir et misvisende bilde av den finansielle situasjonen. Lerøy og de komparative virksomhetene i oppgaven gjennomfører omfattende ekstern revisjon av deres respektive finansregnskaper, hvilket gir grunnlag for å tro at regnskapet i det alt vesentlige er utarbeidet i samsvar med det gjeldende rammeverket. Det vil derfor ikke foretas noen justeringer av målefeil 3.

Justering for målefeil i regnskapstall gjøres med hensikt på at de rapporterte tallene bedre skal reflektere de underliggende økonomiske forholdene i virksomheten. Det kan imidlertid være problemer for eksterne brukere av finansregnskapet å forbedre regnskapet gjennom justeringer, da informasjonsgrunnlaget er langt svakere enn for virksomheten selv. Justeringer foretatt av eksterne personer kan dermed tenkes å tilføre regnskapstallene mer støy. En kost nytte betraktning av hva eventuelle justeringer tilfører av verdi for videre regnskapsanalyse av Lerøy og de utvalgte komparative virksomhetene, sammenlignet med problemstillingen knyttet til informasjon og støy, må dermed vektas opp mot hverandre. Ut ifra overnevnte forhold begrenses justering av målefeil til kun å omhandle verdijustering av biologiske eiendeler.

5.5.1 Justering av biologiske eiendeler

Den levende fisken i oppdrettsanleggene omtales som biologiske eiendeler. IAS 41 Landbruk regulerer regnskapsføringen av biologiske eiendeler. Hovedregelen for de biologiske eiendelene er måling til virkelig verdi med fradrag for salgsutgifter. Virkelig verdi reguleres av standarden IFRS 13, der virkelig verdi defineres som salgsprisen mellom to uavhengige og velinformerte parter. Spot-prisen på balansedagen og langsiktige leveringsavtaler legges til grunn for prising av biomassen. De volatile lakseprisene medfører store verdijusteringer over resultatet for hvert regnskapsår, der lakseprisene og dermed justeringen varierer mye over tid og således ikke følger en trend. Verdijustering av biologiske eiendeler er dermed en målefeil av type 2 som beskrevet over.

Etter «NGRS» ligger historisk kost til grunn for regnskapsføringen, hvilket gir god rentabilitetsmåling av den investerte kapitalen som redegjort for tidligere i oppgaven.

«NGRS» verdsetter biologiske eiendeler tilsvarende som for ordinære varelager, det vil si til laveste verdi av anskaffelseskost og virkelig verdi. En oppskrivning av eiendeler er dermed ikke tillatt. Når de biologiske eiendelene etter IFRS verdijustertes ved årsslutt er dette basert på dagens priser, som ikke nødvendigvis er en god indikator på fremtidig salgsverdi. Ettersom verdijusteringen skjer underveis i produksjonsprosessen vil resultatet påvirkes av store beløp som ikke er realisert. Urealiserte resultatelement medfører en dårligere rentabilitetsmåling, og historisk kost vil kunne gi en bedre fremstilling av virksomhetens historiske lønnsomhet. Virkelig verdijustering er i tillegg basert på subjektive vurderinger av komplekse eksterne forhold der praksisen varierer mellom de ulike foretakene. Dette er egnet til å svekke sammenligningsgrunnlaget og forringe brukernytten av regnskapet, særlig for analyseformål der historisk lønnsomhet er en nøkkelfaktor (Knivsflå, 2017d).

På bakgrunn av overnevnte faktorer verdsettes de biologiske eiendelene i Lerøy og de komparative virksomhetene til historisk kost. Det må dermed foretas en justering der verdijustering av biologiske eiendeler reverseres over analyseperioden. Tidligere i oppgaven er det argumentert for klassifisering av posten «verdijustering av biologiske eiendeler» som en unormal driftsrelatert post. Reversering av denne posten føres dermed mot unormalt driftsresultat.

Resultateffekter av justering for målefeil 2010-2016

Alle tall i 1000 NOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Reversering av verdijustering av biologiske eiendeler	-298 538	615 767	-294 735	-764 229	327 414	-188 508	-1 470 561
- Skatteeffekt (ndss) XX,XX%	-76 227	157 227	-75 256	-195 135	83 600	-48 133	-375 486
= Endring i unormalt netto driftsresultat	-222 311	458 540	-219 479	-569 094	243 814	-140 375	-1 095 075
= Endring på fullstendig nettoresultat til EK	-222 311	458 540	-219 479	-569 094	243 814	-140 375	-1 095 075

Tabell 5-18: Resultateffekt av justering for målefeil i Lerøys Resultatregnskap

Balanseeffekter av justering for målefeil 2010-2016

Alle tall i 1000 NOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftseiendeler før justering	7 261 882	7 359 053	8 168 928	9 684 087	9 915 389	11 334 166	16 848 312
+ Netto reversering av verdijustering biologiske eiendeler	-222 311	236 229	16 750	-552 344	-308 530	-448 906	-1 543 981
= Netto driftseiendeler etter justering	7 039 571	7 595 282	8 185 678	9 131 743	9 606 859	10 885 260	15 304 331
Egenkapital før justering	5 445 710	5 262 835	5 314 575	6 755 200	7 262 314	7 885 695	12 539 947
+ Netto reversering av verdijustering biologiske eiendeler	-222 311	236 229	16 750	-552 344	-308 530	-448 906	-1 543 981
= Egenkapital etter justering	5 223 399	5 499 064	5 331 325	6 202 856	6 953 784	7 436 789	10 995 966
+ Minoritetsinteresser	548 564	534 931	649 381	793 747	817 282	878 357	935 478
+ Netto finansiell gjeld	1 267 608	1 561 287	2 204 972	2 135 140	1 835 793	2 570 114	3 372 887
= Netto driftskapital	7 039 571	7 595 282	8 185 678	9 131 743	9 606 859	10 885 260	15 304 331

Tabell 5-19: Balanseeffekter av justering for målefeil i Lerøys balanse

5.5.2 Omgruppert og justert resultatregnskap og balanse

Omgruppert og justert resultatregnskap for Lerøy 2010-2016

Alle tall i 1000 NOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntekter	8 884 914	9 162 813	9 097 146	10 764 714	12 579 465	13 450 725	17 269 278
- Varekostnader	5 612 160	5 866 180	6 442 319	6 781 433	8 003 339	8 812 414	10 265 020
- Lønn og andre personalkostnader	777 845	967 789	1 031 872	1 094 464	1 270 880	1 411 024	1 785 537
- Andre driftskostnader	691 791	858 107	853 884	1 004 148	1 262 518	1 447 625	1 864 088
- Avskrivning	219 624	271 899	291 768	307 175	369 480	433 916	511 621
= Driftsresultat fra egen virksomhet	1 583 494	1 198 838	477 303	1 577 494	1 673 248	1 345 746	2 843 012
- Driftsrelatert skattekostnad	411 564	278 757	139 302	382 228	424 403	302 465	707 718
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	1 171 930	920 081	338 001	1 195 266	1 248 845	1 043 281	2 135 294
+ Netto resultat fra tilknyttede selskaper	122 006	19 741	24 831	192 188	91 939	61 376	262 783
= Netto driftsresultat	1 293 936	939 822	362 832	1 387 454	1 340 784	1 104 657	2 398 077
+ Netto finansinntekt	13 025	30 906	25 536	13 732	17 683	8 970	9 162
= Nettoresultat til syssesatt kapital	1 306 961	970 728	388 369	1 401 186	1 358 467	1 113 626	2 407 240
- Netto finanskostnad	59 737	88 929	93 944	87 788	90 687	92 195	94 174
- Netto minoritetsresultat	10 062	-4 028	10 965	153 043	48 555	53 164	294 488
= Nettoresultat til egenkapital	1 237 161	885 827	283 459	1 160 355	1 219 225	968 267	2 018 577
+ Unormalt netto driftsresultat	4 003	7 832	-52 100	107 664	100 144	105 277	-85 009
+ Unormalt netto finansresultat	-1 092	-969	-7 526	-130	36 003	-10 763	-35 994
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	1 240 073	892 690	223 833	1 267 889	1 355 372	1 062 781	1 897 574
- Netto betalt utbytte		617 025	391 572	396 358	604 444	579 775	-1 661 602
= Endring i egenkapital		275 665	-167 739	871 531	750 928	483 006	3 559 177

Tabell 5-20: Omgruppert og justert resultatregnskap for Lerøy (2010-2016)

Omgruppert og justert balanse for Lerøy 2010-2016 (sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital)

Alle tall i 1000 NOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	4 582 517	4 795 071	5 211 557	5 779 267	5 766 615	6 311 758	10 491 447
+ Driftsrelatert arbedskapital	2 457 054	2 800 211	2 974 115	3 352 476	3 840 244	4 573 503	4 812 884
= Netto driftseiendeler	7 039 571	7 595 282	8 185 672	9 131 743	9 606 859	10 885 260	15 304 331
+ Finansielle eiendeler	1 388 214	1 629 055	1 109 685	904 237	1 400 601	1 272 153	2 262 478
= Sysselsatte eiendeler	8 427 785	9 224 337	9 295 363	10 035 980	11 007 460	12 157 413	17 566 809
Egenkapital	5 223 399	5 499 064	5 331 325	6 202 856	6 953 784	7 436 789	10 995 966
+ Minoritetsinteresser	548 564	534 931	649 381	793 747	817 282	878 357	935 478
+ Finansiell gjeld	2 655 822	3 190 342	3 314 657	3 039 377	3 236 394	3 842 267	5 635 365
= Sysselsatt kapital	8 427 785	9 224 337	9 295 363	10 035 980	11 007 460	12 157 413	17 566 809

Tabell 5-21: Omgruppert og justert balanse for Lerøy (2010-2016)

Omgruppert og justert balanse for Lerøy 2010-2016 (Netto driftseiendel og netto driftskapital)

Alle tall i 1000 NOK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	4 582 517	4 795 071	5 211 557	5 779 267	5 766 615	6 311 758	10 491 447
+ Driftsrelatert arbedskapital	2 457 054	2 800 211	2 974 115	3 352 476	3 840 244	4 573 503	4 812 884
= Netto driftseiendeler	7 039 571	7 595 282	8 185 678	9 131 743	9 606 859	10 885 260	15 304 331
Egenkapital	5 223 399	5 499 064	5 331 325	6 202 856	6 953 784	7 436 789	10 995 966
+ Minoritetsinteresser	548 564	534 931	649 381	793 747	817 282	878 357	935 478
+ Netto finansiell gjeld	1 267 608	1 561 287	2 204 972	2 135 140	1 835 793	2 570 114	3 372 887
= Netto driftskapital	7 039 571	7 595 282	8 185 678	9 131 743	9 606 859	10 885 260	15 304 331

Tabell 5-22: Omgruppert og justert balanse for Lerøy (2010-2016)

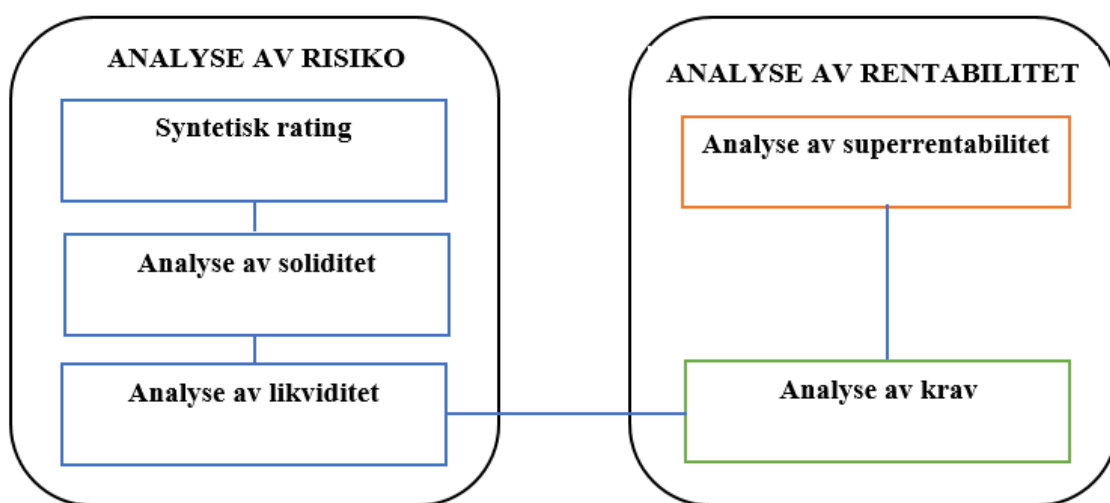
Tilsvarende justering er gjennomført for oppgavens utvalg av komparative virksomheter for å sikre konsistent datagrunnlag og sammenlignbarhet.

5.6 Rammeverk for forholdstallsanalyse

Det vil i de neste kapitlene gjennomføres analyse av Lerøys likviditet, soliditet og lønnsomhet. Analysen gjøres på bakgrunn av studier av ulike forholdstall fra det omgrupperte og justerte finansregnskapet. I forholdstallanalysen vil de omgrupperte og justerte bransjetallene fra de komparative virksomhetene fungere som sammenligningsgrunnlag. Det vil altså først og fremst være benchmarking mot bransjesnittet som avgjør hvorvidt Lerøys forholdstall synes tilfredsstillende eller ikke. Kapittel 6 inneholder vurderinger av den kortsiktige likviditetsrisikoen og den langsiktige soliditetsrisikoen i Lerøy, som samlet utgjør en analyse av selskapets finansielle risiko. Risikoen som identifiseres i denne analysen tallfestes ved bruk av syntetisk rating, hvilket innebærer en samlet karakter på kredittrisikoen i selskapet.

Kapittel 7 tar for seg historiske avkastningskrav for Lerøy og bransjen. I denne delen anvendes økonomisk teori om avkastningskrav på regnskapsinformasjonen som ligger til grunn fra de tidligere kapitlene i oppgaven. I kapittel 8 gjennomføres en analyse av rentabiliteten i selskapet, der analysens formål er å avdekke hvorvidt Lerøy er i stand til å generere superrentabilitet på den investerte kapitalen.

Rammeverket som benyttes for forholdstallanalyse i kapittel 6 illustreres i figur 5-5.



Figur 5-5: Rammeverk for forholdstallanalyse

I forholdstallanalysen blir tallgrunnlaget vektet etter hvilken analyseperiode de tilhører. Dette har sin bakgrunn i oppgavens antagelse om at de senest rapporterte tallene har bedre predikasjonsverdi for fremtiden enn eldre regnskapstall når det gjelder oppdrettsbransjen. Oppdrettsbransjen, her representert ved Lerøy og de komparative virksomhetene, har prestert betydelig vekst over analyseperioden. En tilnærming hvor de siste rapporterte tallene tillegges mest vekt synes derfor riktig. En svakhet med denne vektingen er at analyseperioden har en overvekt av gode år, og at de svake prisene i 2012 tillegges for liten vekt. Den prosentvise vektingen som er valgt kan på den måten undervurdere de sykliske svingningene i bransjen. For rentabilitetsformål kunne vektingen derfor vært noe omfordelt.

Vektene som benyttes for de ulike årene i analyseperioden fremgår av tabell 5-23.

Periode	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Vekting	0,05	0,1	0,15	0,2	0,25	0,25

Tabell 5-23: Prosentvis vekting av regnskapstallene for de ulike årstallene over analyseperioden (2010-2016)

6. Analyse av risiko

Gjennom analyse av likviditet og soliditet av Lerøy og bransjen oppnås innsikt i selskapets kredittrisiko. Kredittrisikoen er den risikoen långivere besitter ved at de risikerer at renter og avdrag ikke innfris. Denne risikoen brukes videre til å utarbeide en syntetisk kredittrating for det konkrete selskapet. Hvilken kredittrating selskapet oppnår er av stor betydning for lånebetingelsene fra långiverne. Kredittrisiko er av den grunn en sentral del av avkastningskravet på den finansielle gjelden, noe som blir videre omtalt i kapittel 7.

Kredittvurderinger utarbeidet av profesjonelle kredittvurderingsforetak uttrykkes typisk i form av ratingklasser fra trippel A til D. Den endelige ratingen for det enkelte selskap er sammensatt av faktorer som konkursrisiko og tapspotensiale ved eventuell konkurs, samt misligholdsrisiko for renter og avdrag i forbindelse med tapspotensialet for mislighold. En standard tolkning av ratingklassene er at trippel A til trippel B er trygge investeringsobjekter, mens ratingklasser under disse nivåene involverer spekulasjon i varierende omfang.

I oppgaven benyttes en metode for syntetisk rating som innebærer at resultatet fra forholdstallanalysen fungerer som input til å utarbeide en passende kredittrating for foretaket. Dette er ikke en fullverdig kredittvurdering lik den som utarbeides av kredittvurderingsforetak, men det følger av empiri at enkelte forholdstallanalyser har en bevislig verdi når det gjelder å vurdere mislighold og konkursrisiko. Informasjonsgrunnlaget fra forholdstallanalysen antas dermed å gi tilstrekkelig verdi til å kunne angi en nærmere kredittrating fra skalaen trippel A til D.

6.1 Likviditetsanalyse

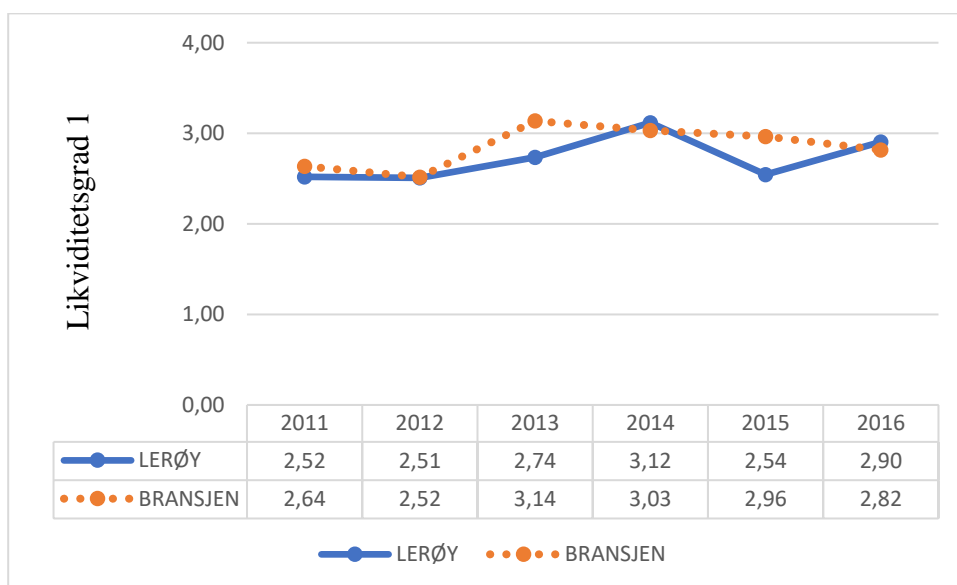
Likviditetsanalyse er analyse av den kortsiktige kredittrisikoen i et selskap. Den kortsiktige kredittrisikoen kan defineres som risikoen for at et selskap ikke evner å betale sine forpliktelser før de forfaller til betaling. For å kunne håndtere løpende forpliktelsene kreves tilstrekkelig likvide midler. Likviditetsgrad 1 og 2 er to forholdstall egnet for å måle et foretaks tilgang på likvide midler. Finansiell gjeldsdekningsgrad og rentedekningsgrad vil sammen med likviditetsgrad 1 og 2 utgjøre den samlede likviditetsrisikoen i analysen av Lerøy. I tillegg estimeres den frie kontantstrømmen til egenkapitalen for å analysere Lerøys evne til å dekke gjeld med inntekter generert fra drift.

6.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 måler forholdet mellom en virksomhets omløpsmidler og dens kortsiktige gjeld. Kortsiktig gjeld utgjør den delen av gjelden som skal innfris innen ett år fra låneopptaket, i tillegg til eventuell misligholdt langsiktig gjeld som kreves innfridd av långiver. Likviditetsgraden uttrykker selskapets evne til å dekke sine forpliktelser på kort sikt. Hva som er en god likviditetsgrad 1 varierer ut i fra omstendigheten og forholdene ellers. Målestokken for likviditetsgrad 1 vil i oppgaven basere seg på forholdstallet fra bransjen.

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}} = \frac{\text{driftsrelaterte omløpsmidler} + \text{Finansielle omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig driftsrelatert gjeld} + \text{Kortsiktig finansiell gjeld}}$$

Formel 4: Beregning av likviditetsgrad 1



Figur 6-1: Likviditetsgrad 1 for Lerøy og bransjen over analyseperioden (2011-2016)

Figur 6-1 viser den beregnede likviditetsgraden for Lerøy og bransjen over analyseperioden. Lerøy har over den angitte perioden historisk sett en noe lavere likviditetsgrad 1 enn bransjen. Det er ønskelig med en høy likviditetsgrad, og det er således ikke positivt at Lerøy tenderer til å inneha svakere likviditetsgrad enn bransjen. Det er imidlertid svært lite som skiller mellom bransjen og Lerøy. Intervallene i serien ligger mellom 2,51 til 3,14 hvilket kan karakteriseres som en generelt god likviditet.

Oppdrettsnæringen kjennetegnes av lav omløpshastighet på produksjonen, da laksen først er slakteklar og inntektsbringende ved en vekt på 4 til 6 kilogram. Prosessene frem til dette punktet tar normalt opp til tre år, hvilket innebærer et betydelig arbeidskapitalbehov. Det vil i den forbindelse være naturlig og nødvendig at en del av omløpsmidlene har mer langsiktige finansieringskilder. Uten at det legges for stor vekt på de absolutte størrelsene forholdstallene representerer, indikere de små forskjellene mellom Lerøy og bransjen en tilfredsstillende og betryggende likviditetssituasjon, også med hensyn på de angitte nivåene over analyseperioden.

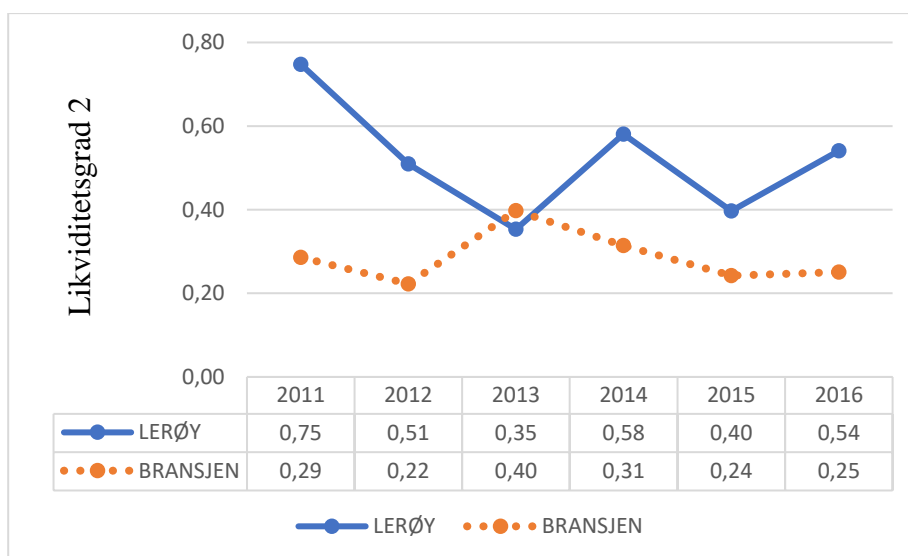
6.1.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 måler i likhet med likviditetsgrad 1 forholdet mellom en virksomhets omløpsmidler og dens kortsiktige gjeld. Forskjellen er imidlertid at likviditetsgrad 2 ekskluderer varelageret fra beregningene, ettersom likviditetsgrad 2 er et mål på de aller mest likvide midlene i virksomheten. For oppdrettsnæringen vil det også være slik at varelageret er mindre likvid enn de øvrige omløpsmidlene. Uttak av laks tidligere i produksjonsprosessen innebærer at laksen ikke når optimal slaktevekt. Dette gir lavere omsettelighet og dårligere pris, kombinert med en høyere uttakskostand pr kilo slaktet laks. De mest likvide omløpsmidlene vil alltid være de finansielle, andre omløpsmidler kan i ulik grad være beheftet med diverse forhold som gjør de tyngre å omsette til penger. På bakgrunn av dette kan man velge å se bort fra de driftsrelaterte omløpsmidlene (Knivsflå, 2017d). Denne tilnærmingen er her valgt, og formelen er vist under.

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Finansielle omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig driftsrelatert gjeld} + \text{Kortsiktig finansiell gjeld}}$$

Formel 5: Likviditetsgrad 2

Bransjegjennomsnittet er den best egnede målestokken for tolking av nivåene på likviditetsgrad 2 i Lerøy. Generelt vil det være å foretrekke dersom de finansielle omløpsmidlene dekker den kortsiktige gjelden i virksomheten, hvilket innebærer at resultatet av likviditetsgrad 2 blir èn.



Figur 6-2: Likviditetsgrad 2 for Lerøy og bransjen over analyseperioden (2011-2016)

Figur 6-2 viser den beregnede likviditetsgraden for Lerøy og bransjen over analyseperioden. Lerøy har betydelig bedre tilgang på finansielle omløpsmidler enn gjennomsnittet i bransjen, med unntak av regnskapsåret 2013. Likviditetssituasjonen i Lerøy er god sammenlignet med bransjen, men forskjellene er noe redusert over tid. Dersom det legges til grunn at nivåene på likviditetsgrad 2 burde være i størrelsesorden 1,00, har både bransjen og Lerøy likviditetsmessige utfordringer. Det relativt lave nivåene kan sees i sammenheng med den nokså aggressive vekststrategien som har dominert de største foretakene i oppdrettsbransjen. Fri likviditet har over lengre perioder blitt investert i større produksjonskapasitet, hvilket gir høyere fiskevolumer og økte driftsrelaterte omløpsmidler i form av biologiske eiendeler (varelager). Utbyttepolitikk er også avgjørende for hvor mye pengereserver som holdes i selskapet. Oppsummert er de beregnede nivåene lave, noe som kan være bekymringsverdig over tid. Lerøys likviditet er imidlertid akseptabel sett i forhold til bransjesnittet.

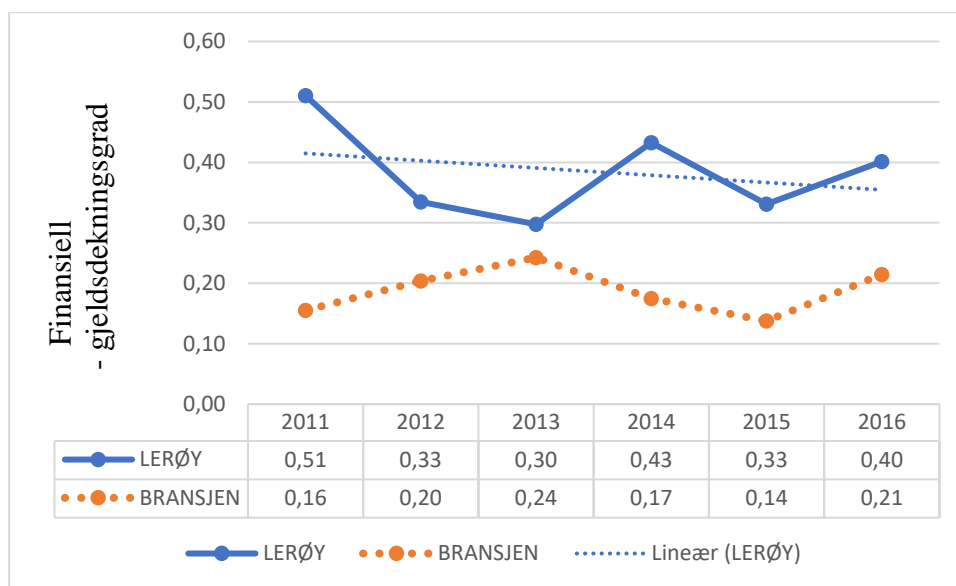
6.1.3 Finansiell gjeldsdekningsgrad

Finansiell gjeldsdekning kan defineres som virksomhetens finansielle eiendeler i forhold til dens finansielle gjeld. En høy finansiell gjeldsdekning indikerer god betalingsevne for finansiell gjeld, og dermed mindre sannsynlighet for likviditetskrise i virksomheten. Finansiell gjeldsdekning lik 1 er synonymt med at de finansielle eiendelene dekker den finansielle gjelden.

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

Formel 6: Finansiell gjeldsdekning

Finansiell gjeldsdekningsgrad varierer mye ut i fra hvilken bransje som studeres. Det vil derfor være mest hensiktsmessig å benytte bransjesnittet som målestokk for vurderingen av beregningene. Det er tidligere i oppgaven belyst at oppdrettsnæringen er en kapitalintensiv bransje, noe som forventes å gi utslag på den finansielle gjeldsdekningen.



Figur 6-3: Finansiell gjeldsdekningsgrad (2011-2016)

Figur 6-3 viser den finansielle gjeldsdekningsgraden for Lerøy og bransjen over analyseperioden. Figuren samsvarer i stor grad med likviditetsgrad 2 i figur 6-2, da beregningene inneholder flere av de samme komponentene. Lerøy har over perioden en høyere gjeldsdekning enn bransjesnittet. Den lineære trendlinjen for Lerøy viser imidlertid at den finansielle gjeldsdekningen har en negativ utvikling over tid, og nærmer seg en tilbakevending til gjennomsnittet. Det synes likevel som at Lerøy har en lavere likviditetsrisiko enn bransjesnittet.

6.1.4 Rentedekningsgrad

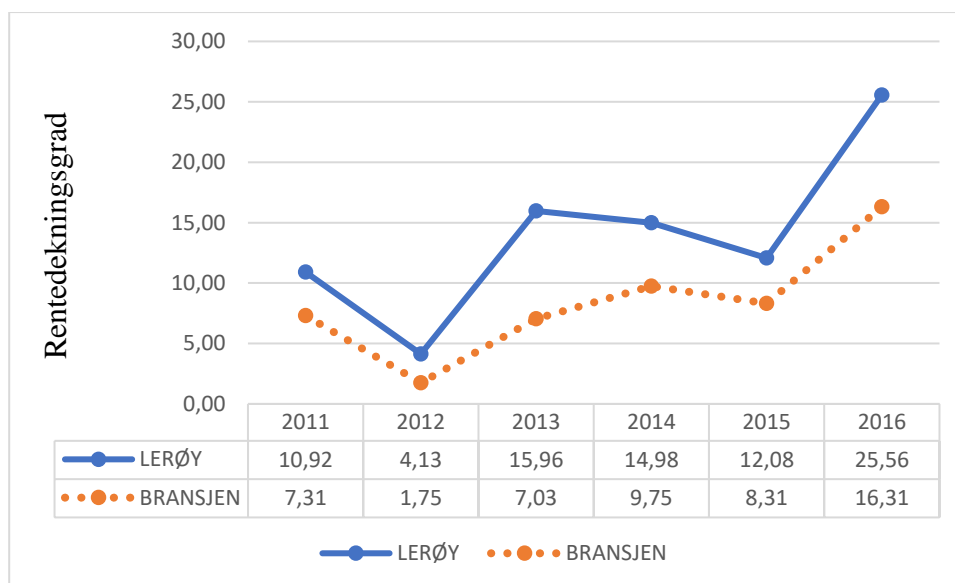
Rentedekningsgrad belyser virksomhetens evne til å dekke nettofinanskostnader med nettoresultatet fra virksomheten. Det er viktig å bemerke at rentedekningsgrad ikke dekker hele misligholdsproblematikken, da denne bare omfatter renter og ikke avdrag (Knivsflå,

2017f). Beregningene tar utgangspunkt i det normaliserte nettoresultatet da dette gir en bedre konkursprediksjon.

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

Formel 7: Rentedeckningsgrad

Figur 6-4 viser rentedeckningsgraden for Lerøy og bransjen over analyseperioden. Lerøy har en rentedeckningsgrad høyere enn gjennomsnittet i bransjen over hele analyseperioden. Forholdstallene for Lerøy er i seg selv gode, og når de ligger over bransjesnittet er det et betryggende signal for likviditeten i Lerøy. Det er verdt å merke seg den markante nedgangen for hele bransjeutvalget i 2012. Dette var et svakt år for de fleste aktørene i bransjen da lakseprisen endret seg betydelig i negativ retning. Vi ser dermed at konjunktorene i næringen, først og fremst lakseprisen, kan svekke blant annet rentedeckningsgraden over tid. På nåværende tidspunkt anses rentedeckningsgraden i Lerøy og bransjen for å være god.



Figur 6-4: Rentedeckningsgrad for Lerøy og bransjen over analyseperioden

6.1.5 Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm

I likviditetsanalysen av Lerøy er det ønskelig å studere i hvilken grad driften i selskapet genererer midler til å håndtere løpende forpliktelse til finansielle kreditorer. Ved å studere forholdet mellom fri kontantstrøm til sysselsatt kapital og fri kontantstrøm til finansielle långivere oppnås innsikt om hvordan driften innvirker på selskapets likviditetssituasjon.

Forholdstallet mellom kontantstrømmene forutsetter at selskapet er i en posisjon hvor det betaler tilbake gjeld, slik at netto finanskostnader er større enn endring i finansiell gjeld. For Lerøy er det kun 2013 som oppfyller dette slik det fremgår av tabell 6-1 under, og det er dermed ikke hensiktsmessig å studere forholdet nærmere.

Tabell 6-1 viser at Lerøy genererer en positiv kontantstrøm fra drift i 2011, 2013 og 2014. Negativ kontantstrøm fra drift i 2015 og 2016 skyldes store investeringer, der den store økningen i netto driftseiendeler i 2016 kommer av oppkjøpene av Havfisk ASA og Norway Seafoods Group AS. Oppkjøpene ble finansiert med en større andel egenkapital enn finansiell gjeld, noe som gir en negativ kontantstrøm til egenkapitalen i 2016. Driften i Lerøy leverer solid med unntak av året 2012. I kombinasjon med økning av gjelden gir dette en positiv kontantstrøm til egenkapitalen for årene 2011-2015. Rentedekningsgraden og egenkapitalandelen tatt i betraktning er låneopptakene uproblematisk for Lerøy på dette tidspunkt, og tabell 6-1 viser at driften i Lerøy er solid i et kreditorperspektiv.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Netto driftsresultat	939 822	362 832	1 387 454	1 340 784	1 104 657	2 398 077
+ Unormalt netto driftsresultat	7 832	-52 100	107 664	100 144	105 277	-85 009
- Endring i netto driftseiendeler	555 711	590 396	946 065	475 116	1 278 402	4 419 071
= Fri kontantstrøm fra drift	391 943	-279 664	549 053	965 812	-68 468	-2 106 002
+ Netto finansinntekt	30 906	25 536	13 732	17 683	8 970	9 162
+ Unormalt netto finansinntekt	-969	-7 526	-130	36 003	-10 763	-35 994
- Endring i finansielle eiendeler	240 841	-519 370	-205 448	496 364	-128 448	990 325
= Fri kontantstrøm til ssk	181 039	257 717	768 103	523 134	58 186	-3 123 159
- Netto finanskostnad	88 929	93 944	87 788	90 687	92 195	94 174
+ Endring i finansiell gjeld	534 520	124 315	-275 280	197 017	605 873	1 793 098
- Netto minoritetsresultat	-4 028	10 965	153 043	48 555	53 164	294 488
- Unormalt netto minoritetsresultat	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
+ Endring i minoritetsinteresser	-13 633	114 450	144 366	23 535	61 075	57 121
= Fri kontantstrøm til egenkapital	617 025	391 572	396 358	604 444	579 775	-1 661 602

Tabell 6-1: Kontantstrøm til sysselsatt kapital og egenkapital i Lerøy (2011-2016)

6.2 Soliditetsanalyse

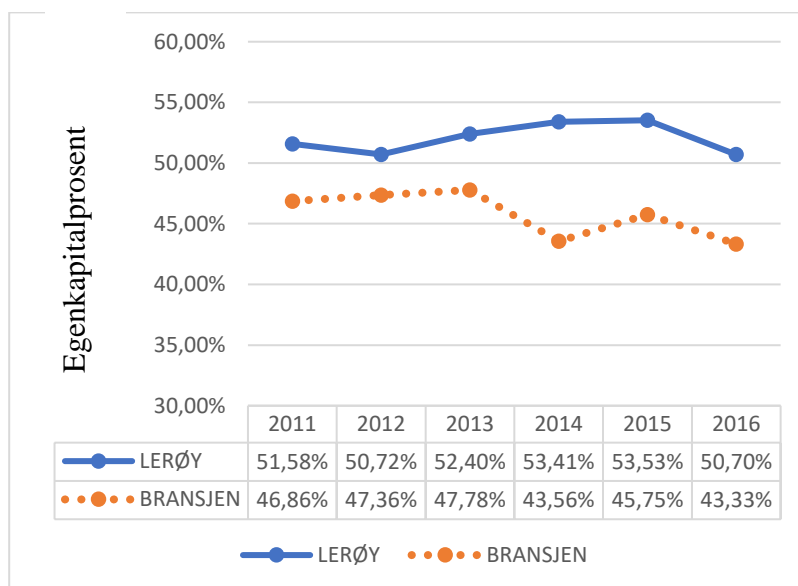
Soliditetsanalyse er analyse av den langsiktige risikoen i virksomheten. Analysen søker her å kartlegge hvilke økonomiske ressurser virksomheten har til å kunne tåle eventuelle tap i fremtiden. Soliditet er dermed et uttrykk for evne til å tåle tap, der soliditetsrisiko er faren for at finansieringen ikke strekker til. Egenkapitalen er de økonomiske reservene virksomheten har som buffer mot eventuelle tap. Lerøys soliditetsrisiko blir i det følgende vurdert gjennom analyse av egenkapitalprosent, kapitalstruktur og netto driftsrentabilitet.

6.2.1 Analyse av egenkapitalprosent

Egenkapitalprosent uttrykker egenkapitalen som andel av totalkapitalen. Egenkapitalens størrelse er viktig for soliditeten i en virksomhet, og egenkapitalprosenten regnes av den grunn som det viktigste forholdstallet for analyse av soliditet. Høyere egenkapital innebærer at virksomheten i større grader er selvfinansiert, hvilket gjør virksomheten bedre egnet til å tåle tap som gir lavere kredittrisiko for långivere. Et minimum nivå på egenkapitalprosent inngår normalt sett som et av covenantskravene (lånevilkår) i låneavtaler.

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}}$$

Formel 8: Egenkapitalprosent



Figur 6-5: Egenkapitalprosent for Lerøy og bransjen over analyseperioden

Figur 6-5 viser egenkapitalprosenten for Lerøy og bransjen over analyseperioden. Lerøy har en meget solid egenkapital på over 50 prosent hele perioden foruten regnskapsåret 2012, der Lerøy som tidligere nevnt hadde et relativt svakt år økonomisk. Den høye egenkapitalen gjør selskapet robust og finansielt solid, noe som gir trygghet for kreditorene. Egenkapitalprosenten for Lerøy er i 2016 på det laveste nivået siden 2012, som hovedsakelig skyldes oppkjøpet av Havfisk ASA og Norwegian Seafood AS og et tilhørende låneopptak i størrelsesorden 1 milliard NOK. Bransjen har en noe svakere egenkapitalprosent enn Lerøy, men gjennomsnittet i bransjen er likevel innenfor tilfredsstillende nivåer. Egenkapitalen har vært forholdsvis stabil over perioden, uten dramatiske nedganger, hvilket indikerer at virksomhetene er stabilt solide. Det vil i likhet med tidligere drøftinger være på sin plass å poengtere at om lag halvparten av egenkapitalen i Lerøy består av immaterielle eiendeler. Verdien av de immaterielle eiendelene vil i mange tilfeller forringes vesentlig, eventuelt bortfalle i en konkurssituasjon. Slik vil det også være for de øvrige selskapene i bransjeutvalget. Til tross for dette synes virksomhetene og kreditorene å være godt sikret av de høye egenkapitalandelene.

6.2.2 Analyse av kapitalstruktur

Formålet med å analysere kapitalstrukturen er å oppnå innsikt i hvordan virksomheten er finansiert. Hvilken grad de ulike finansieringskildene benyttes påvirker risikoprofilen til den aktuelle virksomheten. Egenkapital er den minst risikable finansieringskilden for virksomheten, mens kortsiktig gjeld har kortest innfrielsesfrist og ofte høyere lånekostnader enn andre finansieringskilder, noe som gjør den til den mest risikable finansieringskilden. Lerøys kapitalstruktur fremgår av finansieringsmatrisen i tabell 6-2 under. Finansieringsmatrisen viser hvor mye av de ulike eiendelspostene i balansen de ulike finansieringskildene faktisk finansierer per 31.12.2016. Generelt fungerer finansieringsmatriser slik at dersom «kurven» (gult felt) går raskt til bunnen av tabellen består finansieringen av langsiktige alternativer hvilket er positivt for virksomheten. Tabeller hvor «kurven» når bunn ved kortsiktig finansiell gjeld kan inneha en risikabel finansiering dersom dette beløpet er av betydelig størrelse for virksomheten og må dekke driftsrelaterte eiendeler.

Finansieringsmatriser for Lerøy:

Lerøy 31.12.16 (absolutte tallverdier)	Egenkapital	Minoritets- interesser	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
Driftsrelaterte anleggsmidler	10 995 966	935 478	1 113 967				13 045 411
Finansielle anleggsmidler			28 778				28 778
Driftsrelaterte omløpsmidler			1 786 703	4 541 276	2 347 644		8 675 623
Finansielle omløpsmidler					690 705	1 094 089	2 233 700
Totalkapital	10 995 966	935 478	2 929 448	4 541 276	3 038 349	1 094 089	23 983 512

Tabell 6-2: Finansieringsmatrise for Lerøy per 31.12.2016

Lerøy 31.12.16 (prosent)	Egenkapital	Minoritets- interesser	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
Driftsrelaterte anleggsmidler	84,29 %	7,17 %	8,54 %				54,39 %
Finansielle anleggsmidler			100,00 %				0,12 %
Driftsrelaterte omløpsmidler			20,59 %	52,35 %	27,06 %		36,17 %
Finansielle omløpsmidler					30,92 %	48,98 %	9,31 %
Totalkapital	45,85 %	3,90 %	12,21 %	18,93 %	12,67 %	4,56 %	100,00 %

Tabell 6-3: Finansieringsmatrise i prosent for Lerøy per 31.12.2016

Tallgrunnlaget i analysen er den justerte og omgrupperte balansen for Lerøy. De driftsrelaterte anleggsmidlene er finansiert med langsiktige finansieringskilder i form av egenkapital, minoritetsinteresser og langsiktig driftsrelatert gjeld. Den langsiktige finansielle gjelden dekker 52,35 prosent av de driftsrelaterte omløpsmidlene, mens kortsiktig driftsrelatert gjeld dekker de resterende 27,06 prosentene. Det er positivt for risikoen forbundet med virksomhetens finansiering at driften ikke finansieres med kortsiktig finansiell gjeld. Kapitalstrukturen vurderes ut ifra overnevnte forhold å være risikonøytral, hvilket innebærer at finansieringen i seg selv ikke synes å være belastende for Lerøy på nåværende tidspunkt.

Finansieringsmatriser for bransjen:

Bransjen 31.12.16 (prosent)	Egenkapital	Minoritets- interesser	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
Driftsrelaterte anleggsmidler	80,38 %	2,51 %	17,11 %				52,28 %
Finansielle anleggsmidler			100,00 %				0,07 %
Driftsrelaterte omløpsmidler			15,91 %	46,55 %	37,54 %		44,88 %
Finansielle omløpsmidler					8,14 %	91,86 %	4,93 %
Totalkapital	42,02 %	1,31 %	16,15 %	20,89 %	17,25 %	2,37 %	100,00 %

Tabell 6-4: Finansieringsmatrise i prosent for bransjen per 31.12.2016

Bransjen 31.12.16 (absolutte tallverdier)	Egenkapital	Minoritets- interesser	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
Driftsrelaterte anleggsmidler	34 709 997	1 082 000	7 389 003				43 181 000
Finansielle anleggsmidler			54 000				54 000
Driftsrelaterte omløpsmidler			5 896 997	17 258 000	13 918 732		37 073 729
Finansielle omløpsmidler					331 268	3 739 732	4 071 000
Totalkapital	34 709 997	1 082 000	13 340 000	17 258 000	14 250 000	1 961 000	82 600 997

Tabell 6-5: Finansieringsmatrise for bransjen per 31.12.2016

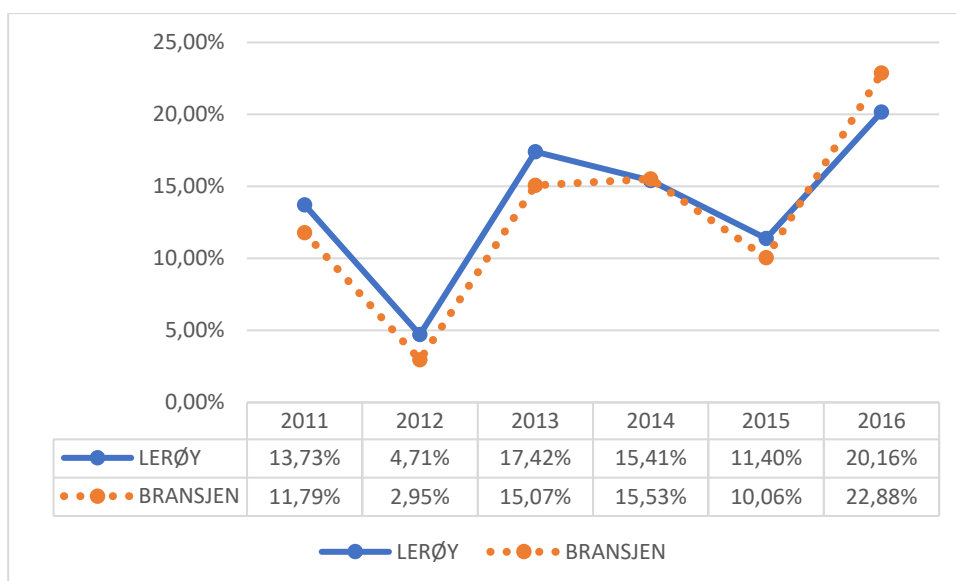
Den prosentvise matrisen for bransjen viser at de er små forskjeller mellom finansieringsstrukturen i bransjen og Lerøy. Ettersom det skiller så lite mellom Lerøy og bransjen i denne analysen gir det liten verdi å analysere forskjellene videre. Bransjen vurderes dermed i likhet med Lerøy å være tilfredsstillende finansiert.

6.2.3 Analyse av netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet beregner en virksomhets avkastning på netto driftseiendeler. Avkastning er et mål på lønnsomhet, og er således relevant for soliditeten i en virksomhet. Svak lønnsomhet over tid tærer på egenkapitalen og svekker soliditeten. Tallgrunnlaget for beregningene vil her være normaliserte tall, da de normaliserte tallene har størst predikasjonsverdi. Bransjen vil være den beste målestokken for vurdering av Lerøys rentabilitet i analysen.

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{\text{Netto driftsresultat UB}}{\text{Netto driftseiendeler IB} + \frac{\Delta \text{Netto driftseiendeler} - \text{Netto driftsresultat UB}}{2}}$$

Formel 9: Netto driftsrentabilitet



Figur 6-6: Netto driftsrentabilitet for Lerøy og bransjen over analyseperioden

Over analyseperioden har Lerøy oppnådd en høyere rentabilitet enn bransjesnittet frem til rekordåret 2016, hvor bransjesnittet er høyest. Som tidligere drøftet er lakseprisen i markedet svært avgjørende for lønnsomheten i bransjen. Figur 6-6 korrelerer i stor grad med lakseprisindeksen over analyseperioden, der lakseprisen hadde sitt bunnivå i 2012 og toppnivå i 2016. Lerøys rentabilitet er for de fleste perioder noe bedre enn for bransjesnittet og kan være en indikasjon på mulig ressursfordel for Lerøy. Lønnsomheten er sterkt varierende som følge av de konjunktuelle markedsforholdene. Tidsvektet har både Lerøy og bransjen en årlig driftsrentabilitet på rundt 14 prosent, hvilket er en god lønnsomhetsoppnåelse. En nærmere analyse av netto driftsrentabilitet følger i kapittel 8.

6.3 Syntetisk rating

I denne delen av kapitlet oppsummeres funnene i risikoanalysen gjennom syntetisk rating. Dette er en sammenfatning av likviditets og soliditetsanalysen som resulterer i en karakter på den finansielle risikoen i virksomheten. Rammeverket som benyttes i forbindelse med den syntetiske ratingen er hentet fra Knivsflås rammeverk (Knivsflå, 2017f) og har sin inspirasjon fra det profesjonelle kredittvurderingsselskapet S&P Global (tidligere Standard & Poors) sine ratingmodeller. De beregnede forholdstallene som inngår i ratingen er Likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. Ut i fra disse forholdstallene genereres det en karakter mellom trippel A til D, som uttrykker konkurssansynligheten for

den enkelte virksomheten. Grenseverdiene forholdstallene måles opp mot ved karaktersetting følger av tabell 6-6 under.

Rating	Likviditets- grad 1	Rentedekningsgrad (etter 27 % skatt)	Egenkapital- andel	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 6-6: Grenseverdier for karaktersetting av forholdstall (Knivsflå, 2017f)

Den gjennomsnittlige karakteren for hvert forholdstall over analyseperioden beregnes ved å vekte tallene jamfør tabell 5-23 side 86. Resultatet av den syntetiske ratingen vil være veiledende for den samlede risikoanalysen, men det vil ikke nødvendigvis være den endelige kredittratingen. I tillegg til de fire forholdstallene som inngår i den syntetiske ratingen vil de øvrige forholdstallene som fremgår av dette kapitlet være relevante for den totale risikovurderingen. Innsikten fra den strategiske analysen i oppgavens kapittel 4 vil også forme den endelige risikovurderingen av Lerøy. Tabell 6-7 er den foreløpige syntetiske ratingen for Lerøy og bransjen før overnevnte forhold er hensyntatt.

Lerøy	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidevektet gjennomsnitt
Likviditetsgrad 1	2,518 A	2,508 A	2,736 A	3,117 A	2,544 A	2,905 A	2,773 A
Rentedekningsgrad	10,916 AA	4,134 A	15,961 AAA	14,980 AAA	12,079 AAA	25,562 AAA	15,759 AAA
Egenkapitalandel	0,516 BBB	0,507 BBB	0,524 BBB	0,534 A	0,535 BBB	0,507 BBB	0,522 BBB
Netto driftsrentabilitet	0,137 A	0,047 B	0,174 A	0,154 A	0,114 BBB	0,202 A	0,147 A
Gjennomsnittsrating	A	BBB	A	A	A	A	A
Bransjen	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidevektet gjennomsnitt
Likviditetsgrad 1	2,637 A	2,516 A	3,136 A	3,032 A	2,963 A	2,817 A	2,905 A
Rentedekningsgrad	7,307 AA	1,750 BBB	7,035 AA	9,755 AA	8,306 AA	16,306 AAA	9,700 AA
Egenkapitalandel	0,469 BBB	0,474 BBB	0,478 BBB	0,436 BBB	0,457 BBB	0,433 BBB	0,452 BBB
Netto driftsrentabilitet	0,118 BBB	0,030 B	0,151 A	0,155 A	0,101 BBB	0,229 A	0,145 A
Gjennomsnittsrating	A	BBB	A	A	A	A	A

Tabell 6-7: Karakterer for forholdstallene til Lerøy og bransjen

Lerøy oppnår en samlet karakter på A i den tabulerte ratingen som baserer seg på vektet gjennomsnitt av forholdstallene over analyseperioden. Det er for enkelhetsskyld ikke hensyntatt øvre og nedre sjikt av de ulike karakternivåene, slik at det ikke eksisterer + eller – bak de angitte karakterene. Bransjen vurderes til karakter A i likhet med Lerøy. En nærmere analyse av tallgrunlaget jamfør kapittel 6 gir likevel grunn for å fastslå at Lerøy vil være i øvre sjiktet og bransjen i nedre sjiktet av denne karakteren, da Lerøys forholdstall for det meste av analyseperioden er noe over bransjesnittet.

Lerøy har en meget god rentedekningsgrad over hele analyseperioden, med høyeste rating fra år 2013 til og med 2016. Bransjen er noe under dette nivået men oppnår høyeste rating på rentedekningsgrad i 2016 da dette var et historisk godt inntektsår for de fleste virksomhetene i utvalget. For uten dette vurderes Lerøy likt med eller marginalt bedre enn bransjesnittet. Lerøy antas dermed å være marginalt bedre enn bransjesnittet i denne analysen. Kredittrating lik A gir ifølge statistikk fra S&P Global (tidligere Standard & Poors) en konkursrisiko på 0,1 prosent innen det neste regnskapsåret (Knivsflå, 2017g). Dette er en svært liten risiko og synes rimelig ut i fra tidligere drøftinger i oppgaven.

Andre moment som ønskes vektlagt i risikoanalysen er forholdstallene likviditetsgrad 2 og finansiell gjeldsdekning samt finansieringsmatrisene som er presentert tidligere i kapittelet. Lerøy og bransjen har forholdsvis lave nivåer på likviditetsgrad 2 og finansiell gjeldsdekning. Mulige forklaringsfaktorer bak disse lave nivåene er den strategiske volumvekstsatsingen i bransjen, der oppkjøp av virksomheter reduserer den frie kapitalen i virksomhetene. Oppkjøpene øker de driftsrelaterte omløpsmidlene ved å kontrollere en større andel konsesjoner og biologiske eiendeler på bekostning av finansielle omløpsmidler og driftsrelatert gjeld. Dette er bransjespesifikke forhold som ikke vektlegges i den foreløpige beregningen av kredittrisikoen, og som krever bransjekunnskap for nærmere justering. De lave nivåene på likviditetsgrad 2 og finansiell gjeldsdekning taler imot en oppjustering av den anslåtte kredittvurderingen. Kapitalstrukturen presentert i form av finansieringsmatriser i tabell 6-1 side 95 viser en trygg finansiering der driftsrelaterte eiendeler i stor grad finansieres med langsiktig kapital. Dette gjelder for Lerøy så vel som for bransjeutvalget. Kapitalstrukturen indikerer solide virksomheter med lav kredittrisiko, hvilket taler imot en nedjustering av den anslåtte kredittvurderingen.

Framtidsutsiktene i bransjen avhenger av hvilke forhold fra SWOT analysen på side 64 som gjør seg gjeldende. Bransjen har definitivt utfordringer som det her pekes på, samtidig som

bransjen også har ressurser og kompetanse til å løse disse utfordringen. Videre foreligger det flere muligheter i markedet for oppdrettsfisk og annen fisk som innebærer et stort potensiale for vekst i sjømatbransjen. De volatile lakseprisene gir stor variasjon i inntekter over regnskapsperiodene, men noe langvarig prisfall med vedvarende lave priser (for eksempel under 40,- kroner per kilogram) over lengre perioder vurderes som usannsynlig i nærmeste fremtid. Det er derfor lite som tyder på at bransjespesifikke forhold så vel som selskapsspesifikke forhold vil svekke lønnsomheten på bekostning av likviditet og soliditet i nærmeste fremtid.

Oppsummert foretas det dermed ikke noen opp eller nedjusteringer av utgangspunktet fra kredittrating-modellen. Den endelige syntetiske ratingen for Lerøy vurderes på bakgrunn av gjeldene forhold til karakteren A.

7. Historisk avkastningskrav

7.1 Teori om avkastningskrav

Avkastningskrav for en virksomhet kan defineres som «den forventede avkastningen kapitalmarkedet tilbyr på investeringer med samme risiko som selskapet» (Johnsen og Gjesdal). Kravet benyttes som målestokk for rentabilitet og som diskonteringsrente ved diskontering av fremtidige kontantstrømmer (Knivsflå, 2017g). Den vanligste modellen for beregning av avkastningskrav er kapitalverdimodellen, som blir anvendt i denne oppgaven.

7.2 Krav til egenkapital og minoritet

Totalrisikoen til en investering over en periode kan deles inn i en systematisk og en usystematisk risiko. Systematisk risiko er et mål på markedsrisikoen, hvilket er den risiko investorer krever kompensasjon for ved at det forventes høyere avkastning. Usystematisk risiko er en selskaps-spesifikk risiko som kan diversifiseres bort ved at investorer sprer sine investeringer vidt utover flere deler av markedet. For en veldiversifisert investor vil investeringsporteføljen dermed kun bestå av systematisk risiko. Kapitalverdimodellen forutsetter veldiversifiserte investorer. Andre relevante risikoer som investorer ikke kan komme unna kompenseres ved et tillegg i risikopremien. Dette tillegget kalles illikviditetspremien og oppstår på grunn av markedssvikt eller forhold som gjør markedet «imperfekt». Egenkapitalkravet beregnes ut ifra anslag på risikofri rente, markedets risikopremie og selskapsbeta, med tillegg for eventuell illikviditetspremie. Minoritetsinteressene tillegges gjerne en ekstra illikviditetspremie dersom minoriteten på bakgrunn av illikviditeten i aksjen kan bli låst inne.

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

r_f = risikofri rente

β_{EK} = mål på systematisk risiko

$r_m - r_f$ = markedspremien

ilp = illikviditetspremie

s = skattesats

Formel 10: Egenkapitalkrav (ekk)

7.2.1 Risikofri rente

Investeringer som innebærer risiko må kompensere for dette ved å oppnå en avkastning over risikofri rente. Kaldestad og Møller definerer risikofri rente som en «hypotetisk avkastning på et verdiforetak eller en portefølje av verdipapirer som ikke har konkurs- eller misligholdsrisiko» (Kaldestad and Møller, 2016). Valget av anslag på risikofri rente bestemmes av hvorvidt man legger til grunn en langsiktig eller kortsiktig rente. Den risikofrie renten beregnes vanligvis på bakgrunn av den langsiktige renten på norske statsobligasjoner eller den kortsiktige NIBOR-renten. Langsiktige renter kan inneholde komponenter av illikviditetspremie og inflasjonspremie som medfører at renten i realiteten ikke er fullstendig risikofri (Kaldestad and Møller, 2016). Ulempen med en kortsiktig rente vil være at avkastningskravet blir mer ustabil som følge av større svingningene på den kortsiktige renten.

Opgaven tar her utgangspunkt i NIBOR-renten. NIBOR er den kortsiktige lånerenten for lån mellom banker i Norge. Denne renten inkluderer en kredittrisikopremie basert på kredittratingen hos den enkelte bank, som det gjøres fradrag for ved beregning av den risikofrie renten. Knivsflå anslår kredittrisikopremien over analyseperioden til henholdsvis 0,006 og 0,005 basert på skattesatsen over perioden og en gjennomsnittlig kredittrating for banker på AA (Knivsflå, 2017g). Den risikofrie renten skal være nominell etter skatt for å ivareta sammenligningsgrunnlaget til egenkapitalrentabiliteten som senere i oppgaven beregnes nominelt.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2011-2016
Gjennomsnittlig bankrating	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA
NIBOR-rente, 3 måneder	0,026	0,021	0,018	0,017	0,014	0,013	0,018
- Kort kredittrisikopremie	0,006	0,006	0,006	0,005	0,005	0,005	0,005
= Risikofri rente før skatt	0,02	0,015	0,012	0,012	0,009	0,008	0,013
- Skatt	0,006	0,004	0,003	0,003	0,002	0,002	0,003
= Risikofri rente etter skatt	0,014	0,011	0,009	0,009	0,007	0,006	0,009

Tabell 7-1: Gjennomsnittlig årlig risikofri rente etter skatt (2011-2016)

7.2.2 Markedets risikopremie

Avkastningen finansielle investorer krever ut over den risikofrie renten refereres til som markedets risikopremie. Investorer krever kompensasjon for risiko i form av høyere avkastning. Markedets krav varierer over tid som følge av blant annet endret risikoholdning hos investorer eller endringer i risikonivået i markedet (Gjesdal and Johnsen, 1999).

Den historisk realisererte meravkastningen på Oslo Børs er et vanlig utgangspunkt ved beregning av markedets risikopremie. Hvor lang tidshorisont som observeres vil være avgjørende for hvilket krav som beregnes. Historiske tall vil ikke alltid gi de riktige forventningene om fremtiden, og forhold som blant annet redusert risikonivå i dag vil trolig gi en lavere premie i fremtiden. Johnsen og Gjesdal peker på mindre gjeldsgearing i Norske børsnoterte selskaper enn tidligere som et argument for redusert risikonivå fremover (Gjesdal and Johnsen, 1999). Knivsflå beregner risikopremien på bakgrunn av observasjoner fra Oslo Børs på både kort og lang sikt (Knivsflå, 2017g). De observerte verdiene vektet, der den langsiktige trenden tillegges mest vekt. Risikopremien kan finnes på flere ulike måter, deriblant undersøkelser av hvilken risikopremie som legges til grunn av investorer i dagens kapitalmarked (PWC, 2016). Oppgaven velger her en tilnærming lik den som anvendes av Knivsflå.

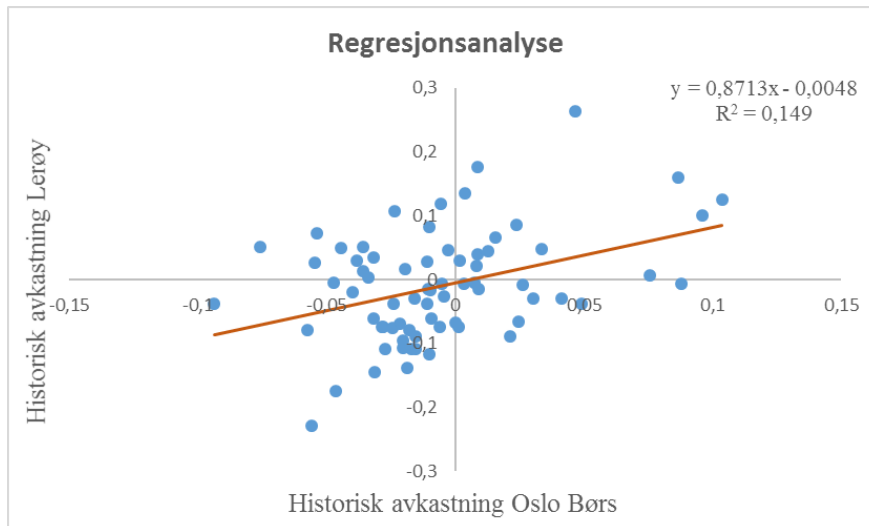
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2011-2016
Årlig risikopremie - kortsiktig	0,037	0,039	0,041	0,04	0,041	0,041	0,04
* Vekt	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
+ Årlig risikopremie - langsiktig	0,05	0,051	0,051	0,051	0,052	0,052	0,051
* Vekt	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
= Markedets risikopremie	0,047	0,048	0,049	0,048	0,049	0,049	0,048

Tabell 7-2: Markedets risikopremie over analyseperioden (Knivsflå 2017)

Beregningene viser en markedsrisikopremie på 4,8 prosent. Pwc og Norsk Finansanalytikers Forenings årlige undersøkelse av markedsrisikopremien i det norske markedet viser at de for desember 2016 gav størst oppslutning for 5 prosent markedsrisikopremie blant respondentene (PWC, 2016). Det er dermed lite avvik mellom oppgavens beregnede risikopremie og oppfatningen hos profesjonelle aktører i markedet.

7.2.3 Gjennomsnittlig egenkapitalbeta for analyseperioden

Beta (β) måler en aksjes relative risiko til aksjemarkedet, der beta kun består av den systematiske risikoen. Betaverdien indikerer hvor stor variasjon aksjen har over en periode sammenlignet med et avgrenset marked. For børsnoterte virksomheter kan betaverdiene finnes basert på historiske kursdata, forutsatt at informasjonen er tilgjengelig. Betaverdien for Lerøy og de komparative virksomhetene finnes ved å studere historiske kursdata over en tidshorisont på 6 år og månedlige avkastningsrater. Tallgrunnlaget inngår så i en regresjonsanalyse mot hovedindeksen på Oslo børs, som fremgår av figur 7-1.



Figur 7-1: Regresjonsanalyse av Lerøys historiske avkastning versus OSEBX (hovedindeksen på Oslo Børs)

Regresjonsanalysen viser en egenkapitalbeta for Lerøy på 0,871 før justering. Ettersom beta-verdien er lavere enn 1 betyr det at variasjonen i avkastning er lavere for Lerøy enn for gjennomsnittet i markedet. Forklaringsgraden på regresjonsanalysen er 14,9 prosent. Av dette kan det tolkes at variasjonen i avkastning for Lerøy i større grad skyldes bedriftsspesifikke / bransjespesifikke forhold enn markedsforhold. Dette stemmer overens med tidligere drøftelser hvor lakseprisen blir fremhevet som den viktigste lønnsomhetsfaktoren.

Tilsvarende beregninger av beta gjøres for de komparative virksomhetene. Betaverdiene justeres så for ekstreme verdier, hvor det også gjøres tilpasninger til antagelsen om at betaen over tid nærmer seg verdien β lik 1. Justeringen foretas ved å vekte de beregnede beta-verdiene med 2/3 og den resterende 1/3 på den normale verdien β lik 1. Justert betaestimat fremgår av tabell 7-3 under.

	Lerøy	Marine Harvest	SalMar	Grieg
Egenkapitalbeta	0,871	0,659	0,818	1,244
Justert egenkapitalbeta	0,914	0,772	0,879	1,163

Tabell 7-3: Justert egenkapitalbeta for Lerøy og de komparative virksomhetene

For å vurdere rimeligheten av de beregnede beta-verdiene kan det gjøres sammenligninger opp mot andre estimater. Dagens Næringsliv (DN) har en egenkapitalbeta for Lerøy på 0,843 den 01.05.17. Som vi ser er det noe avvik mellom beregningene, men oppgavens beregninger fremstår likevel som rimelige. Avviket kan forklares ved at DN's estimater er beregnet ut i fra

ukentlige noteringer over 24 måneder, i motsetning til oppgaven hvor det benyttes månedlige noteringer over analyseperioden på 6 år.

7.2.4 Illikviditetspremie

Markedets risikopremie er den avkastningen en aksje forventes å gi utover risikofri rente, der aksjen har en representativ risiko og markedslivlighet. Aksjer som innebærer en innlåsningsrisiko ved at det kan bli dyrt eller vanskelig å selge aksjen raskt har i tillegg en illikviditetspremie som kompensasjon for dette (Gjesdal and Johnsen, 1999). For langsiktige eiere vil illikviditetspremie være mindre relevant enn for finansielle investorer hvor salg på kort sikt er et reelt alternativ. Størrelsen på illikviditetspremien avhenger av graden av innlåsningsrisiko, det vil si markedssvikt som følge av et imperfekt marked. Hvilke anslag som benyttes som illikviditetspremie baseres i stor grad på skjønn, da det ikke eksisterer enkle teoretiske modeller for dette (Knivsflå, 2017g). Eierskatter som utbytteskatt, gevinstskatt og formueskatt kan gi vridningseffekter som inkluderes i illikviditetspremien. Vridningseffekter oppstår som følge av at de overnevnte eierskattene rammer enkelte investorer og investeringer ulikt, hvilket kan påvirke verdiestimatet. Det kan dermed være passende med et samlet tillegg for eierskatter i illikviditetspremien på rundt 0,2 %, men oppgaven velger her å se bort i fra dette ettersom påvirkningen på verdiestimatet anses som ubetydelige.

Lerøy er blant de ti mest omsatte aksjene på Oslo Børs ved utgangen av 2016 og inngangen til 2017. Dette innebærer at aksjen har høy likviditet, hvilket gir en generell illikviditetspremie lik null for Lerøy. Aksjesammensetningen i Lerøy består av en dominerende eier med 52,7 prosent av de samlede aksjene ved utgangen av 2016. Minoritetsaksjonærene eier aksjer i ikke børsnoterte selskaper eid av Lerøy. For disse aksjepostene eksisterer det ikke velfungerende markeder for kjøp og salg hvilket gjør aksjene vesentlig mindre likvide. Det tillegges som følge av dette en 2 prosent illikviditetspremie for minoriteten basert på en skjønnsmessig vurdering.

7.2.5 Årlig egenkapitalbeta

I delkapittel 7.2.3 ble den gjennomsnittlige egenkapitalbetaen over analyseperioden beregnet til å være 0,871. Til utregning av egenkapitalkravet i Lerøy trengs den årlige betaverdien. De årlige betaverdiene beregnes basert på estimert betaverdi til netto driftskapital og netto finansiell gjeld, som estimeres i del 7.4 og 7.3.3 i dette kapittelet.

Det forutsettes at netto driftsbeta er konstant jamfør Miller-Modiglianis første proposisjon, som legger til grunn at selskapets verdi er uavhengig av finansieringer dersom det ikke foreligger finansielle krisekostnader. Årlig egenkapitalbeta kan beregnes residualt ettersom de øvrige parameterne er beregnet og dermed kjent.

Lerøy	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Egenkapitalbeta	0,880	0,921	0,957	0,903	0,902	0,928	0,914
* Egenkapitalvekt	0,718	0,684	0,651	0,686	0,692	0,690	0,687
+ Egenkapitalbeta	0,880	0,921	0,957	0,903	0,902	0,928	0,914
* Minoritetsvekt	0,079	0,076	0,081	0,090	0,085	0,064	0,079
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,006	0,012	0,009	0,010	0,011	0,013	0,010
* Netto finansiell gjeldsvekt	0,202	0,240	0,268	0,224	0,223	0,246	0,234
= Netto driftsbeta	0,703	0,703	0,703	0,703	0,703	0,703	0,703

Tabell 7-4: Netto driftsbeta for Lerøy over analyseperioden

7.2.6 Krav til egenkapital og minoritet

Miller-Modiglianis andre proposisjon bygger på den første, og legger til grunn at det er kapitalkostnaden for de ulike kapitalene som vil variere basert på finansieringen (Modigliani and Miller, 1958). Egenkapitalandelen vil påvirke avkastningskravet til egenkapitalen, der en høy gjeldsgrad øker risikoen og dermed avkastningskravet i takt med gearingen. Avkastningskravet reflekterer den økte risikoen, og en større andel av markedsrisikopremien tillegges kravet. Det endelige kravet til egenkapital og minoritet for hvert av årene i analyseperioden følger av tabell 7-5.

Lerøy	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Risikofri rente før skatt	0,020	0,015	0,012	0,012	0,009	0,008	0,013
- Skatt (25%)	0,006	0,004	0,003	0,003	0,002	0,002	0,003
= Risikofri rente etter skatt	0,014	0,011	0,009	0,009	0,007	0,006	0,009
+ Justert beta	0,880	0,921	0,957	0,903	0,902	0,928	0,915
* Markedets risikopremie etter skatt	0,047	0,048	0,049	0,048	0,049	0,049	0,048
+ Illikviditetspremie	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
= Egenkapitalkrav etter skatt	0,055	0,055	0,055	0,053	0,051	0,052	0,054
+ Illikviditetspremie minoritet	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020
= Minoritetskrav	0,075	0,075	0,075	0,073	0,071	0,072	0,074

Tabell 7-5: Minoritetskravet i Lerøy over analyseperioden

7.3 Finansielle krav

Finansiell gjeld har flere egenskaper som påvirker kravsettingen. For kreditorer er risikoen forbundet med et utlån ensidig negativ. Det vil si at kreditor ikke kan få tilbake mer enn renter og avdrag, men risikerer at renter og avdrag ikke blir betalt som avtalt. Den nominelle lånerenter er dermed ikke den forventede avkastningen for kreditor og heller ikke den reelle rentekostnaden for selskapet (Gjesdal and Johnsen, 1999). Kreditor søker å kompensere for tapspotensialet ved å tillegge en risikopremie og et tapstillegg på den risikofrie renten. I dette delkapittelet beregnes finansielle krav og betaverdier for finansiell gjeld og finansielle eiendeler i Lerøy.

7.3.1 Krav til finansiell gjeld

Finansielt gjeldskrav beregnes med utgangspunkt i følgende formel

$$\text{Finansielt gjeldskrav (fgk)} = \text{Risikofri rente (r}_f\text{)} \cdot (1 - s) + \text{Kreditrisikopremie (krp)}$$

Formel 11: Finansielt gjeldskrav (fgk)

Kreditrisikopremien tar utgangspunkt i den syntetiske ratingen i kapittel 6.3. Oppgaven benytter her Knivsfås estimerer på kredittrisiko basert på kradittrating, der det skilles mellom kreditrisikopremie for lån med kort og lang løpetid. Ettersom Lerøys totale gjeld i hovedsak består av langsiktig gjeld benyttes den langsiktige kreditrisikopremien i oppgavens beregninger. Estimaten på kredittrisiko fremgår av tabell 7-6.

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

Tabell 7-6: Kreditrisikopremie i forhold til syntetisk rating (Knivsfås 2017)

Lerøy	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Syntetisk rating	A	BBB	A	A	A	A	A
Risikofri rente etter skatt	0,014	0,011	0,009	0,009	0,007	0,006	0,009
+ Lang kredittrisikopremie	0,010	0,014	0,010	0,010	0,010	0,010	0,011
Finansielt gjeldskrav etter skatt	0,024	0,025	0,019	0,019	0,017	0,016	0,020

Tabell 7-7: Finansielt gjeldskrav for Lerøy (2011-2016)

Finansiell gjeldsbeta må også beregnes da denne inngår i utregningen av netto finansielt gjeldskrav.

$$B_{FG} = (\text{mrd} \cdot \text{krp}) / \text{mrp}$$

B_{FG} = Finansiell gjeldsbeta mrd = markedsrisikodel mrp = markedsrisikopremie

Formel 12: Finansiell betta

Selskapets implisitte finansielle beta estimeres ut i fra kredittrisikopremien og markedets risikopremie. Som anslag på markedsrisikoandelen benyttes forklaringsgraden R^2 fra regresjonsanalysen, justert med justeringsfaktoren for gjeld på 1/3 i henhold til forelest metodikk (Knivsfå, 2017g).

Lerøy	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Syntetisk rating	A	BBB	A	A	A	A	A
Lang kredittrisikopremie	0,010	0,014	0,010	0,010	0,010	0,010	0,011
Markedets risikopremie etter skatt	0,047	0,048	0,049	0,048	0,049	0,049	0,048
/ Implisitt finansiell gjeldsbeta	0,214	0,292	0,206	0,207	0,203	0,203	0,221
Markedsrisikoandel EK	0,149	0,149	0,149	0,149	0,149	0,149	0,149
* Justeringsfaktor for gjeld	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333
= Markedsrisikodel FG	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
= Finansiell gjeldsbeta	0,011	0,014	0,010	0,010	0,010	0,010	0,011

Tabell 7-8: Finansiell gjeldsbeta for Lerøy (2011-2016)

7.3.2 Krav til finansielle eiendeler

Finansielle eiendeler kan deles inn i de tre undergruppene kontanter, finansielle fordringer og investeringer. Risikoen for disse undergruppene er ulike og det må derfor beregnes estimerte krav til hver enkelt. Avkastningskravet blir beregnet ut ifra de vektete kravene for undergruppene. Beregningene av avkastningskrav og beta for finansielle eiendeler nødvendiggjør enkelte antagelser og forutsetninger.

- Kontanter er risikofrie midler, hvilket gir beta for kontanter lik 0
- Fordringer er i hovedsak kortsiktige med gjennomsnittlig rating BBB
- Fordringer utgjør den delen av de finansielle eiendelene med størst tapsrisiko
- Finansielle investeringer er en veldiversifisert portefølje, hvilket gir beta lik 1.

Utregningen av finansiell eiendelsbeta følger av formelen under, der betaverdiene vektes mot balanseførte verdier.

$$\beta_{FE} = \beta_{KON} \cdot (KON / FE) + \beta_{FOR} \cdot (FRO / FE) + \beta_{INV} \cdot (INV/FE)$$

Formel 13: Finansiell eiendelsbeta

Først beregnes fordringsbeta som vist i tabell 7-9. Deretter beregnes den finansielle eiendelsbetaen som visst i tabell 7-10. Vi har da inputene som trengs for å beregne finansielt eiendelskrav jamfør tabell 7-11 og 7-12.

Lerøy	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvekt
Syntetisk rating fordringer	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Kort kredittrisikopremie	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
Makredets risikopremie / etter skatt	0,047	0,048	0,049	0,048	0,049	0,049	0,049
= Fordringsbeta	0,214	0,208	0,206	0,207	0,203	0,203	0,205

Tabell 7-9: Fordringsbeta for Lerøy (2011-2016)

Lerøy	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Kontantbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
* Kontantvekt	0,981	0,976	0,965	0,971	0,981	0,987	0,977
+ Fordringbeta	0,214	0,208	0,206	0,207	0,203	0,203	0,207
* Fordringsvekt	0,005	0,008	0,029	0,023	0,014	0,009	0,015
+ Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
* Investeringsvekt	0,014	0,016	0,006	0,006	0,006	0,004	0,009
= Finansiell eiendelsbeta	0,015	0,018	0,012	0,011	0,008	0,006	0,012

Tabell 7-10: Finansiell eiendelsbeta for Lerøy (2011-2016)

Lerøy	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Risikofri rente etter skatt	0,014	0,011	0,009	0,009	0,007	0,006	0,009
+ Finansiell eiendelsbeta	0,015	0,018	0,012	0,011	0,008	0,006	0,012
* Markedets risikopremie	0,047	0,048	0,049	0,048	0,049	0,049	0,048
= Finansielt eiendelskrav	0,015	0,012	0,010	0,010	0,007	0,006	0,010

Tabell 7-11: Finansielt eiendelskrav for Lerøy (2011-2016)

Lerøy	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Kontantkrav	0,014	0,011	0,009	0,009	0,007	0,006	0,009
* Kontantvekt	0,981	0,976	0,965	0,971	0,981	0,987	0,977
+ Fordringkrav	0,024	0,021	0,019	0,019	0,017	0,016	0,019
* Fordringsvekt	0,005	0,008	0,029	0,023	0,014	0,009	0,015
+ Investeringskrav	0,061	0,059	0,058	0,057	0,056	0,055	0,058
* Investeringsvekt	0,014	0,016	0,006	0,006	0,006	0,004	0,009
= Finansielt eiendelskrav	0,015	0,012	0,010	0,010	0,007	0,006	0,010

Tabell 7-12: Finansielt eiendelskrav for Lerøy (2011-2016)

7.3.3 Krav til netto finansiell gjeld

Beregningene av Lerøys estimerte avkastningskrav til finansiell gjeld og finansielle eiendeler i forrige delkapittel gir det nødvendige tallgrunnlaget for beregning av avkastningskrav til netto finansiell gjeld. Beregningene av netto finansielt gjeldskrav framgår av tabell 7-13. Videre er Lerøys estimerte netto finansielle gjeldsbeta beregnet i tabell 7-14.

Lerøy	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Finansielt gjeldskrav	0,024	0,025	0,019	0,019	0,017	0,016	0,020
* Finansiell gjeldsvekt	2,078	1,734	1,469	1,587	1,616	1,602	1,681
- Krav til finansielle eiendeler	0,015	0,012	0,010	0,010	0,007	0,006	0,010
* Finansiell eiendelsvekt	1,078	0,734	0,469	0,587	0,616	0,602	0,681
= Netto finansielt gjeldskrav	0,034	0,035	0,023	0,025	0,023	0,022	0,027

Tabell 7-13: Netto finansielt gjeldskrav for Lerøy (2011-2016)

Lerøy	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Finansiell gjeldsbeta	0,011	0,014	0,010	0,010	0,010	0,010	0,011
* Finansiell gjeldsvekt	2,078	1,734	1,469	1,587	1,616	1,602	1,681
- Finansiell eiendelsbeta	0,015	0,018	0,012	0,011	0,008	0,006	0,012
* Finansiell eiendelsvekt	1,078	0,734	0,469	0,587	0,616	0,602	0,681
= Netto finansiell gjeldsbeta	0,006	0,012	0,009	0,010	0,011	0,013	0,010

Tabell 7-14: Netto finansiell gjeldsbeta for Lerøy (2011-2016)

7.4 Krav til netto driftskapital

Kravet til netto driftskapital finnes ved å vekte kravene til egenkapital, minoritet og netto finansiell gjeld. Vektingen skjer på basis av gjennomsnittlig kapital justert for opptjent kapital i året, og skal være konsistent med beregningen av rentabilitet i kapittel 8.

Lerøy	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Egenkapitalkrav	0,055	0,055	0,055	0,053	0,051	0,052	0,054
* Egenkapitalvekt	0,718	0,684	0,651	0,686	0,692	0,690	0,687
+ Minoritetsinteressekrav	0,075	0,075	0,075	0,073	0,071	0,072	0,074
* Minoritetsvekt	0,079	0,076	0,081	0,090	0,085	0,064	0,079
+ Netto finansielt gjeldskrav	0,034	0,035	0,023	0,025	0,023	0,022	0,027
* Netto finansiell gjeldsvekt	0,202	0,240	0,268	0,224	0,223	0,246	0,234
= Netto driftskrav	0,052	0,052	0,048	0,048	0,047	0,046	0,049

Tabell 7-15: Netto driftskrav for lerøy (2011-2016)

Netto driftskravet er lavt for hele analyseperioden, samtidig som det er stabilt med laveste nivå på 4,6 % og høyeste nivå på 5,2 %. Kravet reduseres gradvis over perioden. Miller-Modiglianis første proposisjon antas oppfylt slik at netto driftskravet er uavhengig av finansieringen. Reduksjonen over perioden skyldes delvis fallet i risikofri rente.

7.5 Oppsummering avkastningskrav

Tabell 7-16 viser Lerøys avkastningskrav sammenlignet med bransjen. Lerøys netto driftskrav er høyere enn for bransjen gjennom hele analyseperioden. Det skiller imidlertid lite med gjennomsnittlig 0,6 prosent større krav årlig. Egenkapitalkravet for bransjen er nokså likt Lerøy over perioden og har samme gjennomsnitt. Det samme gjelder for minoritetskravet, hvor likviditetspremien for Lerøy og bransjen er lik basert på antagelser om små forskjeller i eierskapsforhold mellom virksomhetene.

Lerøy	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Egenkapitalkrav	0,055	0,055	0,055	0,053	0,051	0,052	0,054
Minoritetskrav	0,075	0,075	0,075	0,073	0,071	0,072	0,074
Netto finansielt gjeldskrav	0,034	0,035	0,023	0,025	0,023	0,022	0,027
Netto driftskrav	0,052	0,052	0,048	0,048	0,047	0,046	0,049
Bransjen	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Gjennomsnitt
Egenkapitalkrav	0,057	0,056	0,053	0,054	0,054	0,052	0,054
Minoritetskrav	0,077	0,076	0,073	0,074	0,074	0,072	0,074
Netto finansielt gjeldskrav	0,026	0,025	0,022	0,021	0,019	0,018	0,022
Netto driftskrav	0,047	0,046	0,043	0,043	0,041	0,040	0,043

Tabell 7-16: Oppsummerte avkastningskrav for Lerøy og bransjen (2011-2016)

Lerøy finansieres med en større andel egenkapital enn gjennomsnittet i bransjen. Vektet netto driftskrav er uavhengig av finansieringen ettersom gearing øker risikoen og dermed også avkastningen på egenkapitalen (Modigliani and Miller, 1958). Siden Lerøy har en høyere egenkapitalprosent vil egenkapitalkravet være noe under bransjens krav i enkelte år.

Kravet til netto finansiell gjeld er i snitt 0,5 prosent høyere for Lerøy enn for bransjen. Lerøy har som drøftet i kapittel 6 en høyere gjeldsdekningsgrad enn bransjen, det vil si at Lerøy har en større andel finansielle eiendeler i forhold til finansiell gjeld enn bransjen. Ettersom kravet til finansiell gjeld er høyere enn kravet til finansielle eiendeler øker Lerøys krav til netto finansiell gjeld. Oppsummert er det forholdsvis små forskjeller på netto driftskravene. Lerøy har et noe høyere netto finansielt driftskrav, som igjen gir et høyere netto driftskrav enn for bransjen.

8. Analyse av lønnsomhet og strategisk fordel

I dette kapittelet skal det foretas en grundig rentabilitetsanalyse av Lerøy og bransjen. Rentabilitet kan defineres som kapitalens prosentvise avkastning (Damodaran, 2012), der rentabiliteten er et mål på lønnsomhet. Ved rentabilitetsanalyse vil det være ønskelig å analysere funnene fra analysen opp mot en målestokk, og ikke bare mot historiske nivåer for den aktuelle virksomheten. Bransjen egner seg godt som målestokk i denne sammenheng. Ved å fokusere analysen på avvik mellom analyseobjekt og den egnede målestokken gjennomføres per definisjon en strategisk regnskapsanalyse.

Den strategiske rentabilitetsanalysen vil videre danne grunnlaget for utarbeiding av fremtidsregnskap i kapittel 9. Framskrivning bør baseres på normaliserte og justerte tall, da disse har mer relevans og bedre predikasjonsverdi for fremtidig lønnsomhet. Det vil derfor benyttes normaliserte tall i rentabilitetsanalysen. Rentabilitet beregnes i denne oppgaven som en etterskuddsrente for å oppnå konsistens med avkastningskravene fra kapittel 7, der de vektete avkastningskravene baseres på gjennomsnittlig kapital justert for opptjent resultat i perioden. Gjennomsnittlig verdi over analyseperioden beregnes i dette kapitlet med utgangspunkt i vekting av årsperiodene jamfør tabell 5-23 side 86.

8.1 Egenkapitalrentabilitet

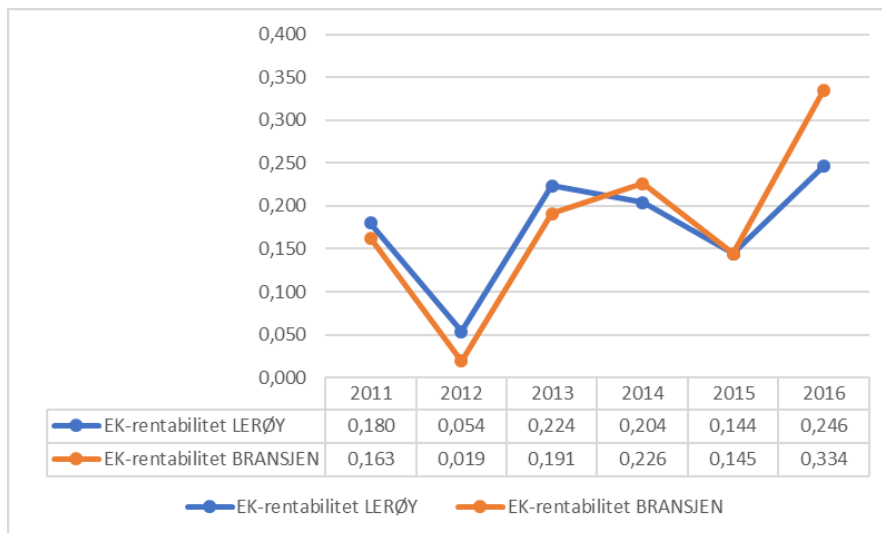
Egenkapitalrentabilitet er et mål på eiernes avkastning på den investerte kapitalen i selskapet. Beregning av rentabilitet følger av formelen under.

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

Formel 14: Egenkapitalrentabilitet (ekr)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet
EK-rentabilitet LERØY	0,180	0,054	0,224	0,204	0,144	0,246	0,186
EK-rentabilitet BRANSJEN	0,163	0,019	0,191	0,226	0,145	0,334	0,204

Tabell 8-1: Egenkapitalrentabilitet for Lerøy og bransjen (2011-2016)



Figur 8-1: Egenkapitalrentabilitet for Lerøy og bransjen (2011-2016)

Figur 8-1 viser den beregnede rentabiliteten for Lerøy og bransjen over perioden. Rentabiliteten for Lerøy følger samme utvikling som for bransjen, der variasjonen i rentabilitet over analyseperioden i stor grad samsvarer med utviklingen for lakseprisen over perioden. Lakseprisen er en del av flere bransjespesifikke forhold som forklarer samvariasjon mellom Lerøy og bransjesnittet.

Lerøys rentabilitet er noe bedre enn for bransjen frem til 2014, og noe svakere i perioden etter. Det største avviket i figuren er for regnskapsåret 2016. Bransjen har her en svært høy beregnet egenkapitalrentabilitet på hele 33,4 prosent, mot Lerøys 24,6 prosent. Den totale egenkapitalen i Lerøy økte med 4 711 373 000 NOK fra 2015 til 2016, der 2 051 956 000 NOK er økning i innskutt egenkapital fra en rettet emisjon i forbindelse med oppkjøpet av Havfisk ASA og Norway Seafood AS. Til sammenligning økte den totale egenkapitalen for de tre komparative virksomhetene med 2 971 627 000 NOK for samme periode. Lerøy har dermed en relativt sterk økning i egenkapitalen i forhold til bransjen, og dette gir seg utslag i egenkapitalrentabiliteten for 2016. Lerøy har også en betydelig omsetning av andre produkter enn laks, der disse produktene ikke har tilsvarende rentabilitet som omsetning av laks de siste årene. Dette reduseres rentabiliteten til Lerøy relativt til virksomheter med utelukkende omsetning av oppdrettslaks.

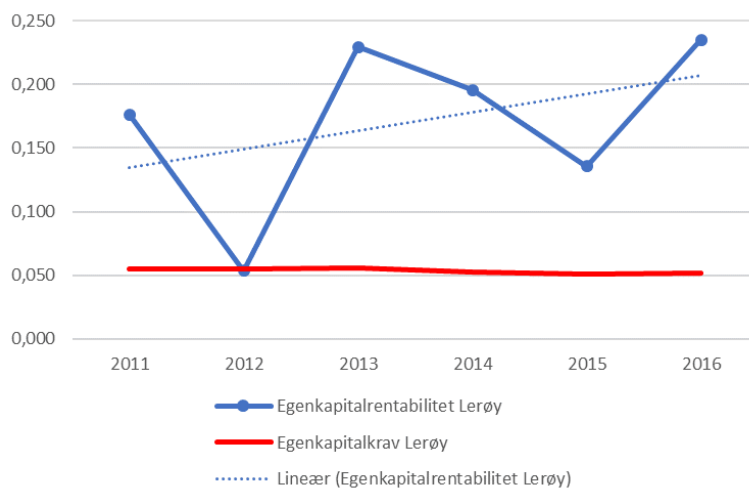
8.1.1 Superrentabilitet til egenkapitalen

For å analysere lønnsomheten til Lerøy sammenlignes selskapets egenkapitalrentabilitet med avkastningskravet til egenkapitalen. Dersom avkastningen overstiger kravet genererer selskapet superprofitt, hvilket betyr at investeringen er lønnsom for eierne.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet snitt
Egenkapitalrentabilitet Lerøy	0,180	0,054	0,224	0,204	0,144	0,246	0,186
Egenkapitalkrav Lerøy	0,055	0,055	0,055	0,053	0,051	0,052	0,053
Superrentabilitet	0,125	-0,001	0,168	0,152	0,093	0,194	0,133

Tabell 8-2: Superrentabilitet for Lerøy over analyseperioden (2011-2016)

Lerøy har en sterk superrentabilitet over perioden, med unntak av regnskapsåret 2012 da rentabiliteten var tilnærmet lik avkastningskravet. Tidsvektet er superrentabiliteten 13,3 prosent.



Figur 8-2: Superrentabilitet for Lerøy over analyseperioden (2011-2016)

Figur 8-2 viser Lerøys superrentabilitet for perioden, der den lineære trendlinjen for rentabiliteten viser en stigende rentabilitet over analyseperioden. I det neste studeres kildene til superrentabiliteten ved at den dekomponeres til en bransjefordel og en ressursfordel jamfør formelen under.

$$\mathbf{ekr - ekk = (ekr_B - ekk) + (ekr - ekr_B) + (ekk_B - ekk)}$$

$$\mathbf{ekr_B - ekk_B = \text{Superrentabilitet for bransjen (Bransjefordel)}}$$

$$\mathbf{ekr - ekr_B = \text{Superrentabilitet for Lerøy relativt til bransjen (Intern ressursfordel I)}}$$

Formel 15: Superrentabilitet

8.1.2 Ekstern bransjefordel

Bransjefordelen er bransjens felles superrentabilitet. Tabell 8-3 viser bransjens superrentabilitet over analyseperioden.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet snitt
Egenkapitalrentabilitet Bransje	0,163	0,019	0,191	0,226	0,145	0,334	0,204
Egenkapitalkrav Bransje	0,057	0,056	0,053	0,054	0,054	0,052	0,054
Superrentabilitet for bransjen	0,106	-0,037	0,138	0,171	0,090	0,282	0,150

Tabell 8-3: Superrentabilitet for bransjen over analyseperioden (2011-2016)

Tidsvektet gjennomsnittlige bransjefordel er 15 prosent. Det er markant nedgang i årene 2012 og 2015, mens nedgangen fra 2015 er snudd til en historisk god bransjefordel i 2016. Superrentabiliteten er 1,7 prosent høyere for bransjen enn for Lerøy tidsvektet over perioden, der forskjellene for 2016 forsterkes som følge av at de to seneste årene vektlegges mest. Lerøy har høyere superrentabilitet enn bransjen de fleste årene av analyseperioden med unntak av 2014 og 2016.

8.1.3 Intern ressursfordel

Intern ressursfordel I

Differansen mellom egenkapitalrentabiliteten i Lerøy og bransjen utgjør den interne ressursfordelen. Intern ressursfordel uttrykker hvilke særskilte ressurser Lerøy besitter i forhold til bransjen og hvorvidt disse danner en fordel for Lerøy. Tabell 8-4 viser den interne ressursfordelen.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet snitt
Egenkapitalrentabilitet Lerøy	0,180	0,054	0,224	0,204	0,144	0,246	0,186
Egenkapitalrentabilitet Bransje	0,163	0,019	0,191	0,226	0,145	0,334	0,204
Intern ressursfordel	0,017	0,035	0,033	-0,022	0,000	-0,089	-0,017

Tabell 8-4: Intern ressursfordel I for Lerøy over analyseperioden (2011-2016)

Lerøy har en negativ differanse til bransjen i 2014 og 2016. Regnskapsåret 2016 skiller seg negativt ut for Lerøy i likhet med andre analyser, med en differanse på 8,9 prosent. Dette medfører at tidsvektet snitt også blir negativt for perioden på 1,7 prosent.

Intern ressursfordel II

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet snitt
Egenkapitalkrav Bransje	0,057	0,056	0,053	0,054	0,054	0,052	0,054
Egenkapitalkrav Lerøy	0,055	0,055	0,055	0,053	0,051	0,052	0,053
Intern ressursfordel II	0,002	0,001	-0,003	0,002	0,003	0,000	0,001

Tabell 8-5: Intern ressursfordel II for Lerøy over analyseperioden (2011-2016)

Avkastningskravet for Lerøy er tilnærmet likt som for de øvrige komparative virksomhetene. Vektet kravfordel er på 0,1 prosent som ikke er tilstrekkelig for å anta noen ressursfordel II for Lerøy.

8.1.4 Strategisk fordel

Den gjennomsnittlige superrentabiliteten er 13,3 prosent, der den sterke bransjefordelen trekkes ned av en negativ intern ressursfordel på 1,7 prosent. Som tidligere nevnt skyldes dette i hovedsak rentabilitetsdifferansen i 2016 og vektingen av denne. Den strategiske fordelene er størst i 2013 og 2016, og negativ for 2012 som var et krevende år for hele bransjen.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet snitt
Bransjefordel	0,106	-0,037	0,138	0,171	0,090	0,282	0,150
Intern ressursfordel	0,017	0,035	0,033	-0,022	0,000	-0,089	-0,017
Intern ressursfordel II	0,002	0,001	-0,003	0,002	0,003	0,000	0,001
Strategisk fordel	0,125	-0,001	0,168	0,152	0,093	0,194	0,133

Tabell 8-6: Strategisk fordel for Lerøy over analyseperioden (2011-2016)

Den interne ressursfordelen har gått fra svakt positiv i begynnelsen av perioden til negativ mot slutten av perioden. Dette kan tyde på at konkurransefortrinn for Lerøy er utjevnet, og at Lerøy har en ulempe i forhold til bransjen.

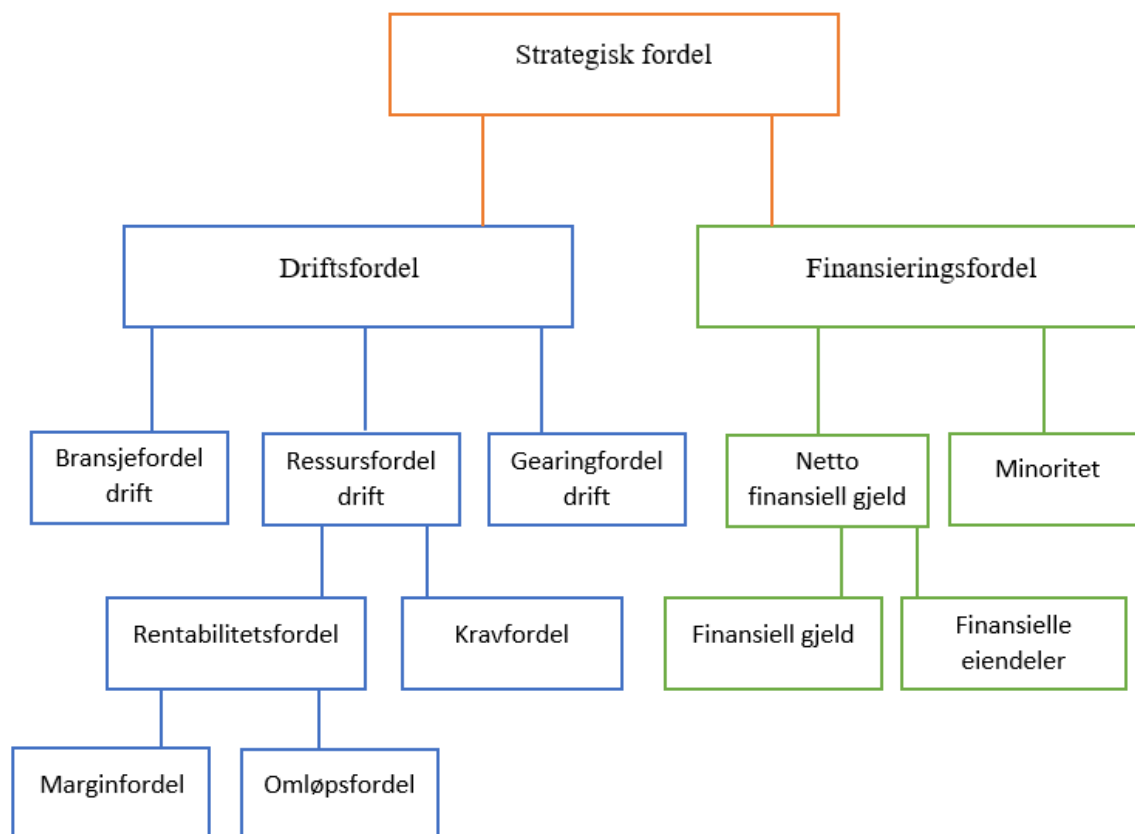
En annen tolkning som bygger på den kvalitative analysen i kapittel 4 er at stor satsing på videreforedling i europeiske land er i startfasen med ledig kapasitet som trekker opp kostnadene og reduserer rentabiliteten. Lerøys satsing på hvitfisk vil trolig også bidra til økte investeringer fremover, men med sikte på å utnytte et velfungerende distribusjonssystem og ledig kapasitet i videreforedling. Lerøy har den høyeste bearbeidelsesgraden av virksomhetsutvalget i oppgaven. Som tidligere nevnt steg prisene på hel rundslaktet laks raskere enn for bearbejdede produkter i 2016 på grunn av den høye volatiliteten i spotmarkedet. Marginene for salg av hel rundslaktet laks var dermed bedre enn for

bearbejdede produkter i denne perioden, hvilket forklarer noe av differansen til den svake resursfordelen i 2016. Samtidig var store biologiske utfordringer i Lerøy midt med på å trekke totalresultatet ned med høye behandlingskostnader og tidlig uttak av laks som gav høyere uttakskostnader per kilo slaktet laks.

De nevnte forholdene taler for at Lerøys resursulempe kan være midlertidig. Lerøy besitter verdifulle ressurser innen bearbejding av laks og hvitfisk, der distribusjon til store markeder under en sterk merkevare har et stort potensial og differensierer Lerøy fra bransjen ellers. Ettersom markedet for hvitfisk er underutviklet sammenlignet med laks og ørret kan marginene her økes.

8.2 Rammeverk for strategisk drifts- og finansieringsanalyse

Til nå er tidsvektet gjennomsnittlig strategisk fordel i Lerøy beregnet og dekomponert til en bransjefordel og intern resursfordel. Videre vil det gjøres dypere analyser og dekomponering for å få innsikt i kildene til den strategiske fordelen. I de neste delkapitlene dekomponeres strategisk fordel i en driftsfordel og en finansieringsfordel, etterfulgt av en videre analyse av disse hver for seg. En naturlig hypotese vil være at driftsfordelen er primærkilden til strategisk fordel, da finansieringsfordelen antas liten grunnet høy konkurranse i kapitalmarkedet. Rammeverket som benyttes til videre dekomponering og analyse i dette kapitlet følger av figur 8-3.



Figur 8-3: Rammeverk for dekomponering av strategisk fordel (Knivsflå, 2017h).

8.3 Driftsfordel – bransje, resurs og gearing

I denne delen analyseres Lerøys drift med hensyn på å kartlegge hvilke drivere som gir opphav til strategisk fordel. Den rene driftsfordelen består av en bransjefordel og en ressursfordel, der ressursfordelen videre består av en marginfordel og en omløpsfordel. Dersom det foreligger driftsfordel kan denne skaleres opp ved gearing, det vil si at gjeld kan øke den eksisterende rene driftsfordelen.

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

$$ndr_B - ndk_B = \text{Bransjefordel drift}$$

$$ndr - ndr_B = \text{Ressursfordel drift}$$

$$ndk_B - ndk = \text{Kravfordel drift}$$

Formel 16: Ren driftsfordel

Den rene driftsfordelen beregnes med utgangspunkt i netto driftsrentabilitet. Netto driftsrentabilitet er et mål på hvor stor avkastningen har vært på netto driftskapital over en periode på ett år. Netto driftsrentabilitet beregnes som etterskuddsrente med gjennomsnittlig kapital. Lerøy har en tidsvektet gjennomsnittlig ren driftsfordel på 10 prosent over analyseperioden. Driftskravet er forholdsvis stabilt over perioden, mens driftsrentabiliteten varierer stort fra år til år. De bakenforliggende årsakene til dette er tidligere nevnt, der først og fremst lakseprisen i markedet påvirker rentabiliteten.

LERØY	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet snitt
Netto driftsrentabilitet Lerøy	0,137	0,047	0,174	0,154	0,114	0,202	0,147
- Netto driftskrav Lerøy	0,052	0,052	0,048	0,048	0,047	0,046	0,048
= Ren driftsfordel	0,085	-0,005	0,126	0,106	0,067	0,156	0,100

Tabell 8-7: Ren driftsfordel for Lerøy over analyseperioden (2011-2016)

8.3.1 Bransjefordel drift

Dersom driftsrentabiliteten i bransjen er større enn driftskravet foreligger det en driftsfordel i bransjen. Muligheter og trusler eksternt påvirker alle aktører i bransjen og henholdsvis øker og reduserer bransjens driftsrentabilitet.

BRANSJEN	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet snitt
Netto driftsrentabilitet bransjen	0,118	0,030	0,151	0,155	0,101	0,229	0,145
- Netto driftskrav Bransjen	0,047	0,046	0,043	0,043	0,041	0,040	0,042
= Ren driftsfordel bransje	0,071	-0,016	0,108	0,112	0,059	0,189	0,103

Tabell 8-8: Ren driftsfordel over analyseperioden for bransjen (2011-2016)

Tidsvektet gjennomsnittlig driftsfordel for bransjen er på 10,3 prosent. Foruten om 2012 er driftsfordelen positiv over hele analyseperioden. Trenden over perioden er en økende driftsrentabilitet, der 2012 og 2015 viser tilbakegang etterfulgt av vekst i neste periode. Driftsfordelen for 2016 var bemerkelsesverdig god i et år hvor lakseprisene var rekordhøye over lengre tid. Den positive trenden i driftsrentabiliteten forsterker inntrykket om vekst i bransjen fra den strategiske analysen i kapittel 4. Biologiske utfordringer og reduserte priser på laks fremstår som hovedårsakene bak rentabilitetsfallene i 2012 og 2015. De store variasjonene i spottprisen på laks gir naturlige variasjoner fra år til år.

Etterspørselen etter laks har trolig aldri vært høyere enn i 2016 og innganger til 2017. Også i 2016 fortsatte næringens utfordringer med lakselus å prege kostnadsbildet og tilbudet av laks til markedet, der uttakskostnaden per kilo laks var unormalt høye i kombinasjon med lavere slaktevolumer av laks enn for 2015. Ugunstige situasjoner i forbindelse med produksjonen gav et lavere tilbud til markedet, som medførte svært høye priser grunnet differansen mellom tilbud og etterspørsel. De unormalt høye produksjonskostnadene i forbindelse med avlusing og behandling kan reduseres etter hvert som kostbare eksperimentelle metoder utleder kostnadseffektive metoder med gode resultater på fiskehelse og lusenivå. Dette kan gi grunnlag for økte marginer, men hvilke laksepriser som oppnås fremover er vanskelig å prognostisere.

8.3.2 Ressursfordel drift

Resursfordel innebærer at virksomheten er i besittelse av interne ressurser eller sjeldne egenskaper som utnyttes effektiv nok til å oppnå en fordel ovenfor resten av bransjen. Ressursfordelen dekomponeres i en rentabilitetsfordel og en kravfordel jamfør rammeverket i figur 8-3 side 119.

Rentabilitetsfordel

Rentabilitetsfordel beregnes ved å finne differansen mellom driftsrentabiliteten i virksomheten og bransjeutvalget.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet snitt
Netto driftsrentabilitet Lerøy	0,137	0,047	0,174	0,154	0,114	0,202	0,147
Netto driftsrentabilitet							
- bransjen	0,118	0,030	0,151	0,155	0,101	0,229	0,145
= Rentabilitetsfordel drift	0,019	0,018	0,024	-0,001	0,013	-0,027	0,003

Tabell 8-9: Rentabilitetsfordel drift for Lerøy over analyseperioden (2011-2016)

Figur 8-9 viser at Lerøy har 0,3 prosent rentabilitetsfordel i tidsvektet gjennomsnitt over analyseperioden. Fordelen er således marginal, men tyder på at Lerøy har ressurser på nivå med bransjeutvalget. Lerøys resursfordel trekkes ned av en rentabilitetsulempe for regnskapsåret 2016 på 2,5 prosent. Det vil si at Lerøys fordel er redusert mot slutten av perioden. Ettersom det er i 2016 Lerøys fordel forvitrer er det relevant å se tilbake til hvilke forhold fra VRIO analysen i kapittel 4 som kan ha endret seg i negativ retning for Lerøy dette året.

I VRIO analyse pekes det på Lerøys merkevare som en sjelden og verdifull merkevare som gir konkurransemessige fordeler. Ettersom etterspørselen etter laks var langt høyere enn tilbudet for 2016 kan det tenkes at merkevaren ikke i samme grad som tidligere bidro til merverdi for Lerøy da markedet tok unna alt som ble levert og hele bransjen fikk en særdeles god prisoppnåelse på laks. Som tidligere nevnt ble også bearbeidingsfordelene reduserte grunnet høyere marginer på hel rundslaktet laks.

Kravfordel

Den andre delen av ressursfordelen er kravfordel som fremgår av tabell 8-10.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet snitt
Netto driftskrav Bransjen	0,047	0,046	0,043	0,043	0,041	0,040	0,042
- Netto driftskrav Lerøy	0,052	0,052	0,048	0,048	0,047	0,046	0,048
= Kravfordel drift	-0,006	-0,006	-0,006	-0,005	-0,005	-0,005	-0,005

Tabell 8-10: Kravfordel drift for Lerøy over analyseperioden (2011-2016)

Lerøy har en gjennomsnittlig kravulempe på 0,5 prosent. Lerøys netto driftskrav er stabilt høyere enn for bransjen gjennom hele analyseperioden. Lerøy har en større andel egenkapitalfinansiering enn bransjen, der bransjen har høyere gjeldsandel. Ettersom kravet til egenkapital er høyere enn kravet til netto finansiell gjeld vil det vektete driftskravet være noe høyere for Lerøy enn for bransjen. Generelt sett vil det ofte skille lite mellom driftskravene innenfor en bransje, ettersom finansieringen ikke påvirker driftskravet (Modigliani and Miller, 1958).

8.4 Dekomponering av rentabilitetsfordel i drift

Rentabilitetsfordelen som fremgår på side 121 kan dekomponeres videre i en marginfordel og en omløpsfordel. En ressursfordel eller ressursulempe oppstår som følge av ulik tilgang til ressurser i forhold til bransjen eller ulik utnytting av ressursene. For å forstå de bakenforliggende faktorene av ressursfordelen eller ulempen benyttes «Du Pont» modellen, hvor netto driftsrentabilitet finnes som produktet mellom netto driftsrentabilitet og omløpet til netto driftseiendeler.

8.4.1 Marginfordel

Marginfordelen beregnes med utgangspunkt i netto driftsmargin, som er forholdet mellom netto driftsresultat og driftsinntekter. Marginfordel er en kostnadsfordel ettersom driftskostnadene vil være lavere enn for bransjen per krone driftsinntekt. Kostnadsfordelen vil være et resultat av bedre ressurser eller bedre utnyttelse av ressursene i forhold til bransjen.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet snitt
Netto driftsmargin Lerøy	0,103	0,040	0,129	0,107	0,082	0,139	0,105
- Netto driftsmargin bransjen	0,115	0,031	0,135	0,127	0,087	0,160	0,116
= Uvektet marginfordel	-0,012	0,009	-0,006	-0,020	-0,005	-0,021	-0,011
* Omløpet til netto driftskapital	1,338	1,180	1,352	1,446	1,388	1,452	1,387
= Marginfordel	-0,017	0,010	-0,008	-0,029	-0,007	-0,030	-0,016

Tabell 8-11: Marginfordel for Lerøy over analyseperioden (2011-2016)

Lerøy har en marginulempe over hele perioden med unntak av 2012. Marginulempen for 2014 og 2016 er på hele 2,9 % som gir en tidsvektet ulempe på 1,6 %. Lerøys marginulempe er et resultat av større kostnader per krone omsatt enn de komparative virksomhetene.

Common size analyse

Marginfordel /ulempe kan undersøkes videre ved å foreta en common size analyse. Dette er en oppstilling av omgruppert og justert driftsresultat hvor postene i regnskapet er uttrykt i prosent av driftsinntekter.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet snitt	Bransje
Driftsinntekter	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
- Varekostnader	0,640	0,708	0,630	0,636	0,655	0,594	0,637	0,557 Ulempe
- Lønn og personlakostnader	0,106	0,113	0,102	0,101	0,105	0,103	0,104	0,118 Fordel
- Andre driftskostnader	0,094	0,094	0,093	0,100	0,108	0,108	0,102	0,142 Fordel
- Avskrivninger	0,030	0,032	0,029	0,029	0,032	0,030	0,030	0,038 Fordel
= Driftsresultat egen virksomhet	0,131	0,052	0,147	0,133	0,100	0,165	0,127	0,145 Ulempe
- Driftsrelatert skatt	0,030	0,015	0,036	0,034	0,022	0,041	0,031	0,039 Fordel
= Netto driftsresultat egen virksomhet	0,100	0,037	0,111	0,099	0,078	0,124	0,096	0,106 Ulempe
+ Nettoresultat fra tilknyttet virksomhet	0,002	0,003	0,018	0,007	0,005	0,015	0,009	0,010 Ulempe
= Netto driftsresultat	0,103	0,040	0,129	0,107	0,082	0,139	0,105	0,116 Ulempe

Tabell 8-12: Common size analyse av Lerøy gjennom analyseperioden (2011-2016)

Av tabellen fremgår det at varekostnadene er den største ulempen til Lerøy. Varekostnadene utgjør 8 prosent mer av driftsinntektene over perioden enn for bransjen, og er med det hovedårsaken til den samlede uvektede marginulempen på 1,6 prosent. Andre driftskostnader er 4 prosent lavere for Lerøy, og det kan dermed stiles spørsmål om noe av forskjellen skyldes ulik klassifisering av utgifter i utarbeidelsen av årsregnskapene. Det er forholdsvis små avvik mellom Lerøy og bransjen på lønnskostnader og avskrivninger.

Informasjonen fra strategisk analyse i kapittel 4 kan forklare mulige årsaker til prosentvis høyere varekostnader enn bransjen. Varekostnader er de utgiftene som oppstår i forbindelse med innkjøp og forbruk av diverse produkter innen varekretsløpet. Utgifter til fiskefôr vil her stå sentralt da fiskefôr utgjør den største enkeltkostnaden innen oppdrett. Marine Harvests fordel hva angår fiskefôr er tidligere drøftet. Det er imidlertid en begrenset kostnadsfordel foreløpig og gjelder tilsvarende ovenfor de øvrige virksomhetene. Det samme gjelder produsenter av marine råvarer, der betingelsene vil gjelde for hele bransjen samlet.

Forklaringsfaktorene bak kostnadsulempen finnes i Lerøys interne ressursene. Biologiske utfordringer i Lerøy midt har gitt høyere uttakskostnad per kilo slaktet fisk. Produksjonskostnadene i oppdrettsnæringen generelt har økt unormalt mye de siste årene. Hovedforklaringen bak produksjonskostnadsveksten er tiltagende lakselusproblematikk der utvikling av resistens har medført behov for stadig nye og eksperimentelle metoder for avlusing. Etersom kostnadsveksten sammenfaller med den historisk høye spottprisen for laks og ørret i 2016 kan det også tenkes at produksjonsprosesser endres for å oppnå optimal lønnsomhet selv om dette medfører økte kostnader. Lerøys kostnadsulempe kan tyde på at de har hatt større utfordringer enn hva som er normalt i bransjen. Årsrapporten for 2015 underbygger til en viss grad denne påstanden.

En annen forklaring på kostnadsulempen kan være Lerøys strategiske satsing på bearbeiding av fisk, der utvikling og fremstilling av lakseprodukter har vært sentralt. Motivene for den strategiske satsingen på bearbeiding er tidligere i oppgaven forklart med ønske om diversifikasjon mot spottprisen på laks i markedet, kombinert med lav volumvekst i produksjonen med fokus på andre kilder til omsetningsvekst. Opparbeiding av bearbeidingsenheter i nærheten av de store markedene har medført betydelige investeringer i 2014 og 2015 (Lerøy, 2016c). Bearbeidingslokalene har av ulike årsaker operert med vesentlig ledig kapasitet i produksjonen over denne perioden, hvilket øker enhetskostnadene på bearbeidede produkter. Den store bearbeidingsandelen har gitt midlertidig ulempe grunnet høy

spottpreis, der marginene for salg av hel rundslaktet laks er bedre enn for bearbejdede produkter.

Den siste faktoren som trekkes frem er hvitfisksatsingen i form av oppkjøpene av Havfisk ASA og Norway Seafood AS. Oppkjøpene ble ifølge Lerøy gjort på bakgrunn av potensialet til å kunne utvikle nedstrømsaktivitetene innen hvitfisk tilsvarende som for laks og ørret. Ettersom markedet for hvitfisk anses underutviklet i forhold til markedet for laks vil marginene ventelig være svakere for disse virksomhetene og således påvirke marginene negativt i Lerøys konsernregnskap etter konsolidering av tredje og fjerde kvartal for 2016.

8.4.2 Omløpsfordel

Omløpet til netto driftskapital finnes ved å dividere driftsinntektene på netto driftskapitalen. Omløpet er et mål på effektiviteten av den investerte kapitalen i form av hvor mye driftsinntekter som genereres per krone investert.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet snitt
Omløpet til netto driftskapital	1,338	1,180	1,352	1,446	1,388	1,452	1,387
Omløpet til netto driftskapital - bransje	1,026	0,942	1,115	1,223	1,158	1,432	1,205
= Uvektet omløpsfordel	0,312	0,238	0,236	0,223	0,229	0,019	0,182
* Netto driftsmargin bransje	0,115	0,031	0,135	0,127	0,087	0,160	0,116
= Omløpsfordel	0,036	0,007	0,032	0,028	0,020	0,003	0,019

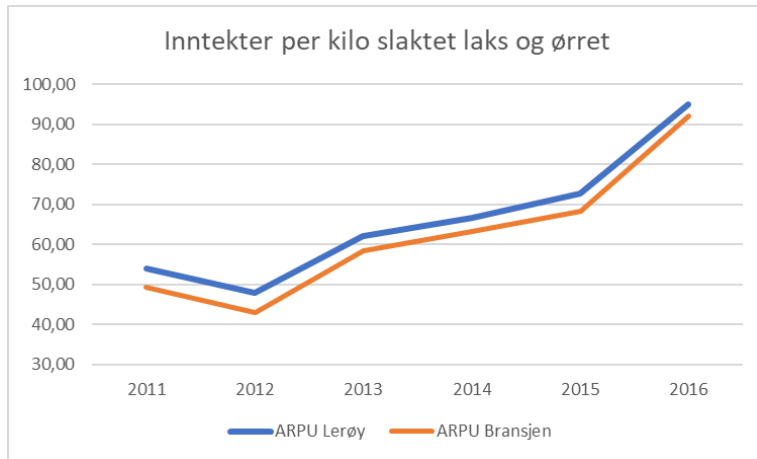
Tabell 8-13: Omløpsfordel for Lerøy over analyseperioden (2011-2016)

Lerøy har en tidsvektet gjennomsnittlig omløpsfordel på 1,9 prosent over perioden. Omløpsfordelen er positiv for alle årene, der høyeste nivå er i 2011 og laveste nivå i 2016. Fordelen varierer år for år, men det kan likevel se ut som om trenden over perioden er at bransjen innhenter Lerøys omløpsfordel. Omløpsfordelen veier opp for den negative marginfordelen og gir dermed en svakt positiv ressursfordel drift på 0,3 prosent som beregnet tidligere.

De underliggende forholdene til Lerøys omløpsfordel kan analyseres ved å dekomponere omløpsfordelen i underomløp. Omløpsfordelen analyseres ved å studere driftsinntekter og netto driftseiendeler i forhold til antall kilo slaktet laks og ørret, for deretter å sammenligne med bransjesnittet. Resultatet vil vise hvilke priser Lerøy oppnår opp mot sine konkurrenter og hvorvidt Lerøys drift er mer eller mindre kapitaleffektiv.

Average Revenue Per Unit - ARPU	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet snitt
ARPU Lerøy	54,07	47,85	62,16	66,62	72,60	94,84	72,00
- ARPU Bransjen	49,29	42,95	58,40	63,10	68,38	92,12	68,27
= Differanse	4,78	4,90	3,76	3,52	4,22	2,71	3,73

Tabell 8-14: Driftsinntekter per kg (ARPU) laks og ørret for Lerøy og bransjen

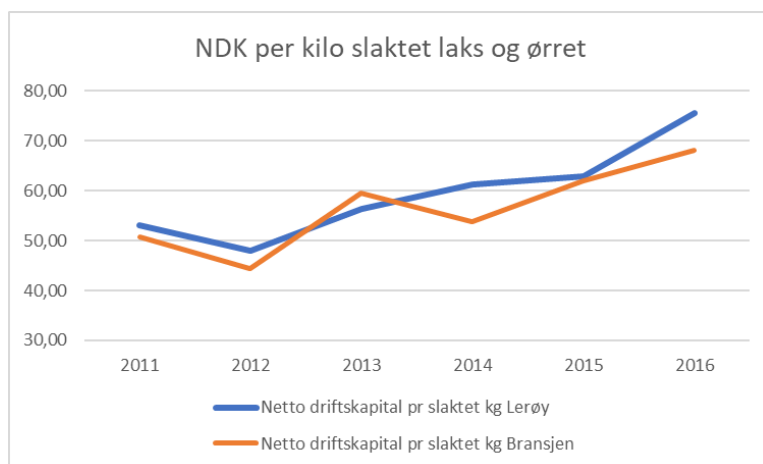


Figur 8-4: Driftsinntekter per kg (ARPU) laks og ørret for Lerøy og bransjen

Figur 8-4 viser at det er små prisforskjeller per kilo mellom Lerøy og bransjen over analyseperioden (Fiskeridirektoratet, 2017b). Det er sterk samvariasjon mellom prisutviklingen, og Lerøy har en liten prisfordel over perioden som reduseres noe fra 2015 til 2016. Figuren underbygger at laks og ørret er en «commodity» gode. Driftsinntekter som inngår i tabellen er hentet fra årsrapportene for selskapene i oppgavens bransjeutvalg. Inntekter som inngår i driftsinntekter er salgsinntekter fra hel rundslaktet laks og ørret samt inntekter fra bearbeidet laks. Denne informasjonen er segmentert i de fleste årsrapportene, for Lerøy finnes denne informasjonen i note 13 for årene 2011-2015 og note 4 for året 2016. Ettersom bearbeidet laks er inkludert i tallgrunnlaget kan dette forklare noe av årsaken til at Lerøy oppnår en noe bedre pris. Lerøys sterke merkevarenavn innen fersk fisk til husholdning og sushi gir potensiale for en høyere prisoppgang. Den reduserte prisforskjellen for 2016 kan sees i sammenheng med tidligere drøftelser om at foredlede produkter ikke har samme prisstigning som hel rundslaktet laks / ørret i spotmarkedet.

Netto driftskapital per kilo	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet snitt
Netto driftskapital pr kg Lerøy	53,13	47,97	56,42	61,19	62,88	75,47	62,74
- Netto driftskapital pr kg Bransjen	50,80	44,34	59,53	53,84	61,97	68,16	59,20
= Differanse	2,33	3,64	-3,11	7,35	0,91	7,31	3,54

Tabell 8-15: Netto driftskapital per kilo



Figur 8-5: Netto driftskapital per kilo

Figur 8-5 viser at Lerøy har et høyere kapitalforbruk per slaktet kilo i forhold til bransjen. Variasjonene som følger av grafen kan i noen grad tilskrives volumendringer fra år til år. Lerøy har imidlertid et nokså stabilt slaktevolum fra 2014 til 2016. Det kan være flere forklaringer bak Lerøys effektivitetsulempe. Aktiverte konsesjonsverdier utgjør en vesentlig del av balansen. Konsesjonene er kjøpt til forskjellige tidspunkter for ulike priser. Et godt virksomhetskjøp eller konsesjonskjøp kan ha skapt god historisk lønnsomhet på den investerte kapitalen, men et historisk godt eller dårlig oppkjøp har liten betydning på lang sikt og således lav predikasjonsverdi. Konsesjonsverdier påvirker også bransjensnittet i stor grad slik at bransjegenomsnittet ikke nødvendigvis er et godt mål på omløpshastigheten i bransjen på sikt. Det kan være tilfellet at Lerøy har betalt større vederlag for sine konsesjoner enn bransjegenomsnittet, men dette har liten betydning for effektiviteten av Lerøys fremtidige investeringer. Lerøy har i motsetning til bransjeutvalget aktiviteter også utover oppdrett av laks og ørret. Den investerte kapitalen til disse aktivitetene er mindre segmentert enn driftsinntektene, og den investerte kapitalen kan således overbelastes havbruksegmentet. Dette vil i tilfellet medføre et noe misvisende bilde av kapitalforbruket for laks og ørret.

8.4.3 Oppsummering ren driftsfordel

Den rene driftsfordelen i Lerøy er 10 prosent over analyseperioden. Tabell 8-16 oppsummerer kildene til driftsfordelen, som hver for seg er redegjort for i dette kapittelet.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet snitt
Bransjefordel drift	0,071	-0,016	0,108	0,112	0,059	0,189	0,103
Marginulempe drift	-0,017	0,010	-0,008	-0,029	-0,007	-0,030	-0,016
+ Omløpsfordel drift	0,036	0,007	0,032	0,028	0,020	0,003	0,019
= Rentabilitetsfordel drift	0,019	0,018	0,024	-0,001	0,013	-0,027	0,003
+ Kravfordel drift	-0,006	-0,006	-0,006	-0,005	-0,005	-0,005	-0,005
= Ressursfordel drift	0,013	0,012	0,018	-0,006	0,008	-0,033	-0,003
= Ren driftsfordel	0,085	-0,005	0,126	0,106	0,067	0,156	0,100

Tabell 8-16: Oppsummering av ren driftsfordel i Lerøy over analyseperioden

Som tabellen viser er bransjens tidsvektede driftsfordel på 10,3 prosent. Det er den høye bransjefordelen som gir opphav til den samlede rene driftsfordelen i Lerøy. For Lerøy vil bransjefordelen dermed være avgjørende for å opprettholde driftsfordelen i selskapet. Hovedkildene til bransjens driftsfordel er det begrensede tilbudet av laks og ørret til de ulike markedene rundt om i verden som etterspør mer av disse produktene enn hva bransjen klarer å levere per dags dato. Som det pekes på i bransjeanalysen foreligger det betydelige inngangsbarrierer i bransjen, hvilket vanskeliggjør ytterligere konkurranse. Hvilke volumer bransjen samlet sett tilbyr markedet vil være en avgjørende faktor for prisopptakelsen i markedet i kombinasjon med etterspørselen etter produktene. Utgifter til ulike innsatsfaktorer i produksjonen vil kunne true bransjens lønnsomhet på sikt, og er nærmere beskrevet i delkapittel 4.2.1 side 52.

Lerøy har en kostnadsulempe i form av høyere prosentvise varekostnader enn bransjeutvalget. Kostnadsulempen motvirkes av en mer kapitaleffektiv drift enn bransjen, og gir samlet en svakt positiv rentabilitetsfordel drift på 0,3 prosent for Lerøy. Den relativt høye egenkapitalandelen i Lerøy gir en større vektning av egenkapitalkravet og trekker dermed opp netto driftskravet i forhold til bransjen. Lerøy får med dette en kravulempe på 0,6 prosent. Samle genererer Lerøy en tidsvektet ren driftsfordel på 10 prosent over perioden.

8.5 Gearingfordel drift

Gearing innebærer at et selskap benytter fremmedkapital som en del av selskapets finansiering. Gjeldsgrad og gearing er synonymer for andel fremmedkapital i forhold til egenkapital i et selskap. Hvor mye fremmedkapital som benyttes avgjør hvor høyt gearet et selskap er. Finansiell gearing innebærer tilførsel av investert kapital, og kan således oppskalere virksomhetens drift og driftsfordel eller eventuelt driftsulempe. Gearing anses i den forbindelse som en tilknytning til driften og er dermed en del av driftsfordelen og ikke en finansieringsfordel. I teoretisk forstand betraktes en eventuell gearingfordel ikke å skape verdi for egenkapitalinnehaverne. Miller Modigliani slår fast at verdien av et selskap ikke påvirkes av finansieringen, slik at gearing ikke gir merverdi for eierne. Ved å øke selskapets gjeld øker risikoen for egenkapitalinnehaverne og dermed også egenkapitalkravet (Modigliani and Miller, 1958).

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet snitt
Ren driftsfordel	0,085	-0,005	0,126	0,106	0,067	0,156	0,100
Netto finansiell * gjeldsgrad	0,293	0,364	0,426	0,339	0,334	0,367	0,358
+ Ren driftsfordel	0,085	-0,005	0,126	0,106	0,067	0,156	0,100
* Minoritetsgrad	0,111	0,111	0,124	0,131	0,122	0,093	0,115
= Gearingfordel drift	0,034	-0,002	0,069	0,050	0,031	0,072	0,047

Tabell 8-17: Gearingfordel drift for Lerøy over analyseperioden (2011-2016)

Gearingfordelen er 4,7 prosent tidsvektet over perioden. Gearingen varierer noe over perioden, men det er hovedsakelig den underliggende driftsfordelen som medfører variasjoner i gearingfordelen. Tabell 8-18 viser at bransjen har en høyere gearing enn Lerøy, og en større gearingfordel over perioden.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet snitt
Geraringfordel Lerøy	0,034	-0,002	0,069	0,050	0,031	0,072	0,047
Gearingfordel bransjen	0,041	-0,010	0,061	0,071	0,039	0,117	0,064
Gearing Lerøy	0,404	0,475	0,550	0,470	0,457	0,460	0,473
Gearing bransjen	0,580	0,579	0,570	0,634	0,666	0,621	0,621

Tabell 8-18: Gearingfordel og gearing i Lerøy og bransjen over analyseperioden

Total driftsfordel

Den rene driftsfordelen som redegjort for ovenfor forsterkes av gearingfordelen og gir en samlet tidsvektet driftsfordel på 14,7 prosent. Lerøy har med dette levert god avkastning til sine eiere. Det er verdt å merke seg den svært høye driftsfordelen i 2016 på hele 22,8 prosent som følge av den gode bransjefordelen dette året. Ser vi over analyseperioden er tallene for 2016 unormalt gode, og bransjefordelen vil trolig ikke kunne holdes på dette nivået over lengre tid. Det er imidlertid tilsvarende gode bransjeforhold i 2017 som i 2016 samtidig som volumet tar seg opp igjen etter fallet i 2016. Forholdene innebærer forventninger om enda sterkere resultater for regnskapsåret 2017 hvilket betyr nye resultatrekorder for virksomhetene i bransjen.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet snitt
Bransjefordel drift	0,071	-0,016	0,108	0,112	0,059	0,189	0,103
+ Ressursfordel drift	0,014	0,012	0,018	-0,006	0,008	-0,033	-0,003
= Ren driftsfordel	0,085	-0,005	0,126	0,106	0,067	0,156	0,100
+ Gearingfordel drift	0,034	-0,002	0,069	0,050	0,031	0,072	0,047
= Sum driftsfordel	0,119	-0,007	0,195	0,156	0,098	0,228	0,147

Tabell 8-19: Total driftsfordel i Lerøy over analyseperioden (2011-2016)

8.6 Finansieringsanalyse

Analysen skifter her fokus fra driftsrelatert fordel til finansieringsfordel. Avkastningen på finansielle eiendeler, finansiell gjeld og minoritetsinteresser måles opp mot avkastningskravene beregnet i kapittel 7. Finansieringsfordel oppnås ved at avkastningen for eiendeler er høyere enn kravet, mens avkastningen for gjeld er lavere enn kravet. Forventet finansieringsfordel vil ventelig være svært marginal eller tilnærmet null. På grunn av et effisient finansmarked vil avkastningen på finansielle eiendeler og gjeld trolig være tilnærmet lik kravet hvilket gir liten finansieringsfordel. Av den grunn har finansieringen liten strategisk betydning, og finansieringsfordelen dekomponeres ikke ytterligere for analyseformål.

8.6.1 Finansieringsfordel finansiell gjeld

Finansiell gjeld gir opphav til finansieringsfordel for selskapets eiere dersom gjeldskravet er større enn lånerenten. Dersom långiver får dårligere avkastning på sin utlånte kapital enn

avkastningskravet på den utlånte kapitalen har låntager billigere finansiering enn hva som kan forventes.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet snitt
Finansielt gjeldskrav	0,024	0,025	0,019	0,019	0,017	0,016	0,019
- Finansiell gjeldsrentabilitet	0,031	0,029	0,028	0,029	0,026	0,020	0,026
* Finansiell gjeldsgrad	0,585	0,608	0,604	0,518	0,521	0,572	0,557
Finansieringsulempe							
= finansiell gjeld	-0,004	-0,003	-0,005	-0,005	-0,005	-0,002	-0,004

Tabell 8-20: Finansieringsfordel / ulempe (-) for Lerøy over analyseperioden

Lerøy har en marginal finansieringsulempe på 0,4 prosent tidsvektet over perioden. Gjeldsrentabiliteten er høyere enn gjeldskravet i fire av de seks årene. Finansieringsulempen er relativt stabil over perioden, der den marginale ulempen indikerer at Lerøy har konkurransedyktige kreditorer. Det kan argumenteres for at den syntetiske ratingen av Lerøy i oppgavens kapittel 7 er for god. Den syntetiske ratingen for Lerøy er beregnet til A, men kunne ut i fra bransjens volatilitet og sårbarhet på enkelte områder vært nedjustert til BBB. Dette vil medført et høyere finansielt gjeldskrav og en finansieringsfordel nærmere null. I kapittel 10 side 176 blir den fremtidige syntetiske ratingen drøftet ut i fra overnevnte forhold.

8.6.2 Finansieringsfordel finansielle eiendeler

Avkastning på finansielle eiendeler som overstiger avkastningskravet gir grunnlag for finansieringsfordel.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet snitt
Finansiell eiendelsrentabilitet	0,021	0,019	0,014	0,015	0,007	0,005	0,011
- Finansielt eiendelskrav	0,015	0,012	0,010	0,010	0,007	0,006	0,009
* Finansiell eiendelsgrad	0,304	0,257	0,193	0,192	0,198	0,215	0,211
Finansieringsfordel							
= finansielle eiendeler	0,002	0,002	0,001	0,001	0,000	0,000	0,001

Tabell 8-21: Finansieringsfordel finansielle eiendeler for Lerøy over analyseperioden

Tidsvektet finansieringsfordel for de finansielle eiendelene er 0,1 prosent. Fordelen er størst i begynnelsen av perioden og er redusert til null for de siste to årene. Rentabiliteten og kravet reduseres betydelig over perioden, der rentabiliteten faller mest. Økonomisk lavkonjunktur gir dårlig avkastning på risikofri kapital som bankinnskudd, noe som forklarer fallende avkastning. Den finansielle eiendelsgraden er redusert fra 2011 til 2013 i perioden hvor

finansieringsfordelen er størst. Fra 2013 er eiendelsgraden relativt stabil med fallende finansieringsfordel. Marginene er små og har liten strategisk betydning.

8.6.3 Finansieringsfordel netto finansiell gjeld

Over analyseperioden har Lerøy en tidsvektet finansieringsulempe på 0,4 prosent. Generelt vil det være gunstig å øke gjeldsgraden dersom gjeldskravet er større enn gjeldsrenten for låntager, ettersom finansieringen dermed gir selskapet en finansieringsfordel.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet snitt
Netto finansielt gjeldskrav	0,034	0,035	0,023	0,025	0,023	0,022	0,025
- Netto finansiell gjeldsrente	0,042	0,037	0,035	0,037	0,039	0,029	0,035
= Netto finansiell gjeldsrentefordel	-0,008	-0,002	-0,011	-0,013	-0,016	-0,007	-0,011
* Netto finansiell gjeldsgrad	0,293	0,364	0,426	0,339	0,334	0,367	0,358
Finansieringsfordel netto							
= finansiell gjeld	-0,002	-0,001	-0,005	-0,004	-0,005	-0,003	-0,004

Tabell 8-22: Finansieringsfordel netto finansiell gjeld for Lerøy (2011-2016)

Finansieringsulempen på 0,4 prosent innebærer at Lerøys kreditorer oppnår en svak fordel på bekostning av Lerøy. Ulempen dette innebærer for Lerøy er likevel marginal, og ettersom kapitalmarkedet er preget av stor konkurranse vil gjeldsrenten være under konstant press.

8.6.4 Finansieringsfordel minoritetsinteresser

For majoritetseierne i selskapet vil minoritetsinteressene være en finansieringsfordel dersom minoritetskravet er større enn minoritetsrentabiliteten, da minoriteten i dette tilfelle deler negativ superprofitt med majoriteten (Knivsflå, 2017h). Dersom rentabiliteten er større enn kravet vil minoriteten derimot ta andeler av superprofitten hvilket er en ulempe for majoritetseierne.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet snitt
Minoritetskrav	0,075	0,075	0,075	0,073	0,071	0,072	0,073
- Minoritetsrentabilitet	-0,007	0,019	0,237	0,062	0,065	0,388	0,163
= Minoritetsrentabilitetsfordel	0,083	0,057	-0,162	0,010	0,007	-0,316	-0,090
* Minoritetsgrad	0,111	0,111	0,124	0,131	0,122	0,093	0,115
Finansieringsfordel							
= minoritetsinteresser	0,009	0,006	-0,020	0,001	0,001	-0,029	-0,009

Tabell 8-23: Finansieringsfordel minoritetsinteresser i Lerøy over analyseperioden

Minoritetsrentabiliteten er større enn kravet for årene 2013 og 2016. I disse to årene er rentabiliteten svært god for minoritetsinteressene. Minoritetsgraden øker fra 2013 til 2014

selv om minoriteten utgjør en finansieringsulempe. Etter 2014 reduseres minoritetsinteressegraden frem til 2016. Tidsvektet utgjør minoriteten en finansieringsulempe på 0,9 prosent over analyseperioden. Finansieringsulempen er dermed tilnærmet lik null over perioden, noe som er naturlig ettersom majoriteten tilpasser minoritetsgraden i forhold til om den er en fordel eller ulempe. I enkelte tilfeller kan imidlertid ønske om fordeling av risiko med minoritet overstyre en mekanisk tilpasning på minoritetsgraden.

8.6.5 Oppsummering finansieringsfordel

Tabell 8-24 viser den samlede finansieringsfordelen for Lerøy over analyseperioden. Finansieringen utgjør en fordel frem til 2012 og en ulempe for årene etter dette. Samlet finansieringsulempe er på 1,2 prosent, der minoritetsulempen trekker mest ned. Totalt sett vil finansieringsulempen være av liten betydning for den strategiske fordel, og antagelsen om at det er driften som skaper strategisk fordel er i Lerøys tilfelle her bekreftet.

Finansieringsfordel (FF)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet snitt
FF finansiell gjeld	-0,004	-0,003	-0,005	-0,005	-0,005	-0,002	-0,004
+ FF finansielle eiendeler	0,002	0,002	0,001	0,001	0,000	0,000	0,001
= FF netto finansiell gjeld	-0,002	-0,001	-0,005	-0,004	-0,005	-0,003	-0,004
+ FF minoritet	0,009	0,006	-0,020	0,001	0,001	-0,029	-0,009
= Samlet FF Lerøy	0,007	0,005	-0,025	-0,003	-0,004	-0,032	-0,012

Tabell 8-24: Samlet finansieringsfordel for Lerøy over analyseperioden

8.7 Oppsummering av strategisk fordel

Gjennom dette kapitlet er Lerøys strategiske fordel beregnet og dekomponert. En oversikt over de endelige beregningene følger av tabell 8-25 under.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet snitt
Bransjefordel drift	0,071	-0,016	0,108	0,112	0,059	0,189	0,103
+ Ressursfordel drift	0,014	0,012	0,018	-0,006	0,008	-0,033	-0,003
= Strategisk fordel drift	0,085	-0,005	0,126	0,106	0,067	0,156	0,100
+ Gearingfordel drift	0,034	-0,002	0,069	0,050	0,031	0,072	0,047
= Driftsfordel	0,119	-0,007	0,195	0,156	0,098	0,228	0,147
Finansieringsfordel							
+ NFG	-0,002	-0,001	-0,005	-0,004	-0,005	-0,003	-0,004
+ Finansieringsfordel MI	0,009	0,006	-0,020	0,001	0,001	-0,029	-0,009
= Strategisk fordel	0,125	-0,001	0,168	0,152	0,093	0,194	0,133

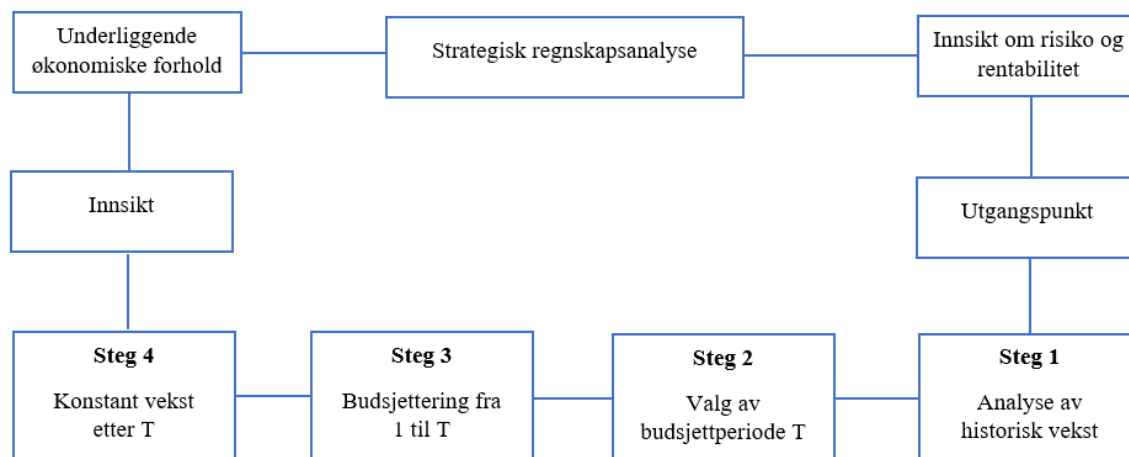
Tabell 8-25: Oppsummert strategisk fordel for Lerøy over analyseperioden

9. Fremtidsregnskap

Oppgaven skifter nå fokus fra å omhandle historisk rapporterte tall til å utarbeide fremtidige regnskapstall for Lerøy. Ved utarbeidelsen av fremtidsregnskapet vil innsikten fra den strategiske regnskapsanalysen være en viktig del av informasjonsgrunnlaget. I dette kapittelet prognostiseres Lerøys fremtidige resultatregnskap, balanse og frie kontantstrøm. Kapittel 10 tar for seg fremtidige avkastningskrav, mens selve gjennomføringen av den fundamentale verdivurderingen presenteres i kapittel 11.

9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap

Oppgavens utarbeidelse av fremtidsregnskap for Lerøy følger rammeverket til Knivsflå (Knivsflå, 2017i) som igjen har inspirasjon og likhetstrekk til Penman sitt rammeverk for fremtidsregnskap (Penman, 2013). Rammeverket består av fire steg som følger av figur 9-1 under.



Figur 9-1 Rammeverk for fremtidsregnskap (fritt etter Knivsflå)

Steg 1 i rammeverket innebærer analyse av den historiske veksten til selskapet, med fokus på driftsinntektsveksten. Historisk vekst er relevant ved predikasjon av fremtidig vekst. Videre vil oppgavens valg av budsjettperiode besluttes i steg 2. Budsjettperioden er her definert som perioden ett år frem i tid (år 1) og frem til det året hvor veksten antas å være konstant, som benevnes år T. Når budsjettperioden er valgt kan budsjetteringen fra år 1 til år T gjøres i steg 3. Ved hjelp av ni ulike budsjett drivere budsjetteres regnskapet over budsjettperioden. Til slutt

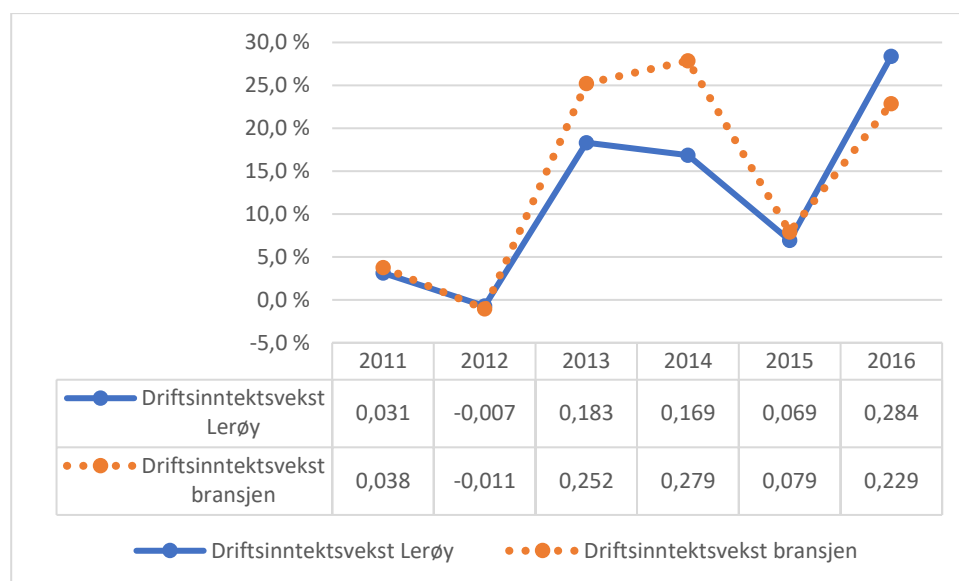
i steg 4 estimeres den årlige veksten fra år T, som antas å være konstant ettersom selskapet i denne fasen er i «steady state» jamfør økonomisk teori.

9.2 Vekstanalyse

Den historisk veksten i et selskap vil kunne gi indikasjoner på den fremtidige veksten, og vil således være nødvendig informasjon ved utarbeidelse av fremtidsregnskap. Driftsinntektsveksten har stor betydning for verdsettelsen av egenkapitalen. I det følgende presenteres en analyse av Lerøys historiske driftsinntektsvekst.

9.2.1 Analyse av historisk driftsinntektsvekst

Driftsinntektsveksten blir ofte ansett som den viktigste budsjettdriveren ettersom veksten vil avgjøre størrelsen på selskapet i fremtiden. Lerøy og bransjens historiske driftsinntektsvekst fremgår av figur 9-2.



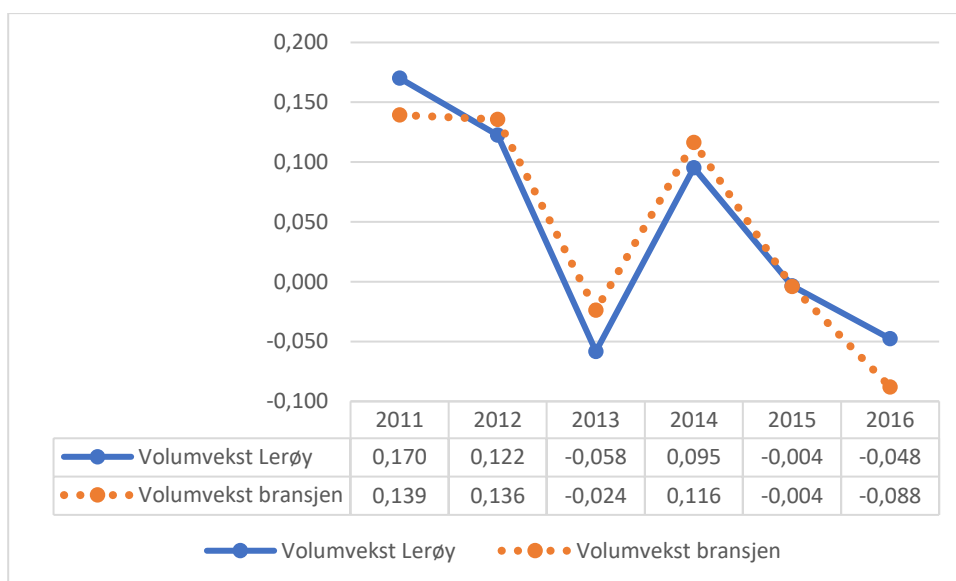
Figur 9-2: Driftsinntektsveksten for Lerøy og bransjen (2011-2016)

Driftsinntektsveksten for Lerøy og bransjen følger samme utvikling over analyseperioden, der svingningene i stor grad korrelerer med lakseprisene som til enhver tid gjør seg gjeldende i spotmarkedet. Oppkjøp og konsolideringer av virksomheter påvirker også driftsinntektsveksten, og forklarer noe av forskjellene mellom Lerøy og bransjen det enkelte år. Driftsinntektsveksten er for flere av årene svært høy for både Lerøy og bransjen. Den tidsvektede veksten er for Lerøy 15 prosent, noe som er 2,1 prosent lavere enn bransjens snitt

på 17,1 prosent. For 2016 har imidlertid Lerøy større vekst enn bransjen. Den kraftige inntektsveksten for bransjen skyldes de rekordhøye lakseprisene i spotmarkedet i 2016, der prisene har holdt seg på historisk høye nivåer inn i 2017. Når det gjelder Lerøy har oppkjøpet av virksomhetene Havfisk ASA og Norwegian Seafoods forsterket driftsinntektsveksten fra lakseprisene ytterligere. Etersom oppkjøpene var gjennomført innen 1. oktober 2016 er tredje og fjerde kvartal konsolidert i Lerøys konsernregnskap for 2016, hvilket gir en svært høy driftsinntektsvekst i 2016 på hele 28,4 prosent.

Historisk har driftsinntektene i Lerøy og bransjen vist en markant vekst. For Lerøy og oppgavens utvalg av komparative virksomheter som inngår i beregning av bransjedata har driftsinntektsveksten vært svært høy over en lengre periode enn hva som fremkommer av tabellen over. Disse virksomhetene har vokst mye gjennom oppkjøp, fusjoner og nye konsesjoner, i tillegg til enkelte selskapers utenlands-satsinger. Som oppgaven innledningsvis i kapittel 2 gjør rede for har antallet foretak innen havbruk gått kraftig ned siden år 2000 og frem til i dag. Vi nærmer oss per i dag et metningspunkt når det gjelder tilgjengelige oppkjøpsobjekter innen havbruksbransjen. Dette vil kunne medføre svakere driftsinntektsvekst enn tidligere hvor oppkjøp har tilført de største virksomhetene betydelig vekst i driftsinntekter over en lengre periode. Samtidig vil mangelen på utstedelse av nye konsesjoner begrense mulighetene for organisk vekst innad i virksomheten jamfør oppgavens kapittel 4.2 side 43. I en slik sammenheng vil Lerøys nylige satsing på hvitfisk i form av omtalte virksomhetsoppkjøp kunne opprettholde inntektsveksten på dette satsingsområde i motsetning til bransjen. En videre driftsinntektsvekst fra oppkjøpene forutsetter imidlertid at hvitfiskmarkedet kan videreutvikles i tråd med Lerøys visjoner i tiden fremover. Hvilke betraktninger som gjøres vedrørende disse forutsetningene følger senere i oppgaven.

Slaktevolumet i havbruksbransjen utgjør tilbudet til markedet, og forholdet mellom tilbud og etterspørsel er en viktig del av prismekanismen i spotmarkedet for laks og ørret. Det er derfor sentralt å studere veksten i slaktevolumet for Lerøy og bransjen, for deretter å sammenligne med driftsinntektsveksten for samme periode.

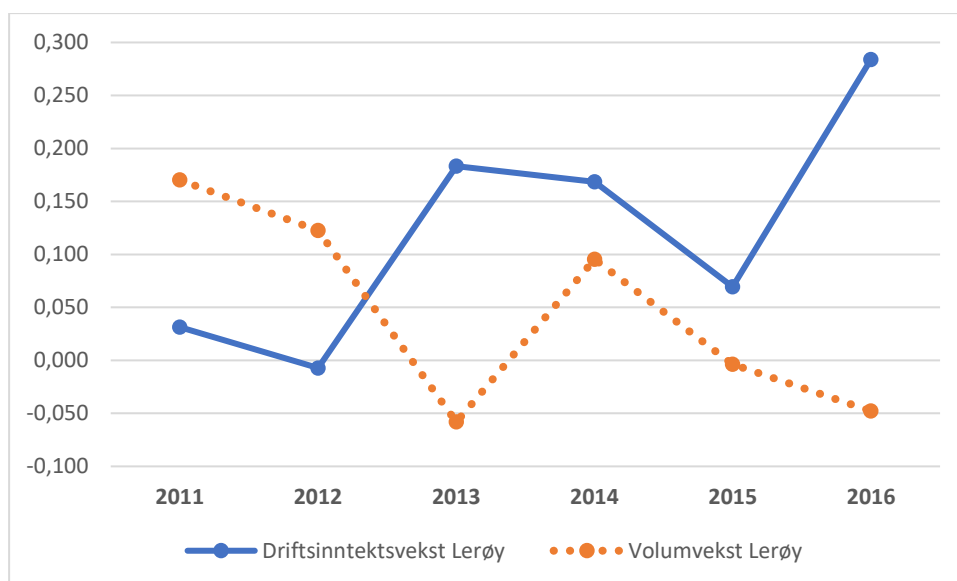


Figur 9-3: Volumvekst for Lerøy og bransjen (2011-2016)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Høstet volum Lerøy	116 800	136 672	153 403	144 478	158 258	157 697	150 182
Høstet volum bransjen	555 200	632 574	718 309	701 311	782 867	779 643	711 129

Tabell 9-1: Høstet volum for Lerøy og bransjen (2011-2016)

Figur 9-3 viser veksten i slaktevolum av salmonide arter i Lerøy og bransjen. Av figuren kan man se at Lerøy og bransjen følger samme utvikling over perioden. Volumveksten var meget sterk i 2011 og 2012, men har siden hatt en svak vekst. Av tabell 9-1 kan man se at høstet volum for 2016 er på de samme nivåene som for 2012 for både Lerøy og bransjeutvalget. Bakgrunnen for tilbakegangen i slaktevolumet er tidligere i oppgaven forklart med tiltagende problemer med blant annet lakselus i kombinasjon med få muligheter til å øke den samlede biomassen. Videre studeres volumvekstens innvirkning på driftsinntektsveksten for Lerøy.



Figur 9-4: Sammenheng mellom volumvekst og driftsinntektsvekst i Lerøy

Figur 9-4 viser at den kraftige driftsinntektsveksten i 2013 sammenfaller med en betydelig volumreduksjon. Det samme skjer i 2016, hvor volumet faller og driftsinntektsveksten er på nesten 30 prosent. Figuren viser tydelig hvordan reduserte slaktevolumer av laks og ørret påvirker kiloprisen, der volumreduksjoner gir en etterspørsel som er høyere enn tilbudet. Vi ser dermed at bransjens samlede volum påvirker prisen, og at prisvekst er en viktig forklaring bak driftsinntektsveksten. Det er ikke bare tilbud og etterspørsel som påvirker prisen selskapene oppnår for produktene sine. Som tidligere forklart har valutakurser stor betydning for de norske oppdrettsselskapene som eksporterer hoveddelen av produksjonen til land med valutaene euro (EUR) og dollar (USD). I 2015 og 2016 har den norske kronen vært svak mot disse valutaene, noe som isolert sett gir en bedre prisoppnåelse og høyere driftsinntektsvekst. Det er dermed volumet og valutakurser som har størst påvirkning på prisveksten, som er den sterkeste driveren av driftsinntektsveksten.

9.3 Valg og avgrensinger ved utarbeidelse av fremtidsregnskap

Utarbeidelse av fremtidskrav krever at det gjøres enkelte valg og forutsetninger når det gjelder budsjettperiode, detaljnivå og framskrivningsteknikk i oppgaven. Nedenfor utdypes oppgavens betraktninger rundt hvert av disse elementene.

9.3.1 Valg av budsjettperiode

Valg av budsjettperiode innebærer at man finner det året i budsjetthorisonten hvor fullstendig budsjettering erstattes med enkel framskriving ettersom det etter denne perioden antas at alle budsjett drivere er konstante. I den forbindelse er det sentralt å vurdere når selskapet kommer i «steady state». «Steady state» er betegnelsen for perioden hvor selskapets vekst ikke er større enn veksten i verdensøkonomien generelt, og hvor veksten etter dette forutsettes å være konstant.

I tillegg til vurderingen av «steady state» vil kvaliteten på regnskapsføringen kunne påvirke valget av budsjett horisonten. Bakgrunnen for dette ligger i mulighetene for eksterne brukere av finansregnskapet til å fange opp de reelle verdiene i virksomheten, der verdibasert regnskapsføring i større grad belyser de virkelige verdiene. Verdibasert regnskapsføring kan således gi en kortere budsjettperiode (Knivsflå, 2017i).

Hvor lang tid det går før et selskap er i «steady state» avhenger blant annet av selskapets livssyklus og veksten i den aktuelle bransjen. Oppdrettsbransjen er en forholdsvis ung bransje som har eksistert siden 1970. Bransjen har vokst betydelig siden den gang, og er fremdeles i en vekstfase. Oppdrettsbransjen kjennetegnes av dens sykliske svingninger og svært volatile priser. Sykliske bransjer, bransjer i vekst og bransjer som oppnår høy superprofitt vil bruke lengre tid på å komme i «steady state» og bør derfor ha en lengre prognoseperiode (Kaldestad and Møller, 2016). Disse kriteriene er alle treffende for oppdrettsbransjen og det bør derfor legges til grunn en lengre budsjettperiode ved framskriving av Lerøys regnskap.

Lerøy rapporterer finansiell informasjon etter IFRS reglene, slik alle norske børsnoterte selskaper er forpliktet til å gjøre. IFRS er et konseptuelt rammeverk som i stor grad baseres på verdibaserte målinger i regnskapet. Det vil dermed være store innslag av virkelige verdier i regnskapet som gjør det enklere å fastsette verdien av selskapet og egenkapitalen. Oppgaven har imidlertid valgt å reversere den virkelige verdijusteringen av de biologiske eiendelene, som følger av IAS 41, tilbake til historisk kost. Begrunnelsen for dette valget er nærmere forklart i delkapittel 5.5.1 s. 82. IFRS rapporteringen kan likevel tas til inntekt for valg av en noe kortere budsjettperiode.

På bakgrunn av de drøftede kriteriene for valg av budsjettperioden kan det argumenteres for at en lengde på 10 år vil være riktig. Veksten i bransjen og bransjens superprofitt er elementer som taler for en lenger budsjettperiode, ettersom veksten tilsier at «steady state» ligger noe

frem i tid. Verdibasert regnskap kan gi grunnlag for en kortere periode, og selv om de biologiske eiendelene er ført til historisk kost i oppgavens tallgrunnlag er regnskapet i hovedsak verdibasert. Budsjettperioden som legges til grunn strekker seg dermed over perioden 2017 – 2026.

9.3.2 Valg av detaljnivå

Budsjettering av fremtidsregnskap kan baseres på et høyt eller lavt detaljeringsnivå. Et høyt detaljeringsnivå innebærer at hver enkelt post i regnskapet budsjetteres basert på spesifikke forventninger. Når budsjettthorisonen er lang vil det ikke være mulig å inneha detaljerte forventninger til fremtiden, og det er dermed mest aktuelt med høyt detaljnivå der budsjettperioden er forholdsvis kort. Velges en lengre budsjettperiode bør budsjetteringer derfor være fokusert. Budsjettering på fokusert nivå gjøres ved å fremskrive de viktigste budsjettdriverne i regnskapet. For eksempel budsjetteres netto driftsresultat direkte gjennom å fremskrive netto driftsmargin på bakgrunn av de budsjetterte driftsinntektene (Knivsflå, 2017i).

Detaljert budsjettering kan altså benyttes ved kort budsjettthorison, men det er grunnlag for å tro at uvissheten i estimater rund fremtidige verdier er vel så godt ivaretatt ved en fokusert tilnærming til budsjetteringen. Det er i delkapittel 9.3.1 valgt en mellomlang tidshorison på 10 år. Oppgaven benytter av den grunn fokusert budsjettering ved utarbeidelsen av fremtidsregnskapet.

9.3.3 Valg av framskrivningsteknikk

Framskrivning kan gjøres ved bruk av forskjellige metoder. I oppgaven er det argumentert for fokusert budsjettering. Budsjetteringen tar her utgangspunkt i ni ulike budsjett drivere, som er driftsinntektsvekst, omløpet til netto driftseiendeler, netto driftsmargin, finansiell gjeldsdel, finansiell eiendelsdel, finansiell gjeldsrente, finansiell eiendelsrentabilitet, minoritetsdel og netto minoritetsrentabilitet. Budsjettdriverne beskrives nærmere i delkapittel 9.4.

For en eller to perioder frem i tid vil det ofte være mulig å en konkret formening om utviklingen for de enkelte budsjettdriverne basert på strategisk regnskapsanalyse. For oppdrettsnæringen vil slaktevolumer for de neste to årene kunne estimeres ettersom slaktemoden laks og ørret har en produksjonssyklus på to til tre år. Estimeringer av volum for denne perioden kan dermed gjøres på bakgrunn av antall yngel i kar eller fisk i havmerder.

Også lakseprisen kan man ha forventninger til innenfor et intervall. For flere perioder frem i tid vil det imidlertid være vanskelig å inneha konkrete forventninger til blant annet faktorer for vekst.

På lengere sikt vil en naturlig forventning være at et selskaps regnskapstall beveger seg i retning av bransjens gjennomsnittlige regnskapstall. Økonomisk teori tilsier at selskapers økonomiske verdier over tid vil være tilbakevennende til gjennomsnittet (mean reverting). Dette trenger imidlertid ikke være tilfellet, og andre forutsetninger kan legges til grunn med forankring i kvalitativ innsikt fra strategisk analyse (Knivsflå, 2017i).

Ved valg av budsjetteringsteknikk må usikkerhet og konkurrisiko vurderes. Oppgaven velger her en fremgangsmåte hvor budsjettering gjennomføres på bakgrunn et subjektivt skjønn rundt det mest sannsynlige utfallet på verdsettelsestidspunktet. Budsjettering av flere ulike scenarier er dermed utelukket. Usikkerheten til estimatet behandles gjennom sensitivitetsanalyser og simuleringer i kapittel 11. Budsjettingen i oppgaven er basert på en fortsatt drift forutsetning vedrørende Lerøy Seafood ASA. Konkurrisiko behandles derfor separat i kapittel 11, der verdiestimatet justeres for konkurrisiko.

9.4 Budsjettdrivere i perioden 2017 til 2026

9.4.1 Driftsinntektsvekst

Den historiske driftsinntektsveksten i Lerøy over analyseperioden fremgår av delkapittel 9.2.1, der tidsvektet gjennomsnittlig driftsinntektsvekst over analyseperioden er på 15 prosent. Historisk driftsinntektsvekst er viktig for å kunne fastslå driftsinntektsveksten framover på kort sikt. Den generelle veksten i bransjen og selskapets interne ressurser utgjør den samlede veksten i selskapet. På lang sikt kan veksten ikke overstige den generelle veksten i verdensøkonomien. Før eller senere må derfor veksten avta og være tilbakevennende til gjennomsnittet (mean reversion). Den forventede veksten i verdensøkonomien består av en forventet realvekst med tillegg for inflasjon. Knivsflå benytter IMF's prognoser for fremtidig økonomisk vekst på 3,3 prosent og et inflasjonstillegg på 2 prosent (Knivsflå, 2017i). Den maksimale veksten som kan legges til grunn i budsjettthorisonen når selskapet forventes å være i «steady state» er dermed rundt 5 prosent.

Muligheter og trusler i bransjen

Oppgaven har tidligere drøftet de mest sentrale truslene (utfordringene) og mulighetene for oppdrettsbransjen. Manglende vekst i slaktevolum er en fremtredende utfordring, der flere faktorer spiller inn. Utfordringer med lakselus har ført til større dødelighet av fisk, samtidig som myndighetene siden 2013 har innført strengere regler for håndtering av lakselus der tillatt biomasse i merdene kan kreves redusert som følge av lakselusforskriften 2013. Mangel på nye produksjonslokaliteter er også en viktig årsak. Tilgangen på nye områder begrenses av de geografiske og marinbiologiske forholdene som må ligge til rette for oppdrettsvirksomhet, samtidig som storsamfunnets egeninteresse i havområdene skal ivaretas på en bærekraftig måte. I skjæringspunktet mellom oppdrettsnæringens interesser og samfunnets interesser har påventet av en tilfredsstillende løsning hva angår lakselusproblematikken medført en beskjeden tildeling av nye konsesjoner og produksjonsområder. På lengre sikt kan også tilgangen på marine råstoffer true veksten i næringen som beskrevet i delkapittel 4.2.1.

Interne ressurser

Havbruksaktiviteten til Lerøy skiller seg lite fra bransjen ellers og overnevnte forhold er derfor dekkende for Lerøys fremtidige utsikter innen havbruk. Lerøy har imidlertid en større andel av bearbejdede produkter enn de fleste av sine konkurrenter noe som henger sammen med at videreforedling alltid har vært et satsingsområde for Lerøy. Den nyeste satsingen innenfor bearbejding og distribusjon er som tidligere omtalt opparbejding av såkalte «fish cuts», som muliggjør levering av fersk fisk i umiddelbar nærhet til de store markedene. Lerøys satsing på nedstrømsaktiviteter innen laks og ørret vil bidra til driftsinntektsvekst også i årene fremover. Den største veksten innenfor dette segmentet vil trolig være hvitfisk. Ved å implementere hvitfisk i den etablerte nedstrømsaktiviteten under Lerøys kjente og verdifulle merkevarenavn kan hvitfisk bli en svært verdifull resurs for Lerøy i årene fremover. Pliktsystemet for trålere var av regjeringen foreslått fjernet i løpet av 2017, men ble nedstemt av stortinget i juni 2017. En avvikling ville gitt Lerøy som eier av Havfisk ASA større frihet til å organisere sine aktiviteter innen villfangst. Det er likevel ventet at Lerøy kan oppnå betydelige synergieffekter av oppkjøpene av Havfisk ASA og Norway Seafoods Group AS, der sistnevnte selskapsnavn er endret til Lerøy Norway Seafoods AS (LNWS). LNWS avdeling i Ålesund er allerede slått sammen med og flyttet til Lerøys lokaler i Bergen (Lerøy, 2017f).

Fremtidig volumvekst

Lerøy forventer at høstet volum av hel rundslaktet laks og ørret vil være 180 000 tonn for 2017 (Lerøy, 2017f). I løpet av første kvartal var volumet 43 300 tonn, som er 13% mer enn tilsvarende tid i 2016 (Q1 Lerøy). Av Lerøys årsrapport for 2016 fremgår det at konsernet forventer at Scottish Sea Frams (SSF) gjennom organisk vekst kan øke volumet fra 28 000 tonn i 2016 til opp mot 40 000 tonn de neste årene (Lerøy, 2017f). Veksten forventes gjennom eksisterende konsesjoner, der forventet volum for 2017 vil være 30 000 tonn. Foruten Lerøys andel av SSF er det forventet liten vekst i konsernets øvrige produksjonslokaliteter og eksisterende konsesjoner.

Volumguiden til de fem største norske oppdrettsvirksomhetene i forkant av 2016 tilsa en samlet produksjonsvekst på 40 000 tonn i 2016. I stedet endte året med en nedgang på 25 000 tonn. Algeoppblomstringen i Chile resulterte i rundt 26 000 tonn døde laks, mens lakselus tvang norske anlegg til å slakte laks før slaktemoden vekt (Sysla, 2017). For 2017 er det forventet markant vekst fra 2016, likevel er det reelt sett ikke en volumvekst sett i forhold til tidligere toppnivåer men snarere en tilnærming til normalproduksjon i forhold 2016 nivåer. Chile vil levere mer normalt volum i 2017 noe som øker tilbudet i markedet igjen. Island har en prosentvis sterk økning i produsert volum, men i antall tonn står Island fortsatt for en liten andel av produksjonen (Ilaks, 2017). Norske oppdrettsanlegg forventer generelt sett en bedring i lakselusbehandlingen ettersom kapasiteten på ikke-medikamentell behandling er bygd opp gjennom 2016 med hensyn på brønnbåtkapasitet og rensefisk. På sikt vil dette trolig føre til en lavere fiskedødelighet gjennom produksjonssyklusen enn dagens dødelighet på 20 % (Ilaks, 2017). I tillegg vil bransjeutviklingen med å produsere storsmål i settefiskanlegg på land gjøre produksjonstiden i sjø kortere og redusere den biologiske risikoen.

Grønne konsesjoner og utviklingskonsesjoner kan muliggjøre volumvekst om noen år, men dette forutsetter store og kostbare endringer i de operasjonelle aktivitetene innen oppdrett. Dersom utviklingsprosjekter med nye teknologi lykkes i stor grad vil dette kunne medføre en betydelig volumvekst på sikt. Det er grunn til å tro at en slik volumvekst vil skje gjennom en gradvis oppbygging over flere år ettersom det fortsatt eksisterer betydelige inngangsbarrierer som konsesjoner, kompetanse og gjerne også patenter. Særlig vil den begrensede tilgangen på marine råstoff vanskeliggjøre stor volumøkning på kort tid.

Fremtidige laksepriser og valutakurser

Tidligere i oppgaven er spotprisen på laks og ørret samt valutakurser nevnt som viktige kilder til driftsinntektsvekst. For 2016 gav gunstige priser og valutaforhold en svært høy driftsinntektsvekst.

Lakseprisen steg til historisk høye nivåer som følge av en markant høyere etterspørsel enn tilbud og en svak norsk krone. Norge er verdens største produsent av atlantisk laks, men fra 2012 til 2016 har det vært tilnærmet ingen vekst i det samlede slaktevolumet produsert i Norge (Lerøy, 2017f). På denne tiden har imidlertid etterspørselen etter laks vokst kraftig. Prisene for ørret har steget de siste tre årene og er ved inngangen til 2017 nesten like høye som lakseprisene. Etterspørselen etter atlantisk laks antas å være sterk også i årene som kommer. Manglende vekst kan på sikt tenkes å bidra til en lavere etterspørsel. Situasjonen i oppdrettsbransjen med manglende vekst og miljømessige problemer er sterke pådrivere for teknologisk utvikling av nye installasjoner som erstatning for dagens havmerder. På bakgrunn av kapitalen og kompetansen næringen allokere til dette formålet vil det på objektive grunnlag være stor sannsynlighet for at næringen lykkes med å utvikle bærekraftige metoder for videre vekst innen oppdrettsbransjen. Som beskrevet i forrige avsnitt vil det fortsatt eksistere betydelige begrensninger for rask volumvekst. Ettersom volumøkningen som følger av ny teknologi anslagsvis må skje gjennom en gradvis opptrapping vil man trolig ikke se et prisras på laks og ørret.

Den gunstige valutasituasjonen kommer av en relativt svak norsk krone mot euro og dollar. Lave oljepriser over lengre tid har resultert i lavere aktivitet i oljebransjen noe som påvirker den norske økonomien sterkt. Svak kronekurs i perioden etter oljekrisen inntrådte har redusert de negative innvirkningene på den samlede norske økonomien som følge av bedre konkurranseforhold for eksportindustrien i landet. «DNB Markets» anslag for andre halvår 2017 og videre inn i 2018 er at den norske kronen styrker seg relativt til euro og dollar (DNB, 2017b). Den norske økonomien er som smått på vei opp igjen etter at økonomien bunnet ut. Oljeprisen er på vei opp og «DNB Markets» analytiker Torbjørn Kjuss anslår en pris på 60 dollar fatet ved slutten av 2017 og videre inn i 2018 (E24, 2017b). Det forventes at styringsrenten holdes uendret ved neste rentemøte, og en ytterligere rentenedgang i nærmeste fremtid synes lite trolig (DNB, 2017b). Norges Banks anslag på styringsrenten viser en stabilt lav rente med svak vekst i 2019 (Dagens Næringsliv, 2017c). Den norske kronen forventes å styrkes mer mot euro enn mot dollar, da dollaren også forventes å styrke seg som følge av en

varslet renteheving fra den amerikanske sentralbanken Federal Reserve (DNB, 2017b). Styrking av den norske kronen mot euro kan gi negative utslag i fremtidig prisoppnåelse på lik linje med endrede forhold i tilbud og etterspørsel.

Driftsinntektsvekst for 2017

Første halvår av 2017 har lakseprisene holdt seg over 60 kroner per kilo. For andre halvår 2017 er det ventet at prisen beveger seg ned mot 50 kroner per kilo, der prisen enkelte uker også kan bevege seg under 50 kroner per kilo (Sysla, 2017). Andre halvår slaktes det normalt sett større mengder fisk, i tillegg til at volumene er større for 2017 enn for 2016 som beskrevet over. 2017 er første hele driftsår etter konsolideringen av Havfisk ASA og Norway Seafoods Group AS noe som påvirker driftsinntektene og driftsresultatet positivt. Prisene for torsk og hyse har steget med henholdsvis 9 prosent og 29 prosent det siste året (Lerøy, 2017a). Kronen ventes å styrkes særlig mot euro, noe som ligger inne i forventningen om priser ned mot 50 kroner kiloen for laks. Forventet høstet volum innen havbruk er 180 000 tonn mens villfangsten forventes å være omkring 60 000 tonn.

Driftsinntektsveksten for 1. kvartal 2017 er 43 prosent målt mot 1. kvartal 2016, der driftsinntektsveksten eksklusive inntekter fra villfangst er 18 prosent for samme periode. Lerøy varsler i 1. kvartalsrapporten 2017 at 2. kvartal blir betydelig lavere enn 1. kvartal 2017 og 2. kvartal 2016. Selskapet forventer et høyere resultat for året 2017 enn for 2016. Selv om spotprisene forventes å synke andre halvår har kontraktsprisene steget betydelig i fra 2016 nivåer noe som trekker driftsinntektene opp selv om kontraktsandelen for 2017 er lavere enn i 2016.

Driftsinntektsveksten (div) kan finnes ved å fremskrive onde slik at div fastsettes indirekte, eller ved at man direkte fastsetter div på bakgrunn av strategisk analyse slik at onde fastsettes indirekte. Ved å fremskrive onde fra 2016 blir driftsinntektsveksten for Lerøy 24 prosent i 2017. På bakgrunn av strategisk analyse og drøftelsene i avsnittet over synes dette å være for høyt, og driftsinntektsveksten fastsettes dermed direkte slik at onde bestemmes indirekte. En driftsinntektsvekst på 15 – 20 prosent synes mer trolig ut i fra drøftede forhold, og oppgaven tar her utgangspunkt i en driftsinntektsvekst på 16 prosent.

Driftsinntektsvekst 2018-2020

I denne perioden er det få indikasjoner på at det blir høy volumvekst. Trafikklyssystemet viser at de er få grønne soner i 2017, noe som gir mindre vekst i denne perioden (E24, 2017a). Lerøy har en vesentlig produksjon i Hordaland hvilket ligger i rød sone, noe som på sikt kan medføre tvunget kutt i produksjonen. Landbaserte anlegg vil kunne produsere noen titalls tusen tonn samtidig som volumet på Island vokser og volumet i Chile vender tilbake. Dette gir imidlertid ikke stor vekst i den totale produksjonsmengden av oppdrettslaks. De nye avlusingsteknikkene forventes å gi en lavere dødelighet i kombinasjon med produksjonen av storsmolt på land. Etablerte anlegg vil kunne oppnå noe volumvekst som følge av bedre håndtering av lakselus og redusert biologisk risiko. Prisene for laks og ørret vil trolig ligge under nivåene for 2016 og 2017 som var rekordhøye. Dersom næringen unngår uforutsette situasjoner som i 2016 og oppnår noe volumvekst vil spotprisene ventelig være lavere på tross av en antatt sterk etterspørsel. Kronekursen styrkes etter all sannsynlighet videre mot euro og dollar etter en lengre periode med relativt lav kronekurs. Dette gir isolert sett betydelig lavere prisoppnåelse i markedet for de norske aktørene.

Overnevnte forhold gir grunnlag for å fastsette en langt svakere driftsinntektsvekst innen havbruk for Lerøy. Forutsatt at man ikke opplever en betydelig volumreduksjon, som gir svært høye spotpriser, kan driftsinntektsveksten være nede på et par prosent innen segmentet havbruk. I denne perioden kan hvitfisksatsingen til Lerøy stå for en betydelig del av inntektsveksten. Nedstrømsaktivitetene som Lerøy har etablert over mange år gir konsernet store muligheter for raskt å kunne utvikle potensialet som ligger i hvitfisk. Ledelsen i Lerøy har uttrykt stor tro på markedspotensialet innen hvitfisk, der utviklingen med fersk laks i nærheten av store markeder kan overføres til blant annet torsk. Etersom nedstrømsaktivitetene innen hvitfisk på oppkjøpstidspunktet av virksomhetene Havfisk ASA og Norway Seafoods Group AS syntes å være underutviklet er det betydelig rom for driftsinntektsvekst i dette segmentet gjennom disse årene.

Samlet sett forventes det en redusert driftsinntektsvekst for denne perioden. Driftsinntektsveksten antas å være omkring 5 prosent i 2018 og faller lineært til 3 prosent i 2020. Hovedforklaringene vil være at volumøkningen i havbruk ikke kompenserer for betydelig lavere priser, og der hvitfiskomsetningen øker sterkt isolert sett utgjør den for lite av totalomsetningen til å drive den samlede driftsinntektsveksten videre opp.

Driftsinntektsvekst 2020-2026

Over perioden fra 2020-2026 taler mye for at det kan skje betydelige endringer innen havbruksbransjen når det gjelder oppdrettsinstallasjoner i sjø. Lerøy er et stort internasjonalt sjømatkonsern og er godt posisjonert til å ta del i den økte matproduksjonen som den globale befolkningsveksten forutsetter. Siden oppstarten i 1939 har Lerøy konsernet vist evne til å skape vekst innen forskjellige markeder og lykkes i å etablere nye kjernevirksomheter. Lerøy har utviklet seg til å bli en kvalitetsleverandør av et bredt utvalg innen sjømat, med sterk representasjon i internasjonale markeder. Høy kompetanse innenfor hele verdikjeden av sjømatproduksjon er også en sterk intern ressurs. På bakgrunn av overnevnte forhold er det grunnlag for å tro at Lerøy vil være en sentral del av norsk oppdrettsbransje også i fremtiden, og en av de ledende aktørene innen de teknologiske innovasjonene bransjen etterstreber.

Til hvilke tidspunkt de ulike prosjektene som i dag er tilknyttet utviklingskonsesjoner kan begynne å produsere for fullt er svært usikkert. Anleggene må prosjekteres ferdig før fullskala modeller kan bygges og testes, og man vet således ikke hvor utslagsgivende dette blir før den tid. Oppgaven velger her en nøktern tilnærming til dagens presenterte løsninger, men en optimistisk tilnærming til teknologiske innovasjoners påvirkning av oppdrettsbransjen på sikt. Nye teknologiske løsninger vil på sikt bidra til et større vekstpotensial innenfor hele næringen, der større deler av havområdene kan utnyttes. Det antas videre at innfasing av nye teknologiske løsninger skjer gradvis, og produksjonen økes jevnt. Det vil til enhver tid eksistere vesentlige inngangsbarrierer til bransjen som tidligere omtalt, og bransjens vekstpotensial vil fremdeles være avskåret av blant annet tilgangen på marine råstoff. Volumvekst må gjennomføres over en lengre periode av flere grunner. Av den grunn synes det lite trolig at prisene faller sterkt, da etterspørselen gradvis kan tilpasses et høyere tilbud.

I denne tidsperioden er trolig de fleste synergier hentet ut av konsolidering mellom Lerøy og hvitfiskaktivitetene i Havfisk ASA og Lerøy Norway Seafoods AS (tidligere Norway Seafoods Group AS). Nedstrømsaktivitetene er veletablerte og hvitfisk distribueres og selges over store geografiske områder i likhet med laks og ørret. Videreutvikling av produkter under kjente merkenavn kan drive inntektsveksten noe videre slik Lerøy har gjort det innen VAP segmentet for laks og ørret oppgjennom årene. Den biologiske risikoen knyttet til villfangst er også høyst reell, hvor fangstvolumene vil variere som følger av naturgitte forhold. Det foreligger ingen konkrete forhold som tilsier at bestandene av villfisk i konsesjonsområdene vil reduseres, og det forutsettes forholdsvis stabile fangstvolumer.

I denne perioden antas det at segmentet havbruk leverer en sterkere vekst enn forrige periode (2018-2020), og at villfangst i form av hvitfisk vil ha en redusert vekst mot forrige periode. Den samlede driftsinntektsveksten antas å øke fra 3 prosent i 2020 til 5 prosent i 2025 som følge av teknologiske fremskritt innen havbruk og videreutvikling av produkter innen VAP segmentet. Fra 2025 antas driftsinntektsveksten å reduseres til 4,0 prosent i 2026 som følge av at bransjen stabiliserer seg på de gjeldende volumnivåene, med mer stabile metoder for oppdrettsvirksomhet der tilbudet er mer forutsigbart og etterspørselen fremdeles er høy.

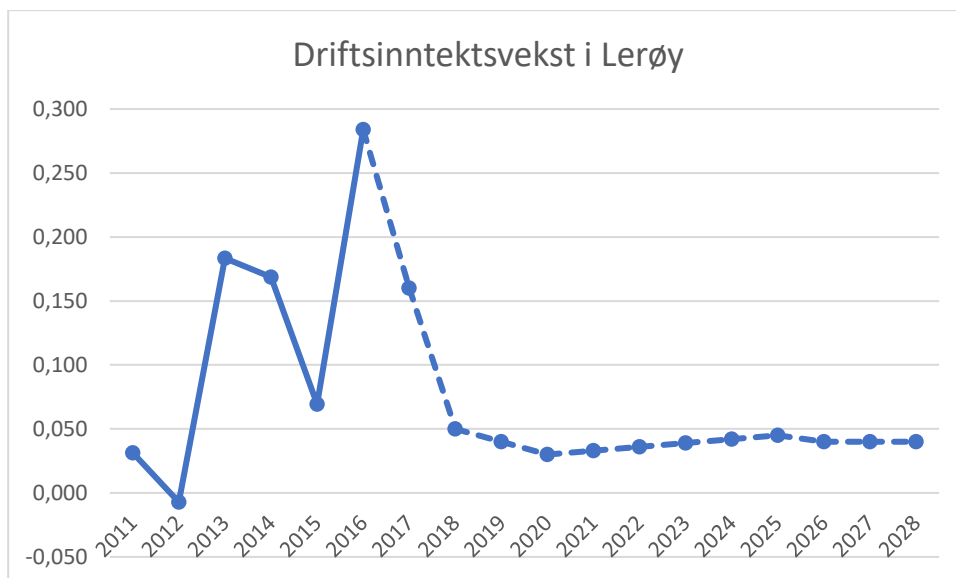
Driftsinntektsvekst 2027 «steady state»

I «steady state» er estimert driftsinntektsvekst 4 prosent. Veksten fordeler seg med inflasjon på 2,0 prosent og en reell vekst på 2,0 prosent. Som tidligere drøftet kan den langsiktige veksten i et selskap ikke overstige veksten i verdensøkonomien, der den maksimale veksten avgrenses til 5 prosent som redegjort for tidligere i dette delkapittelet. Produsenter av mat begrenses også av befolkningsveksten, men i praksis kan man ta markedsandeler fra annen mat i lang tid. Den estimerte driftsinntektsveksten vil være sensitiv ovenfor endringer i budsjettpunktene i modellen og den lineære utviklingen mellom disse. Det vil derfor gjennomføres en sensitivitetsanalyse av enkelte av budsjettpunktene i kapittel 11.

Oppsummering av driftsinntektsvekst

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekt IB	13 450 725	17 269 278	20 032 362	21 033 981	21 875 340	22 531 600	23 275 143
* div	0,284	0,160	0,050	0,040	0,030	0,033	0,036
= Driftsinntekt UB	17 269 278	20 032 362	21 033 981	21 875 340	22 531 600	23 275 143	24 113 048
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Driftsinntekt IB	24 113 048	25 053 457	26 105 702	27 280 459	28 371 677	29 506 544	30 686 806
* div	0,039	0,042	0,045	0,040	0,040	0,040	0,040
= Driftsinntekt UB	25 053 457	26 105 702	27 280 459	28 371 677	29 506 544	30 686 806	31 914 278

Tabell 9-2: Driftsinntektsvekst i perioden 2016-2029



Figur 9-5: Driftsinntektsvekst i Lerøy (2011-2028)

Historisk har det vært store sykliske svingningene i driftsinntekter for oppdrettsbransjen. Utviklingen mellom den anslagsvise driftsinntektsveksten i budsjettpunktene fastsettes likevel lineært på grunn av manglende detaljinformasjon om fremtidige forhold. Det kan også tenkes at nye produksjonsmetoder bidrar til mer forutsigbare volumer og mindre sykliske svingninger.

9.4.2 Netto driftseiendeler

Oppgaven vil nå budsjettere størrelsen på netto driftseiendeler jamfør rammeverket for budsjettering av fermtidsregnskap. Størrelsen på fremtidige netto driftseiendeler bestemmes av driftsinntektsveksten og omløpet til netto driftseiendelene (onde). Omløpet til netto driftseiendeler beregnes med utgangspunkt i inngående kapital ettersom det forutsettes at kontantstrømmer realiseres ved årsslutt.

Omløpsfordelen til Lerøy ble beregnet i delkapittel 8.4.2. Lerøy har over hele den historiske analyseperioden fra 2011 til 2016 en omløpsfordel i forhold til bransjen. Omløpsfordelen mot bransjen reduseres gradvis gjennom analyseperioden, til tross for at omløpet til netto driftskapital i Lerøy øker over samme periode. I 2016 var onde i Lerøy på det høyeste gjennom perioden med 1,452 mot bransjens 1,432. Dette er en svak økning fra 2015 for Lerøy, men en sterk økning for bransjesnittet. Forklaringen bak dette er i hovedsak at Lerøy har hatt en omløpsfordel som bransjen er i ferd med å innhente, samtidig som onde i Lerøy påvirkes negativt av oppkjøpet av Havfisk ASA og LNWS AS (tidligere Norway Seafoods Group AS).

I kapittel 8 er Lerøys omløpsfordel delvis forklart med utgangspunkt i sterkt merkevarenavn innen fersk laks til husholdning og til sushimarkedet, som gir en høyere prisoppnåelse enn gjennomsnittet i bransjen. Tidsvektet onde for Lerøy over perioden er 1,387 og 1,205 for bransjen. Det forventes en redusert onde fremover i tråd med den reduserte driftsinntektsveksten. De aktiverte konsesjonsverdiene og kjøpsprisene på disse har vesentlig innflytelse på historisk omløp i bransjen, jamfør drøfting side 135. Et godt historisk oppkjøp har gitt en effektiv utnyttelse av den investerte kapitalen, men har liten relevans for fremtidig omløp. Det er dermed ikke gitt at bransjegjennomsnittet på omløp vil være et passende nivå i «steady state». Bedre prisoppnåelse for hvitfisk etter hvert som nedstrømsaktivitetene utvikles kan isolert sett gi vekst i onde for Lerøy. Prisfallet som forventes for laks og ørret gir imidlertid en anslagsvis lavere onde i årene fremover. Det kan også tenkes at netto driftseiendeler øker mer i forhold til driftsinntektene dersom driftsinntektsvekst innen havbruk avhenger av nye og kostbare installasjoner i havet som tidligere beskrevet.

På sikt vil onde reversere mot bransjegjennomsnittet i de fleste tilfeller («mean reverting»). Dersom strategisk analyse tilsier at bransjegjennomsnittet er for høyt eller for lavt kan nivået på onde i «steady state» overstyres. I «steady state» vil trolig onde ligge noe under bransjegjennomsnittet på 1,205. Med utgangspunkt i estimert driftsinntektsvekst innen havbruk kan onde for bransjegjennomsnittet anslås til å være nærmere 1,05 i «steady state». Som tidligere drøftet vil trolig spotprisene for laks og ørret falle framover, og det er argumentert for at fremtidig vekst avhenger av investeringer som øker driftseiendelene og reduserer onde.

Lerøys historiske omløpsfordel er redusert og helt marginal i 2016, men etter styrket satsing innen hvitfisk differensierer Lerøy seg ytterligere fra bransjen framover. Det legges dermed til grunn en varig omløpsfordel i favør Lerøy, der onde estimeres til 1,10 i «steady state».

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Onde i Lerøy	1,309	1,286	1,263	1,239	1,216	1,193
	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Onde i Lerøy	1,170	1,146	1,123	1,100	1,100	1,100

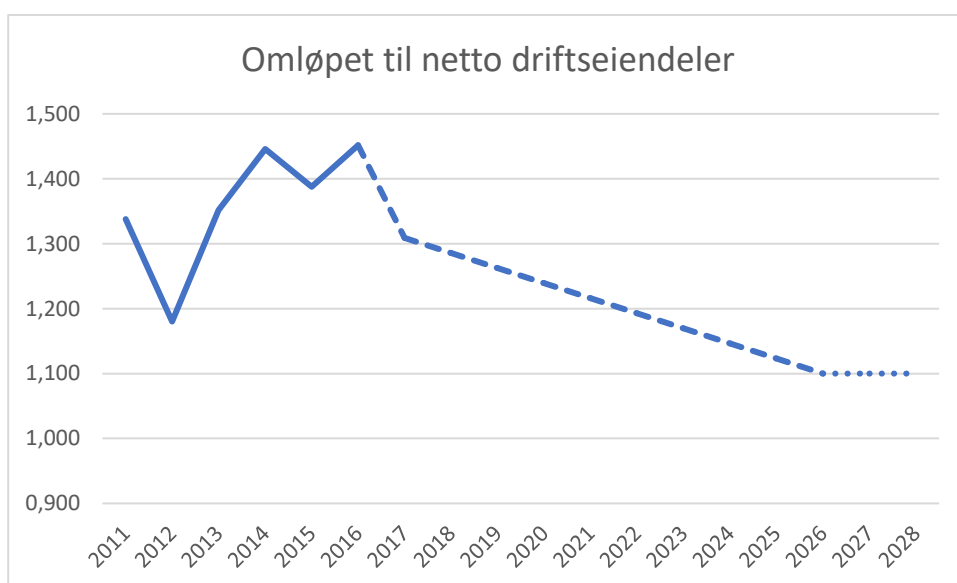
Tabell 9-3: Omløpet til netto driftseiendeler (onde) i Lerøy (2017-2028)

Onde for 2017 fastsettes indirekte ved at driftsinntektsveksten ble anslått til 16 prosent i delkapittel 9.4.1. Dette gir en omløpshastighet til netto driftseiendeler på 1,309, som er en nedgang fra 2016 der onde var 1,452. Nedgangen kommer av at driftsinntektsveksten for 2017 er betydelig lavere enn for 2016. I perioden 2018 til 2026 reduseres onde lineært fra 1,309 til

1,100 i «steady state». Det anslås dermed at Lerøy oppnår lavere driftsinntekter per krone investert i framtiden, men det forutsettes likevel en liten omløpsfordel mot bransjen.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekt t+1	21 033 981	21 875 340	22 531 600	23 275 143	24 113 048	25 053 457
/ Onde t+1	1,286	1,263	1,239	1,216	1,193	1,170
= Netto driftseiendeler t	16 069 548	17 014 087	17 846 750	18 781 038	19 828 594	21 002 854
	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Driftsinntekt t+1	26 105 702	27 280 459	28 371 677	29 506 544	30 686 806	31 914 278
/ Onde t+1	1,146	1,123	1,100	1,100	1,100	1,100
= Netto driftseiendeler t	22 319 343	23 796 013	25 259 349	26 824 131	27 897 096	29 012 980

Tabell 9-4: Netto driftseiendeler i Lerøy (2017-2028)



Figur 9-6: Omløpet til netto driftseiendeler i Lerøy (2011-2028)

9.4.3 Netto driftsresultat

Netto driftsresultat er det neste som budsjetteres i henhold til valgt rammeverk. Ved å framskrive netto driftsmargin i budsjettperioden kan netto driftsresultatet beregnes på grunnlag av driftsinntektene. Netto driftsmargin uttrykker driftsresultatet etter skatt i prosent av samlede driftsinntekter. Formelen for netto driftsresultat blir dermed som følger:

$$\text{Netto driftsresultat} = \text{Netto driftsmargin} \cdot \text{Driftsinntekter}$$

I kapittel 8 ble det identifisert en marginulempe for Lerøy i forhold til bransjen. Tidsvektet var marginulempen 1,6 prosent, som i stor grad forklares med en marginulempe på 3 prosent i

2016. De underliggende forholdene bak marginulempen i 2016 er blant annet påpekt i delkapittel 8.3.2 og 8.4.1. Her trekkes det fram at marginene i segmentet VAP er relativt svake sammenlignet med segmentet havbruk, og forskjellene er særlig tydelige i 2016 ettersom prisene på bearbejdede produkter ikke er like volatile som spotprisene i markedet. Ettersom Lerøy har en høyere bearbejdingsandel enn resten av bransjen slår dette negativt ut på netto driftsmargin. I tillegg framgår det av common size analysen at Lerøy har en prosentvis høyere varekostnad enn bransjen. Lerøy har en høyere andel omega 3 innhold i fiskefôret de benytter enn hva som er kravet i bransjen, og det kan tenkes at dette gir noe økte fôrkostnader (Lerøy, 2017f). For å framskrive netto driftsresultat vil det også være viktig å estimere utviklingen i utgifter forperioder frem i tid.

Dagens form for oppdrett baseres i all hovedsak på anlegg med havmerder i fjord og kystområde. Denne oppdrettsformen er som oppgaven tidligere har belyst beheftet med vesentlige utfordringer, særlig når det gjelder lakselus. Tiltagende utfordringer knyttet til behandlinger mot lakselus og avlusing av fisken har gitt en sterk økning av kostnadene de siste årene. Nye ikke-medikamentelle avlusingsmetoder er utprøvd der de mest vellykkede metodene er fasett inn i produksjonen. Lerøy opplyser i årsrapporten at de i 2016 har investert stort i rensefisk (rognkjeks) og tilstrekkelig brønnbåtkapasitet (Lerøy, 2017f).

Medikamentelle avlusingsmetoder ved bruk av kjemikalier har hatt redusert effekt som følge av utvikling av resistens hos lakselus. I tillegg til andre bieffekter ved denne behandlingsformen er bruk av kjemikalier på vei ned etter en stor økning i bruken grunnet nødvendigheten av stadig sterkere konsentrasjoner i forbindelse med resistens. De ikke-medikamentelle behandlingene er derfor høyst aktuelle, og Lerøy anslår at bruken av rensefisk vil gi betydelig lavere lusenivåer slik at tilvirkingskostnaden på laks og ørret går ned. Selv om rensefisk i stor skala nylig er utprøvd er det allerede funnet bieffekter av behandlingsmetoden ved at rensefisken tilsynelatende blir syk av omgivelsene i anleggene og utvikler nye sykdommer som påvirker dens helse (NRK, 2017). Nevnte forhold svekker synet på rensefisk som en bærekraftig avlusingsmetode.

På nåværende tidspunkt er det lite som tyder på at næringen har kontroll på lakselus, og heller ikke kommer til å oppnå kontroll på lakselus gjennom behandlinger. I Lerøys årsrapport av 2016 følger det om lakselus at «utfordringen må på sikt løses gjennom forebygging, og ikke med behandling. Investeringer i forebygging ble økt betydelig i 2016, og vil øke videre i 2017. Konsernet er fortsatt i en overgangsfase med betydelige kostnader knyttet til både forebygging

og behandling» (Lerøy, 2017f). Videre skriver Lerøy at «luseutfordringen vil bli løst, men konsernet innrømmer at det er vanskelig å tidfeste når».

Det foreligger indikasjoner på at kostnadsnivået vil være nokså høyt også fremover. Kostnadsveksten de siste årene kommer trolig til å avta noe. På den andre siden vil kostnadsnivået trolig ikke reduseres. Ettersom de økte kostnadene i stor grad knyttes til behandling av lakselus, med tiltak som økt tilgang på brønnbåtkapasitet, rensefisk og landbaserte anlegg for produksjon av storsmolt, vil kostnadene til en viss grad være irreversible med dagens produksjonsmetoder. På lengre sikt kan teknologiske løsninger påvirke kostnadsbildet positivt, blant annet dersom utfordringene med lakselus løses. Det er likevel forventet at slike teknologiske løsninger vil innebære store finansielle investeringer, som gir høyere driftskostnader i form av avskrivninger. Utgifter til fiskefôr vil trolig reduseres i en periode fremover som følge av en forventning til at den norske kronen styrkes mot euro og dollar frem mot 2018.

Oppsummert forventes netto driftsmargin å følge utviklingen som fremgår av tabell 9-5 under. Utviklingen i netto driftsmargin baseres på forventet vekst i driftsinntekter og driftsutgifter som drøftet i dette kapittelet.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ndm Lerøy	0,135	0,113	0,092	0,070	0,077	0,083
	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Ndm Lerøy	0,090	0,083	0,077	0,070	0,070	0,070

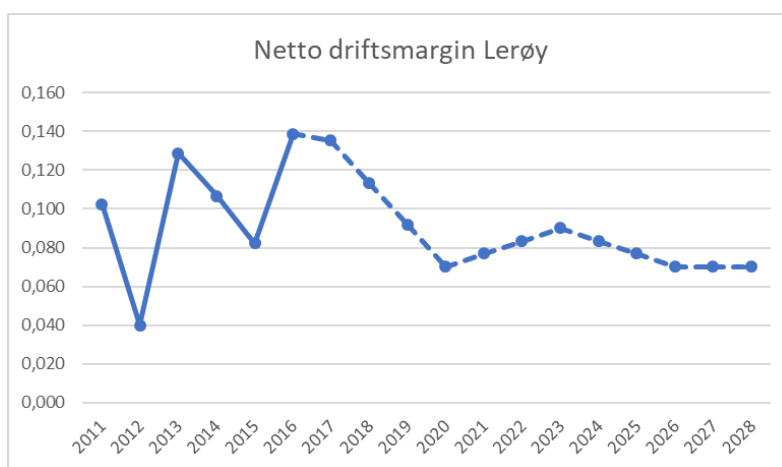
Tabell 9-5: Netto driftsmargin i Lerøy (2017-2028)

For 2017 antas det at netto driftsmarginen holder seg på et høyt nivå slik som for 2016. Videre antas en markant nedgang i netto driftsmargin frem mot 2020, der det forutsettes lineær utvikling fra 13,5 prosent i 2017 til 7 prosent i 2020. Bakgrunnen for dette er som drøftet at kostnadene ikke forventes å reduseres i takt med den reduserte driftsinntektsveksten. For hvitfiskaktivitetene i Lerøy under segmentene *villfangst* og *VAP & salg og distribusjon* vil trolig netto driftsmargin øke i perioden frem mot 2020. I løpet av denne perioden forventes et økende fokus på nedstrømsaktiviteter innen hvitfisk. Hvitfisk bidrar dermed til at fallet i netto driftsmargin innen havbruk reduseres noe.

I perioden fra 2020 til 2023 forventes noe vekst i driftsmargin innen segmentet havbruk som følge av effektivisering ved bruk av nye teknologiske løsninger i produksjonsprosessene. Som

drøftet tidligere gir dette rom for økte volumer, men også besparelser på utgiftssiden. For hvitfisk vil veksten i netto driftsmargin avta noe frem mot 2023 hvor den forutsettes å stabiliseres ettersom nedstrømsaktivitetene er implementert og velkjent i markedet.

Fra 2023 og frem til «steady state» i 2027 antas en svak lineær nedgang til 7,0 prosent. Tidsvektet gjennomsnitt i bransjen fra 2011 til 2016 er 11,6 prosent. Informasjon fra strategisk analyse i oppgaven tilsier at endringene oppdrettsbransjen står ovenfor vil gi lavere netto driftsmargin i «steady state». Det forventes imidlertid at oppdrettsbransjen opprettholder en varig fordel på netto driftsmargin i forhold til netto driftskrav. I tillegg antas Lerøys konkurransefortrinn innen hvitfisk å gi opphav til en marginal varig strategisk fordel.



Figur 9-7: Netto driftsmargin Lerøy (2011-2028)

Som figur 9-7 illustrerer har det historisk vært store variasjoner på netto driftsmargin fra år til år. Tilsvarende variasjoner kan også forekomme i budsjettperioden, men det finnes ikke tilstrekkelig informasjon til å budsjettere med dette. Ved budsjettering er det derfor hensyntatt den gjennomsnittlige netto driftsmarginen over budsjettperioden, slik at sykliske svingninger utjevnes over perioden.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekt	20 032 362	21 033 981	21 875 340	22 531 600	23 275 143	24 113 048
· Netto driftsmargin	0,135	0,113	0,092	0,070	0,077	0,083
= Netto driftsresultat	2 704 369	2 383 851	2 005 239	1 577 212	1 784 428	2 009 421
	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Driftsinntekt	25 053 457	26 105 702	27 280 459	28 371 677	29 506 544	30 686 806
· Netto driftsmargin	0,090	0,083	0,077	0,070	0,070	0,070
= Netto driftsresultat	2 254 811	2 175 475	2 091 502	1 986 017	2 065 458	2 148 076

Tabell 9-6: Netto driftsresultat i Lerøy (2017-2028)

9.4.4 Netto finansiell gjeld

Netto finansiell gjeld beregnes som et produkt av netto driftseiendel og framskrevet netto finansiell gjeldsdel (Knivsflå, 2017j). Budsjettering av netto finansiell gjeld skjer ved separat budsjettering av finansielle eiendeler og finansiell gjeld.

Finansiell gjeldsdel uttrykker finansiell gjeld som andel av netto driftseiendeler. Gjennomsnittlig finansiell gjeldsdel for Lerøy i perioden 2011-2016 er 37 prosent, mens bransjens gjennomsnitt for tilsvarende periode er nærmere 42 prosent. Oppdrettsbransjen har historisk sett hatt høyere egenkapital og lavere gjeldsandel enn gjennomsnittet for børsnoterte selskaper. I perioden 1999-2015 var gjennomsnittlig finansiell gjeldsdel for selskaper på Oslo Børs rundt 50 prosent (Knivsflå, 2017j). I et selskap vil kapitalstrukturen og således netto finansiell gjeld normalt være rimelig stabil over tid. Oppdrettsbransjen er en forholdsvis kapitalintensiv bransje, med betydelig biologisk risiko og store sykliske svingninger. Dette gjør at behovet for egenkapital øker. Lønnsomheten i bransjen har vært god over en lengre periode og kontantstrøm generert fra drift har gitt selskaper mulighet for å opprettholde høye egenkapitalnivåer.

Lerøy har en lavere andel finansiell gjeld enn bransjesnittet. Det forventes at Lerøys gjeldandel øker i retning av bransjens gjennomsnitt. Gjeldsandelen i oppdrettsbransjen antas å være under snittet for børsnoterte selskaper også i fremtiden. Som tidligere omtalt forventes det betydelige investeringer i forbindelse med nye teknologiske løsninger innen havbruk. Det antas at disse investeringene være mindre egenkapitalfinansiert enn tidligere investeringer, noe som øker den finansielle gjeldsdelen i Lerøy. Oppkjøpene i 2016 av virksomhetene Havfisk ASA og Norway Seafoods Group AS til en samlet verdi av 3,2 milliarder ble finansiert gjennom salg av egne aksjer, rettet emisjon og låneopptak på 1 milliard kroner (Lerøy, 2017f). Denne transaksjonen var dermed i stor grad egenkapitalfinansiert (2,2 milliarder kroner). Lerøys finansielle gjeldsandel antas å øke fra dagens nivå på 37 prosent til 42 prosent i «steady state».

Lerøys finansielle eiendelsdel skal framskrives på samme måte som den finansielle gjeldsdelen. Finansiell eiendelsdel i Lerøy var for 2016 14,7 prosent mot bransjens 8,1 prosent. Over den historiske analyseperioden fra 2011-2016 var gjennomsnittet for Lerøy 14,3 prosent mens bransjens snitt var 7,7 prosent. Vi ser dermed at Lerøys finansielle eiendelsdel historisk har vært en del høyere enn snittet i bransjen. Investeringsbehovet i Lerøy fremover gir opphav

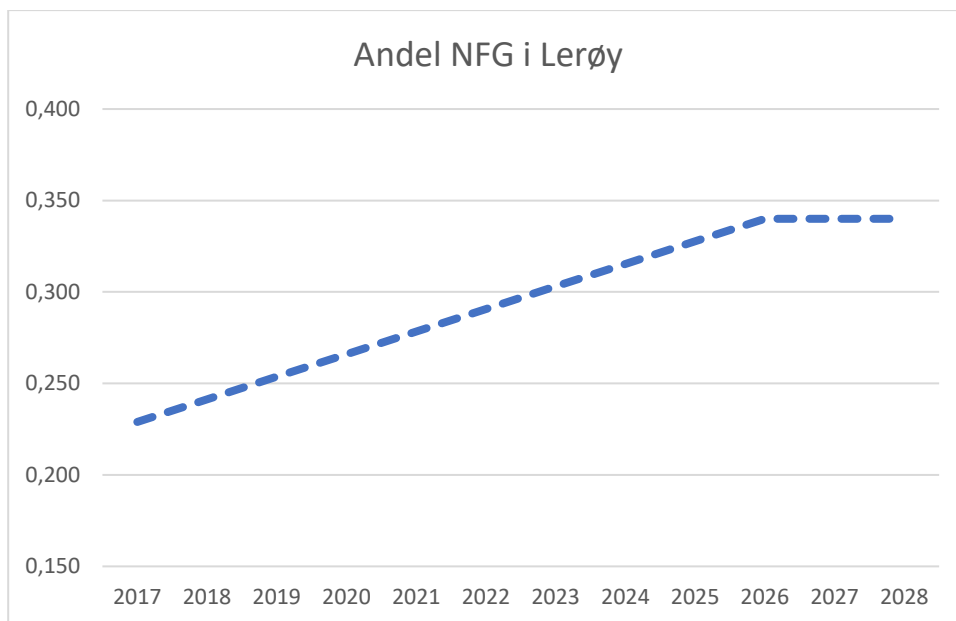
til forventning om en noe redusert andel finansielle eiendeler. I «steady state» vil en lavere andel finansielle eiendeler være forventet ut i fra generelle betraktninger rundt optimal kapitalstruktur. Når finansielle eiendeler ikke reinvesteres i selskapet for å generere ønsket avkastning er eierne bedre tjent med å få utbetalt kapital for å selv plassere disse i alternative investeringer. Anslaget for Lerøys finansielle eiendelsdel i «steady state» vil være bransjesnittet på rundt 8 prosent. Det antas en lineær utvikling fra 2016 nivået på 14,7 prosent til «steady state».

Ettersom finansiell gjeldsdel og finansiell eiendelsdel er framskrevet kan netto finansiell gjeld beregnes som finansiell gjeld fratrukket finansielle eiendeler. Beregningene følger av tabell 9-7.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Netto driftseiendeler	16 069 548	17 014 087	17 846 750	18 781 038	19 828 594	21 002 854
· Finansiell gjeldsdel	0,370	0,376	0,381	0,387	0,392	0,398
= Finansiell gjeld	5 945 733	6 389 735	6 801 595	7 262 001	7 777 215	8 354 469
Netto driftseiendeler	16 069 548	17 014 087	17 846 750	18 781 038	19 828 594	21 002 854
· Finansiell eiendelsdel	0,141	0,134	0,127	0,121	0,114	0,107
= Finansielle eiendeler	2 266 598	2 284 414	2 275 153	2 266 862	2 258 799	2 250 099
= Netto finansiell gjeld	3 679 135	4 105 321	4 526 442	4 995 139	5 518 416	6 104 370
	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Netto driftseiendeler	22 319 343	23 796 013	25 259 349	26 824 131	27 897 096	29 012 980
· Finansiell gjeldsdel	0,403	0,409	0,414	0,420	0,420	0,420
= Finansiell gjeld	9 002 135	9 729 925	10 468 597	11 266 135	11 716 780	12 185 452
Netto driftseiendeler	22 319 343	23 796 013	25 259 349	26 824 131	27 897 096	29 012 980
· Finansiell eiendelsdel	0,100	0,094	0,087	0,080	0,080	0,080
= Finansielle eiendeler	2 239 741	2 226 510	2 192 088	2 145 930	2 231 768	2 321 038
= Netto finansiell gjeld	6 762 394	7 503 415	8 276 508	9 120 205	9 485 013	9 864 413

Tabell 9-7: Netto finansiell gjeld i Lerøy (2017-2028)

I «steady state» vil netto finansiell gjeldsdel for Lerøy være 34 prosent. Bransjesnittet for netto finansiell gjeld i perioden 2011-2016 er 34 prosent, og Lerøy antas basert på gjeldende forutsetninger å reversere mot bransjesnittet.



Figur 9-8: Andel netto finansiell gjeld i Lerøy (2017-2028)

9.4.5 Netto Finanskostnad

Budsjettering av netto finanskostnad kan gjøres ved å framskrive netto finansiell gjeldsrente på netto finansiell gjeld, eller ved å budsjettere finansiell gjeldsrente og finansiell eiendelsrentabilitet separat. Oppgaven tar utgangspunkt i separat budsjettering. Ved budsjettering av finansiell gjeldsrente og finansiell eiendelsrentabilitet vil en naturlig forutsetning være at disse settes lik kravene det enkelte år. Bakgrunnen for dette er at kapitalmarkedet er velfungerende, slik at konkurranse i kapitalmarkedet gir en rente / rentabilitet lik avkastningskravet (Knivsflå, 2017j).

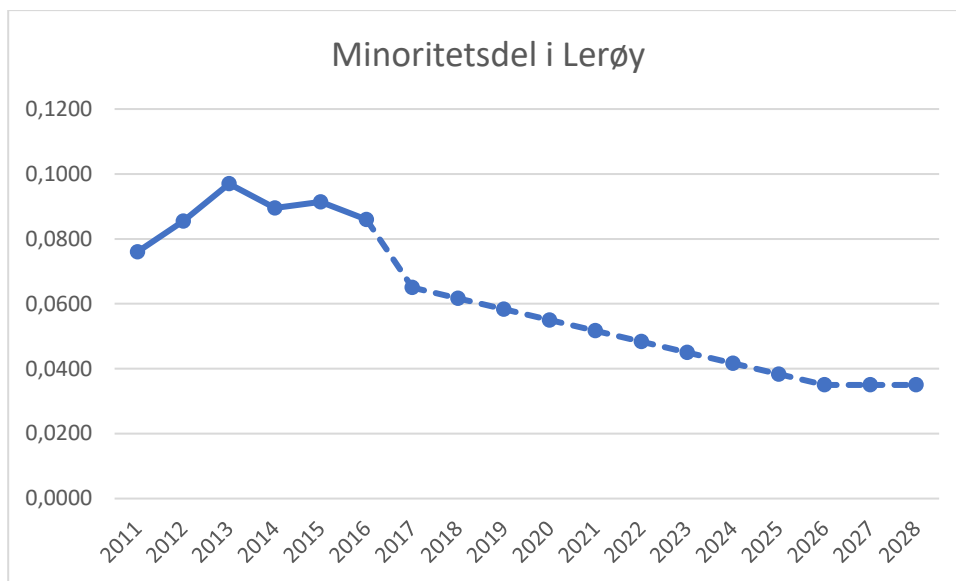
Lerøy hadde en tidsvektet finansieringsulempe på 0,4 prosent i perioden 2011-2016. Finansieringsulempen forventes dermed å reverseres, og Lerøy antas å verken ha en finansieringsfordel eller ulempe i budsjettperioden. Framtidskravet for finansiell gjeld og finansielle eiendeler beregnes i kapittel 10, og utgjør budsjettert finansiell gjeldsrente og eiendelsrentabilitet i beregningene av netto finanskostnad som fremgår av tabell 9-8.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Finansiell gjeld t-1	5 635 365	5 945 733	6 389 735	6 801 595	7 262 001	7 777 215
• Finansiell gjeldsrente t	0,010	0,011	0,015	0,016	0,018	0,020
= Finanskostnad	57 932	65 879	93 801	111 784	132 096	155 117
Finansielle eiendeler t-1	2 262 478	2 266 598	2 284 414	2 275 153	2 266 862	2 258 799
• Finansiell eiendelsrentabilitet t-1	0,003	0,004	0,006	0,008	0,011	0,013
= Finansinntekt	5 771	8 862	13 863	19 071	24 246	29 387
= Netto finanskostnad	52 160	57 017	79 939	92 713	107 849	125 730
	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Finansiell gjeld t-1	8 354 469	9 002 135	9 729 925	10 468 597	11 266 135	11 716 780
• Finansiell gjeldsrente t	0,022	0,025	0,027	0,031	0,031	0,031
= Finanskostnad	181 292	223 433	264 265	325 155	349 926	363 923
Finansielle eiendeler t-1	2 250 099	2 239 741	2 226 510	2 192 088	2 145 930	2 231 768
• Finansiell eiendelsrentabilitet t-1	0,015	0,019	0,022	0,026	0,026	0,026
= Finansinntekt	34 480	42 560	48 763	57 783	56 567	58 829
= Netto finanskostnad	146 812	180 873	215 502	267 371	293 359	305 094

Tabell 9-8: Netto finanskostnad i Lerøy (2017-2028)

9.4.6 Minoritetsinteresser

Framtidige minoritetsinteresser budsjetteres gjennom framskriving av minoritetsandelen i Lerøy. Budsjettering av framtidig minoritetsdel baseres på strategisk regnskapsanalyse (Knivsflå, 2017j). I den historiske analyseperioden har Lerøy en gjennomsnittlig minoritetsdel på 8,8 prosent mot bransjens 2,3 prosent. Minoritetsdelen i Lerøy er redusert fra høyeste nivå i 2013 på 9,7 prosent til 8,6 prosent i 2016. I årene som kommer vil trolig minoritetsandelen svekkes ytterligere. Dersom datterselskaper har god lønnsomhet vil majoriteten være tjent med å øke sin posisjon på bekostning av minoriteten (Knivsflå, 2017j). Etersom lønnsomheten generelt er god i virksomhetene hvor minoritetsinteressene befinner seg vil Lerøy kunne redusere minoritetsandelen. Oppkjøpene av Havfisk ASA og Norway Seafoods Group AS ble gjennomført med trinnvise transaksjoner slik at Lerøy kunne oppnå 100 prosent eierskap i disse virksomhetene. Dette viser i noe grad at Lerøy i utgangspunktet ønsker en lav minoritetsandel. Det antas at Lerøy gradvis reduserer minoritetsdelen i selskapet i retning av bransjensnittet, men det forventes at det vil være en noe høyere minoritetsandel i Lerøy også i «steady state».



Figur 9-9: Minoritetsdel i Lerøy (2011-2028)

Minoritetsdelen for 2017 antas å reduseres svakt fra 2016. Fra 2017 til «steady state» antas en lineær utvikling i retning av 3,5 prosent minoritetsdel på tidshorisonten.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Netto driftseiendeler	16 069 548	17 014 087	17 846 750	18 781 038	19 828 594	21 002 854
· Minoritetsdel	0,065	0,062	0,058	0,055	0,052	0,048
= Minoritetsinteresse	1 044 521	1 049 202	1 041 060	1 032 957	1 024 477	1 015 138
	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Netto driftseiendeler	22 319 343	23 796 013	25 259 349	26 824 131	27 897 096	29 012 980
· Minoritetsdel	0,045	0,042	0,038	0,035	0,035	0,035
= Minoritetsinteresse	1 004 370	991 501	968 275	938 845	976 398	1 015 454

Tabell 9-9: Minoritetsinteresse i Lerøy (2017-2028)

9.4.7 Netto minoritetsresultat

Netto minoritetsresultat finnes ved å framskrive minoritetsrentabiliteten når vi kjenner minoritetsdelen beregnet i forrige delkapittel. I kapittel 8 ble det beregnet en finansieringsulempe på 1 prosent tilknyttet minoritetsinteresser. Dette innebærer at minoritetsrentabiliteten var noe større en minoritetskravet, noe som er en ulempe for majoriteten. På sikt er det rimelig å forutsette en minoritetsrentabilitet lik minoritetskravet. Lerøy kan med sin posisjon som majoritet redusere minoritetens betydning som drøftet i forrige delkapittel, og kan også presse rentabiliteten til minoriteten ned mot kravet. Det antas at den marginale finansieringsulempen tilknyttet minoritetsinteresser reverseres. Minoritetsinteresserentabiliteten settes lik kravet i budsjettperioden fra 2017 til 2028.

Minoritetsinteressekravene blir beregnet i kapittel 10 og inngår i beregningene av netto minoritetsresultat i tabell 9-10 under, der beregningene er basert på inngående kapital (Knivsflå, 2017j).

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Minoritetsinteresse t-1	935 478	1 044 521	1 049 202	1 041 060	1 032 957	1 024 477
· Minoritetsrentabilitet t	0,065	0,067	0,069	0,072	0,074	0,077
= Netto minoritetsresultat	61 217	69 792	72 575	74 687	76 778	78 816
	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Minoritetsinteresse t-1	1 015 138	1 004 370	991 501	968 275	938 845	976 398
· Minoritetsrentabilitet t	0,080	0,084	0,087	0,092	0,093	0,093
= Netto minoritetsresultat	80 761	83 931	86 077	88 739	86 875	90 350

Tabell 9-10: Netto minoritetsresultat i Lerøy (2017-2028)

9.5 Fremtidsregnskap

Gjennom dette kapittelet er beste estimat på Lerøys fremtidige resultat, balanse og kontantstrøm utarbeidet i ulike steg. I tabellene under presenteres resultatregnskap, balanseoppstilling og kontantstrøm.

Fremtidsresultat

Fremtidsresultatet fremgår av tabell 9-11. Unormale poster i resultatregnskapet er ikke hensyntatt ettersom disse er uforutsigbare og ikke mulig å estimere. Netto betalt utbytte fastsettes residualt som differansen mellom fullstendig nettoresultat og endring i egenkapital.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Driftsinntekter	20 032 362	21 033 981	21 875 340	22 531 600	23 275 143	24 113 048	25 053 457	26 105 702	27 280 459	28 371 677	29 506 544	30 686 806
Netto driftsresultat	2 704 369	2 383 851	2 005 239	1 577 212	1 784 428	2 009 421	2 254 811	2 175 475	2 091 502	1 986 017	2 065 458	2 148 076
+ Netto finansinntekter	5 771	8 862	13 863	19 958	26 015	32 029	37 990	46 491	52 996	62 485	61 170	63 617
= Netto resultat til sysselsatt kap	2 710 140	2 392 713	2 019 102	1 597 170	1 810 442	2 041 450	2 292 801	2 221 966	2 144 498	2 048 503	2 126 628	2 211 693
- Netto finanskostnader	91 744	101 553	119 360	141 643	166 808	195 325	227 743	275 240	321 683	389 484	419 157	435 923
- Netto minoritetsresultat	61 080	69 637	72 463	74 979	77 467	79 896	82 223	85 570	87 836	90 690	88 762	92 313
= Netto resultat til egenkapital	2 557 316	2 221 522	1 827 279	1 380 548	1 566 167	1 766 230	1 982 835	1 861 157	1 734 978	1 568 329	1 618 709	1 683 457
+/- Unormale resultatetelementer	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig nettoresultat	2 557 316	2 221 522	1 827 279	1 380 548	1 566 167	1 766 230	1 982 835	1 861 157	1 734 978	1 568 329	1 618 709	1 683 457
- Netto betalt utbytte	2 207 390	1 707 851	1 407 595	906 854	1 033 409	1 168 584	1 313 603	1 112 638	1 021 510	817 813	948 106	986 030
= Endring i egenkapital	349 926	513 671	419 684	473 694	532 759	597 646	669 232	748 518	713 469	750 517	670 603	697 427

Tabell 9-11: Fremtidsresultat i Lerøy (2017-2028)

Fremtidsbalanse

Fremtidsbalansen i Lerøy følger av tabell 9-12 og 9-13. Tabell 9-12 viser balanseoppstilling med sysselsatt kapital, mens tabell 9-13 viser balanseoppstilling med netto driftskapital. Egenkapitalen beregnes residualt som differansen mellom netto driftseiendeler og minoritetsinteresser pluss netto finansiell gjeld.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Netto driftseiendeler	16 069 548	17 014 087	17 846 750	18 781 038	19 828 594	21 002 854	22 319 343	23 796 013	25 259 349	26 824 131	27 897 096	29 012 980
+ Finansielle eiendeler	2 266 598	2 284 414	2 275 153	2 266 862	2 258 799	2 250 099	2 239 741	2 226 510	2 192 088	2 145 930	2 231 768	2 321 038
= Sysselsatte eiendeler	18 336 146	19 298 501	20 121 903	21 047 901	22 087 393	23 252 953	24 559 084	26 022 523	27 451 437	28 970 061	30 128 864	31 334 018
Egenkapital	11 345 893	11 859 564	12 279 248	12 752 942	13 285 701	13 883 346	14 552 578	15 301 097	16 014 565	16 765 082	17 435 685	18 133 113
+ Minoritetsinteresser	1 044 521	1 049 202	1 041 060	1 032 957	1 024 477	1 015 138	1 004 370	991 501	968 275	938 845	976 398	1 015 454
+ Finansiell gjeld	5 945 733	6 389 735	6 801 595	7 262 001	7 777 215	8 354 469	9 002 135	9 729 925	10 468 597	11 266 135	11 716 780	12 185 452
= Sysselsatt kapital	18 336 146	19 298 501	20 121 903	21 047 901	22 087 393	23 252 953	24 559 084	26 022 523	27 451 437	28 970 061	30 128 864	31 334 018

Tabell 9-12: Sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital i Lerøy (2017-2028)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Netto driftseiendeler	16 069 548	17 014 087	17 846 750	18 781 038	19 828 594	21 002 854	22 319 343	23 796 013	25 259 349	26 824 131	27 897 096	29 012 980
= Netto driftseiendeler	16 069 548	17 014 087	17 846 750	18 781 038	19 828 594	21 002 854	22 319 343	23 796 013	25 259 349	26 824 131	27 897 096	29 012 980
Egenkapital	11 345 893	11 859 564	12 279 248	12 752 942	13 285 701	13 883 346	14 552 578	15 301 097	16 014 565	16 765 082	17 435 685	18 133 113
+ Minoritetsinteresser	1 044 521	1 049 202	1 041 060	1 032 957	1 024 477	1 015 138	1 004 370	991 501	968 275	938 845	976 398	1 015 454
+ Netto finansiell gjeld	3 679 135	4 105 321	4 526 442	4 995 139	5 518 416	6 104 370	6 762 394	7 503 415	8 276 508	9 120 205	9 485 013	9 864 413
= Netto driftskapital	16 069 548	17 014 087	17 846 750	18 781 038	19 828 594	21 002 854	22 319 343	23 796 013	25 259 349	26 824 131	27 897 096	29 012 980

Tabell 9-13: Netto driftseiendeler og netto driftskapital i Lerøy (2017-2028)

Fri kontantstrøm

Fri kontantstrøm for Lerøy over budsjettperioden fremgår av tabell 9-14. Kontantstrømmene beregnes på grunnlag av fremtidig resultatregnskap og fremtidig balanseoppstilling.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Netto driftsresultat	2 704 369	2 383 851	2 005 239	1 577 212	1 784 428	2 009 421	2 254 811	2 175 475	2 091 502	1 986 017	2 065 458	2 148 076	2 233 999
+ Unormalt netto driftsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Endring i netto drifts eiendeler	765 217	944 539	832 663	934 288	1 047 555	1 174 260	1 316 489	1 476 670	1 463 336	1 564 782	1 072 965	1 115 884	1 160 519
= Fri kontantstrøm fra drift	1 939 152	1 439 312	1 172 576	642 924	736 872	835 160	938 322	698 806	628 166	421 235	992 493	1 032 193	1 073 480
+ Netto finansinntekt	5 771	8 862	13 863	19 958	26 015	32 029	37 990	46 491	52 996	62 485	61 170	63 617	66 161
+ Unormalt netto finansinntekt	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Endring i finansielle eiendeler	4 120	17 816	-9 261	-8 291	-8 063	-8 700	-10 358	-13 231	-34 421	-46 158	85 837	89 271	92 842
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	1 940 803	1 430 358	1 195 700	671 173	770 950	875 890	986 670	758 528	715 584	529 878	967 825	1 006 538	1 046 800
- Netto finanskostnad	91 744	101 553	119 360	141 643	166 808	195 325	227 743	275 240	321 683	389 484	419 157	435 923	453 360
+ Endring i finansiell gjeld	310 368	444 002	411 860	460 407	515 214	577 254	647 666	727 790	738 671	797 538	450 645	468 671	487 418
- Netto minoritetsresultat	61 080	69 637	72 463	74 979	77 467	79 896	82 223	85 570	87 836	90 690	88 762	92 313	96 005
- Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Endring i minoritetsinteresser	109 043	4 681	-8 142	-8 103	-8 480	-9 339	-10 768	-12 870	-23 226	-29 430	37 554	39 056	40 618
= Fri kontantstrøm til egenkapital	2 207 390	1 707 851	1 407 595	906 854	1 033 409	1 168 584	1 313 603	1 112 638	1 021 510	817 813	948 106	986 030	1 025 471

Tabell 9-14: Fri kontantstrøm til egenkapital i Lerøy (2017-2028)

10. Fremtidskrav og strategisk fordel

Dette kapittelet omhandler estimering av fremtidige avkastningskrav. De estimerte avkastningskravene utgjør diskonteringsrenten ved verdsettelse av egenkapitalen i oppgavens kapittel 11. Teori rundt avkastningskrav er drøftet i oppgavens kapittel 7, der avkastningskrav for den historiske analyseperioden (2011-2016) er beregnet. I dette kapittelet beregnes vektete avkastningskrav til egenkapital, minoritetsinteresser, finansiell gjeld, finansielle eiendeler, netto finansiell gjeld og netto driftskapital.

Ved utregning av fremtidskrav skal det benyttes estimerte verdivekter, men verdivektene er ukjente frem til konvergensprosedyren i oppgavens kapittel 11 (Knivsflå, 2017k). Det første verdiestimatet i konvergeringsprosedyren beregnes med budsjetterte vekter, der vektene til avkastningskravene oppdateres steg for steg for hvert nytt verdiestimat.

10.1 Krav til egenkapital og minoritet

Egenkapitalkravet beregnes ut ifra anslag på risikofri rente, markedets risikopremie og selskapsbeta, med tillegg for eventuell illikviditetspremie. Minoritetsinteressene tillegges gjerne en ekstra illikviditetspremie dersom minoriteten på bakgrunn av illikviditeten i aksjen kan bli låst inne.

10.1.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten beregnes vanligvis på bakgrunn av den langsiktige renten på norske statsobligasjoner eller den kortsiktige NIBOR-renten. Oppgaven tar her utgangspunkt i NIBOR-renten slik som i kapittel 7. Den beregnede risikofrie renten fremgår av tabell 10-1.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Gjennomsnittlig bankrating	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA
Skattesats	0,240	0,230	0,220	0,220	0,220	0,220	0,220	0,220	0,220	0,220	0,220	0,220
NIBOR-rente, 3 måneder	0,008	0,009	0,011	0,014	0,017	0,019	0,022	0,026	0,029	0,035	0,035	0,035
- Kort kreditrisikopremie	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
= Risikofri rente før skatt	0,003	0,004	0,006	0,009	0,012	0,014	0,017	0,021	0,024	0,030	0,030	0,030
- Skatt	0,001	0,001	0,001	0,002	0,003	0,003	0,004	0,005	0,005	0,007	0,007	0,007
Risikofri rente etter skatt	0,002	0,003	0,005	0,007	0,009	0,011	0,013	0,017	0,019	0,023	0,023	0,023

Tabell 10-1: Estimat på risikofri rente (2017-2028)

Forutsetningene som ligger til grunn for beregningene i tabell 10-1 redegjøres for i det følgende. Det antas at kreditorer for Lerøys rentebærende gjeld har en gjennomsnittlig kredittrating tilsvarende AA. Egenkapitalkravet må beregnes etter selskapsskatt ettersom kontantstrømmen til egenkapitalen er etter skatt. Skattenivået for selskapsskattesatsen er fastsatt til 24 prosent i 2017 og 23 prosent i 2018 i tråd med gjeldende skattereform. For 2019 antas satsen å reduseres til 22 prosent i tråd med forslaget fra «Sheelutvalget». En ytterligere reduksjon av selskapsskattesatsen til 20 prosent er en mulighet for senere år, som følge av tilpasning mot andre europeiske land. Oppgaven tar i midlertid utgangspunkt i 22 prosent selskapsskattesats i «steady state».

Estimat på NIBOR (3mnd) for 2017 tar utgangspunkt i renten per 31.08.17 som er 0,79 (E24, 2017c). Det forventes at renten er forholdsvis stabil uten ytterligere rentenedsettelse frem mot 2019, og det legges til grunn en svak økning til 1,1 prosent i 2019. Renten ventes å gradvis vende tilbake mot gjennomsnittet, her beregnet som en normalrente i «steady state». Estimert normalrente på lang sikt følger av tabell 10-2 under. Estimatet på NIBOR er 2,2 prosent i 2023 og 3,5 prosent i 2027, med lineær utvikling mellom disse punktene. Den kortsiktige kredittrisikopremien settes lik 0,005 jamfør kapittel 7.

	Rente	Vekting	
Gjennomsnitt Nibor 2006-2016	0,0380	0,750	0,029
+ 10 årig statsobligasjonsrente	0,0250	0,250	0,006
= Estimert langsiktig rente			0,035

Tabell 10-2: Estimat på langsiktig rente, dvs. rentenivået i «steady state»

Den estimerte langsiktige risikofrie renten er beregnet som en vektning av gjennomsnittlig NIBOR fra 2006-2016 og 10 årlig statsobligasjonsrente lik nivået per 31.08.17. Estimat på rentenivået i «steady state» (2027) blir dermed 3,5 prosent.

10.1.2 Markedsrisikopremie

Risikoen til markedet vil tradisjonelt sett være ett sted mellom intervallet 4-5 prosent (Kaldestad and Møller, 2016) Nøyaktig hva premien vil være er vanskelig å estimere, og det er derfor vanlig å ta utgangspunkt i historisk risikopremie som beste estimat (Knivsflå, 2017k). Risikopremien settes dermed lik for hvert år i budsjettperioden. I delkapittel 7.2.2 er den gjennomsnittlige markedsrisikopremien over den historiske analyseperioden beregnet til 4,8 prosent. I PwCs årlige undersøkelse er det funnet at risikopremien i det norske markedet har holdt seg stabilt på 5 % over flere år (PWC, 2016). Oppgaven tar likevel utgangspunkt i en

risikopremie på 4,8 prosent, som er beregnet ved vekting av langsiktig og kortsiktig årlig risikopremie jamfør tabell 7.2.2 side 103.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Markedets risikopremie	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048

Tabell 10-3: Estimat på risikopremie i markedet (2017-2028)

10.1.3 Årlig egenkapitalbeta

De årlige betaverdiene til egenkapitalen beregnes basert på estimert betaverdi til netto driftskapital og netto finansiell gjeld. Netto driftsbeta er konstant over tid jamfør Miller Modigliani første proposisjon, som slår fast at verdien av selskapet er uavhengig av finansieringen (Modigliani and Miller, 1958). Netto driftsbeta er dermed den samme i budsjettperioden som for den historiske analyseperioden (2011-2016), mens netto finansiell gjeldsbeta beregnes i delkapittel 10.2.1. De budsjetterte vektene beregnes ut ifra fremtidsbalansen på side 160. Egenkapitalbeta det enkelte år kan finnes residualt når vi kjenner de øvrige verdiene.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Egenkapitalbeta	0,896	0,908	0,925	0,942	0,959	0,976	0,995	1,013	1,032	1,051	1,070	1,070
· Egenkapitalvekt	0,718	0,706	0,697	0,688	0,679	0,670	0,661	0,652	0,643	0,634	0,625	0,625
+ Egenkapitalbeta	0,896	0,908	0,925	0,942	0,959	0,976	0,995	1,013	1,032	1,051	1,070	1,070
· Minoritetsvekt	0,061	0,065	0,062	0,058	0,055	0,052	0,048	0,045	0,042	0,038	0,035	0,035
· Netto finansiell gjeldsbeta	0,019	0,011	0,005	0,000	-0,004	-0,007	-0,009	-0,011	-0,012	-0,012	-0,009	-0,009
+ Netto finansiell gjeldsvekt	0,220	0,229	0,241	0,254	0,266	0,278	0,291	0,303	0,315	0,328	0,340	0,340
= Netto driftsbeta	0,703	0,703	0,703	0,703	0,703	0,703	0,703	0,703	0,703	0,703	0,703	0,703

Tabell 10-4: Egenkapitalbeta og netto driftsbeta i Lerøy (2017-2028)

10.1.4 Illikviditetspremie

Majoriteten tillegges ikke en illikviditetspremie ettersom Lerøys aksjekapital er blant de mest omsatte på Oslo Børs. Det kan argumenteres for et tillegg i premien på grunn av at formueskatt og utbytteskatt ikke rammer alle investorer systematisk likt. Formueskatten er for tiden under debatt og det synes usikkert hvor vidt denne vil være et relevant vurderingselement for fremtiden, noe som avhenger av politiske forhold i Norge. Utbytteskatten reguleres gjennom

fritaksmetoden jf. sktl § 2-38 og aksjonærmodellen. Fritaksmetoden innebærer at utbytte til Norske ASA eller AS er helt eller tilnærmet skattefritt jf. sktl. § 2-38. Eierskatter anses å påvirke verdiestimatet i ubetydelig grad, og oppgaven ser dermed bort i fra dette.

Illikviditetspremien antas å være den samme i budsjettperioden som for analyseperioden, da minoriteten i Lerøy antas å være tilsvarende illikvid også i årene fremover. Illikviditetspremien for minoriteten i budsjettperioden settes dermed lik 2 prosent jamfør delkapittel 7.2.4 side 105.

10.1.5 Krav til egenkapital og minoritet

De fremtidige estimerte egenkapitalkravene i Lerøy følger av tabell 10-5 under. Egenkapitalkravet øker noe gjennom budsjettperioden. Økende egenkapitalkrav kommer av stigende risikofri rente frem mot «steady state» samt en høyere egenkapitalbeta som følge av økt risiko i forbindelse med stigende gjeldsandel i Lerøy gjennom perioden.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Risk.fri rente før skatt	0,003	0,004	0,006	0,009	0,012	0,014	0,017	0,021	0,024	0,030	0,030	0,030
- Skatt	0,001	0,001	0,001	0,002	0,003	0,003	0,004	0,005	0,005	0,007	0,007	0,007
= Risk.fri rente e/ skatt	0,002	0,003	0,005	0,007	0,009	0,011	0,013	0,017	0,019	0,023	0,023	0,023
+ Justert EK beta	0,896	0,908	0,925	0,942	0,959	0,976	0,995	1,013	1,032	1,051	1,070	1,070
· MRP e/ skatt	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048
+ Illikviditetspremie	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ekenkapitalkrav etter skatt	0,045	0,047	0,049	0,052	0,055	0,058	0,061	0,065	0,069	0,074	0,075	0,075
+ Illikviditetspremie minoritet	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020
= Minoritetskrav	0,065	0,067	0,069	0,072	0,075	0,078	0,081	0,085	0,089	0,094	0,095	0,095

Tabell 10-5: Egenkapitalkrav og minoritetskrav i Lerøy (2017-2028)

10.2 Finansielle krav

I denne delen av oppgaven beregnes de finansielle kravene i Lerøy for budsjettperioden. Beregning av finansielle krav i budsjettperioden skjer på samme måte som for analyseperioden i oppgavens kapittel 7.

10.2.1 Finansiell gjeld

Det finansielle gjeldskravet er lik den risikofrie renten tillagt en risikopremie basert på en konkret syntetisk rating. Fremgangsmåten er nærmere omtalt i kapittel 7. For å finne

risikopremien må det gjennomføres syntetisk rating av Lerøy for budsjettperioden. Den syntetiske ratingen består av forholdstallene Likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalandel og netto driftsrentabilitet. Ettersom fremtidsresultatet og fremtidsbalansen beregnet i kapittel 9 er utarbeidet ved framskriving av ni budsjett drivere, vil inndelingen av resultat og balanseposter være mangelfull ved beregning av enkelte forholdstall. Av den grunn er likviditetsgrad 1 for budsjettperioden er en framskriving fra analyseperioden. Egenkapitalandelen er beregnet ved å fremskrive sysselsatt kapital som andel av total kapital fra analyseperioden. For forholdstallene rentedekningsgrad og netto driftsrentabilitet er de nødvendige resultat og balansepostene kjent og disse beregnes dermed på samme måte som i kapittel 7. Den langsiktige kreditrisikopremien som avgjøres av den syntetiske ratingen er hentet fra rammeverket til Knivsflå slik som for kapittel 7 (Knivsflå, 2017g).

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Likviditetsgrad - rating	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A
Rentedekningsgrad - rating	AAA	AAA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA
Egenkapitalandel - rating	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A
Netto driftsrentabilitet - rating	A	A	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Gjennomsnittlig rating	AA	AA	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A
Endelig syntetisk rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Lang kredittrisk.premie	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014

Tabell 10-6: Syntetisk rating av Lerøy (2017-2028)

Tabell 10-6 viser at ratingen holder seg stabilt høy også i fremtiden. Den syntetiske ratingen for budsjettperioden har store likheter med tilsvarende rating av den historiske analyseperioden gjennomført i kapittel 7. Egenkapitalen i Lerøy har vært meget solid i norsk målestokk over lengre tid, og den forblir høy også fremover til tross for at det er budsjettert en vekst i netto finansiell gjeld frem mot «steady state». Netto driftsrentabilitet er gjennomsnittlig noe svakere i budsjettperioden enn analyseperioden. Bakgrunnen for en svakere netto driftsrentabilitet er det budsjetterte fallet i netto driftsmargin, samt en reduksjon i omløpet til netto driftseiendeler. Tabell 10-6 indikerer relativt små endringer i rating fra år til år, ettersom drastiske endringer er vanskelig å forutse. Det er likevel slik at oppdrettsbransjen er en syklisk bransje der endringer i lakseprisene kan gi betydelige utslag utover det som fremgår av tabellen. Etter Lerøys oppkjøp innen fangst og bearbeiding av hvitfisk er omsetningsfordelingen i konsernet større. Lerøys diversifisering kan gi en mer stabil finansiell situasjon enn tidligere.

På generelt grunnlag vil et selskap som Lerøy antagelig ikke oppnå noe bedre finansiell rating enn karakteren BBB hos de største kredittvurderingsselskapene. Egenkapitalandelen er høy og lønnsomheten er god, men til tross for økende grad av diversifisering i form av hvitfisk er Lerøy svært avhengig av god lønnsomhet innenfor havbruk. Oppgaven har tidligere drøftet de mange usikkerhetsmomentene aktørene innenfor havbruk er eksponert mot. Knivsflås modell for syntetisk rating som benyttes i denne oppgaven åpner for andre vurderingselementer som en justering av den kvantitative vurderingen i tabell 10-6 (Knivsflå, 2017f). Andre økonomiske forhold eller innsikt fra den strategiske analysen kan vektlegges ved fastsettelse av den endelige syntetiske ratingen. I den forbindelse justeres den finansielle ratingen for Lerøy ned fra AA / A til BBB over hele budsjettperioden. Bakgrunnen for justeringen er usikkerheten rundt vekst og lønnsomhet innen oppdrett fremover, og karakteren er i bedre overensstemmelse med konsensus fra store autoriserte kredittvurderingsselskaper. Syntetisk rating for Lerøy over budsjettperioden settes dermed lik BBB. Finansielt gjeldskrav for budsjettperioden følger av tabell 10-7 under.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Syntetisk rating Lerøy	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Risikofri rente e/ skatt	0,002	0,003	0,005	0,007	0,009	0,011	0,013	0,017	0,019	0,023	0,023	0,023
+ Lang kred.risk.premie	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
= Finansielt gjeldskrav etter skatt	0,016	0,017	0,019	0,021	0,023	0,025	0,027	0,031	0,033	0,037	0,037	0,037

Tabell 10-7: Finansielt gjeldskrav i Lerøy etter skatt (2017-2028)

Finansiell gjeldsbeta beregnes i tabell 10-8. Forutsetninger for beregningene er at markedsrisikopremien fra analyseperioden er uendret jamfør tabell 7.8 side 108.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Syntetisk rating	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Lang kred.risk.premie	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
/ MRP e/ skatt	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048
= Implisitt finansiell gjeldsbeta	0,292	0,292	0,292	0,292	0,292	0,292	0,292	0,292	0,292	0,292	0,292	0,292
Markedsrisk.andel EK	0,149	0,149	0,149	0,149	0,149	0,149	0,149	0,149	0,149	0,149	0,149	0,149
* Justeringsfaktor for gjeld	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333
= Markedsrisikokode FG	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
= Finansiell gjeldsbeta	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014

Tabell 10-8: Finansiell gjeldsbeta i Lerøy (2017-2028)

10.2.2 Finansielt eiendelskrav

Lerøys finansielle eiendelskrav beregnes ved en vekting av kontanter, fordringer og investeringer i forhold til de totale finansielle eiendelene. Over den historiske analyseperioden bestod finansielle eiendeler nærmest utelukkende av kontanter jamfør tabell 7.10 side 110. I kapittel 9 er det budsjettert en sterk nedgang i finansiell eiendelsdel frem til «steady state» nivå på 8 prosent. Ettersom den finansielle eiendelsdelen reduseres vil nødvendigheten av kontanter medføre at kontantandelen utgjør hoveddelen av de finansielle eiendelene også fremover. Det antas likevel at fordringsandelen og investeringsandelen øker noe frem mot «steady state». Finansielle eiendeler antas å bestå av 85 % kontanter, 5 % fordringer og 10 % investeringer i «steady state», der det forutsettes lineær utvikling fra 2017 nivåer.

Ved beregning av fordringsbeta er markedets risikopremie satt til 4,8 prosent. Kort kreditrisikopremie på fordringer med syntetisk rating BBB er lik 1,0 prosent (Knivsfå, 2017k).

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Syntetisk rating fordringer	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Kort kreditrisikopremie	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
/ Markedets risik.prem e/skatt	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048
= Fordringsbeta	0,208	0,208	0,208	0,208	0,208	0,208	0,208	0,208	0,208	0,208	0,208	0,208

Tabell 10-9: Fordringsbeta for Lerøy (2017-2028)

Investeringsbeta settes lik 1 og kontantbeta lik 0 som redegjort for i kapittel 7. Beregning av finansiell eiendelsbeta og finansielt eiendelskrav følger henholdsvis av tabell 10-10 og tabell 10-11 under.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Kontantbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
· Kontantvekt	0,987	0,972	0,957	0,942	0,926	0,911	0,896	0,881	0,865	0,850	0,850	0,850
+ Fordringsbeta	0,208	0,208	0,208	0,208	0,208	0,208	0,208	0,208	0,208	0,208	0,208	0,208
· Fordringsvekt	0,009	0,014	0,018	0,023	0,027	0,032	0,036	0,041	0,045	0,050	0,050	0,050
+ Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
· Investeringsvekt	0,004	0,014	0,025	0,036	0,047	0,057	0,068	0,079	0,089	0,100	0,100	0,100
Finansiell eiendelsbeta	0,006	0,017	0,029	0,041	0,052	0,064	0,075	0,087	0,099	0,110	0,110	0,110

Tabell 10-10: Finansiell eiendelsbeta for Lerøy (2017-2028)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Risikofri rente e /skatt	0,002	0,003	0,005	0,007	0,009	0,011	0,013	0,017	0,019	0,023	0,023	0,023
+ Finansiell eiendelsbeta	0,006	0,017	0,029	0,041	0,052	0,064	0,075	0,087	0,099	0,110	0,110	0,110
· MRP	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048	0,048
Finansielt = eiendelskrav	0,003	0,004	0,006	0,009	0,011	0,014	0,017	0,021	0,024	0,029	0,029	0,029

Tabell 10-11: Finansielt eiendelskrav i Lerøy (2017-2028)

10.2.3 Netto finansielt gjeldskrav etter skatt

Netto finansielt gjeldskrav etter skatt finnes ved å vekte kravet til finansielle eiendeler og kravet til finansiell gjeld med balanseførte verdier ved inngående balanse.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Finansielt gjeldskrav	0,016	0,017	0,019	0,021	0,023	0,025	0,027	0,031	0,033	0,037	0,037	0,037
Finansiell gjeldsvekt (FG/NFG)	1,671	1,616	1,556	1,503	1,454	1,409	1,369	1,331	1,297	1,265	1,235	1,235
· Finansielt eiendelskrav	0,003	0,004	0,006	0,009	0,011	0,014	0,017	0,021	0,024	0,029	0,029	0,029
· Finansiell eiendelsvekt (FE/NFG)	0,671	0,616	0,556	0,503	0,454	0,409	0,369	0,331	0,297	0,265	0,235	0,235
Netto finansielt = gjeldskrav	0,025	0,025	0,026	0,027	0,028	0,030	0,031	0,034	0,036	0,040	0,039	0,039

Tabell 10-12: Netto finansielt gjeldskrav i Lerøy (2017-2028)

Både gjeldskravet og eiendelskravet øker frem mot «steady state» ettersom det antas at rentenivået vender tilbake til gjennomsnittet etter en periode med lave rentenivåer. Finansiell eiendelsvekt reduseres over perioden, noe som bidrar til at netto finansielt gjeldskrav øker frem mot «steady state».

Netto finansiell gjeldsbeta beregnes med budsjetterte balansevekter på samme måte som netto finansielt gjeldskrav, men med finansiell gjeldsbeta og finansiell eiendelsbeta som input. Netto finansiell gjeldsbeta følger av tabell 10-13, og inngår i beregning av årlig egenkapitalbeta i tabell 10.4.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Finansiell gjeldsbeta	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
· Finansiell gjeldsvekt	1,671	1,616	1,556	1,503	1,454	1,409	1,369	1,331	1,297	1,265	1,235	1,235
- Finansiell eiendelsbeta	0,006	0,017	0,029	0,041	0,052	0,064	0,075	0,087	0,099	0,110	0,110	0,110
· Finansiell eiendelsvekt	0,671	0,616	0,556	0,503	0,454	0,409	0,369	0,331	0,297	0,265	0,235	0,235
Netto finansiell = gjeldsbeta	0,019	0,011	0,005	0,000	-0,004	-0,007	-0,009	-0,011	-0,012	-0,012	-0,009	-0,009

Tabell 10-13: Netto finansiell gjeldsbeta i Lerøy (2017-2028)

10.3 Fremtidig selskapskrav

Selskapskravet er det vektete kravet til selskapets investorer og kreditorer (Knivsflå, 2017k). De to målene på selskapskapital er krav til sysselsatt kapital og krav til netto finansiell gjeld. Beregning av krav til sysselsatt kapital følger av tabell 10-14, mens beregning av netto driftskrav fremgår av tabell 10-15 på neste side.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Egenkapitalkrav	0,045	0,047	0,049	0,052	0,055	0,058	0,061	0,065	0,069	0,074	0,075	0,075
· Egenkapitalvekt (ek/ssk)	0,626	0,619	0,615	0,610	0,606	0,602	0,597	0,593	0,588	0,583	0,579	0,579
+ Minoritetsinteressekrav	0,065	0,067	0,069	0,072	0,075	0,078	0,081	0,085	0,089	0,094	0,095	0,095
· Minoritetsvekt (min/ssk)	0,053	0,057	0,054	0,052	0,049	0,046	0,044	0,041	0,038	0,035	0,032	0,032
+ Finansielt gjeldskrav	0,016	0,017	0,019	0,021	0,023	0,025	0,027	0,031	0,033	0,037	0,037	0,037
· Finansiell gjeldsvekt (fg/ssk)	0,321	0,324	0,331	0,338	0,345	0,352	0,359	0,367	0,374	0,381	0,389	0,389
= Krav til sysselsatt kapital	0,037	0,038	0,040	0,043	0,045	0,047	0,050	0,053	0,056	0,060	0,061	0,061

Tabell 10-14: Krav til sysselsatt kapital i Lerøy (2017-2028)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Egenkapitalkrav	0,045	0,047	0,049	0,052	0,055	0,058	0,061	0,065	0,069	0,074	0,075	0,075
· Egenkapitalvekt	0,718	0,706	0,697	0,688	0,679	0,670	0,661	0,652	0,643	0,634	0,625	0,625
+ Minoritetsinteressekrav	0,065	0,067	0,069	0,072	0,075	0,078	0,081	0,085	0,089	0,094	0,095	0,095
· Minoritetsvekt	0,061	0,065	0,062	0,058	0,055	0,052	0,048	0,045	0,042	0,038	0,035	0,035
+ Netto finansielt gjeldskrav	0,025	0,025	0,026	0,027	0,028	0,030	0,031	0,034	0,036	0,040	0,039	0,039
· Netto finansiell gjeldsvekt	0,220	0,229	0,241	0,254	0,266	0,278	0,291	0,303	0,315	0,328	0,340	0,340
= Netto driftskrav	0,042	0,043	0,045	0,047	0,049	0,051	0,053	0,057	0,059	0,063	0,063	0,063

Tabell 10-15: Krav til netto driftskapital i Lerøy (2017-2028)

10.4 Fremtidig strategisk fordel

Gjennom utarbeiding av fremtidsregnskap i kapittel 9 og fremtidige avkastningskrav i kapittel 10 kan Lerøys fremtidige strategiske fordel beregnes. Beregningene gjøres tilsvarende som i kapittel 8, med unntak av at tallgrunnlaget her er inngående balanse fremfor gjennomsnittlig kapital. Den fremtidige strategiske fordel skal være i samsvar med innsikt fra den strategiske

regnskapsanalysen som er redegjort for i oppgaven. Den fremtidige driftsfordelen følger av tabell 10-16.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Netto driftsrentabilitet	0,177	0,148	0,118	0,088	0,095	0,101	0,107	0,097	0,088	0,079	0,077	0,077
- Netto driftskrav	0,042	0,043	0,045	0,047	0,049	0,051	0,053	0,057	0,059	0,063	0,063	0,063
= Strategisk fordel drift	0,135	0,105	0,073	0,042	0,046	0,050	0,054	0,041	0,029	0,015	0,014	0,014
+ Gearingfordel drift	0,053	0,044	0,032	0,019	0,022	0,025	0,028	0,022	0,016	0,009	0,008	0,008
= Driftsfordel	0,187	0,149	0,105	0,060	0,068	0,075	0,082	0,063	0,045	0,024	0,022	0,022

Tabell 10-16: Driftsfordel i Lerøy (2017-2028)

Driftsfordelen i Lerøy reduseres gradvis gjennom budsjettperioden. Den strategiske driftsfordelen anslås til 1,4 prosent ved budsjettthorisonen, der fordelen ved drift skaleres opp med 0,8 prosent ved finansiell gearing. Samlet oppnår Lerøy en driftsfordel på 2,2 prosent i «steady state». Finansieringsfordelen i fremtiden er lik null, ettersom rentabiliteten er lik kravet for finansielle eiendeler, finansiell gjeld og minoritetsinteresser. Dette medfører at superrentabiliteten er lik driftsfordelen på 2,2 prosent. Superrentabiliteten fremgår av tabell 10-17.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Egenkapitalrentabilitet	0,233	0,196	0,154	0,112	0,123	0,133	0,143	0,128	0,113	0,098	0,097	0,097
- Egenkapitalkrav	0,045	0,047	0,049	0,052	0,055	0,058	0,061	0,065	0,069	0,074	0,075	0,075
Superrentabilitet	0,187	0,149	0,105	0,060	0,068	0,075	0,082	0,063	0,045	0,024	0,022	0,022

Tabell 10-17: Superrentabilitet i Lerøy (2017-2028)

Den anslåtte varige driftsfordelen på 2,2 prosent i «steady state» tar utgangspunkt i både bransjeforhold og interne ressurser. Hovedforklaringen bak den varige fordelen vil være en varig bransjefordel. Det er i oppgaven lagt vekt på at oppdrett av laks og ørret vil gi god lønnsomhet også i fremtiden.

I tillegg til en varig bransjefordel innen oppdrett antas Lerøy å inneha en marginal, men varig intern ressursfordel. Den interne ressursfordelen skriver seg til Lerøys hvitfiskaktiviteter, som øker Lerøys produktutvalg og som tilføres merverdi av Lerøys opparbeidede merkevarenavn innen sjømat. Ved å kontrollere råvaretilgangen innen både havbruk og villfangst har Lerøy en unik posisjon blant de komparative virksomhetene som oppgaven har studert, hvilket gir Lerøy muligheter til å utvikle seg til en stadig sterkere totalleverandør av sjømat til det voksende internasjonale markedet.

11. Fundamental verdsettelse

Oppgaven har utarbeidet fremtidsregnskap og fremtidskrav for Lerøy i henholdsvis kapittel 9 og 10. Fundamental verdsettelse ble i kapittel 3 presentert som oppgavens valgte verdsettelsesteknikk. I dette kapittelet skal verdien av egenkapitalen i Lerøy beregnes ved fundamental verdsettelse på bakgrunn av informasjonen i kapittel 9 og 10. Det skilles mellom to metoder for verdsettelse av egenkapitalen innenfor fundamental verdivurdering. Egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden ble kort presentert i kapittel 3. Egenkapitalmetoden innebærer en neddiskontering av fremtidige kontantstrømmer og gir en direkte verdsettelse av egenkapitalen. Selskapskapitalmetoden er en indirekte verdsettelse av egenkapitalen ved at man estimerer verdien av netto driftskapital eller sysselsatt kapital for deretter å gjøre fratrukk for gjeld og minoritetsinteresser. Fri kontantstrøm, superprofitt og superprofittvekst er undermodeller som benyttes ved beregning av egenkapitalverdien innenfor både egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Ved bruk av verdivekter vil estimatet på egenkapitalverdien konvergere mot et felles estimat for egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden.

11.1 Egenkapitalmetoden

Den direkte verdsettelsen av egenkapitalen ved bruk av egenkapitalmetoden skjer gjennom undermodellene fri kontantstrøm, superprofitt eller superprofittvekst. Dersom modellene anvendes konsistent vil de gi det nøyaktig samme verdiestimatet (Knivsfå, 2017).

11.1.1 Fri kontantstrømmodellen / utbyttmodellen

Denne modellen estimerer egenkapitalverdien gjennom diskontering av fremtidige kontantstrømmer. For kontantstrømmer som ligger langt frem i tid («steady state») skjer verdsettelsen ved bruk av Gordons formel. Verdsettelse av kontantstrømmer hvor vi forutsetter konstant vekst refereres gjerne til som terminalleddet eller horisontleddet. For kontantstrømmodellen vil verdsettelsen av egenkapitalen i stor grad «drives» av nivået på lønnsomheten til selskapet i «steady state» (Kaldestad and Møller, 2016). Fri kontantstrømmodellen og utbyttmodellen er identiske ettersom netto betalt utbytte er definert som fri kontantstrøm til egenkapitalen tidligere i oppgaven.

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_t}{(1 + ekk_1) \times \dots \times (1 + ekk_t)} + \frac{FKE_{T+1}}{(1 + ekk_1) \times \dots \times (1 + ekk_T) \times (ekk - ekv)}$$

Formel 17: Fri kontantstrømmodellen / utbyttmodellen (NBU i stedet for FKE)

Fri kontantstrømmodellen gir en egenkapitalverdi på 25 778 707 000, som gir en verdi på 43,269 kroner per aksje.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
FKEt		2 207 390	1 707 851	1 407 595	906 854	1 033 409	1 168 584	1 313 603	1 112 638	1 021 510	817 813	948 106	986 030
/ (1+ekk1)*...*(1+ekkt)		1,045	1,094	1,148	1,207	1,274	1,348	1,430	1,523	1,628	1,748	1,878	2,018
= Nåverdi fra 1 til T+1	10 578 063	2 111 742	1 560 998	1 226 388	751 040	811 236	867 071	918 638	730 473	627 599	467 979	504 899	488 668
+ Verdien av egenkapitalen	25 778 707												15 200 644
= VERDIESTIMAT pr utestående aksje	43,269												

Tabell 11-1: Verdien av egenkapitalen fra fri kontantstrømmodellen med budsjetterte vekter

11.1.2 Superprofittmodellen

Modellen beregner egenkapitalverdien som balanseført verdi av egenkapital i dag med tillegg for fremtidig superprofitt til egenkapitalen jamfør formel 18. Terminalverdien beregnes med et utgangspunkt på konstant fremtidig vekst lik 4,0 prosent. Verdiestimatet fra denne modellen blir i mindre grad dominert av terminalverdien, men er derimot mer sensitiv for undervurdert egenkapital som følge av manglende balanseføring.

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPE_t}{(1 + ekk_1) \times \dots \times (1 + ekk_t)} + \frac{SPE_{T+1}}{(1 + ekk_1) \times \dots \times (1 + ekk_T) \times (ekk - ekv)}$$

Formel 18: Superprofittmodellen (SPE)

Superprofittmodellen gir en egenkapitalverdi på 25 778 707 000, som gir en verdi på 43,269 kroner per aksje. Som vi ser er verdien ekvivalent med FKE modellen selv med budsjetterte vekter, ettersom de er innenfor samme metode.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Balanseført egenkapital	10 995 966												
+ Superprofitt til EK		2 059 274	1 692 018	1 245 392	741 762	864 815	995 834	1 135 991	912 369	685 486	388 681	368 968	383 727
/ Diskonteringsfaktor		1,045	1,094	1,148	1,207	1,274	1,348	1,430	1,523	1,628	1,748	1,878	2,018
= Nåverdi fra 1 til T+1	8 867 209	1 970 044	1 546 527	1 085 066	614 314	678 888	738 893	794 429	598 992	421 152	222 416	196 488	190 172
+ Horisontverdien fra T+2	5 915 532												5 915 532
= Verdien av egenkapital	25 778 707												
= Verdiestimat	43,269												

Tabell 11-2: Verdien av egenkapitalen fra superprofittmodellen med budsjetterte vekter

11.1.3 Superprofittvekstmodellen

Verdien av egenkapitalen beregnes ved at den kapitaliserte verdien av nettoresultatet til egenkapitalen uten vekst tillegges den diskonterte veksten i superprofitt jamfør formel 19. Det er i utgangspunktet tilstrekkelig med to ekvivalente modeller for verifisering av egenkapitalverdien. I så måte er superprofittvekstmodellen ikke nødvendig ettersom fri kontantstrøm og superprofittmodellen er ekvivalente. Av akademisk formål er det likevel hensiktsmessig å inkludere modellen i oppgaven.

$$VEK_0 = \frac{NRE_1}{ekk_1} + \frac{1}{ekk_1} \times \left(\sum_{t=1}^{T+1} \frac{\Delta SPE_t}{(1 + ekk_1) \times \dots \times (1 + ekk_{t-1})} + \frac{\Delta SPE_{T+2}}{(1 + ekk_1) \times \dots \times (1 + ekk_{T+1}) \times (ekk - ekv)} \right)$$

Formel 19: Superprofittvekstmodellen (ΔSPE)

Superprofittvekstmodellen gir i likhet med de to andre modellene en egenkapitalverdi på 25 778 707 000, som gir en verdi på 43,269 kroner per aksje.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Nettoresultat i år t		2 557 316												
Kapitalisert verdi	56 461 370													
Superprofittvekst til EK			-369 480	-451 104	-508 373	115 100	119 071	123 343	-240 670	-241 827	-307 075	-29 757	4 313	4 485
/ Diskonteringsfaktor			1,045	1,094	1,148	1,207	1,274	1,348	1,430	1,523	1,628	1,748	1,878	2,018
= Nåverdien år 2 til T+2			-353 470	-412 315	-442 928	95 324	93 472	91 518	-168 307	-158 765	-188 662	-17 028	2 297	2 223
+ Kapitalisert verdi	-32 209 343													
Horisontverdien														69 148
+ Kapitalisert verdi	1 526 681													
= Verdien av egenkapitalen	25 778 707													
= Verdiestimat	43,269													

Tabell 11-3: Verdien av egenkapitalen fra superprofittvekstmodellen med budsjetterte vekter

11.2 Selskapskapitalmetoden

Selskapskapitalmetoden er en indirekte verdsettelse av egenkapitalen ved bruk av de to metodene netto driftskapital og sysselsatt kapital. Undermodellene er de samme som for egenkapitalmetoden, men inputverdiene for krav, kapital og resultat er forskjellig. Inputverdiene for netto driftskapitalmetoden er netto driftskrav, netto driftskapital og superprofitt fra drift. Sysselsatt kapitalmetoden benytter inputverdier fra sysselsatt krav, sysselsatt kapital og nettoresultat til sysselsatt kapital.

11.2.1 Netto driftskapitalmetoden

Denne metoden beregner verdien av netto driftskapital. Det må deretter gjøres fratrukk for verdien av netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser for å finne verdien av egenkapitalen jamfør formel 20. Virkelig verdi på finansiell gjeld og netto finansiell gjeld forutsettes å være lik den balanseførte verdien. I framtidsregnskapet i oppgavens kapittel 9 er det forutsatt at finansiell gjeldsrente og netto finansiell gjeldsrente er lik kravet til finansiell gjeldsrente og netto finansiell gjeldsrente. Det er dermed ingen finansieringsfordel gjennom budsjettperioden. Verdien av minoritetsinteressene verdsettes ved bruk av egenkapitalmetoden på samme måte som egenkapitalen.

$$VEK_0 = VNDK_0 - VNFG_0 - VMI_0$$

Formel 20: Verdien av egenkapital ved beregning av netto driftskapital

Netto driftskapitalmetoden gir ekvivalente estimater på 49,508 kroner pr. aksje for alle modellene. Estimater avviker fra estimatene i egenkapitalmetodene ettersom vektene er beregnet på bakgrunn av budsjetterte verdier.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Fri kontantstrøm fra drift		1 939 152	1 439 312	1 172 576	642 924	736 872	835 160	938 322	698 806	628 166	421 235	992 493	1 032 193
/ Diskonteringsfaktor		1,042	1,087	1,136	1,189	1,247	1,311	1,380	1,459	1,545	1,642	1,746	1,857
= Nåverdien fra 1 til T+1	8 376 617	1 860 721	1 324 092	1 032 594	540 853	590 950	637 202	679 703	479 089	406 633	256 462	568 319	555 895
+ Horisontverdien fra T+2	25 427 145												25 427 145
= Verdien av NDK	33 803 763												
- Netto finansiell gjeld	3 372 887												
- Verdi minoritet	935 478												
= Verdien av egenkapital	29 495 398												
= Verdiestimat	49,508												

Tabell 11-4: Netto driftskapital fra fri kontantstrømmodellen med budsjetterte vektorer

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Balansført NDK	15 304 331												
+ Superprofitt fra NDK		2 059 274	1 692 018	1 245 392	741 762	864 815	995 834	1 135 991	912 369	685 486	388 681	368 968	383 727
/ Diskonteringsfaktor		1,042	1,087	1,136	1,189	1,247	1,311	1,380	1,459	1,545	1,642	1,746	1,857
= Nåverdi fra 1 til T+1	9 046 669	1 975 984	1 556 568	1 096 716	623 999	693 556	759 791	822 891	625 505	443 739	236 642	211 278	206 659
+ Horisontverdien fra T+2	9 452 762												9 452 762
= Verdien av NDK	33 803 763												
- Netto finansiell gjeld	3 372 887												
- Verdi minoritet	935 478												
= Verdien av egenkapital	29 495 398												
Verdiestimat	49,508												

Tabell 11-5: Netto driftskapital fra superprofittmodellen med budsjetterte vekter

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Nettoresultat fra NDE		2 704 369												
Kapitalisert NDR i år 1	64 158 820													
Superprofittvekst NDK			-368 717	-449 617	-506 932	117 436	122 524	128 165	-236 091	-237 844	-304 514	-27 033	7 146	7 432
/ Diskonteringsfaktor			1,042	1,087	1,136	1,189	1,247	1,311	1,380	1,459	1,545	1,642	1,746	1,857
= Nåverdi fra 2 til T+2			-353 804	-413 624	-446 414	98 791	98 261	97 786	-171 020	-163 062	-197 122	-16 459	4 092	4 002
+ Kapitalisert verdi av ΔSPE	-34 698 363													
+ Horisontverdien fra T+3														183 075
+ Kapitalisert horisont	4 343 305													
= Verdien av NDK	33 803 763													
- Netto finansiell gjeld	3 372 887													
- Verdi minoritet	935 478													
= Verdien av egenkapital	29 495 398													
Verdiestimat	49,508													

Tabell 11-6: Netto driftskapital fra superprofittvekstmodellen med budsjetterte vekter

11.2.2 Sysselsatt kapitalmetoden

Denne metoden beregner verdien av sysselsatt kapital. Det må deretter gjøres fratrukk for verdien av finansiell gjeld og minoritetsinteresser for å finne verdien av egenkapitalen jamfør formel 21. Modellen er identisk med modellen for netto driftskapital, og beregningene vises dermed ikke. Verdien av egenkapital etter sysselsatt kapitalmetoden presenteres i tabell 11-9 under oppsummering av første verdiestimer.

$$VEK_0 = VSSK_0 - VFG_0 - VMI_0$$

Formel 21: Verdien av egenkapital ved beregning av sysselsatt kapitalmetoden

11.3 Verdsettelse av minoritetsinteresser

Verdien av minoritetsinteressene må beregnes ettersom verdien av egenkapitalen etter selskapskapitalmetoden finnes ved at minoritetsinteresser og finansiell gjeld / netto finansiell gjeld trekkes fra sysselsatt kapital / netto driftskapital jamfør formel 21 og 20. Verdien av minoritetsinteressene kan finnes ved de tre modellene fri kontantstrøm, superprofitt og

superprofittvekst. Modellene er ekvivalente og gir samme verdi, det vises derfor bare utregning ved fri kontantstrømmodellen.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Fri kontantstrøm til MI		-47 962	64 956	80 605	83 082	85 947	89 235	92 991	98 439	111 062	120 120	51 209	53 257
/ Diskonteringsfaktor		1,065	1,136	1,215	1,302	1,400	1,509	1,631	1,770	1,927	2,108	2,307	2,525
= Nåverdien fra 1 til T+1	512 237	-45 023	57 164	66 352	63 797	61 393	59 130	57 002	55 604	57 629	56 991	22 197	21 091
+ Horisontverdien fra T+2	423 241												423 241
= Verdi av MI	935 478												

Tabell 11-7: Verdien av minoritetsinteresser med budsjetterte vekter

11.4 Oppsummering første verdiestimat

Oppsummering av estimerte egenkapitalverdier og verdi per aksje fremgår av henholdsvis tabell 11-8 og 11-9 under. De ulike metodene gir ulike verdier ettersom verdien beregnes med budsjetterte vekter. Undermodellene innenfor de ulike metodene gir imidlertid like estimater på verdien. Sysselsatt kapitalmetoden gir det høyeste verdiestimatet mens egenkapitalmetoden gir det laveste. Den gjennomsnittlige verdien av de tre metodene er 28 847 507,8. Ved beregning av verdi per aksje er egne aksje trukket fra totalt antall aksjer.

	NBU	FK	SP	DSP	SNITT:
EK-METODE	25 778 707,4	25 778 707,4	25 778 707,4	25 778 707,4	25 778 707,4
NDK-METODE		29 495 397,6	29 495 397,6	29 495 397,6	29 495 397,6
SSK-METODE		31 268 418,5	31 268 418,5	31 268 418,5	31 268 418,5
GJENNOMSNIITT		28 847 507,8	28 847 507,8	28 847 507,8	28 847 507,8

Tabell 11-8: Estimat på egenkapitalverdien i Lerøy med budsjetterte vekter

	NBU	FK	SP	DSP	SNITT:
EK-METODE	43,269	43,269	43,269	43,269	43,269
NDK-METODE		49,508	49,508	49,508	49,508
SSK-METODE		52,484	52,484	52,484	52,484
GJENNOMSNIITT		48,420	48,420	48,420	48,420

Tabell 11-9: Estimat på verdien per aksje i Lerøy med budsjetterte vekter

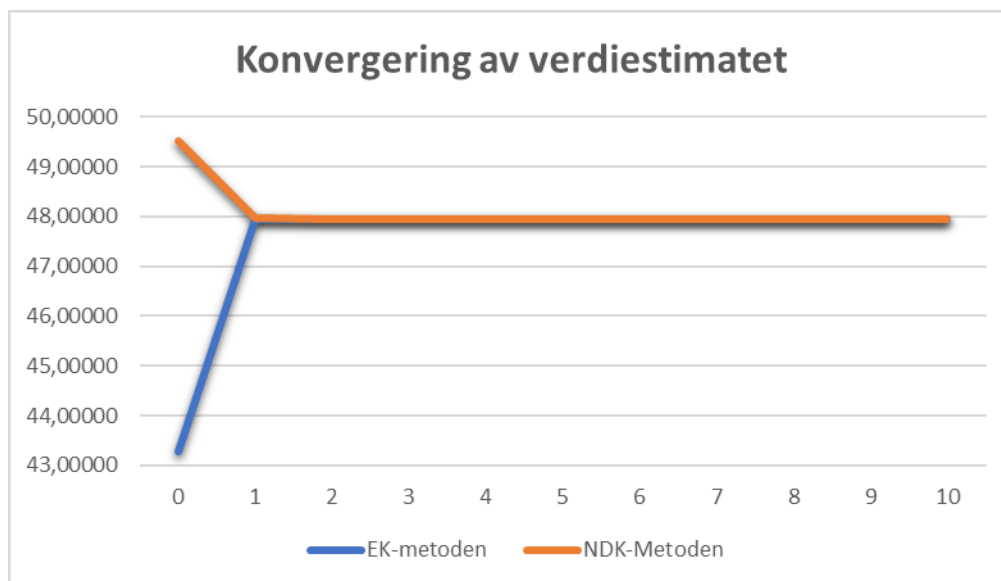
11.5 Konvergering - verdivekter

Det første verdiestimatet som fremgår av tabell 11-8 var beregnet med budsjetterte vekter. I dette delkapittelet vil verdiestimatet danne grunnlag for beregning av verdivekter. Vektene oppdateres med nye verdiestimat steg for steg og medfører at de ulike metodene konvergerer mot et felles verdiestimat. Verdiestimatet vil ikke påvirkes av om det benyttes to eller tre modeller i konvergeringsprosessen og oppgaven velger dermed egenkapitalmetoden og netto driftskapitalmetoden for dette formålet. Konvergeringsprosessen ble gjentatt 10 ganger og gir

et punkttestimat på 47,936 per aksje jamfør tabell 11-10. Steg 0 er her verdien som ble beregnet med budsjetterte vektorer i delkapittel 11.4.

	Steg 0	Steg 1	Steg 2	Steg 3	Steg 4	Steg 5	Steg 6	Steg 7	Steg 8	Steg 9	Steg 10
EK-metoden	43,269	47,940	47,936	47,936	47,936	47,936	47,936	47,936	47,936	47,936	47,936
NDK-Metoden	49,508	47,957	47,934	47,936	47,936	47,936	47,936	47,936	47,936	47,936	47,936

Tabell 11-10: Konvergering mot felles punkttestimat over 10 steg for egenkapitalmetoden og netto driftskapitalmetoden



Figur 11-1: Verdikonvergering mellom egenkapitalmetoden og netto driftskapitalmetoden

11.6 Konkursrisiko

I dette delkapittelet vil verdiestimatet fra tabell 11-10 justeres for konkursrisiko. Oppgaven har gjennomført en fundamental verdivurdering basert på en antagelse om fortsatt drift. Som det fremgår av kapittel 3 er alternativet til fortsatt drift antagelsen å gjennomføre verdsettelsen basert på senariobudsjettering, der konkurs er et av scenarioene. Ettersom antagelsen om fortsatt drift er lagt til grunn vil konkursrisikoen undervurderes noe i verdiestimatet.

$$VEK = (1 - p) \cdot FVEK + p \cdot LVEK$$

$$VEK = (1 - 0,0026) \cdot 47,936$$

$$VEK = 47,811$$

*Formel 22: Verdien av egenkapitalen justert for konkursrisiko. Forklaringer:
 p = konkurssannsynlighet, FVEK = fundamental verdi ved fortsatt drift,
 LVEK = likvidasjonsverdi.*

Formelen for justering for konkursrisiko beregnes med hensyn på risikoen for konkurs og likvidasjonsverdien ved en eventuell konkurs. Likvidasjonsverdien kan ikke være lavere enn null ettersom investorene har begrenset ansvar jmfør allmennaksjeloven § 1-2. I de fleste konkurser vil det være underdekning i boet og ingen utdeling til aksjonærene, likvidasjonsverdien settes dermed lik null. Risikoen for konkurs baseres på kredittratingen av Lerøy fra oppgavens kapittel 10. I henhold til rammeverket til Knivsflå gir en kredittrating på BBB en konkursrisiko på 0,26 prosent (Knivsflå, 2017f). Det endelige verdiestimatet på egenkapitalverdien i Lerøy per aksje justert for konkursrisiko blir dermed 47,811 kroner.

11.7 Sammenligning mot konsensus

Oppgaven har estimert verdien per aksje i Lerøy til 47,811 kroner. Verdssettelsestidspunktet som er valgt for oppgaven er 31.12.2016. «På LSGs ordinære generalforsamling den 23. mai 2017 ble det besluttet å gjennomføre en aksjesplitt 1:10 slik at totalbeholdningen på 59 577 368 aksjer hver pålydende NOK 1, ble omgjort til 595 773 680 aksjer hver pålydende NOK 0,1» (Lerøy, 2017a). Ved beregning av estimert verdi er det tatt utgangspunkt i det nye antallet aksjer selv om verdssettelsestidspunktet for oppgaven er satt til en dato (31.12.16) før aksjesplitten. Dette er gjort siden det er det nye antallet aksjer som vil gi en representativ verdi per aksje for sammenligning mot børskurs fremover.

Det kan være verdifullt å gjøre en sammenligning av oppgavens fundamentale punkttestimat mot kursmål fra etablerte aktører innenfor børs og finans. Dette vil kunne gi en indikasjon på hvorvidt antagelsene som er lagt til grunn i oppgaven er rimelige ut i fra den eksterne informasjonen som prosesseres av ulike markedsaktører. Den 04.01.2017 hadde DNB Markets et kursmål for Lerøy-aksjen på 495,- kroner hvilket tilsvarer **49,5** kroner per aksje med dagnes antall aksjer (DNB, 2017a). Arctic Securities hadde på tilsvarende tid et kursmål på 500,-

hvilket tilsvarer **50,0** per aksje med dagens antall aksjer (Hegnar, 2017b). Oppgavens estimat er da henholdsvis 3,48% og 4,53% lavere enn disse aktørenes estimer. Sammenligningen indikerer at oppgaven undervurderer fremtidsutsiktene i forhold til konsensus. Dette kan være nyttig informasjon når det nå skal gjøres en analyse av usikkerheten i oppgavens beregnede punkttestimat.

11.8 Analyse av usikkerhet

Den beregnede verdien av Lerøys egenkapital er utarbeidet gjennom en fundamental verdivurderingsanalyse. I oppgavens kapittel 9 er fremtidsregnskapet for Lerøy utarbeidet på bakgrunn av strategisk regnskapsanalyse og øvrig informasjon som er behandlet gjennom tidligere kapitler. Fremtidsregnskapet som gir opphav til verdiestimatet inneholder en rekke usikre variabler og drivere. I dette kapitlet skal det gjøres en analyse av usikkerheten rundt disse variablene. Oppgaven fokuserer her på driftsinntektsveksten, omløpshastigheten og netto driftsmargin da disse anses som de viktigste driverne til verdiestimatet.

11.8.1 Simuleringsanalyse

I en simuleringsanalyse blir utvalgte drivere omgjort til stokastiske variabler. Dette betyr at de punktene som er fastsatte for den aktuelle driveren varierer innenfor et bestemt handlingsrom, mens «banen» mellom de stokastiske variablene har en lineær utvikling slik de var fastsatt i antagelsene rundt de fremtidige driverne i kapittel 9. Selve simuleringsanalysen gjennomføres ved bruk av «Crystal Ball», som er et tilleggsprogram for simulering i «Microsoft Excel».

Oppgaven ønsker her å gjøre driftsinntektsveksten, omløpet til netto driftskapital og netto driftsmargin til stokastiske variable, mens alt annet holdes uendret. Det må da bestemmes standardavvik rundt forventningsverdien og sannsynlighetsfordeling på de enkelte driverne, se tabell 11-11. Det forutsettes også en positiv korrelasjon mellom netto driftsmargin og omløpet til netto driftskapital ettersom dette er observert gjennom den historiske analyseperioden. Fremtidig korrelasjon mellom disse driverne settes lik 20 %, hvilket er lavere enn det har vært tidligere ettersom oppgaven forutsetter en avtagende korrelasjon.

Driftsinntektsvekst	Forventning	STD.avvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 2017	0,16	6 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt 2025	0,05	3%:5%	Uniformfordeling
Budsjettpunkt SS	0,04	3%:5%	Uniformfordeling
Netto driftsmargin	Forventning	STD.avvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 2017	0,135	2 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt 2023	0,090	3 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt SS	0,070	1,50 %	Normalfordeling
Omløpet til NDE	Forventning	STD.avvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 2017	1,309	5 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt SS	1,100	6 %	Normalfordeling

Tabell 11-11: Forventning, standardavvik og sannsynlighetsfordeling for utvalgte drivere (div, ndm, onde)

For de utvalgte driverne ønskes det simulering av budsjettpunktet 2017 (år 1) og budsjetthorisonten «steady state» (SS) da denne vil ha en stor betydning for terminalverdien og det endelige verdiestimatet. Budsjettpunktet i 2025 for driftsinntektsveksten og budsjettpunktet i 2023 for netto driftsmargin gjøres også til stokastiske variabler. Standardavvikene er bestemt ut i fra beste skjønn. Historiske tall fra selskapet og bransjen kan benyttes som estimat på standardavviket, se tabell 11-12. Oppgaven anser disse nivået som for høye i fremtiden og har dermed valgt en skjønnsmessig fastsettelse av standardavvik.

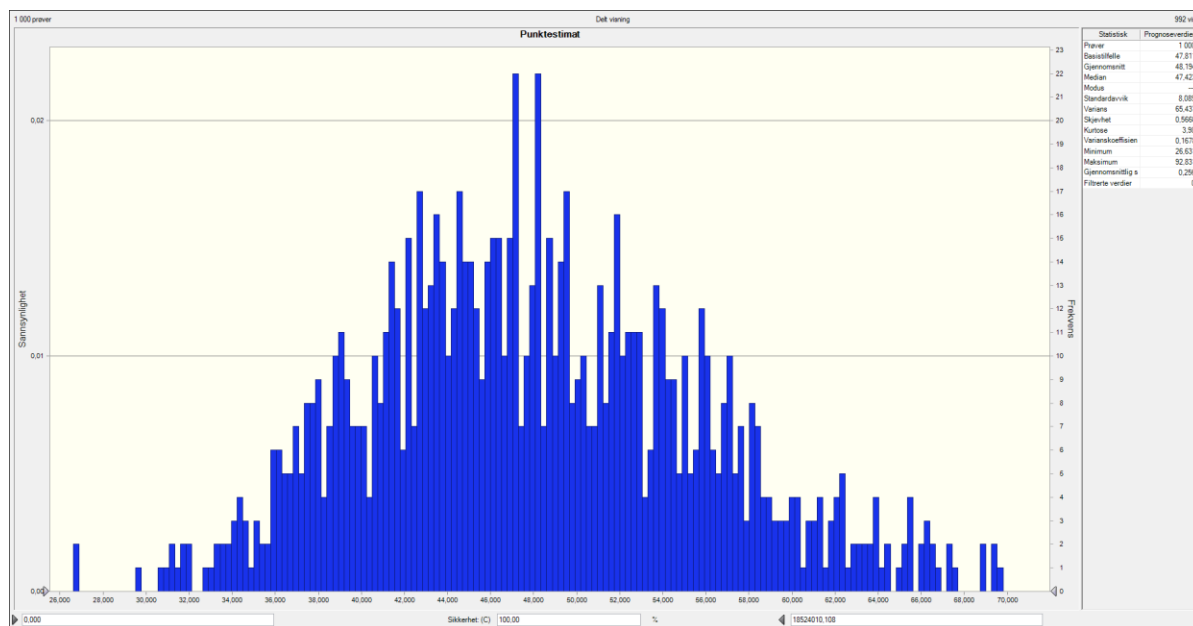
Lerøy	2011	2012	2013	2014	2015	2016	STD Lerøy	STD Bransje
Div	0,031	-0,007	0,183	0,169	0,069	0,284	0,109	0,124
ndm	0,103	0,040	0,129	0,107	0,082	0,139	0,036	0,045
onde	1,338	1,180	1,352	1,446	1,388	1,452	0,100	0,170

Standardavviket for driftsinntektsveksten i «steady state» settes til en uniformfordeling på mellom 3-5 prosent. Den øvre grensen vil her være den økonomiske veksten mens den nedre grensen vil være et antatt minimumsnivå på inflasjon og realvekst. Netto driftsmargin i «steady state» simuleres normalfordelt med standardavvik 1,5 %. Høyt standardavvik for netto driftsmargin i «steady state» vil medføre at netto driftsmargin vil få for stor innvirkning på simuleringen.

Resultat fra simuleringsanalyse ved Crystal Ball

Simuleringen er gjennomført 1000 ganger. Negative verdier fra simuleringen er filtrert bort ettersom ansvarsbegrensning i allmennaksjeloven § 1-2 tilsier at nedre grense for verdien er null. Gjennomsnittlig verdi fra simuleringen er 48,2 som er noe over verdiestimatet, mens medianen er 47,4 og dermed noe lavere. Standardavviket fra simuleringen er 17 prosent, og indikerer at det er usikkerhet rund estimatet, men usikkerheten er ikke avskrekkende. Dersom standardavviket for netto driftsmargin ble satt høyere ville usikkerheten rundt estimatet økt. Det antas at netto driftsmargin vil være omkring 5-9 % i «steady state», og et høyere standardavvik medfører at netto driftsmargin utgjør for stor andel av den samlede sensitiviteten. Frekvensfordelingen med tilhørende statistikk følger av figur 11-2 under

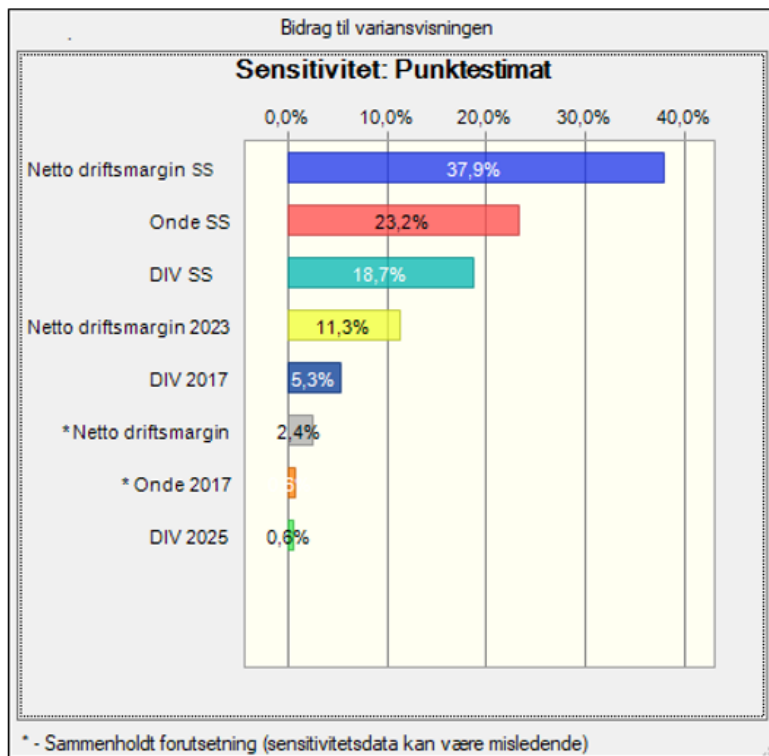
Frekvensfordeling



Figur 11-2: Frekvensfordeling ved simuleringsanalyse

Sensitivitetsdiagram

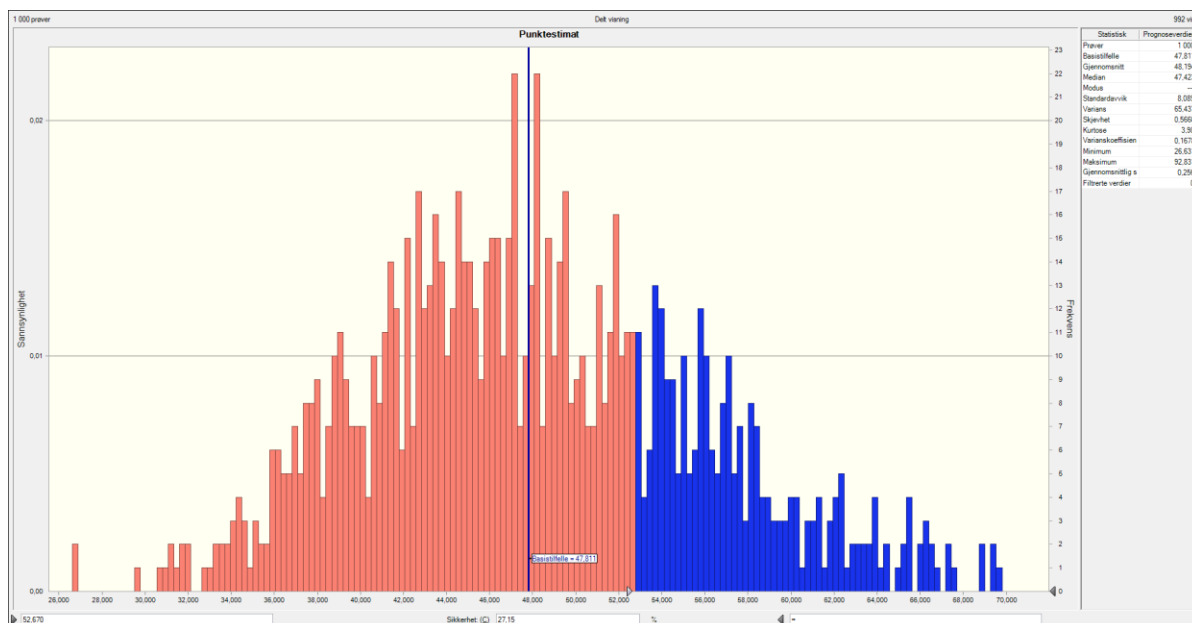
Sensitiviteten i frekvensfordelingen varierer for de ulike stokastiske variablene. Som forventet er netto driftsmargin i «stady state» den mest sensitive variabelen, men verdiestimatet er også betydelig sensitivt ovenfor omløpet til netto driftskapital og driftsinntektsveksten i «stady state». En oversikt over sensitiviteten i verdiestimatet for de ulike stokastiske variablene følger av figur 11-3.



Figur 11-3: Sensitivitet i verdiestimatet forklart med de ulike stokastiske variablene

Oppsidepotensial

Sannsynligheten for at aksjeverdien vil være 10 prosent eller høyere enn verdiestimatet er her definert som oppsidepotensialet. Aksjeverdier som er 52,67 kroner eller høyere vil utgjøre oppsidepotensialet. Sannsynligheten er i henhold til simuleringen 27,15 prosent for en verdi over 52,67 kroner per aksje. Det er dermed et betydelig oppsidepotensial i verdiestimatet, hvilket fremgår av figur 11-4.

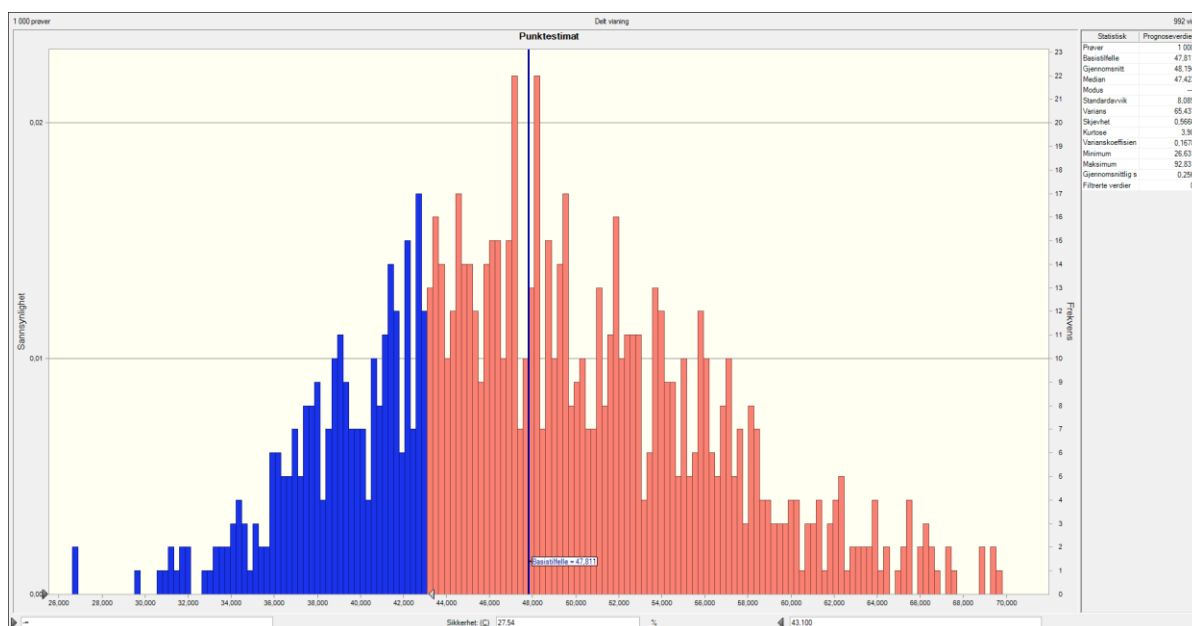


Figur 11-4: Simuleringen viser en sannsynlighet for oppsidepotensial på 27,15 %

Nedsiderisiko

Nedsiderisiko defineres her som en aksjeverdi 10 prosent under verdiestimatet.

Aksjeverdier på 43,10 eller lavere utgjør dermed nedsiderisiko. Nedsiderisiko har i henhold til simuleringen en sannsynlighet på 27,54 prosent. Det er dermed en betydelig risiko for at verdien av aksjen blir lavere enn verdiestimatet. Nedsiderisiko er imidlertid bare marginalt høyere enn oppsidepotensialet for verdiestimatet.



Figur 11-5: Nedsiderisiko har en sannsynlighet på 27,54 prosent iht. simuleringen

Ut i fra beregningen av oppsidepotensialet og nedsiderisikoen kan det utledes at sannsynligheten for at aksjeverdien ligger innenfor intervallet +/- 10 prosent av verdiestimatet er 45,4 prosent.

11.8.2 Sensitivitetsanalyse

Simuleringsanalysen avdekket at netto driftsmargin, omløpet til netto driftsmargin (onde) og driftsinntektsveksten, alle i «steady state», var de mest sensitive driverne i verdiestimatet. I denne analysen vil endringen i verdiestimatet på bakgrunn av endringer i driverne analyseres. Sensitivitetsanalysen er forskjellig fra simuleringsanalysen ved at det her studeres endring på bare en variabel om gangen, «alt annet likt». Det vil nå analyseres hvor stor innvirkningen en prosentvis endring av driveren har på verdiestimatet. For tabellene som følger er kolonnene med 0 % endring oppgavens endelige verdiestimat basert på den forventede verdien av driveren fastsatt i oppgavens kapittel 9.

Netto driftsmargin i «steady state»

Netto driftsmargin var den mest sensitive driveren i simuleringsanalysen. Endringer i netto driftsmargin gir store utslag på verdiestimatet. Ytterpunktene i sensitivitetsanalysen er +/- 20 prosent. En 5 prosent endring gir et verdiestimat som er tett opp under oppgavens formulerte oppsidepotensial og like over den definerte nedsiderisikoen, hvilket innebærer at dersom netto driftsmargin øker eller reduseres med 0,5 prosent gir dette store utslag for verdiestimatet.

Netto driftsmargin "steady state"										
Endring i prosent	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%	
Netto driftsmargin i "steady state"	0,056	0,060	0,063	0,067	0,070	0,074	0,077	0,081	0,084	
Verdiestimat pr. aksje	31,900	36,450	39,861	44,406	47,811	52,350	55,750	60,282	63,678	

Tabell 11-12: Sensitivitet i verdiestimatet ved endring av netto driftsmargin i «steady state»

Onde i «steady state»

Verdiestimatet er også meget sensitivt for endringer i onde i «steady state» jamfør figur 11-3. Tabell 11-13 viser at verdiestimatet endres betydelig ved en endring i onde, der en 10 % økning av onde gir et verdiestimat på 53,99 hvilket er en økning på 12,7 %. Tilsvarende gir en reduksjon på 10 % i onde et verdiestimat på 40,39 hvilket er 15 % reduksjon.

Onde "steady state"										
Endring i prosent	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%	
onde i "steady state"	0,880	0,935	0,990	1,045	1,100	1,155	1,210	1,265	1,320	
Verdiestimat pr. aksje	31,430	36,122	40,393	44,276	47,811	51,038	53,991	56,703	59,200	

Tabell 11-13: Sensitivitet i verdiestimatet ved endring av onde i «steady state»

Driftsinntektsvekst i «steady state»

Driftsinntektsveksten i «steady state» er som tidligere forklart begrenset oppad til om lag 5 prosent ettersom veksten ikke kan overgå den generelle økonomiske veksten. Dersom driftsinntektsveksten øker med 20 % innebærer dette en vekst på 4,8 prosent i «steady state». Sensitiviteten i verdiestimatet ovenfor driftsinntektsveksten er noe lavere enn for ndm og onde, men endringer i veksten gir også her betydelige utslag på verdiestimatet.

div SS									
Endring i prosent	-20 %	-15 %	-10 %	-5 %	0 %	5 %	10 %	15 %	20 %
div 2020	0,032	0,034	0,036	0,038	0,040	0,042	0,044	0,046	0,048
Verdiestimat pr. aksje	44,375	45,077	45,871	46,770	47,811	49,016	50,430	52,118	54,161

Tabell 11-14: Sensitivitet i verdiestimatet ved endring av driftsinntektsvekst i «steady state»

12. Oppsummering og handlingsstrategi

Oppgaven har nå presentert det endelige verdiestimatet. I tråd med målsetningen for oppgaven vil verdiestimatet sammenlignes opp mot børskurs på verdsettelsestidspunktet for å konkludere med en handlingsstrategi på aksjen. Det gis først en oppsummering av den fundamentale verdsettelsen.

12.1 Oppsummering

Lerøy har en gjennomsnittlig strategisk fordel på 13,3 prosent over analyseperioden (2011-2016). Fordelen tilskrives bransjefordeler. Kilder til bransjefordelen er forklart med begrenset konkurranse og produksjonsmangel som driver opp prisene. Inngangsbarrierer i form av konsesjoner begrenser konkurransen, mens mangel på nye konsesjoner som følge av miljømessige problemer begrenser produksjonen. De siste årene har bransjen oppnådd god lønnsomhet som en konsekvens av underdekning på produksjonsvolum i markedet. På lengere sikt kan etterspørselen avta dersom det ikke foreligger en tilbudsvekst. Oppdrettsbransjen bruker store ressurser for å legge forholdene til rette for videre vekst innen norsk oppdrett.

Strategisk fordel i «steady state» er beregnet til 2,2 prosent, der strategisk fordel drit utgjør 1,4 prosent og gearingfordel drift 0,8 prosent. Også her vil kildene til fordelene tilskrives bransjeforhold. Det legges til grunn i fremtidsregnskapet at produksjonsvolumet vil øke etter hvert som ny teknologi fases inn i produksjonen. Det antas at innfasing av teknologi skjer gradvis slik at etterspørselen i større grad kan tilpasses de nye produksjonsvolumene. Inngangsbarrierene til oppdrett vil fortsatt være betydelige, men betydningen av konsesjoner vil trolig reduseres. Produksjonen vil også i fremtiden være avgrenset, og tilgangen på marine råstoff (fiskeolje) som benyttes i fiskefôr kan være den største enkeltfaktoren for produksjonsbegrensning. Den strategiske fordelene består også av en marginal intern ressursfordel knyttet til Lerøys merkevarenavn og råvaretilgang. Diversifisering innenfor hvitfisk gir Lerøy mulighet til å utvikle lønnsomme nedstrømsaktiviteter slik Lerøy har lyktes med for laks.

Verdien av egenkapitalen til Lerøy er estimert til 28 847 507 000 hvilket gir et endelig verdiestimat per aksje på 47,811 justert for konkurrisiko.

12.2 Handlingsstrategi

Det endelige verdiestimatet etter den fundamentale verdsettelsen er **47,811 kroner per aksje**. Ettersom verdiestimatet er beheftet med vesentlig usikkerhet benyttes en sikkerhetsmargin på 10 %. Dette vil gi et intervall med en øvre og nedre grense for handlingsstrategien. Dersom verdiestimatet med 10 % tillegg for sikkerhetsmargin overstiger børskursen er anbefalingen å kjøpe aksjen. En salgsanbefaling gis dersom verdiestimatet med tillegg for sikkerhetsmarginen er under børskursen. Øvre grense for verdiestimatet er 53,77 mens nedre grense er 43,99. Verdier mellom dette intervallet gir opphav til en hold-anbefaling.

Verdsettelsestidspunktet er satt til **31.12.2016**. Børskursen for Lerøy Seafood Group ASA på Oslo Børs var denne dagen **47,61** (med dagens antall aksjer). Den endelige handlingsstrategien blir da en **hold-anbefaling**. Dersom man ser på utviklingen i aksjekursen i løpet av 2017 har den et bunnivå på 38,41 (05.04.2017) og ett toppnivå på 53,35 (11.10.2017). Aksjekursen var 47,85 den 14.11.2017 som er siste registrering i skrivende stund. Det ser dermed ut til at oppgaven har en nokså lik oppfatning som markedet av de underliggende verdiene i Lerøy og prisingen av disse.

Litteraturliste

- AFTENPOSTEN. 2016. *Forholdet mellom Kina og Norge normalisert etter seks år med isfront* [Online]. Available: <https://www.aftenposten.no/okonomi/i/X17QE/Forholdet-mellom-Kina-og-Norge-normalisert-etter-seks-ar-med-isfront> [Accessed 08.05 2017].
- BARNEY, J. 2014. *Gaining and sustaining competitive advantage (4.utg)*, Boston, Pearson Education
- DAGENS NÆRINGSLIV. 2017a. *Europeiske tungvekttere satser milliarder på landbasert oppdrett i Florø* [Online]. Available: <https://www.dn.no/nyheter/2017/04/27/2041/Havbruk/europeiske-tungvekttere-satser-milliarder-pa-landbasert-oppdrett-i-floro> [Accessed 10.06 2017].
- DAGENS NÆRINGSLIV. 2017b. *Lysere utsikter for USAs økonomi* [Online]. Available: <https://www.dn.no/nyheter/2017/02/12/1924/Finans/lysere-utsikter-for-usas-okonomi> [Accessed 10.05 2017].
- DAGENS NÆRINGSLIV. 2017c. *Slik er den nye renteprognosen* [Online]. Available: <https://www.dn.no/nyheter/2017/06/22/1016/Makrookonomi/slik-er-den-nye-renteprognosen> [Accessed 11.09 2017].
- DAHL, G. A., HANSEN, T., HOFF, R. & KINSERDAL, A. 2007. *Verdsettelse i teori og praksis*, Cappelen Akademisk.
- DAMODARAN, A. 2012. *Investment Valuation*. 3 ed.: WILEY.
- DNB. 2017a. - *Ikke kjøp disse lakseaksjene* [Online]. Available: <http://www.hegnar.no/Nyheter/Boers-finans/2017/01/ikke-kjoep-disse-lakseaksjene> [Accessed 10.11 2017].
- DNB. 2017b. *Rente- og valutaprognooser mai 2017* [Online]. Available: <https://www.dnb.no/bedrift/markets/nyheter/web-tv/170522.html> [Accessed 25.09 2017].
- E24. 2016. *Landbasert oppdrettsanlegg kan fjerne laks fra fjordene* [Online]. Available: <https://e24.no/naeringsliv/laks/landbasert-oppdrettsanlegg-kan-fjerne-laks-fra-fjordene/23761812> [Accessed 02.05 2017].
- E24. 2017a. *Disse oppdretterne risikerer rødt på Sandbergs «trafikklys»* [Online]. Available: <https://e24.no/boers-og-finans/oppdrett/disse-oppdretterne-risikerer-roedt-paa-sandbergs-trafikklys/24073583> [Accessed 15.09 2017].
- E24. 2017b. *DNB Markets nedjusterer oljepris-anslag: Derfor bommet Olje-Kjus* [Online]. Available: <https://e24.no/energi/torbjoern-kjus/dnb-markets-nedjusterer-oljepris-anslag-derfor-bommet-olje-kjus/24109780> [Accessed 22.09 2017].
- E24. 2017c. *Renter* [Online]. Available: <https://bors.e24.no/#!/interests> [Accessed 31.08 2017].
- E24. 2017a. *Dobler kapasiteten for norsk sjømateksport* [Online]. Available: <https://e24.no/naeringsliv/luftfart/dhl-lanserer-ny-fraktrute-til-asia-nytt-fly-dobler-sjoematekapaasiteten-fra-norge/24136909> [Accessed].
- FISH-POOL. 2017. *Fish pool* [Online]. Available: <http://fishpool.eu/> [Accessed 04.05 2017].
- FISKERIDIREKTORATET. 2016a. *Biomasse* [Online]. Available: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Drift-og-tilsyn/Biomasse> [Accessed 14.05 2017].
- FISKERIDIREKTORATET. 2016b. *Landbasert akvakultur* [Online]. Available: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Kommersielle-tillatelser/Laks-oerret-og-regnbueoerret/Landbasert-akvakultur> [Accessed 10.05 2017].

- FISKERIDIREKTORATET. 2016a. *Biomasse* [Online]. Available: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Drift-og-tilsyn/Biomasse> [Accessed 14.05 2017].
- FISKERIDIREKTORATET. 2017a. *Grønne tillatelser* [Online]. Available: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Kommersielle-tillatelser/Laks-oerret-og-regnbueoerret/Groenne-tillatelser> [Accessed 11.05 2017].
- FISKERIDIREKTORATET. 2017b. *Lønnsomhetsundersøkelse for laks og regnbueørret: Matfiskproduksjon* [Online]. Available: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Statistikk-akvakultur/Loennsomhetsundersokelse-for-laks-og-regnbueoerret/Matfiskproduksjon-laks-og-regnbueoerret> [Accessed 10.05 2017].
- FISKERIDIREKTORATET. 2017c. *Utviklingstillatelser* [Online]. Available: <http://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Saertillatelser/Utviklingstillatelser> [Accessed 09.05 2017].
- FISKERIDIREKTORATET. 2017a. *Grønne tillatelser* [Online]. Available: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Kommersielle-tillatelser/Laks-oerret-og-regnbueoerret/Groenne-tillatelser> [Accessed 11.05 2017].
- GIEK. 2016. *Sjømateksportøren Lerøy vant Eksportprisen 2015* [Online]. Available: <https://www.giekkreditt.no/FL?ELEMENTIDFROMLIST=c373e94c9e142b817fb4005056a339e4> [Accessed 22.05 2017].
- GJESDAL, F. & JOHNSEN, T. 1999. *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*, Oslo, Cappelen Akademisk Forlag.
- GRIEG SEAFOOD. 2017a. *Om Grieg Seafood* [Online]. Available: <https://www.griegseafood.no/grieg-seafood-asa-n/om-grieg-seafood/> [Accessed 24.05 2017].
- GRIEG SEAFOOD. 2017b. *Årsrapport 2016* [Online]. Available: <http://grieg16.digirapport.no/forside-2/> [Accessed 24.05 2017].
- HEGNAR. 2017a. *Høyere vekst i eurosonen* [Online]. Available: <http://www.hegnar.no/Nyheter/Naeringsliv/2017/06/Hoeyere-vekst-i-eurosonen> [Accessed 10.06 2017].
- HEGNAR. 2017b. *Meglerhus nedgraderer fire aksjer* [Online]. Available: <http://www.hegnar.no/Nyheter/Boers-finans/2017/01/Meglerhus-nedgraderer-fire-aksjer> [Accessed 10.11 2017].
- ILAKS. 2014. *Spår lav vekst og prisfall* [Online]. Available: <https://ilaks.no/spar-lav-vekst-og-prisfall/> [Accessed 13.05 2017].
- ILAKS. 2015. *Endrer spillereglene i fiskefôr* [Online]. Available: <http://ilaks.no/endrer-spillereglene-i-fiskefor/> [Accessed 20.05 2017].
- ILAKS. 2016a. *Marine Harvest Chile opplever massedød av fisk* [Online]. Available: <https://ilaks.no/marine-harvest-chile-opplever-massedod-av-fisk/> [Accessed 07.05 2017].
- ILAKS. 2017. *DNB Markets ser 150.000 tonn landbasert lakseproduksjon i 2020* [Online]. Available: <http://ilaks.no/dnb-markets-ser-150-000-tonn-landbasert-lakseproduksjon-i-2020/> [Accessed 10.09 2017].
- KALDESTAD, Y. & MØLLER, B. 2016. *Verdivurdering*, Fagbokforlaget.
- KNIVSFLÅ, K. H. 2017a. *Forelesning 1* [Online]. Available: <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2017/BUS440%20-%2001%20-%202017p.pdf> [Accessed 10.01 2017].
- KNIVSFLÅ, K. H. 2017b. *Forelesning 3* [Online]. Available: <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2017/BUS440%20-%2003%20-%202017p.pdf> [Accessed 10.01 2017].

- KNIVSFLÅ, K. H. 2017c. *Forelesning 4* [Online]. Available: <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2017/BUS440%20-%2004%20-%202017p.pdf> [Accessed 10.01 2017].
- KNIVSFLÅ, K. H. 2017d. *Forelesning 5* [Online]. Available: <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2017/BUS440%20-%2005%20-%202017p.pdf> [Accessed 10.01 2017].
- KNIVSFLÅ, K. H. 2017e. *Forelesning 6* [Online]. Available: <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2017/BUS440%20-%2006%20-%202017p.pdf> [Accessed 10.01 2017].
- KNIVSFLÅ, K. H. 2017f. *Forelesning 8* [Online]. Available: <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2017/BUS440%20-%2008%20-%202017p.pdf> [Accessed 10.01 2017].
- KNIVSFLÅ, K. H. 2017g. *Forelesning 9* [Online]. Available: <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2017/BUS440%20-%2009%20-%202017p.pdf> [Accessed 10.01 2017].
- KNIVSFLÅ, K. H. 2017h. *Forelesning 10* [Online]. Available: <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2017/BUS440%20-%2010%20-%202017p.pdf> [Accessed 10.01 2017].
- KNIVSFLÅ, K. H. 2017i. *Forelesning 13* [Online]. Available: <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2017/BUS440%20-%2013%20-%202017p.pdf> [Accessed 10.01 2017].
- KNIVSFLÅ, K. H. 2017j. *Forelesning 14* [Online]. Available: <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2017/BUS440%20-%2014%20-%202017p.pdf> [Accessed 10.01 2017].
- KNIVSFLÅ, K. H. 2017k. *Forelesning 15* [Online]. Available: <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2017/BUS440%20-%2015%20-%202017p.pdf> [Accessed 10.01 2017].
- KNIVSFLÅ, K. H. 2017l. *Forelesning 16* [Online]. Available: <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2017/BUS440%20-%2016%20-%202017p.pdf> [Accessed 10.01 2017].
- LAKSEFAKTA. 2016a. *ER LAKSEFÔR BÆREKRAFTIG?* [Online]. Available: <https://laksefakta.no/hva-spiser-laksen/er-lakseforet-barekraftig-er-det-villfisk-i-lakseforet/> [Accessed 20.05 2017].
- LAKSEFAKTA. 2016b. *HAR LAKSEN DET BRA I OPPDRETTSANLEGGENE?* [Online]. Available: <https://laksefakta.no/lakseoppdrett-i-norge/har-laksen-det-bra-i-oppdrettsanleggene/> [Accessed 14.05 2017].
- LAKSEFAKTA. 2016c. *HVA ER I FÔRET TIL LAKSEN?* [Online]. Available: <https://laksefakta.no/hva-spiser-laksen/hva-er-i-foret-til-laksen/> [Accessed 12.05 2017].
- LAKSEFAKTA. 2016d. *HVOR FRISK ER OPPDRETTSLAKSEN?* [Online]. Available: <https://laksefakta.no/lakseoppdrett-i-norge/hvor-frisk-er-oppdrettslaksen/> [Accessed 12.05 2017].
- LAKSEFAKTA. 2016e. *HVORFOR RÔMMER LAKSEN?* [Online]. Available: <https://laksefakta.no/laks-og-miljo/romming/> [Accessed 15.05 2017].
- LAKSEFAKTA. 2017. Available: <https://laksefakta.no/> [Accessed 05.05 2017].
- LAKSEFAKTA. 2017a. Available: <https://laksefakta.no/> [Accessed 05.05 2017].
- LERØY. 2016a. *Tar tak i tang og tare* [Online]. Available: <https://www.leroyseafood.com/no/Investor/Om-Leroy/Nyheter/tar-tak-i-tang-og-tare/> [Accessed 04.05 2017].

- LERØY. 2016b. *Årsrapport 2015* [Online]. Available: <http://hugin.info/131537/R/2007871/742441.pdf> [Accessed 10.04].
- LERØY. 2016c. *Årsrapport 2015* [Online]. Available: <http://hugin.info/131537/R/2007871/742441.pdf> [Accessed 04.03 2017].
- LERØY. 2017a. *Delårsrapport 1 Kvartal* [Online]. Available: <http://hugin.info/131537/R/2103646/798050.pdf> [Accessed 10.08 2017].
- LERØY. 2017b. *Historikk* [Online]. Available: <https://www.leroyseafood.com/no/om-leroy/historikk/> [Accessed 05.05 2017].
- LERØY. 2017c. *Lerøy kjøper Havfisk ASA og Norway Seafoods Gruop AS* [Online]. Available: <https://www.leroyseafood.com/no/Investor/Om-Leroy/Nyheter/leroy-kjoper-havfisk-og-norway-seafoods-group/> [Accessed 10.04 2017].
- LERØY. 2017d. *Om oss* [Online]. Available: <https://www.leroyseafood.com/no/om-leroy/om-oss/> [Accessed 20.05 2017].
- LERØY. 2017e. *Verdikjeden* [Online]. Available: <https://www.leroyseafood.com/no/om-leroy/verdikjeden/> [Accessed 15.04 2017].
- LERØY. 2017f. *Årsrapport 2016* [Online]. Available: <http://hugin.info/131537/R/2099790/799339.pdf> [Accessed 01.05 2017].
- MARINE HARVEST. 2016. *Annual report 2015* [Online]. Available: <http://marineharvest.no/investor/annual-reports/> [Accessed 25.05 2017].
- MARINE HARVEST. 2017a. *FOURTH QUARTER MARINE HARVEST GROUP* [Online]. Available: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1578526/000157852617000002/a6-kq42016exhibit991.htm> [Accessed 12.05 2017].
- MARINE HARVEST. 2017b. *Historie* [Online]. Available: <http://marineharvest.no/about/historie/> [Accessed 22.05 2017].
- MARINE HARVEST. 2017c. *Laksens livssyklus* [Online]. Available: <http://marineharvest.no/products/seafood-value-chain/> [Accessed 11.05 2017].
- MATTILSYNET. 2016. *Fakta om lakselus og lakselusbekjempelse* [Online]. Available: https://www.mattilsynet.no/fisk_og_akvakultur/fiskehelse/fiske_og_skjellsykdomme/lakselus/fakta_om_lakselus_og_lakselusbekjempelse.23766 [Accessed 15.05 2017].
- MODIGLIANI, F. & MILLER, M. H. 1958. *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, American Economic Review.
- NESFOSSEN. 2012. *Laksens livssyklus - fra rogn til matfisk* [Online]. Available: <http://www.nesfossen.no/?PageID=143&ItemID=87> [Accessed 11.05 2017].
- NHO. 2016. *Bionasjonen Norge* [Online]. Available: <https://www.nho.no/arskonferanser/madeinnorway/forside/nyhetsarkiv/bionasjonen-norge/> [Accessed 11.05 2017].
- NOFIRMA 2014. *Havbruksnæringens lokalitetstilgang*. nofirma.no.
- NOFIRMA. 2016. *Lusefri med kombinasjon av rognkjeks, laser og skjørt* [Online]. Available: <https://nofima.no/nyhet/2016/12/lusefri-med-kombinasjon-av-rognkjeks-laser-og-skjort/> [Accessed 20.05 2017].
- NORDNET 2017. *Fundamentalt case: Marine Harvest. Pengepodden*.
- NORGES BANK. 2015. *UTDYPING OM STYRINGSRENTEN* [Online]. Available: <http://www.norges-bank.no/pengepolitikk/Styringsrenten/Mer-om-styringsrenten/> [Accessed 04.05 2017].
- NORGES SJØMATRÅD. 2017. *Henning Beltestad, Lerøy* [Online]. Available: <http://laks.no/lakseeventyret/#!Zq0RXsqo3ws> [Accessed 12.05 2017].
- NORSK INDUSTRI 2017. *Konjunkturrapport 2017*. Norsk industri.
- NORSK-SJØMATSRÅD. 2016. *Laks og ørretekspport tredoblet* [Online]. Available: <https://seafood.no/Nyheter-og->

- media/Nyhetsarkiv/Pressemeldinger/%C3%A2%E2%82%AC%E2%80%B9Laks-og-%C3%83%C2%B8rreteksporten-tredoblet-p%C3%83%C2%A5-8-%C3%83%C2%A5r-%C3%A2%E2%82%AC%E2%80%9C-65-milliarder-i-2016 [Accessed 03.05 2017].
- NRK. 2010. *Kina misfornøyd med at fredsprisen gikk til Liu Xiaobo* [Online]. Available: <https://www.nrk.no/nobel/-kina-misfornoyde-med-fredsprisen-1.7328140> [Accessed 07.05 2017].
- NRK. 2012. *USA fjerner straffetoll på laks* [Online]. Available: <https://www.nrk.no/okonomi/usa-fjerner-straffetoll-pa-laks-1.7971019> [Accessed 08.05 2017].
- NRK. 2014a. *Russland stanser import av norske produkter* [Online]. Available: <https://www.nrk.no/troms/russland-stanser-norske-produkter-1.11867681> [Accessed 06.05 2017].
- NRK. 2017. *Nå har fisken som skulle spise opp lakselusen selv blitt syk* [Online]. Available: <https://www.nrk.no/nordland/na-har-rensefisken-blitt-syk-1.13337296> [Accessed 25.09 2017].
- PENMAN, S. H. 2013. *Financial statement analysis and security valuation*, New York, McGraw-Hill.
- PWC. 2016. *Risikopremien i det norske markedet* [Online]. Available: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/verdivurdering/risikopremien-2016.pdf> [Accessed 21.05 2017].
- REGJERINGEN. 2014. *Norsk havbruksnæring* [Online]. Available: <https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/fiskeri-og-havbruk/Norsk-havbruksnaring/id754210/> [Accessed 06.05 2017].
- REGJERINGEN. 2016. *Nytt vekstsystem i havbruksnæringen på høring* [Online]. Available: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/nytt-vekstsystem-i-havbruksnaringen-pa-horing/id2505904/> [Accessed 08.05 2017].
- REGJERINGEN. 2017. *Regjeringen vil skape flere blå jobber* [Online]. Available: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/regjeringen-vil-skape-flere-bla-jobber/id2539867/> [Accessed 10.05 2017].
- SALMAR. 2017a. *Historie* [Online]. Available: <https://www.salmar.no/historie/> [Accessed 26.05 2017].
- SALMAR. 2017b. *SalMar i dag* [Online]. Available: <https://www.salmar.no/salmar-i-dag/> [Accessed 26.05 2017].
- SALMAR. 2017c. *Våre virksomhetsområder* [Online]. Available: <https://www.salmar.no/vare-virksomhetsomrader/> [Accessed 26.05 2017].
- SALMAR. 2017d. *Årsrapport 2016* [Online]. Available: <http://hugin.info/138695/R/2099114/799620.pdf> [Accessed 25.05 2017].
- SSB. 2017. *Eksport av laks* [Online]. Available: <https://www.ssb.no/utenriksokonomi/statistikker/laks> [Accessed 21.05].
- STEINSET, T. A. 2017. *Fra attåttnæring til milliardindustri* [Online]. SSB. Available: <https://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/artikler-og-publikasjoner/fra-attatnaering-til-milliardindustri> [Accessed 01.04 2017].
- SYSLA 2017. *Laksepriser under press*. In: AADLAND, C. (ed.) *Sysla Laksekast*. Sysla.
- SYSLA 2017a. *Laksepriser under press*. In: AADLAND, C. (ed.) *Sysla Laksekast*. Sysla.
- TEKNISK UKEBLAD. 2015. *Vil bli verdensmestre på fiskefôr* [Online]. Available: <https://www.tu.no/artikler/vil-bli-verdensmestre-pa-fiskefor/217913> [Accessed 03.05 2017].

-
- VETERINÆRINSTITUTTET. 2017a. *Nye oppdrettsarter gir nye sykdomsutfordringer* [Online]. Available: <https://www.vetinst.no/nyheter/nye-oppdrettsarter-gir-nye-sykdomsutfordringer> [Accessed 08.05 2017].
- VETERINÆRINSTITUTTET. 2017b. *Oppdrettsfisk* [Online]. Available: <https://www.vetinst.no/dyr/oppdrettsfisk> [Accessed 09.05 2017].