

Malin Tenfjord & Mathias Viermyr



Lerøy Seafood Group ASA

Strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering



SELVSTENDIG ARBEID INNEN MASTERSTUDIET I ØKONOMI OG ADMINISTRASJON: HOVEDPROFIL I FINANSIELL ØKONOMI

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

NORGES HANDELSHØYSKOLE × BERGEN, VÅREN 2018 × VEILEDER: GUNNAR A. DAHL

SAMMENDRAG

I masterutredningen er det blitt gjennomført en omfattende strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering av Lerøy Seafood Group ASA (Lerøy). Utredningens hovedformål har vært å estimere Lerøy sin egenkapitalverdi og tilhørende aksjeverdi per 31.12.2017. Fundamental verdivurdering er valgt som foretrukket verdsettelsesteknikk, og for å tilføre mer robusthet til verdiestimatet er det blitt utført en supplerende, komparativ verdivurdering. Det endelige verdiestimatet blir sammenlignet med børskurs på verdsettelsestidspunktet for å utarbeide en anbefalt handlingsstrategi av Lerøy-aksjen.

Masterutredningen er delt inn i tre hoveddeler. I del I gis det først en presentasjon av oppdrettsbransjen, selskapet Lerøy og komparative virksomheter. Videre blir utredningens anvendte rammeverk presentert. Avslutningsvis i del I gjennomføres en grundig strategisk analyse av Lerøy som omfatter både en ekstern bransjeanalyse og en intern ressursorientert analyse. I den eksterne bransjeanalysen blir det avdekket at konkurranseintensiteten i oppdrettsnæringen er moderat, hovedsakelig grunnet restriktiv konsesjonspolitik, høye inngangsbarrierer og begrenset rivalisering. Funnene fra analysen indikerer at det eksisterer muligheter for å danne og opprettholde varige bransjefordeler for oppdrettselskapene. Fra den interne ressursorienterte analysen blir det avdekket at Lerøy besitter ressurser som på kort sikt gjør det mulig for selskapet å oppnå et midlertidig konkurransefortrinn. Analysene antyder likevel at konkurransefortrinnet høyst sannsynlig vil være avtagende på lengre sikt.

Del II innledes med en detaljert omgrupperings- og justeringsprosess av Lerøy og konkurrentenes historiske regnskapstall. Deretter blir det foretatt en analyse av historisk likviditet og soliditet, som kulminerer i en syntetisk ratingkarakter på A for Lerøy. I del II blir videre Lerøys historiske avkastningskrav estimert, og det er dessuten utarbeidet gjennomgripende rentabilitetsanalyser. Rentabilitetsanalysene avdekker at Lerøy i perioden 2012-2017 har oppnådd en strategisk fordel på 14,8 %, og at fordelen hovedsakelig er drevet av en betydelig bransjefordel.

Analysene fra del I og II danner grunnlag for utarbeidelser av fremtidsregnskap og fremtidskrav. Basert på fremtidsregnskapet og -kravene er Lerøys langsiktige strategiske fordel estimert til å være på 4 %. Videre blir det i del III utført en fundamental og komparativ verdivurdering av Lerøy, samt en fullstendig risikoanalyse. Det fundamentale og komparative verdiestimatet er vektet med henholdsvis 75 % og 25 %, og resulterer i et fullstendig og endelig verdiestimat på **59,09 kroner** per aksje per 31.12.2017. Selv om det tas hensyn til usikkerhet i verdiestimatet ved utarbeiding av handlingsstrategi, anbefales det **kjøp** av Lerøy-aksjen.

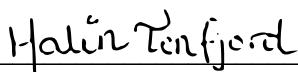
FORORD

Denne masterutredningen inngår som en obligatorisk del av vår mastergrad i finansiell økonomi (FIE) ved Norges Handelshøyskole (NHH), og utgjør totalt 30 studiepoeng. Utredningen reflekterer kunnskap opparbeidet gjennom våre fem år på NHH. Tema for utredningen ble valgt utelukkende på bakgrunn av vår sterke interesse for strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering. Som henholdsvis styreleder og styremedlem i et selskap som leverer utstyr til oppdrettsnæringen, ble valget av industri enkelt. Lerøy ble valgt som analyseobjekt da selskapet har en diversifisert produktportefølje, en sterk merkevare og er én av de største oppdrettsaktørene i verden.

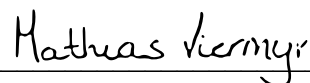
Veien til å finne vårt verdiestimat på Lerøys egenkapital kan sammenlignes med veien mot å bestige en høy fjelltopp. I starten var vi optimistiske på reisen, den følte overkommelig og vi var overbevist om at vi kom til å nå toppen. Underveis viste reisen seg å være mer utfordrende enn vi hadde forestilt oss. Vi entret ukjent terreng, gikk oss vill og hadde en følelse av at vi tok noen lange omveier. Ved hjelp av hverandre og vår turguide, Gunnar A. Dahl, kom vi oss imidlertid forbi utfordringene og nådde til slutt fjelltoppen. Da vi nådde toppen og så tilbake på de mange små fjelltoppene vi hadde besteget underveis, var vi fast bestemt på at vi hadde valgt den mest optimale ruten til bestemmelsesstedet.

Vi vil derfor avslutningsvis takke vår veileder, Gunnar A. Dahl, for svært konstruktive råd og innspill underveis i reisen. I tillegg vil vi rette en takk til venner og familie for sin forståelse og tålmodighet for vårt fravær i fem måneder. Vi er overbevist om at all kunnskap og erfaring vi har tilegnet oss vil komme til stor nytte når vi til høsten begynner våre arbeidskarrierer.

Bergen, juni 2018



Malin Tenfjord



Mathias Viermyr

INNHOLDSFORTEGNELSE

1	INNLEDNING	8
1.1	BAKGRUNN OG MOTIVASJON FOR VALG AV TEMA, BRANSJE OG SELSKAP	8
1.2	FORMÅL OG PROBLEMSTILLING	9
1.3	AVGRENSNINGER	9
1.4	STRUKTUR	10
2	PRESENTASJON AV OPPDRETTSNÆRINGEN OG LERØY	12
2.1	AVGRENSNING OG DEFINISJONER	12
2.2	NORSK OPPDRETTSNÆRING	12
2.2.1	<i>Oppdrettsnæringen i et historisk perspektiv</i>	12
2.2.2	<i>Oppdrettsnæringen i dag</i>	14
2.3	VERDIKJEDEN	15
2.4	MAKROFORHOLD	18
2.4.1	<i>Miljørelaterte faktorer</i>	18
2.4.2	<i>Politiske og juridiske faktorer</i>	21
2.4.3	<i>Økonomiske faktorer</i>	23
2.5	NORSKE OPPDRETTSELSKAPER	25
2.5.1	<i>Marine Harvest ASA</i>	27
2.5.2	<i>SalMar ASA</i>	28
2.5.3	<i>Grieg Seafood ASA</i>	29
2.5.4	<i>Norway Royal Salmon ASA</i>	31
2.6	PRESENTASJON AV LERØY SEAFOOD GROUP ASA	32
2.6.1	<i>Historikk</i>	32
2.6.2	<i>Forretningsområder og lokalisering</i>	32
2.6.3	<i>Aksjonærforhold og historisk kursutvikling</i>	35
2.6.4	<i>Økonomisk utvikling og finansielle nøkkeltall</i>	36
2.7	HVORDAN SKILLER LERØY SEG UT FRA RESTEN AV BRANSJEN?	37
2.7.1	<i>Lokalisering</i>	37
2.7.2	<i>Produkt</i>	37
2.7.3	<i>Marked</i>	38
2.7.4	<i>Verdikjeden</i>	38
2.7.5	<i>Økonomisk utvikling og finansiell posisjon</i>	38
3	VERDSETTELSESTEKNIKKER	40
3.1	PRESENTASJON AV VERDSETTELSESTEKNIKKER	40
3.1.1	<i>Fundamental verdivurdering</i>	40
3.1.2	<i>Komparativ verdivurdering</i>	42
3.1.3	<i>Opsjonsbasert verdivurdering</i>	44
3.2	VALG AV VERDIVURDERINGSTEKNIKK	44
3.3	RAMMEVERK FOR FUNDAMENTAL VERDIVURDERING	47
4	STRATEGISK ANALYSE	50
4.1	RAMMEVERK FOR STRATEGISK ANALYSE	50
4.2	EKSTERN BRANSJEORIENTERT ANALYSE	51
4.2.1	<i>PESTEL-analyse</i>	51
4.2.2	<i>Porters femkraftsmodell</i>	60
4.2.3	<i>Oppsummering av ekstern bransjeorientert analyse</i>	68
4.3	INTERN RESSURSOrientert ANALYSE	70
4.3.1	<i>VRIO-analyse</i>	70

4.3.2	Oppsummering av intern ressursorientert analyse.....	76
4.4	OPPSUMMERING AV DEN STRATEGISKE ANALYSEN.....	77
5	REGNSKAPSANALYSE.....	78
5.1	RAMMEVERK FOR REGNSKAPSANALYSE.....	78
5.2	FORBEREDELSE TIL REGNSKAPSANALYSE.....	79
5.2.1	Valg av analysenivå.....	79
5.2.2	Valg av analyseperiode.....	80
5.2.3	Valg av komparative virksomheter.....	81
5.3	PRESENTASJON AV RAPPORTERTE TALL.....	81
5.4	OMGRUPPERING FOR ANALYSE.....	84
5.4.1	Omgruppering av resultatregnskapet.....	84
5.4.2	Omgruppering av balansen.....	93
5.4.3	Omgruppering av kontantstrøm.....	99
5.5	ANALYSE AV MÅLEFEIL OG JUSTERING.....	100
5.5.1	Justering av målefeil.....	102
5.6	OMGRUPPERT OG JUSTERT RESULTATREGNSKAP OG BALANSE.....	104
5.7	RAMMEVERK FOR FORHOLDSTALLANALYSE.....	105
6	ANALYSE AV RISIKO.....	107
6.1	ANALYSE AV KORTSIKTIG RISIKO - LIKVIDITETSRISIKO.....	108
6.1.1	Likviditetsgrad 1.....	109
6.1.2	Likviditetsgrad 2 - Utradisjonell.....	111
6.1.3	Likviditetsgrad 2 - Tradisjonell.....	112
6.1.4	Finansiell gjeldsdekningsgrad.....	114
6.1.5	Rentedekningsgrad.....	115
6.1.6	Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm.....	117
6.1.7	Belåningsreserve.....	118
6.1.8	Likviditetsreserve.....	120
6.2	ANALYSE AV LANGSIKTIG RISIKO - SOLIDITETSANALYSE.....	121
6.2.1	Egenkapitalprosent.....	121
6.2.2	Netto driftsrentabilitet.....	123
6.2.3	Kapitalstruktur.....	124
6.3	SYNTETISK RATING.....	126
7	HISTORISK AVKASTNINGSKRAV.....	129
7.1	TEORI FOR AVKASTNINGSKRAV.....	129
7.2	FORBEREDELSE TIL ESTIMERING AV KRAV TIL EGENKAPITAL OG MINORITET.....	130
7.2.1	Risikofri rente.....	131
7.2.2	Markedets risikopremie.....	132
7.2.3	Egenkapitalbeta.....	134
7.2.4	Illikviditetspremie.....	137
7.3	FINANSIELLE KRAV.....	138
7.3.1	Krav til finansiell gjeld.....	138
7.3.2	Krav til finansielle eiendeler.....	140
7.3.3	Krav til netto finansiell gjeld.....	141
7.4	ESTIMERING AV FINANSIELLE BETAVERDIER.....	142
7.4.1	Finansiell eiendelsbeta.....	142
7.4.2	Finansiell gjeldsbeta.....	143
7.4.3	Netto finansiell gjeldsbeta.....	144
7.5	ÅRLIG EGENKAPITALBETA OG NETTO DRIFTSKAPITALBETA.....	145
7.6	KRAV TIL EGENKAPITAL OG MINORITET.....	146
7.7	KRAV TIL NETTO DRIFTSKAPITAL OG SYSSELSATT KAPITAL.....	147
7.8	OPPSUMMERING AV AVKASTNINGSKRAV.....	149

8	ANALYSE AV LØNNSOMHET	152
8.1	EGENKAPITALRENTABILITET	153
8.1.1	<i>Superrentabilitet til egenkapital.....</i>	<i>154</i>
8.1.2	<i>Ekstern bransjefordel.....</i>	<i>156</i>
8.1.3	<i>Intern ressursfordel.....</i>	<i>157</i>
8.1.4	<i>Oppsummering av strategisk fordel.....</i>	<i>158</i>
8.2	RAMMEVERK FOR STRATEGISK DRIFTS- OG FINANSIERINGSANALYSE.....	159
8.3	DRIFTSFORDEL.....	160
8.3.1	<i>Strategisk driftsfordel</i>	<i>160</i>
8.3.2	<i>Bransjefordel drift.....</i>	<i>161</i>
8.3.3	<i>Ressursfordel drift.....</i>	<i>162</i>
8.3.4	<i>Margin- og omløpsfordel.....</i>	<i>164</i>
8.3.5	<i>Oppsummering av strategisk driftsfordel.....</i>	<i>175</i>
8.4	GEARINGFORDEL DRIFT.....	176
8.5	OPPSUMMERING AV SAMLET DRIFTSFORDEL	178
8.6	FINANSIERINGSFORDEL.....	178
8.6.1	<i>Finansieringsfordel - Finansiell gjeld</i>	<i>179</i>
8.6.2	<i>Finansieringsfordel - Finansielle eiendeler.....</i>	<i>180</i>
8.6.3	<i>Finansieringsfordel - Netto finansiell gjeld.....</i>	<i>181</i>
8.6.4	<i>Finansieringsfordel - Minoritetsinteresser.....</i>	<i>182</i>
8.6.5	<i>Oppsummering av finansieringsfordel.....</i>	<i>184</i>
8.7	OPPSUMMERING AV STRATEGISK FORDEL	184
9	FREMTIDSREGNSKAP.....	187
9.1	RAMMEVERK FOR FREMTIDSREGNSKAP	187
9.2	VEKSTANALYSE	188
9.2.1	<i>Analyse av historisk driftsinntektsvekst.....</i>	<i>188</i>
9.2.2	<i>Analyse av historisk egenkapitalvekst.....</i>	<i>189</i>
9.3	FORBEREDELSE TIL UTARBEIDELSE AV FREMTIDSREGNSKAPET.....	191
9.3.1	<i>Valg av budsjettperiode.....</i>	<i>192</i>
9.3.2	<i>Valg av detaljnivå.....</i>	<i>193</i>
9.3.3	<i>Valg av fremskrivningsteknikk.....</i>	<i>193</i>
9.4	BUDSJETTDRIVERE I BUDSJETTPERIODEN	194
9.4.1	<i>Driftsinntektsvekst.....</i>	<i>195</i>
9.4.2	<i>Netto driftsresultat.....</i>	<i>202</i>
9.4.3	<i>Netto driftseiendeler.....</i>	<i>206</i>
9.4.4	<i>Netto finansiell gjeld.....</i>	<i>207</i>
9.4.5	<i>Netto finansresultat</i>	<i>210</i>
9.4.6	<i>Minoritetsinteresser.....</i>	<i>212</i>
9.4.7	<i>Netto minoritetsresultat</i>	<i>212</i>
9.5	PRESENTASJON AV FREMTIDSREGNSKAP	213
9.5.1	<i>Fremtidsregnskap</i>	<i>214</i>
9.5.2	<i>Fremtidsbalanse</i>	<i>214</i>
9.5.3	<i>Fri kontantstrøm</i>	<i>215</i>
10	FREMTIDSKRAV	216
10.1	FREMTIDSKRAV TIL EGENKAPITAL OG MINORITET.....	216
10.1.1	<i>Fremtidig risikofri rente.....</i>	<i>217</i>
10.1.2	<i>Fremtidig risikopremie til markedet.....</i>	<i>218</i>
10.1.3	<i>Egenkapitalbeta.....</i>	<i>219</i>
10.1.4	<i>Illikviditetspremie</i>	<i>219</i>
10.1.5	<i>Fremtidskrav til egenkapital og minoritet.....</i>	<i>220</i>
10.2	FINANSIELLE FREMTIDSKRAV	221
10.2.1	<i>Syntetisk rating</i>	<i>221</i>

10.2.2	<i>Fremtidskrav til finansiell gjeld</i>	222
10.2.3	<i>Fremtidskrav til finansielle eiendeler</i>	222
10.2.4	<i>Fremtidskrav til netto finansiell gjeld</i>	224
10.3	FREMTIDSKRAV TIL NETTO DRIFTSKAPITAL OG SYSSELSATT KAPITAL	224
10.4	FREMTIDIG STRATEGISK FORDEL	226
11	FUNDAMENTAL VERDIVURDERING	228
11.1	EGENKAPITALMETODEN	228
11.1.1	<i>Utbyttmodellen</i>	229
11.1.2	<i>Fri kontantstrømmodellen</i>	229
11.1.3	<i>Superprofittmodellen</i>	230
11.1.4	<i>Superprofittvekstmodellen</i>	230
11.2	SELSKAPSKAPITALMETODEN	231
11.2.1	<i>Netto driftskapitalmetoden</i>	231
11.2.2	<i>Sysselsatt kapitalmetoden</i>	232
11.3	FØRSTE VERDIESTIMAT VED BRUK AV BUDSJETTERTE VEKTER	233
11.3.1	<i>Oppsummering av første verdiestimat</i>	235
11.4	KONVERGENS MOT ET FELLEES VERDIESTIMAT	236
11.5	ANALYSE AV USIKKERHET	240
11.5.1	<i>Konkursrisiko</i>	240
11.5.2	<i>Simuleringsanalyse</i>	241
11.5.3	<i>Utvidet sensitivitetsanalyse</i>	252
11.6	DRØFTING AV FUNDAMENTALT VERDIESTIMAT OG USIKKERHET	258
12	KOMPARATIV VERDIVURDERING	261
12.1	VALG AV KOMPARATIVE VIRKSOMHETER	262
12.2	VALG AV MULTIPLIKATORER	263
12.2.1	<i>Pris/Bok</i>	264
12.2.2	<i>Pris/Fortjeneste</i>	267
12.2.3	<i>EV/EBIT</i>	268
12.2.4	<i>EV/EBITDA</i>	270
12.3	ENDELIG VERDIESTIMAT ETTER KOMPARATIV VERDIVURDERING	271
12.4	HVA SKILLER VERDIVURDERING BASERT PÅ ANVENDT RAMMEVERK FRA NORMAL PRAKSIS?	275
12.4.1	<i>Anvendt rammeverk vs. «beste praksis»</i>	275
12.4.2	<i>Anvendt rammeverk vs. Pareto Securities</i>	278
13	OPPSUMMERING OG HANDLINGSSTRATEGI	281
13.1	OPPSUMMERING	281
13.2	HANDLINGSSTRATEGI	283
	REFERANSELISTE	284
	TABELL-, FIGUR- OG FORMELOVERSIKT	301
	FORKORTELSER	308

1 INNLEDNING

I kapittel 1 vil motivasjon for valg av tema, bransje og verdsettelsesobjekt bli redegjort for. Deretter presenteres formålet med utredningen, samt hvilke avgrensninger som er foretatt. Avslutningsvis vil oppgavens struktur og oppbygging bli presentert, slik at leseren på en enklere måte skal kunne få en oversikt over oppgavens disposisjon.

1.1 Bakgrunn og motivasjon for valg av tema, bransje og selskap

Masterutredningen inngår som en del av mastergraden innen finansiell økonomi ved Norges Handelshøyskole. Utredningen er basert på kurset *BUS440-Regnskapsanalyse og verdivurdering*, undervist av professor Kjell Henry Knivsflå. Formålet med kurset er å få kunnskap til å gjennomføre en strategisk regnskapsanalyse, og bruke innsikt om underliggende risiko og superrentabilitet til å lage fremtidsregnskap og fremtidskrav, samt å gjennomføre fundamental verdivurdering (Knivsflå, 2018a). Gjennom årene på NHH har forfatterne av oppgaven fattet stor interesse for regnskapsanalyse og verdsettelse. Temaet er dagsaktuelt og relevant for fremtidig arbeidsliv. Dessuten vil en utredning innen regnskapsanalyse og verdsettelse gi mulighet til å anvende kunnskap som er tilegnet i løpet av tiden på NHH i en utfordrende og ikke minst praktisk orientert oppgave.

Det er flere årsaker til valget om å skrive masteroppgave om et selskap innenfor oppdrettsnæringen. Oppdrettsnæringen utgjør en betydelig andel av norsk eksport. Næringen har de senere årene opplevd en kraftig vekst, og har stor betydning for norsk økonomi. Det at bransjen står overfor store fremtidsutfordringer knyttet til teknologi, biologi og miljø, gjør den dessuten enda mer interessant å analysere. I tillegg sitter begge forfatterne av masterutredningen i styret til Tenfjord Industrier AS. Selskapet leverer utstyr til alle de største norske oppdrettsselskapene. To ganger deltakelse på Aqua Nor-messen i Trondheim, verdens største messe for oppdrettsteknologi, har bidratt til økt kunnskap og interesse. Interessen for oppdrettsnæringen ble ytterligere forsterket gjennom deltakelse i kurset *FIE437-Valuation* våren 2017, der samtlige grupper fikk i oppdrag å verdsette et oppdrettsselskap. Den gang verdivurderte begge forfatterne av utredningen det færøyske selskapet Bakkafrost.

Etter å ha vurdert de forskjellige selskapene i oppdrettsbransjen, ble Lerøy valgt som verdsettelsesobjekt. Bakgrunnen for valget var ønsket om å analysere og verdsette et stort, bærekraftig og innovativt norsk børsnotert selskap i sterk vekst. Dessuten var Lerøys sterke

merkevare og diversifiserte produktportefølje, samt tilgjengelige og oversiktelige kvartals- og årsrapporter av betydning for at selskapet ble valgt.

1.2 Formål og problemstilling

Hovedformålet med masterutredningen er å estimere verdien av egenkapitalen til Lerøy ved hjelp av fundamental verdivurdering. Følgelig utarbeides et verdiestimat som reflekterer selskapets underliggende økonomiske forhold og fremtidsutsikter. Verdiestimatet har til hensikt å representere forfatterne av utredningens oppfatning av Lerøys virkelige verdi. Ettersom verdiestimatet baseres på en prognostisering av en usikker fremtid, vil det være påvirket av valgte forutsetninger, forventninger og forenklinger av virkeligheten. For å tilføre mer robusthet til verdiestimatet, vil det bli gjennomført en komparativ verdivurdering. Verdivurderingen av Lerøy er basert på offentlig tilgjengelig informasjon frem til årsrapporten for 2016, samt tilleggsinformasjon fra kvartalsrapporten for fjerde kvartal 2017. Verdiestimatet sammenlignes videre med selskapets markedsverdi på Oslo Børs for å vurdere hvorvidt Lerøy-aksjen er over- eller underpriset. På bakgrunn av prisdifferansen anbefales en handelsstrategi for investorer. Oppgavens problemstilling er som følger:

«Hva er verdien av egenkapitalen til Lerøy Seafood Group ASA per 31.12.2017?»

1.3 Avgrensninger

Masterutredningen er utelukkende basert på offentlig informasjon, som inkluderer kvartals- og årsrapporter, markedssdata og annen informasjon som er tilgjengelig for enhver ekstern markedsaktør. Ingen informasjon som er anvendt i utredningen er fremkommet gjennom direkte kontakt med ansatte innad i Lerøy.

Verdsettelsestidspunktet er satt til 31.12.2017, og verdsettelsesestimatet vil bli vurdert opp mot Lerøys markedsverdi på daværende tidspunkt. På grunn av at selskapets årsrapport for 2017, samt kvartalsrapporten for første kvartal 2018, ikke ble publisert før i mai 2018, er rapportene ikke benyttet i utredningen. Dermed utgjør kvartalsrapporten for fjerde kvartal 2017 den siste tilgjengelige kilden av regnskapsinformasjon. Ettersom kvartalsrapporter ikke er like omfattende og detaljerte som årsrapporter, er det på enkelte punkter ikke tilstrekkelig informasjon til å gjennomføre alle ønskede kalkulasjoner, inndelinger og analyser.

Utredningen fokuserer på bruk av to verdsettelsesteknikker: Fundamental og komparativ verdivurdering. Fundamental verdivurdering er valgt som hovedteknikk, men er supplert ved hjelp av komparativ verdivurdering for å oppnå bedre treffsikkerhet i verdiesestimater. Videre er fire komparative virksomheter valgt ut som sammenlignbare selskaper. De komparative selskapene er notert på Oslo Børs, og inkluderer Marine Harvest ASA, SalMar ASA, Grieg Seafood ASA og Norway Royal Salmon ASA. Selskapene vil sammen med Lerøy utgjøre bransjegjennomsnittet i utredningen. Videre er Lerøy vurdert på konsernnivå, ettersom det anses som mest hensiktsmessig da selskapets aktiviteter og forretningsområder er tett integrerte. I tillegg finnes det begrenset informasjon om flere av Lerøys datterselskaper, noe som vil gjøre det krevende å verdivurdere de ulike datterselskapene hver for seg.

Analyseperioden er avgrenset til de siste seks årene, fra 2012 til og med 2017. I enkelte tabeller benyttes regnskapsinformasjon fra 2011 for å beregne endring i forholdstall for 2012. En analyseperiode på seks år anses som tilstrekkelig for oppdrettsbransjen, ettersom seksårsperioden inkluderer både opp- og nedgangskonjunkturer. I utarbeidelse av fremtidsregnskapet ble en eksplisitt budsjettperiode på ti år benyttet, fra 2018 til og med 2027. For å kalkulere fremskrivningen i konstant vekst, vil også tall for 2028 og 2029 utarbeides.

1.4 Struktur

Masterutredningen følger strukturen og rammeverket til kurset *BUS440-Regnskapsanalyse og verdivurdering* av Kjell Henry Knivsflå, og består av tre hoveddeler.

Del I består av kapittel 2, 3 og 4. I kapittel 2 presenteres oppdrettsbransjen. I tillegg vil Lerøy og fire komparative selskaper i oppdrettsnæringen bli presentert. Kapittel 3 omhandler teori om relevante verdsettelsesmetoder, og begrunnelse av foretrukket verdsettelsesmetode. I kapittel 4 gjennomføres en strategisk kvalitativ analyse, derav en intern ressursorientert analyse av Lerøy, samt en eksternt bransjeorientert analyse av oppdrettsnæringen. For å identifisere Lerøys interne ressurser gjennomføres en VRIO-analyse. Den eksterne bransjeorienterte analysen vil bestå av en PESTEL-analyse for å vurdere makroforhold. I tillegg vil en analyse av bransjeforhold gjennomføres ved å bruke Porters femkraftsmodell. Den strategiske analysen oppsummeres i form av en SWOT-analyse.

Del II består av kapittel 5, 6, 7 og 8. I kapittel 5 vil Lerøys regnskapstall presenteres. Videre omgrupperes og justeres regnskapstallene for målefeil. I kapittel 6 brukes de justerte og

omgrupperte tallene til å avdekke kort og langsiktig risiko, og kulminerer i en syntetisk rating for Lerøy og utvalgt bransje. I kapittel 7 blir relevante avkastningskrav for analyseperioden beregnet. Kapittel 8 omhandler en strategisk lønnsomhetsanalyse, hvor Lerøys historiske strategiske fordel avdekkes.

Del III består av kapittel 9, 10, 11, 12 og 13. I kapittel 9 utarbeides et fremtidsregnskap for Lerøy basert på innsikt fra den strategiske analysen fra del I og II. I kapittel 10 beregnes relevante fremtidige avkastningskrav for prognoseperioden, og det avdekkes hvorvidt Lerøy vil være i besittelse av en fremtidig strategisk fordel. I kapittel 11 benyttes det fremtidige avkastningskravet og fremtidsregnskapet for å estimere Lerøys egenkapitalverdi ved å anvende fundamental verdivurdering. Videre analyseres usikkerheten i estimatet ved hjelp av en simulerings- og sensitivitetsanalyse. Kapittel 12 omhandler en supplerende, komparativ verdivurdering av Lerøy. Kapittel 13 oppsummerer resultatene og funnene fra den fundamentale og komparative verdivurderingen. For å utarbeide en anbefalt handlingsstrategi, vil det endelige verdierstatimatet til Lerøy sammenlignes med aksjekursen på Oslo Børs.

Masterutredningen er skrevet i en objektiv form. Det presiseres videre at antagelser, forventninger og synspunkter i utgangspunktet er utarbeidet av utredningens forfattere. Ved kildehenvisning er det imidlertid naturligvis kilden selv som er opphav for respektive synspunkter og argumenter.

2 PRESENTASJON AV OPPDRETTSNÆRINGEN OG LERØY

I kapittel 2 presenteres oppdrettsnæringen i Norge og Lerøy Seafood Group. Hensikten med kapitlet er å gi en overordnet innsikt av bransjen, samt påpeke hvilke makroforhold og bransjespesifikke utfordringer oppdrettsnæringen står overfor. I tillegg vil selskapet Lerøy og dets hovedkonkurrenter introduseres. Kapittel 2 avsluttes med å identifisere hvilke komparative fortrinn Lerøy har i forhold til konkurrentene.

2.1 Avgrensning og definisjoner

Før presentasjon av oppdrettsnæringen, anses det som hensiktsmessig å foreta en avgrensning, samt å utarbeide en bransjedefinisjon. *Norsk havbruk* omfatter en rekke virksomhetsområder. Havbruk, også kalt akvakultur, er kultivering av organismer i vann, og omfatter dyrking av planter, alger, skjell og *fiskeoppdrett*. I Norge utgjør oppdrett av fisk den største næringen innenfor havbruk (Moe, 2017). Fiskeoppdrett omfatter kunstig befruktning, klekking, yngelpleie og oppfôring av fisk i fangenskap (Johnsen, 2015). Innenfor fiskeoppdrett er det oppdrett av *atlantisk laks* som er mest utbredt i Norge. Atlantisk laks er laks som gyter i store og små vassdrag med utløp til det nordlige Atlanterhavet (Miljødirektoratet, 2017). Tradisjonell havfangst er ikke inkludert i bransjedefinisjonen.

Videre foretas det en geografisk avgrensning. Ettersom norske oppdrettsselskaper konkurrerer mot utenlandske aktører, er lakseoppdrett en internasjonal næring. Internasjonal konkurranse blir tatt hensyn til i analysen, men det anses likevel som hensiktsmessig å utelate utenlandske aktører i bransjedefinisjonen. Begrunnelsen er at utenlandske oppdrettsselskaper potensielt har en annen kostnadsstruktur og et annet kostnadsnivå enn norske aktører. Bransjen avgrenses derfor til selskaper som driver sin virksomhet fra Norge. Bransjedefinisjonen er dermed *norske oppdrettsselskaper av atlantisk laks*.

2.2 Norsk oppdrettsnæring

2.2.1 Oppdrettsnæringen i et historisk perspektiv

Grunnlaget for den norske oppdrettsnæringen ble lagt tidlig på 1800-tallet. For å utnytte eggene fra villaksen i ferskvann på en bedre måte, samt styrke bestanden av eksisterende villaks, ble de første klekkeriene i Norge etablert i 1850-årene. Egg fra laksefisk ble klekket

og videre plassert i vassdrag som nyklekt yngel. På 1850-tallet ble det i tillegg eksperimentert med hva slags fiskefôr som ville gi fisken de mest gunstige vekstvilkår i vassdragene.

I 1882 ble det første gang importert amerikansk regnbueørret til Europa. Den amerikanske regnbueørreten lærte å ta imot kunstig fôr og vokse hurtigere enn andre arter (Johnsen, 2015). I Skandinavia ble ørretoppdrett utviklet i jorrdammer med ferskvann, som viste seg å være mer lønnsom enn tilvekst av laksefisk i vassdrag. På starten av 1900-tallet ble det importert regnbueørret med gode vekstegenskaper fra Danmark til Norge. Formålet var å utvikle matfiskoppdrett i ferskvann. Matfiskoppdrett av regnbueørret i ferskvann var imidlertid kun mulig i enkelte områder langs sør- og vestkysten i Norge. I 1960 kom et nytt vendepunkt da brødrene Vik i Sykkylven fant ut at regnbueørreten gradvis kunne venne seg til sjøvann, og ikke ferskvann. De gunstige sjøforholdene med varm temperatur gjorde at ørreten vokste betydelig raskere i saltvann. Det tok ikke lang tid før nye driftsteknikker i sjø med merder og innhegninger ble etablert, som var både sikrere og rimeligere enn driftsformer på land (Johnsen, 2015). I 1969 satte brødrene Ove og Sivert Grøntvedt ut laksesmolt i merder i sjøen på Hitra i Sør-Trøndelag (Johnsen, 2015), og året etter etablerte brødrene det som blir regnet som verdens første lakseanlegg (Fiskeri- og havbruksnæringens landsforening [FHL] & Eksportutvalget for fisk [EFF], 2011, s. 8).

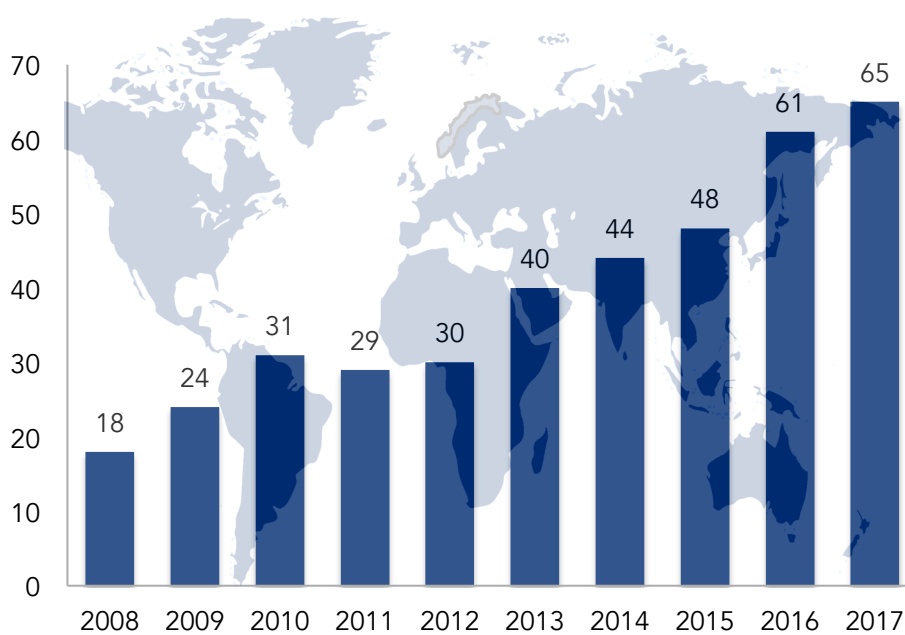
Teknologiske utvinninger fra 1970-tallet, kombinert med Norges lange, skjermede kyst med gode temperatur- og strømforhold la grunnlag for ekspansjon innenfor oppdrettsnæringen. Næringen ble underlagt strenge reguleringer og krav for å sikre bærekraftig forvaltning og fiskevelferd. Allerede fra 1973 var det krav om tillatelser for å drive oppdrett basert på lokaliteter og oppdrettsvolum (Hovland, Haaland, Hersoug, Kolle & Møller, 2010). Til tross for strenge reguleringer, var tilstrømmingen til oppdrettsnæringen så sterk i andre halvdel av 1970-tallet at det ble satt en midlertidig stopp for utdeling av tillatelser.

Oppdrettsnæringen spredde seg i rekordfart fra Midt-Norge, langs kysten til Vestlandet og utover 1980-tallet også til Nord-Norge, ettersom stadig flere aktører observerte lønnsomhetspotensialet i bransjen. Produksjonen økte kraftig gjennom 1980-tallet, og i 1990 var produksjonen i næringen hele 170 000 tonn, mot 8 000 tonn i 1980 og 500 tonn i 1970. Økt etterspørsel sammen med produktivitetsforbedringer økte produksjonen og eksporten av norsk laks ytterligere utover 1900-tallet (Hovland et al., 2010). Ved inngangen til det 21.

århundre hadde eksporten av norsk laks kommet opp i hele 343 000 tonn. Utviklingen av næringen fortsatte de neste to tiårene (FHL & EFF, 2011, s. 12, 15-19).

2.2.2 Oppdrettsnæringen i dag

Siden 1970-tallet har oppdrettsnæringen vokst betydelig, og er i dag en av Norges største eksportnæringer. Ettersom Norge er en liten, åpen økonomi med begrenset innenlands etterspørsel, er landet avhengig av å kunne selge sine produkter i et internasjonalt marked. I Norge blir 95 % av oppdrettslaksen eksportert (Dyrevernalliansen, 2017). Eksport av laks utgjorde 68 % av den totale eksportverdien av norsk sjømat i 2017, og samme år ble det eksportert laks for mer enn 64 milliarder kroner (Norges sjømatråd, 2018). Lakseeksporten tilsvarer om lag 7,5 % av Norges totale eksportverdi for 2017 (Statistisk sentralbyrå, 2018). Utviklingen i den norske eksporten av oppdrettslaks i perioden 2008-2017 er vist i figur 2-1.



Figur 2-1: Eksportutvikling av norsk laks i perioden 2008-2017 (Tall i mrd. NOK) (Norway Royal Salmon, 2017; Berglihn, 2018).

Norge er i dag verdens desidert største produsent av atlantisk laks. I 2016 ble 1 054 000 tonn laks produsert, noe som utgjør 54 % av den globale produksjonen. Foruten Norge er Chile, USA og Skottland de største produsentene av atlantisk laks globalt (Marine Harvest, 2017a). Det største markedet for norsk laks er EU, som utgjør mer enn 70 % av den totale norske eksportverdien av laks. EU står for 48 % av den globale etterspørselen etter laks (Marine Harvest, 2017b, s. 28). Polen og Frankrike er de største enkeltmarkedene for norsk laks. Også USA og Asia er viktige markeder, der henholdsvis 17 % og 6 % av den norske laksen blir

eksportert (Norges sjømatråd, 2017a). Figur 2-2 illustrerer tilbud og etterspørsel av atlantisk laks i 2016 fordelt på ulike markeder.



Figur 2-2: Markedsandeler for tilbud og etterspørsel etter atlantisk laks i 2016 (Marine Harvest, 2017b).

2.3 Verdikjeden

Den norske oppdrettsnæringen består av relativt få, store vertikalt integrerte aktører som kontrollerer store deler av verdikjeden. Figur 2-3 illustrerer fasene i verdikjeden i oppdrettsnæringen. Den totale verdikjeden består av alt fra rognproduksjon til salg og distribusjon av ferdigvare, i tillegg til produksjon av fiskefôr (FHL & EFF, 2011, s. 15; Marine Harvest, 2017a).



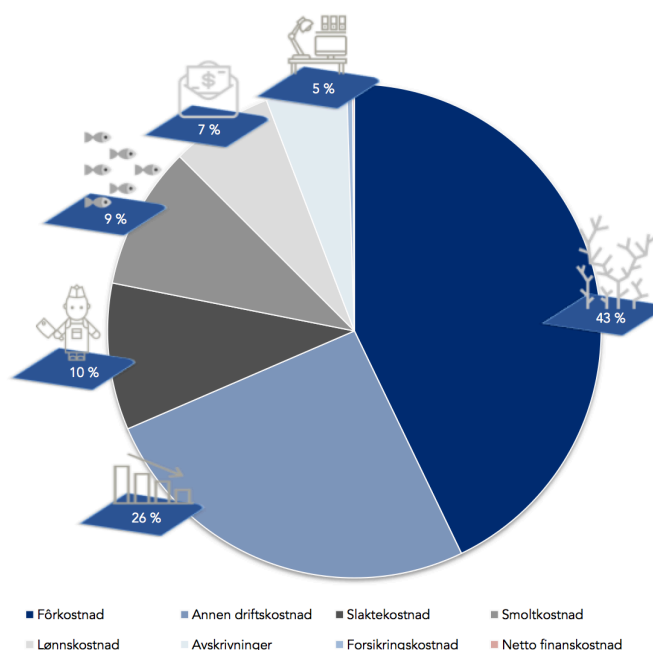
Figur 2-3: Verdikjeden i oppdrettsnæringen.

Produksjon av fiskefôr

Oppdrettslaks må føres regelmessig, og det er essensielt at føret inneholder de næringsstoffene som laksen trenger. Tidligere inneholdt fiskefôr en betydelig større andel av marine råvarer enn vegetabiliske råvarer. Økt tilgang på råvarer, sammen med et økende fokus på miljø og bærekraftig produksjon, har imidlertid bidratt til at næringen har gått over til å

bruke en stadig større andel av vegetabilske råvarer i produksjonen av fiskefôr. I dag inneholder fiskefôr ca. 30 % marine og 70 % vegetabilske råvarer (Laksefakta, 2016a). I Norge er det i dag hovedsakelig tre ledende leverandører av fiskefôr: EWOS, Skretting og BioMar (Lerøy Seafood Group, 2017).

Ifølge Marine Harvest (2017b, s. 20) går det med 1,1 kilo tørrfôr for å produsere 1 kilo laks. Laks er det husdyret som utnytter fôret mest effektivt, og har følgelig den laveste fôrfaktoren. Fiskefôr er den viktigste kostnadskomponenten for oppdrettsnæringen. I 2016 utgjorde fôrkostnadene hele 43 % av de totale kostnadene forbundet med å produsere en kilo fisk (Fiskeridirektoratet, 2017a). Figur 2-4 viser kostnadsfordelingen per kilo produsert fisk i Norge i 2016.



Figur 2-4: Kostnadsfordeling per kilo produsert fisk i 2016 (Fiskeridirektoratet, 2017a).

Rogn-, yngel- og smoltproduksjon

Produksjon av oppdrettslaks tar om lag tre år, og starter med at den beste stamfisken, basert på kriterier som blant annet tilvekst og farge, blir valgt ut (Nesfossen Smolt, 2012a). Deretter blir befruktet rogn, det vil si fiskeegg, satt ut i landbaserte anlegg i ferskvann som holder 8 °C. Etter rundt 60 dager klekkes rognen og blir til yngel. Yngelen lever videre 10-16 måneder i ferskvann, der den gradvis utvikles for å bli i stand til å kunne leve i saltvann, en prosess som kalles smoltifisering. Når prosessen er fullført veier fisken vanligvis mellom 60 og 100 gram, og den defineres da som smolt (FHL & EFF, 2011, s. 15).

Matfiskproduksjon

Neste steg i prosessen innebærer at smolten blir flyttet til merder i oppdrettsanlegg, der den i 14-22 måneder blir fôret jevnlig for å vokse til å bli slakteklar fisk på 4-5 kilo. Hvor stor laksen blir i løpet av perioden er sterkt avhengig av temperaturen i sjøen, som varierer etter årstid og på tvers av regioner (Marine Harvest, 2017b, s. 39). Årsaken til at laksen vanligvis ikke slaktes senere enn 22 måneder etter at den først ankom merdene, er at fisken begynner å bli kjønnsmoden, hvilket innebærer at den får dårligere kjøttkvalitet (Pall, Norberg, Andersson & Taranger, 2006, s. 131). Normalt tar det dermed mellom to og tre år fra rognen er klekket til laksen er slakte- og salgsklar. Oppdrettsselskapene har ifølge lovverket krav på å gi laksen et miljø som sikrer god velferd gjennom hele livssyklusen og tiden i merdene (Laksefakta, 2016b).

Slakting

Når laksen har oppnådd ønsket vekt på mellom fire og fem kilo, tas den opp av merden, og fraktes levende til slakteriet ved hjelp av spesialbygde brønnbåter. På slakteriet blir fisken bedøvet før den avlives (FHL & EFF, 2011, s. 15). Bedøvelsen utføres av hensyn til fiskevelferd, men også for å bidra til å redusere utskillelsen av stresshormoner. Ifølge Hægermark (2012) vil laks som opplever stress før slakting få kortere holdbarhet fordi fiskekjøttet har økt bakterievekst og raskere utvikling av uønsket smak og lukt. Etter bedøvelsen blir fisken avlivet, sløyd, vasket og sortert etter størrelse og kvalitet. Deretter blir fisken lagt på is, før den sendes videre enten til fiskehandelen eller til foredling i Norge eller i utlandet (FHL & EFF, 2011, s. 15).

Videreforedling

Dersom den sløyde laksen blir sendt til videreforedling, blir den bearbeidet og prosessert til fileter, skiver eller andre produkttyper. Etersom tollsatsene for foredlet fisk er vesentlig høyere enn for uforedlet fisk, samtidig som at lønns- og produksjonskostnadene er høyere i Norge enn i de fleste andre land, skjer videreforedlingen bare i begrenset utstrekning innenlands. Eksport av norsk laks foregår derfor hovedsakelig som hel fisk. Videreforedlingen skjer primært i EU-området (Nærings- og fiskeridepartementet, 2016). De gunstige tollsatsene i EU på uforedlet fisk har i mange tilfeller gjort det mer lønnsomt for norske oppdrettsvirksomheter å investere i videreforedlingskapasitet i land som Polen og Danmark (Qvale, 2012; Ludt, 2017). Det at videreforedlingen ikke gjennomføres umiddelbart

etter slakting, medfører imidlertid at laksen ofte vil være mindre fersk, og således av noe dårligere kvalitet når den ankommer markedene (Hjukse, 2004).

Salg og distribusjon

Siste ledd i verdikjeden omhandler salg av det endelige fiskeproduktet til kunden. Viktigheten av nærhet til kunden og markedet har resultert i at de største selskapene i oppdrettsnæringen har etablert egne, globale salgsenheter og kundenettverk (Fisk Media, 2017). Utover internasjonalt salg distribuerer de norske oppdrettsselskapene fersk fisk i det norske laksemarkedet.

2.4 Makroforhold

Makroforhold er eksterne forhold som påvirker konkurranseforholdene i en spesifikk bransje, og som aktørene i bransjen har liten mulighet til å påvirke. Følgelig utgjør makroforhold ulike rammebetingelser selskapene i næringen må forholde seg til. Det skilles mellom tre forskjellige makroforhold: Miljømessige faktorer, politiske og juridiske faktorer samt økonomiske faktorer.

2.4.1 Miljørelaterte faktorer

Rømming av oppdrettslaks

Siden oppdrett av laks foregår i relativt åpne farvann, vil oppdrettsanleggene være eksponert for sterke naturkrefter. Dermed vil det forekomme slitasje på produksjonsutstyr, som igjen innebærer økt risiko for rømming av oppdrettslaks. Andre årsaker til rømming er teknisk svikt, feil bruk av utstyr eller fartøy og propeller som skader anleggene. Hver laks som rømmer er et økonomisk tap for næringen. Dessuten påvirker rømming næringens omdømme og rammebetingelser (Laksefakta, 2016c). Mange av de rømte oppdrettslaksene finner veien opp i elvene hvor de gyter sammen med villfisk, noe som negativt påvirker villaksens habitat og levemåte (Solberg, Skaala & Glover, 2016). Rønning (2011) påpeker også at villaksens arvemateriale vil bli utvannet som følge av innblanding fra rømt oppdrettslaks. Rømt oppdrettslaks kan i tillegg spre sykdom til villaksen (Rapp, 2007).

Norsk oppdrettsnæring har en nullvisjon for rømming av oppdrettslaks, og norske myndigheter har iverksatt en rekke tiltak for å redusere problemet. I 2003 ble det innført et regelverk som innebar at oppdrettsanleggene skulle tåle alt uvær som kunne forventes i løpet

av en 50-års periode. I 2004 kom det også en forskrift som stilte strenge krav til sertifisering av utstyr og til tredjepartsvurderinger av fortøyninger og anlegg. Videre ble det i 2008 introdusert nye krav til dobbeltsikring av avløp på landanlegg (Laksefakta, 2016c). Ifølge tall fra Fiskeridirektoratet (2017b) har de innførte forskriftene hatt positiv innvirkning på antall rømte oppdrettslaks. Figur 2-5 viser utviklingen av antall rømte laks fra 2003 til 2017.



Figur 2-5: Antall rømte oppdrettslaks i perioden 2003-2017 (Fiskeridirektoratet, 2017b).

Sykdom

Fiskeysykdommer innenfor oppdrett er et alvorlig problem, både med hensyn til fiskens velferd samt selskapenes kostnader og økonomiske interesser. Virus, bakterier og parasitter er noen av de mest vanlige sykdommene som kan ramme oppdrettslaksen (Miljødirektoratet, 2015a). Selv om det finnes mer enn 250 organismer som kan infisere laks, er det bare et fåtall av organismene som kan utløse sykdom.

Den vanligste parasitten på laksefisk er lakselus. Lakselus påfører fisken sår som kan gi infeksjoner og problemer med saltbalansen. Lusen finnes naturlig i alle havområder på den nordlige halvkule, men dersom forekomsten av lus blir for høy, kan det potensielt bli et problem (Sjømat Norge, 2016). Luseproblemer har økt i takt med veksten av oppdrettsnæringen, og har for mange aktører i bransjen vært et betydelig problem de senere årene. Lakselusen har over tid utviklet resistens mot de vanligste behandlingsmidlene i oppdrettsnæringen (Miljødirektoratet, 2015b). Oppdrettselskapene har investert store beløp for å bekjempe lakselusproblematikken, der utvikling fra medikamentell til mekanisk behandling av lus samt bruk av rensefisk er tiltak som har gitt spesielt gode resultater (Grieg Seafood, 2017).

Myndighetene i Norge regulerer oppdrettsbransjen gjennom en egen forskrift som fastsetter maksimumsgrensene for tillatt lakselus i oppdrettsanleggene. Oppdretterne er ansvarlig for å rapportere lusetall og sikre at mengden lakselus ikke overskrider fastsatte grenser. De fastsatte grensene innebærer at det til enhver tid skal være færre enn 0,5 voksen hunnlus av lakselus i gjennomsnitt per fisk i anlegget. Mattilsynet fører tilsyn med den norske bransjen og har myndighet til å tillate en høyere lakselusgrense i enkelte perioder av året eller i visse soner. Dersom ikke bransjen overholder kravene, kan Mattilsynet pålegge oppdretterne å iverksette tiltak eller å slakte ut fisken (Mattilsynet, 2016).

Utslipp av næringssalter

Norsk oppdrettsnæring har gått fra småskalaproduksjon til storindustri i løpet av de siste 40 årene. I dag utgjør fiskeoppdrett den største kilden til menneskeskapt utslipp av næringssalter, hovedsakelig fosfor og nitrogen, til norske kystområder. Utslipp av næringssaltene har økt som følge av den økte lakseproduksjonen. I områder hvor det er god vannkvalitet og vannutskifting, vil fiskeoppdrett som regel ikke utgjøre noe forurensningsproblem, men i områder hvor de naturlige forholdene ikke er like gode, vil det være fare for at den totale belastningen kan bli for stor. Forurensningen kan medføre negative konsekvenser for både miljøet og for fiskens velferd. Store tilførsler av næringssalter kan blant annet gi høy algeproduksjon, som igjen kan gi oksygenmangel på havbunnen (Miljødirektoratet, 2016). I Norge kreves det at oppdrettsselskapene har utslippstillatelser som er tilpasset gitte lokaliteter (Laksefakta, 2016d). Selv om det fortsatt er betydelig utslipp av næringssalter, har utslippene per tonn produsert fisk imidlertid blitt kraftig redusert de siste 15-20 årene. Årsakene er hovedsakelig endringer i fôrsammensetning og bedre fôringsrutiner (Miljødirektoratet, 2016).

Tilgang på fôrråstoff

Tilstrekkelig tilgang på fôrråstoffer er en av de mest kritiske faktorene innenfor oppdrettsbransjen (Marine Harvest, 2017a). Høy vekst i næringen medfører at etterspørselen overstiger tilbudet, og knapphet på blant annet fiskeolje innebærer at oppdrettsselskapene må finne nye fôrkilder (Borge, 2015). Intensiv forskning, sammen med økende fokus på å sikre bærekraftig vekst, har gjort at produsentene av fiskefôr har vært i stand til å bruke mer vegetabiliske råvarer, samtidig som de har redusert bruken av fiskeolje. Produsentene har således sikret bærekraftig vekst uten at det har gått på bekostning av fôrets ytelse, fiskens velferd og fiskens kvalitet (Nesfossen Smolt, 2012b).

2.4.2 Politiske og juridiske faktorer

Offentlige reguleringer

Norsk havbruk har folkets felles natur som produksjonslokale, og det skaper forpliktelser. Den øverste myndighet for fiskeri- og havbruksforvaltning i Norge er Nærings- og fiskeridepartementet (Fiskeridirektoratet, 2017c). Nærings- og fiskeridepartementet har ansvar for å regulere og administrere etableringer i oppdrettsnæringen ved å tildele såkalte *konsesjoner*. En konsesjon er definert som «en tillatelse, godkjenning, bevilling, særlig en tillatelse av offentlig myndighet som etter lovgivning er nødvendig for å sette i verk en virksomhet eller et tiltak, for eksempel kjøp av landbrukseiendom, etablering av oppdrettsanlegg eller igangsetting av andre slags næringsvirksomheter» (Reusch, 2017). Hovedformålet med kravet om konsesjon er å kontrollere og begrense deltakelsen i fiske og fangst for å sikre en bærekraftig utvikling (Nærings- og fiskeridepartementet, 2015a). Oppdrettsnæringen har vært konsesjonsbelagt siden 1973 (FHL & EFF, 2011, s. 10). All kjøp og salg av konsesjoner må registreres i akvakulturregisteret, og det eksisterer ingen tidsbegrensning for konsesjonene. Konsesjonene omsettes fritt etter at de er tildelt og kan omfordeles både via salg mellom oppdrettsselskapene eller gjennom oppkjøp. For å sikre en bærekraftig norsk oppdrettsnæring er tilgangen på konsesjoner begrenset. Per 2016 eksisterte det totalt 990 matfiskkonsesjoner i Norge (Marine Harvest, 2017b, s. 70-71).

I Norge blir oppdrettstillatelser tildelt med hjemmel i akvakulturloven. Loven begrenser den maksimalt tillatte mengden *biomasse* (MTB) knyttet til hver oppdrettstillatelse. MTB er et mål på hvor mye levende fisk innehaveren av tillatelsen kan ha i sjøen til enhver tid, og er regulert på lokalitets- og selskapsnivå. En standard tillatelse til matfiskproduksjon av laks, ørret og regnbueørret er 780 tonn (Fiskeridirektoratet, 2016). Grunnet langsommere organisk vekst i Troms og Finnmark, er maksimal tillatt biomasse i de to fylkene imidlertid satt til 945 tonn per konsesjon (Fiskeri- og kystdepartementet, 2012a, s. 9). Før 2015 måtte enhver aktør i oppdrettsnæringen søke tillatelse til myndighetene om å eie mer enn 15 % av den totale biomassen i Norge. Nye reguleringer fastslår derimot at ingen aktør kan eie mer enn 50 % av den totale biomassen i Fiskeridirektoratets regioner (Marine Harvest, 2017b, s. 71).

I 2013 utstedte norske myndigheter såkalte *grønne konsesjoner*. Grønne konsesjoner utdeles til oppdrettsaktører som bruker mer miljøvennlig teknologi, og har som formål å redusere miljøutfordringene med rømming av oppdrettsfisk og spredning av lakselus (Fiskeridirektoratet, 2017d). Det ble totalt utstedt 45 grønne konsesjoner, hvor 35 av

konsesjonene ble byttet mot gamle konsesjoner. Ved innbytte tilsvarte en gammel konsesjon to grønne konsesjoner (Fiskeri- og kystdepartementet, 2012b). De resterende 10 konsesjonene ble tildelt etter ordinær metode. I likhet med ordinære konsesjoner, har ikke grønne konsesjoner noen tidsramme, men kan inndras dersom miljøkravene ikke overholdes (Marine Harvest, 2017b, s. 70).

For å sikre forutsigbar og bærekraftig vekst i norsk lakse- og ørretoppdrett, ble det i 2017 innført et *trafikklyssystem*. I trafikklyssystemet innebærer grønt lys at kapasiteten kan justeres opp, gult lys betyr at kapasiteten må fryses og rødt lys innebærer at kapasiteten må nedjusteres (Ekanger & Johansen, 2017). I systemet er norskekysten delt opp i 13 områder, hvor miljøindikatorer regulerer kapasiteten i de ulike områdene (Fiskeridirektoratet, 2018e).

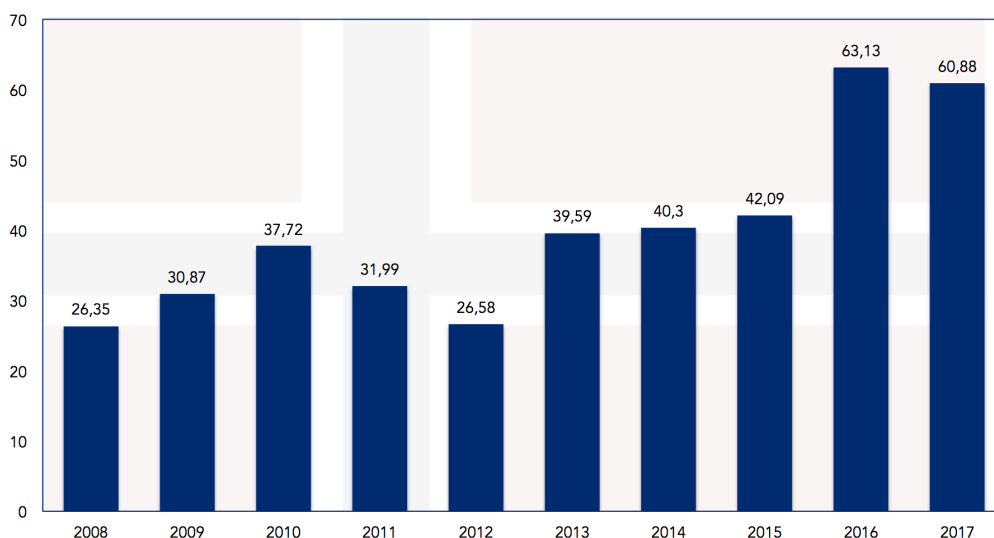
Handelspolitiske konflikter

Internasjonal handelspolitikk har stor påvirkningskraft på norsk oppdrettsbransje, og eventuelle handelsbarrierer kan føre til tap av viktige markeder. I 2010 ble norsk oppdrettsnæring rammet av sanksjoner fra kinesiske myndigheter etter at Nobelkomiteen ga fredsprisen til Liu Xiaobo. En av konsekvensene var at Kina innførte boikott av norsk laks. Forholdet mellom Norge og Kina bedret seg imidlertid mot slutten av 2016, da landene ble enige om en normalisering av politiske og diplomatiske relasjoner (Norway Royal Salmon, 2017). Til tross for boikott av norsk laks, har norsk lakseeksport likevel økt sine markedsandeler i Kina ved at laksen først går gjennom Hong Kong og Vietnam før den når Kina (Risbråthe, 2015). En annen konflikt som har hatt konsekvenser for eksport av norsk oppdrettslaks er konflikten mellom Russland og EU. Ved Russlands annektering av Krim sanksjonerte EU og USA mot Russland, der Norge tok EU og USAs parti. Russland responderte med importstopp av norske matvarer, inkludert fisk (Dagsavisen, 2014). Økt salg til nye markeder, hovedsakelig i Asia og Amerika, har imidlertid resultert i at boikottene fra Kina og Russland ikke har hatt vesentlig effekt på totalletterspørselen etter norsk laks (Hansen, 2017). Vestlige land har de siste årene opplevd andre politiske sjokk, som Brexit i juni 2016 og valget av Donald Trump som USAs nye president i november samme år.

2.4.3 Økonomiske faktorer

Laksepris

Oppdrettselskapenes inntjening er hovedsakelig styrt av lakseprisen. Prisen på laks styres av tilbudet fra produsentene av laks, og av hvor stor etterspørsel det er for laks (Guttormsen, 2013). Historisk har lakseprisen vært volatil, og siden 2008 har gjennomsnittlig årlig spotpris på laks variert fra 26,35 til 63,13 kroner per kilo, se figur 2-6. Gjennomsnittlig spotpris for perioden 2008-2017 har vært 39,95 kroner, og aller høyest var lakseprisen i 2016 (Fish Pool, 2018a). Den rekordhøye lakseprisen i 2016 var drevet av relativt høy etterspørsel sammen med lav global produksjon. Tilbudsreduksjonen kom som følge av en nedgang i slaktevolumet på 5 % i Norge og 16 % i Chile. Nedgangen på tilbudssiden i 2016 er ansett som den største i oppdrettsnæringens historie, hvor det globale tilbudet falt med 6,7 %. I Norge falt slaktevolumet som følge av forsert slakting, først og fremst grunnet lakselus og resistens i behandlingen av lakselus. Nedgangen i Chile skyldtes primært at alger drepte store mengder laks i 2015, som i utgangspunktet skulle vært slaktet i 2016. Selv om de fleste markeder og regioner kjøpte mindre laks i 2016 sammenlignet med 2015, var etterspørselen i de fleste markedene god, og den globale etterspørselen var høyere enn det globale tilbudet (Norway Royal Salmon, 2017; Marine Harvest, 2017a). I 2017 økte imidlertid det globale slaktevolumet. En økning i etterspørsel etter laks bidro likevel til at lakseprisene holdt seg omtrent på det samme nivået som året før.



Figur 2-6: Utvikling i laksepris i norske kroner i perioden 2008-2017 (Fish Pool, 2018a).

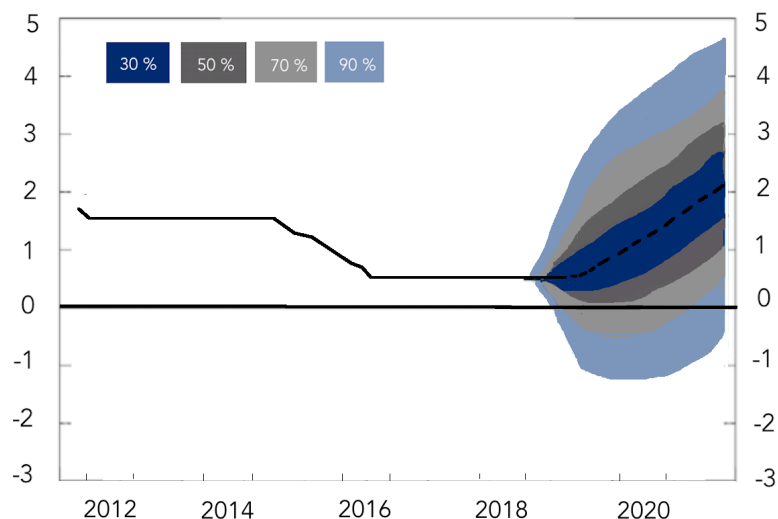
Ifølge Guttormsen (2013) vil svingninger i laksepris være uunngåelige så lenge ingen kan predikere produktivitetsvekst, tilbudssjokk, priser på innsatsfaktorer, etterspørselsvekst og valutakurser. Uelastisk produksjon av laks kan således forklare noe av årsaken til volatiliteten

i lakseprisen. Ettersom det tar opptil tre år før en laks er slakteklar, er produksjonstiden ansett som lang. Lang produksjonstid innebærer at det er vanskelig å endre produksjonsmengden når smolt først er plassert i merder i sjøen. Det faktum at laks er en råvare med kort holdbarhet gjør det dessuten utfordrende å lagre laksen etter at slaktingen har funnet sted. Dermed kan det i perioder bli over- eller underproduksjon av laks, som igjen kan påvirke lakseprisen. Volatiliteten kan i tillegg forklares ved sesongvariasjoner i lakseprisen: Høyt slaktevolum om høsten bidrar til reduserte priser på høsten og om vinteren, mens lavere slaktevolumer om våren er med på å gi høyere priser på våren og om sommeren. For å redusere eksponeringen mot svingninger i lakseprisen velger mange oppdrettsvirksomheter å selge deler av slaktevolumene sine på fastpriskontrakter (SalMar, 2017).

Rentenivå

Store investeringer i alle ledd i verdikjeden, samt i anleggsmidler, konsesjoner og i biomasse, er avgjørende for at oppdrettsselskapene skal være konkurransedyktige. For å være i stand til å kapre markedsandeler må selskapene dessuten investere i ny teknologi, effektivisere driften, kjøpe opp selskaper og øke produksjonen (Marine Harvest, 2017a). Investeringene oppdrettsselskapene må gjennomføre medfører økt gjeld, og at selskapene vil være eksponert mot risiko forbundet med rentesvingninger. Derfor er rentenivået i Norge av stor betydning for oppdrettsselskapene, både med tanke på gjeldskostnader og avkastningskrav. Et lavt rentenivå gjør det mer gunstig for selskapene å ta opp lån, og vil i tillegg gi et lavere avkastningskrav.

Ettersom norsk økonomi er oljeavhengig, vil oljeprisen påvirke rentenivået i Norge. Oljeprisen falt betydelig høsten 2014, da Organisasjonen av oljeeksporterende land (OPEC) økte egen oljeproduksjon. For å stimulere norsk økonomi ble det derfor ført en ekspansiv pengepolitikk med lavere renter. Figur 2-7 viser utviklingen i styringsrenten i perioden 2012-2018, samt Norges Banks renteprognose for de neste tre årene. Styringsrenten er renten på bankenes innskudd opp til en viss kvote i Norges Bank (Norges Bank, 2018a). I mars 2016 ble styringsrenten satt ned fra 0,75 % til 0,5 %, og har vært uforandret siden (Norges Bank, 2018b). Årsaken til at den norske styringsrenten har vært lav de senere årene er at veksten i norsk økonomi har vært relativt svak, der blant annet kapasitetsutnyttelsen og prisveksten har vært under normalnivået. Norsk økonomi begynner imidlertid å vise tegn til bedring, og det er ventet at Norges Bank vil sette renten opp i løpet av 2018 (Takla, 2018).



Figur 2-7: Styringsrenten i Norge i perioden 2012-2018 samt prognoser frem til 2021 (Norges Bank, 2018a).

Valutarisiko

Til tross for at majoriteten av oppdrettsselskapenes kostnader påløper i norske kroner, er store deler av inntektene i bransjen generert i utenlandsk valuta (Ripegut, 2017). Derfor vil selskapene være eksponert mot valutasvingninger i markedet. Faktorer som ligger til grunn for valutasvingninger er renteforskjeller mellom land, forskjeller i forventet avkastning mellom land og forventninger om fremtiden (Sander, 2017a). For i størst mulig grad å fjerne valutarisikoen på utestående kundefordringer, inngåtte salgskontrakter og pågående kontraktsforhandlinger, benytter oppdrettsselskapene ofte valutaderivater, primært terminkontrakter, sammen med opptrekk/innskudd på flervalutakonti (Lerøy Seafood Group, 2017). Det er imidlertid ikke mulig for selskapene å sikre seg mot all risiko knyttet til valutakurssvingninger.


Ettersom EU er det største markedet for eksport av norsk laks (Ludt, 2017), vil den norske kronens relative styrke i forhold til euroen være av stor betydning for oppdrettsselskapenes omsetning og resultater. USA og Storbritannia er andre viktige markeder for norske oppdrettsselskaper, og svingninger i den norske kronen mot dollaren og pundet vil følgelig også være viktig for lønnsomheten til aktørene i oppdrettsbransjen.

2.5 Norske oppdrettsselskaper

For at det skal være mulig å gjennomføre en mest mulig presis verdivurdering av Lerøy, vil det være avgjørende å sammenligne selskapet med aktører som har flest mulig likhetstrekk med Lerøy. Selskapene Lerøy vil bli sammenlignet med må tilfredsstillende noen bestemte

kriterier: Aktørene må være norske, notert på Oslo Børs, ha omtrent samme selskapsstørrelse som Lerøy med hensyn til omsetning og volum, samt ha samme virksomhetsområde. Det eksisterer åtte oppdrettsselskaper som er notert på Oslo Børs: Marine Harvest, SalMar, Lerøy Seafood Group, Bakkafrost, Austevoll Seafood, Grieg Seafood, Norway Royal Salmon og The Scottish Salmon Company (Oslo Børs, 2018a). Ettersom Bakkafrost og The Scottish Salmon Company verken har hovedkontor eller kjernevirksomhet i Norge, utelates selskapene fra bransjeutvalget. Austevoll Seafood utelates også på grunn av at selskapet primært driver med havfiske og salg av pelagisk fisk. I tillegg har selskapet betydelige eierinteresser i Lerøy. Det komparative utvalget består dermed av Marine Harvest, SalMar, Grieg Seafood og Norway Royal Salmon. Selskapene vil sammen med Lerøy utgjøre bransjegjennomsnittet i utredningen.

Tabell 2-1 viser at Lerøy sammen med de fire komparative selskapene samlet stod for mer enn halvparten av det totale produksjonsvolumet av norsk laks i 2016. I tillegg var selskapene i besittelse av om lag 55 % av alle matfiskkonsesjoner i Norge.

	PRODUSERT VOLUM AV NORSK LAKS I 2016 (I TONN)	ANTALL MATFISK KONSESJONER
 marineharvest	235 962	225
 LERØY	115 600	100
 SALMAR	115 200	146
 Grieg Seafood	40 471	37
 NORWAY ROYAL SALMON	26 819	35
SUM UTVALG	534 052	543
TOTAL PRODUKSJONSMENGDE	1 054 000	990
UTVALGETS ANDEL	51 %	55 %

Tabell 2-1: Lerøy og komparative virksomheters produksjonsvolum av norsk laks samt matfiskkonsesjoner i 2016.

I det påfølgende presenteres forretningsområder og lokalisering samt økonomisk utvikling og finansielle nøkkeltall for de fire komparative virksomhetene. Det presiseres at operasjonelt driftsresultat i tabell 2-2 til 2-5 defineres som driftsresultat før virkelig verdijusteringer knyttet til biologiske eiendeler og resultat fra tilknyttede selskaper.

2.5.1 Marine Harvest ASA

Marine Harvest ASA (Marine Harvest) er verdens største oppdrettsselskap, og står for om lag en fjerdedel av den totale globale produksjonen av atlantisk laks (Marine Harvest, 2017b, s. 107). Konsernet oppstod gjennom en fusjon mellom norske Pan Fish, Fjord Seafood og nederlandske Marine Harvest i 2006. Marine Harvest er representert i 24 land, har ca. 12 700 ansatte og er notert på børsen både i Oslo og New York (Marine Harvest, 2017a). Selskapet har en markedsverdi på omtrent 66 milliarder kroner (Oslo Børs, 2018b).

Forretningsområder og lokalisering

Marine Harvest kontrollerer alle leddene i verdikjeden og har virksomhet innen tre hovedsegment: Fôrproduksjon, lakseoppdrett samt salg og markedsføring. Marine Harvest er det eneste selskapet i oppdrettsbransjen som har egen fôrproduksjon. Produksjonen av eget fiskefôr begynte i 2014, og selv om konsernet for øyeblikket bare har én fôrfabrikk, lokalisert i Norge, ferdigstiller Marine Harvest ytterligere en fabrikk i Skottland som skal stå klar i løpet av første halvdel av 2018. Fabrikken i Norge produserer om lag 90 % av all nødvendig fiskefôr for Marine Harvest. Marine Harvest driver oppdrettsvirksomhet langs hele norskekysten, og den norske produksjonen av laks utgjør om lag 60 % av konsernets totale produksjon (Marine Harvest, 2017a). Foruten oppdrett i Norge, driver også Marine Harvest med oppdrett i Skottland, Canada, Chile, Irland og på Færøyene. Selskapet har et omfattende globalt salgsnettverk, og selger laks til mer enn 70 land globalt, hovedsakelig i Europa, Amerika og Asia (Marine Harvest, 2017b, s. 108-109).

Økonomisk utvikling og finansielle nøkkeltall

Tabell 2-2 illustrerer den økonomiske utviklingen til Marine Harvest fra 2012 til 2017. Fra 2016 ble tall i års- og kvartalsrapportene til Marine Harvest oppgitt i euro. Ettersom det fra et sammenligningsperspektiv er fordelaktig å ha tall i samme valuta for samtlige selskaper, omregnes tallene til norske kroner. Den gjennomsnittlige EUR/NOK kursen for 2016 var på 9,2797 og er hentet fra Marine Harvests årsrapport (Marine Harvest, 2017a). Gjennomsnittlig EUR/NOK kurs fantes imidlertid ikke i kvartalsrapporten for fjerde kvartal 2017. For 2017 brukes derfor en kurs på 9,3271 hentet fra Norges Bank (2018c). I løpet av analyseperioden har Marine Harvest opplevd sterk vekst i omsetning og resultater. Til tross for at slaktevolumet var lavere i 2016 enn i flere av de foregående årene, var både driftsinntektene og resultatene meget høye, hovedsakelig på grunn av høye laksepriser (Marine Harvest,

2017a). Høye laksepriser resulterte også i at resultatmarginen til selskapet var betydelig høyere i 2016 enn i de øvrige årene i seksårsperioden. Til tross for at driftsresultatet for 2017 ikke var like høyt som i 2016, har både selskapets driftsinntekter og egenkapitalandel økt.

Tall i 1000 NOK	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	15 463 752	19 199 624	25 531 469	27 880 568	32 573 603	34 038 319
Operasjonelt driftsresultat	643 451	3 212 705	4 253 851	3 106 600	6 497 646	7 387 996
Driftsresultat	968 540	4 661 940	3 633 376	3 093 163	9 198 039	4 522 711
Resultat før skattekostnad	789 200	3 457 400	1 486 799	2 240 371	7 045 148	4 874 342
Årsresultat	408 790	2 515 446	939 911	1 418 036	5 004 542	4 315 649
Operasjonell driftsmargin	4,2 %	16,7 %	16,7 %	11,1 %	20,0 %	21,7 %
Resultatmargin (før skatt)	5,1 %	18,0 %	5,8 %	8,0 %	21,6 %	14,3 %
Egenkapitalandel	50 %	49 %	40 %	45 %	43 %	54 %
Slaktevolum (tonn)	392 306	343 772	418 873	420 148	380 621	370 346
Antall ansatte	6 389	10 676	11 715	12 454	12 717	-

Tabell 2-2: Finansielle nøkkeltall for Marine Harvest i perioden 2012-2017 (Tall i 1000 NOK).

2.5.2 SalMar ASA

SalMar ASA (SalMar) har siden etableringen i 1991 vokst fra å være et lite selskap med én konsesjon til å bli en av verdens største produsenter av oppdrettslaks. I tillegg til produksjon i Norge, eier SalMar 50 % av Scottish Sea Farms gjennom selskapet Norskott Havbruk AS. Scottish Sea Farms er Storbritannias nest største lakseprodusent, og høstet om lag 30 900 tonn laks i 2017. SalMar ble børsnotert i 2007 (SalMar, 2017). Dagens markedsverdi er på 23,8 milliarder kroner (Oslo Børs, 2018c). Med et totalt slaktevolum på 135 200 tonn i 2017 (SalMar, 2018), er SalMar det tredje største oppdrettsselskapet av de fem selskapene som utgjør bransjegjennomsnittet.

Forretningsområder og lokalisering

Med unntak av produksjon av fiskefôr, er SalMar et helintegret selskap med kontroll over alt fra rognproduksjon til bearbeiding og salg. SalMar fokuserer hovedsakelig på produksjon av oppdrettslaks og salgsaktiviteter. Selskapet har 100 heleide konsesjoner for oppdrett av atlantisk laks i Norge, hvorav 68 konsesjoner er lokalisert i Region Midt-Norge (Møre og Romsdal og Trøndelag) og 32 er lokalisert i Region Nord-Norge (Troms og Finnmark). I tillegg til virksomhet innen lakseoppdrett, har konsernet en betydelig slakteri- og videreforedlingsaktivitet representert ved InnovaMar på Frøya og Vikenco på Aukra. SalMar

distribuerer laks til mer enn 40 ulike nasjoner, i hovedsak til land i Europa, Asia og Amerika (SalMar, 2017).

Økonomisk utvikling og finansielle nøkkeltall

SalMars finansielle utvikling i perioden 2012-2017 er illustrert i tabell 2-3. I seksårsperioden har konsernets driftsinntekter og driftsresultater økt kraftig, med henholdsvis 31 % og 67 % i årlig gjennomsnitt. I tillegg til 2013, skiller 2016 og 2017 seg ut som gode år for SalMar. Selv om kostnadene knyttet til fiskefôr og lakselus økte betydelig i 2016, resulterte høye laksepriser i at SalMar leverte selskapets beste resultater gjennom tidene. Til tross for lavere laksepriser, bidro økte slaktevolumer, bedret underliggende drift og styrket biologisk kontroll til at resultatene også for 2017 ble gode (SalMar, 2018). SalMar har over lengre tid hatt som hovedfokus å være kostnadsledende i bransjen (SalMar, 2017), og har, som tabell 2-3 viser, høye drifts- og resultatmarginer.

Tall i 1000 NOK	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	4 204 791	6 245 860	7 185 887	7 326 202	9 029 814	10 817 200
Operasjonelt driftsresultat	340 666	1 259 493	1 879 048	1 403 873	2 431 647	3 162 200
Driftsresultat	638 859	1 949 425	1 646 699	1 443 805	3 085 602	2 792 200
Resultat før skattekostnad	608 504	2 322 071	1 628 841	1 383 686	3 342 080	2 856 200
Årsresultat	481 442	1 903 376	1 215 477	1 128 795	2 650 990	2 297 800
Operasjonell driftsmargin	8,1 %	20,2 %	26,1 %	19,2 %	26,9 %	29,2 %
Resultatmargin (før skatt)	14,5 %	37,2 %	22,7 %	18,9 %	37,0 %	26,4 %
Egenkapitalandel	39 %	51 %	51 %	48 %	50 %	59 %
Slaktevolum (tonn)	103 000	115 000	141 000	136 400	115 600	135 200
Antall ansatte	823	999	1083	1301	1357	-

Tabell 2-3: Finansielle nøkkeltall for SalMar i perioden 2012-2017 (Tall i 1000 NOK).

2.5.3 Grieg Seafood ASA

Grieg Seafood ASA (Grieg Seafood) er et integrert sjømatelskap som siden 2007 har vært notert på Oslo Børs. Selv om Grieg Seafood ikke produserte mer enn ca. 63 000 tonn laks i 2017, har selskapet vekstpotensial, ettersom det har en total produksjonskapasitet på om lag 95 000 tonn årlig. Produksjonskapasiteten er således 50 % høyere enn dagens produksjonsvolum (Grieg Seafood, 2017). Selskapets markedsverdi har økt betydelig de senere årene, og Grieg Seafood har i dag en markedsverdi på nesten 7,6 milliarder kroner

(Oslo Børs, 2018d). Lakseproduksjonen på 62 598 tonn i 2017 gjør Grieg Seafood til det nest minste selskapet i bransjeutvalget.

Forretningsområder og lokalisering

Grieg Seafood har virksomhet innenfor lakseoppdrett og videreforedling. Selskapets oppdrettsvirksomhet er lokalisert i Finnmark og i Rogaland i Norge, i British Columbia i Canada og på Shetland. Den norske virksomheten utgjør til sammen ca. 60 % av det samlede produksjonsvolumet. Konsernet har totalt 100 konsesjoner og lisenser for lakseoppdrett og fem konsesjoner for smoltproduksjon. I tillegg til oppdrettsvirksomhet, eier Grieg Seafood 60 % av Ocean Quality, som har operative salgsselskaper i Norge, Nord-Amerika og på Shetland. Europa er det viktigste markedet for selskapet, men også Asia og USA utgjør viktige markeder (Grieg Seafood, 2017).

Økonomisk utvikling og finansielle nøkkeltall

Den økonomiske utviklingen til Grieg Seafood i perioden fra 2012 til 2017 er vist i tabell 2-4. Selskapet har økt driftsinntektene sine i samtlige år i seksårsperioden. Årene 2012, 2014 og 2015 var preget av svake resultater og marginer, mens 2013 var et betydelig mer lønnsomt år for konsernet. Til tross for lavere produksjonsvolum enn i de foregående tre årene, var 2016 det beste året for Grieg Seafood i analyseperioden. I 2016 hadde konsernet et resultat på mer enn 1,22 milliarder kroner, samt en operasjonell driftsmargin og resultatmargin på henholdsvis 17,4 % og 23,6 %. Økningen var hovedsakelig et resultat av høye laksepriser og lavere laksedødelighet (Grieg Seafood, 2017).

Tall i 1000 NOK	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	2 078 482	2 425 042	4 102 362	4 653 588	6 603 591	7 037 713
Operasjonelt driftsresultat	-203 854	342 648	280 403	55 966	1 149 791	903 704
Driftsresultat	-93 099	615 743	219 366	80 951	1 683 486	812 240
Resultat før skattekostnad	-202 358	544 930	171 956	-9 208	1 560 836	797 783
Årsresultat	-147 188	430 985	144 395	4 366	1 222 331	585 149
Operasjonell driftsmargin	-9,8 %	14,1 %	6,8 %	1,2 %	17,4 %	12,8 %
Resultatmargin (før skatt)	-9,7 %	22,5 %	4,2 %	-0,2 %	23,6 %	11,3 %
Egenkapitalandel	37 %	43 %	42 %	38 %	47 %	47 %
Slaktevolum (tonn)	70 000	58 061	64 736	65 398	64 726	62 598
Antall ansatte	640	626	657	663	654	-

Tabell 2-4: Finansielle nøkkeltall for Grieg Seafood i perioden 2012-2017 (Tall i 1000 NOK).

2.5.4 Norway Royal Salmon ASA

Norway Royal Salmon ASA (NRS) har siden etableringen i 1992 utviklet seg fra å være et salgs- og markedsføringselskap for oppdrettslaks til å bli et integrert sjømatelskap (Norway Royal Salmon, 2017). Siden børsnoteringen i 2011 har selskapet opplevd sterk vekst, og har en markedsverdi på om lag 5,5 milliarder kroner (Oslo Børs, 2018e). Et slaktevolum på 31 918 tonn i 2017 gjør NRS til det minste oppdrettsselskapet i bransjeutvalget (Norway Royal Salmon, 2018).

Forretningsområder og lokalisering

NRS har virksomhet innen to hovedsegment: Lakseoppdrett og salg. Selskapets oppdrettsvirksomhet er delt inn i to regioner, Region Nord og Region Sør, med til sammen 35 konsesjoner. Region Nord består av virksomhet i Vest-Finnmark og i Troms og har 29 av NRS sine konsesjoner. Region Nord står for ca. 80 % av NRS sitt totale produksjonsvolum. Region Sør består av det heleide datterselskapet NRS Feøy AS, og virksomheten ligger i grenseområdet mellom Hordaland og Rogaland. Salgsvirksomheten til NRS omfatter kjøp og salg av laks og ørret. Gjennom eget salgs- og markedsføringsapparat selger NRS oppdrettsfisk, hovedsakelig fersk og frossen laks, til kunder i mer enn 50 land. Om lag 90 % av alt salg blir eksportert, der Vest-Europa og Asia er de største markedene (Norway Royal Salmon, 2017).

Økonomisk utvikling og finansielle nøkkeltall

Tabell 2-5 illustrerer utviklingen i NRS sin finansielle situasjon de siste seks årene. Gjennom seksårsperioden har selskapet hatt en jevn og solid økning i både driftsinntekter og totalt slaktevolum. Resultatet før skattekostnad har ligget på et relativt stabilt nivå de fleste av årene, men 2016 skiller seg ut som et særlig lønnsomt år (Norway Royal Salmon, 2017).

Tall i 1000 NOK	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	1 744 266	2 603 712	2 599 799	3 210 548	4 224 340	4 937 798
Operasjonelt driftsresultat	20 416	256 002	158 064	201 894	640 613	627 861
Driftsresultat	80 308	379 561	242 656	249 065	876 628	485 719
Resultat før skattekostnad	40 748	396 292	320 706	270 081	1 172 421	322 597
Årsresultat	31 618	315 805	268 283	237 582	1 004 713	236 416
Operasjonell driftsmargin	1,2 %	9,8 %	6,1 %	6,3 %	15,2 %	12,7 %
Resultatmargin (før skatt)	2,3 %	15,2 %	12,3 %	8,4 %	27,8 %	6,5 %
Egenkapitalandel	36 %	42 %	39 %	41 %	55 %	48 %
Slaktevolum (tonn)	21 162	25 191	22 356	27 903	26 819	31 918
Antall ansatte	103	114	129	132	149	-

Tabell 2-5: Finansielle nøkkeltall for Norway Royal Salmon i perioden 2012-2017 (Tall i 1000 NOK).

2.6 Presentasjon av Lerøy Seafood Group ASA

2.6.1 Historikk

Lerøy sin historie begynte på slutten av 1800-tallet, da fiskerbonden Ole Mikkel Lerøen startet med salg av levende fisk på fisketorget i Bergen. Aktivitetene til Lerøen utviklet seg gradvis, og i 1939 etablerte to av hans ansatte, Hallvard Lerøy sr. og Elias Fjeldstad, selskapet Hallvard Lerøy AS. Ved etableringen drev Hallvard Lerøy AS hovedsakelig med salg og eksport av sjømat, men investerte etter hvert i anlegg for mottak av pelagisk fisk, mottak av hvitfisk og havbruk. Frem til 1997 var Hallvard Lerøy AS et familieeid selskap. Selskapets eierskap ble imidlertid spredt ut på andre eiere enn familien i 1997, da det for første gang ble gjennomført en rettet emisjon mot finansielle investorer. Formålet med emisjonen var å utvikle konsernet gjennom hele verdikjeden, og ta del i den kommende konsolideringen av havbruksnæringen. Konsernet ble i juni 2002 notert på Oslo Børs. Tilgang til kapitalmarkedet og kompetanse var avgjørende faktorer for å utvikle selskapet fra å være en sjømateksportør til å bli et globalt og helintegrert sjømatkonsern (Lerøy Seafood Group, 2017).

Siden tusenårsskiftet har Lerøy kjøpt opp en rekke nasjonale og internasjonale selskaper. En av oppkjøpene var det som i 2003 het Nye Midnor AS, som i dag utgjør brorparten av Lerøy Midt AS. Andre oppkjøp var Lerøy Aurora AS i 2005, Fossen AS og Hydrotech-Gruppen AS i 2006, samt Lerøy Vest AS i 2007. Konsernet utvidet virksomheten ytterligere i 2010, da selskapet tok majoritetsposisjon i Sjøtroll Havbruk AS og gjennomførte oppkjøpet av Villa Organic AS i 2014. Gjennom oppkjøpene i 2016 av Havfisk AS og Norway Seafoods Group AS, to av Europas største selskaper innen henholdsvis fangst og foredling av hvitfisk, fikk Lerøy muligheten til å utvikle konsernets virksomhet av fangst og videreforedling av hvitfisk. Oppkjøpene var med på å oppfylle Lerøys strategiske målsetning om bli et helintegrert selskap med styring og kontroll på alt av sjømatprodukter fra hav til konsument. Gjennom investeringer, oppkjøp og videreutvikling har således Lerøy utviklet seg fra å være én salgsbod på fisketorget i Bergen til å bli verdens nest største produsent av atlantisk laks og ørret (Lerøy Seafood Group, 2017).

2.6.2 Forretningsområder og lokalisering

En viktig del av Lerøys strategi er å være en vertikal integrert leverandør av selskapets hovedprodukter: Laks, ørret og hvitfisk. Aktivitetene til konsernet er organisert i tre hovedsegment: Havbruk, villfangst og hvitfisk, samt bearbeiding (Value-Added-Processing,

VAP), salg og distribusjon. En endring i segmentinndelingen fra 2016 er at de tidligere segmentene VAP og salg og distribusjon er slått sammen, ettersom aktivitetene i større og større grad er overlappende (Lerøy Seafood Group, 2018). Lerøy ønsker å være nær kundene sine i de viktigste markedene, og utøver sin virksomhet gjennom en rekke datterselskaper både i Norge og internasjonalt. Figur 2-8 illustrerer konsernets segmentinndeling og tilknyttede selskaper.



Figur 2-8: Lerøy sin segmentinndeling (Lerøy Seafood Group, 2017).

Havbruk

I segmentet havbruk ligger konsernets aktiviteter innen produksjon av laks og ørret, i tillegg til slaktning og filtrering av fisken. Lerøys produksjon av atlantisk laks og ørret har siden 2002 hatt en betydelig utvikling, og består av virksomheter som i 2017 høstet totalt 157 768 tonn fordelt på 146 konsesjoner. Produksjonen i Norge foregår i tre regioner. Region Nord har 26 konsesjoner og inkluderer Troms og Finnmark fylke. I Region Midt produserer Lerøy Midt laks fra 57 konsesjoner, mens Region Vest består av 63 konsesjoner, og driftes av Lerøy Vest og Sjøtroll Havbruk. Region Vest står for om lag 45 % av det totale produksjonsvolumet i Norge, mens Region Midt og Region Nord står for henholdsvis ca. 35 % og 20 %. Utover produksjonen i Norge, driver Lerøy også produksjon av laks i Skottland gjennom det tilknyttede selskapet Norskott Havbruk, som konsernet eier sammen med SalMar (Lerøy Seafood Group, 2017).

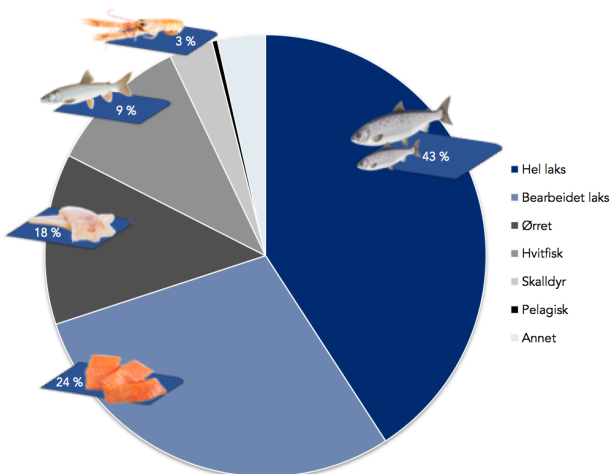
Villfangst og hvitfisk

Segmentet villfangst og hvitfisk består av virksomhetene Havfisk og Norway Seafoods Group, som begge ble kjøpt opp i 2016. Mens Havfisk sitt primære forretningsområde er fangst av hvitfisk, driver Norway Seafoods Group hovedsakelig produksjon av fersk og frossen filet, porsjoner og halestykker av torsk, sei og hyse (Lerøy Seafood Group, 2017).

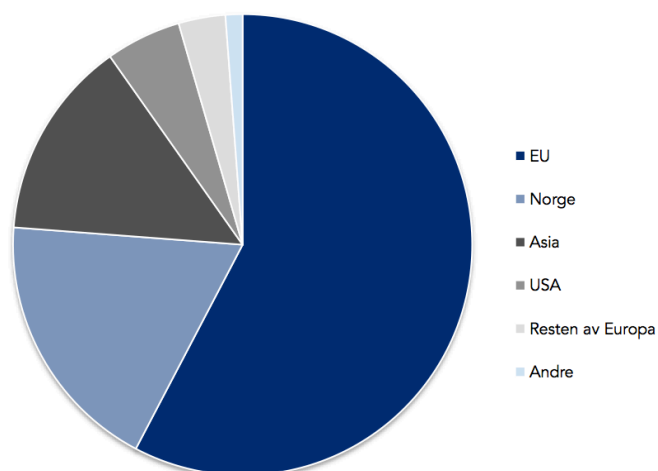
Bearbeiding, salg og distribusjon

Lerøy sitt tredje segment består, i tillegg til salg og distribusjon, av bearbeidingsaktiviteter. Lerøy driver høyforedling av primært laks og ørret, og segmentet utgjør en viktig del av konsernets verdikjede. Lerøy har de senere årene investert store summer innenfor bearbeiding, både for å øke prosesseringskapasiteten og for å utvikle nye produkter. I segmentet lages det et vidt spekter av produkter, blant annet porsjoner, pålegg, røkt og gravet laks, sushi og «ready-to-cook»-varianter. I 2012 kjøpte Lerøy sjømatkonsernet Rode Beheer B.V., som anses som en av de ledende produsentene av videreforedlet sjømat i Nederland (Lerøy Seafood Group, 2017).

Lerøy har videre et globalt salgsnett og driver med salg, markeds- og produktutvikling samt distribusjon. Salg av hel og bearbeidet laks utgjør om lag 69 % av selskapets totalomsetning, mens salg av hvitfisk og ørret utgjør henholdsvis 18 % og 9 %, se figur 2-9. Lerøy har et sterkt kundefokus, og konsernet selger i dag sjømat i mer enn 70 markeder globalt. I tillegg har Lerøy et omfattende kundenettverk som gir konsernet unik kunnskap om trender i ulike markeder. Stor kundeportefølje gir dessuten spredning av risiko. De senere årene har Lerøy foretatt betydelige investeringer i såkalte «fish-cuts». «Fish-cuts» er fabrikker lokalisert i nærhet til sluttkunden, og tilbyr forholdsvis enkel bearbeiding av fersk fisk. «Fish-cuts» muliggjør en revolusjon innen distribusjon av fersk fisk. EU er det viktigste markedet for salg av Lerøys produkter, men også Norge og Asia er viktige markeder (Lerøy Seafood Group, 2017). Figur 2-10 viser omsetningsfordelingen til Lerøy mellom de ulike markedene i 2017.



Figur 2-9: Lerøy sin omsetningsfordeling av produkter.



Figur 2-10: Lerøy sin omsetningsfordeling mellom ulike markeder.

2.6.3 Aksjonærforhold og historisk kursutvikling

Eierskapet i Lerøy er konsentrert, der de tre største aksjonærene per 31.12.2017 eier 59,9 % av selskapets totale aksjeholdning. Den største aksjonæren er Austevoll Seafood ASA, som eier 52,7 % av selskapets aksjer. Andre store aksjonærer er Folketrygdfondet med en eierandel på 4,9 % og State Street Bank and Trust med 2,3 %. Etter vedtak på Lerøys ordinære generalforsamling ble det den 23. mai 2017 gjennomført en aksjesplitt 1:10, slik at aksjeholdningen på 59 577 368 aksjer hver pålydende NOK 1, ble omgjort til 595 773 680 aksjer hver pålydende 0,1 (Lerøy Seafood Group, 2018). Lerøy sikrer likebehandling av alle aksjonærer ved at selskapet bare har én aksjeklasse, og hver aksje har én stemme i selskapets generalforsamling (Lerøy Seafood Group, 2017).

Ifølge Lerøy Seafood Group (2017) skal aksjonærenes avkastning reflektere den verdiskapningen selskapet genererer, og vil fremkomme som utbytte og kursutvikling på aksjen. Målet er imidlertid at den økonomiske verdiskapningen gradvis skal skje mer gjennom kursstigning enn gjennom utdelt utbytte. Selskapets utbyttepolitikk tilsier at ordinært utbytte over tid skal ligge mellom 30 % og 40 % av resultatet etter skatt, men at utbyttets størrelse må vurderes i forhold til selskapets soliditet, vekst og resultatutvikling.

Siden børsnoteringen i juni 2002 har Lerøys aksjekurs økt betydelig (Lerøy Seafood Group, 2017). Selskapet har i dag en markedsverdi på 23,3 milliarder kroner (Oslo Børs, 2018f). Figur 2-11 illustrerer utviklingen i selskapets aksjekurs de siste fem årene, og viser at aksjen har økt jevnt fra 15 kroner i slutten av januar 2013 til om lag 40 kroner ved slutten av samme måned i 2018. Aksjekursen var imidlertid 54 kroner i midten av oktober 2017. Forandringen i

aksjekursen fra toppnivået i oktober 2017 til slutten av januar 2018 tilsvarer en reduksjon på ca. 26 % (Oslo Børs, 2018f). Dagens markedsverdi gjør Lerøy til det tredje mest verdifulle oppdrettsselskapet på Oslo Børs, kun slått av Marine Harvest og SalMar (Oslo Børs, 2018a).



Figur 2-11: Aksjeutvikling for Lerøy i perioden januar 2013-januar 2018 (Oslo Børs, 2018f).

2.6.4 Økonomisk utvikling og finansielle nøkkeltall

Lerøys finansielle utvikling for perioden 2012-2017 er vist i tabell 2-6. Selskapet har hatt en positiv utvikling med stigende driftsinntekter i samtlige år, men 2016 og 2017 skiller seg ut som spesielt lønnsomme år. Mens det operasjonelle driftsresultatet var historisk høyt i 2017, opplevde Lerøy et høyere årsresultat i 2016, hovedsakelig på grunn av en stor oppjustering av biologiske eiendeler. Til tross for høy omsetning og høye resultater i 2016 og 2017, var kostnadsutviklingen for årene negativ, i stor grad preget av høyere førkostnader og økte kostnader forbundet med lusebekjempelse (Lerøy Seafood Group, 2018; Lerøy Seafood Group, 2017). Konsernet har iverksatt en rekke tiltak for å redusere kostnadene. Tiltakene inkluderer satsing på bruk av rensefisk, økt tilgang på større brønnbåter og mer mekanisk rensing (Lerøy Seafood Group, 2017).

Tall i 1000 NOK	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	9 097 146	10 764 714	12 579 465	13 450 725	17 269 278	18 623 515
Operasjonelt driftsresultat	444 303	1 571 994	1 671 266	1 345 746	2 843 012	3 720 675
Driftsresultat	744 832	2 390 028	1 461 262	1 568 461	4 314 030	2 000 440
Resultat før skattekostnad	674 509	2 480 376	1 433 411	1 501 110	4 445 321	2 093 467
Årsresultat	491 760	1 886 395	1 104 473	1 232 883	3 518 630	1 749 483
Operasjonell driftsmargin	4,9 %	14,6 %	13,3 %	10,0 %	16,5 %	20,0 %
Resultatmargin (før skatt)	7,4 %	23,0 %	11,4 %	11,2 %	25,7 %	11,2 %
Egenkapitalandel	51 %	54 %	54 %	55 %	54 %	56 %
Slaktevolum (tonn)	153 403	144 784	158 258	157 697	150 182	157 768
Antall ansatte	1 883	2 067	2 306	2 527	3 783	-

Tabell 2-6: Finansielle nøkkeltall for Lerøy i perioden 2012-2017 (Tall i 1000 NOK).

2.7 Hvordan skiller Lerøy seg ut fra resten av bransjen?

Oppdrettsnæringen karakteriseres av relativt få, store aktører med liten grad av differensiering. Samtlige selskaper som inngår i bransjegjennomsnittet har hatt sterk vekst de senere årene, og har en solid finansiell posisjon. Dessuten er hovedproduktet til selskapene produksjon av atlantisk laks, og majoriteten av laksen eksporteres som hel fersk fisk til Europa. Selv om oppdrettsselskapene i bransjeutvalget i utgangspunktet har klare likhetstrekk, skiller de seg fra hverandre på enkelte områder.

2.7.1 Lokalisering

Lerøys produksjon av laks og ørret er utelukkende lokalisert langs norskekysten, med unntak av produksjon på om lag 14 000 tonn i Skottland gjennom Norskott Havbruk. Dermed skiller konsernet seg i stor grad fra Marine Harvest og Grieg Seafood, som har produksjon spredt over flere land og verdensdeler. I likhet med de fleste andre selskaper i bransjen, har Lerøy både videreforedlingsfabrikker og salg- og distribusjonsheter fordelt på flere land. SalMar er det eneste selskapet i bransjeutvalget som utelukkende har både produksjon og videreforedling i Norge, og skiller seg således fra Lerøy og de øvrige selskapene i utvalget.

2.7.2 Produkt

Ettersom det sentrale produktområdet til alle oppdrettsselskapene i bransjen er atlantisk laks, skiller de seg lite fra hverandre når det gjelder produkt. Lerøy differensierer seg derimot fra andre selskaper i bransjen ved at det har større fokus på merkevarebygging. Lerøy sitt merkenavn finnes i større utstrekning på produktene som selges til sluttkunden enn hva som er tilfelle for konkurrentene.

Selv om majoriteten av produktene som Lerøy selger er atlantisk laks og ørret, har konsernet salg av hvitfisk som et av sine hovedsegmenter. I løpet av 2016 gjennomførte selskapet oppkjøpene av Havfisk og Norway Seafoods Group, to av Europas største selskaper innen fangst og foredling av hvitfisk. Gjennom Havfisk har Lerøy fått tilgang til stabile leveranser av frossen og fersk hvitfisk av høy kvalitet. Dessuten har Norway Seafoods Group gjort Lerøy til Norges største aktør, samt en betydelig global aktør, innen foredling, salg og distribusjon av hvitfisk (Lerøy Seafood Group, 2017). Hvitfiskvirksomheten tilfører Lerøy større grad av diversifisering, og gjør selskapet mindre sårbar for fremtidige svingninger i lakseprisen.

2.7.3 Marked

Et fellestrekk for oppdrettsselskapene i bransjeutvalget er at majoriteten av laksen eksporteres globalt. For samtlige selskaper er Europa det største markedet, og utgjør mellom 65-80 % av aktørenes totale driftsinntekter. I motsetning til konkurrentene, fokuserer Lerøy og NRS i mindre grad på det amerikanske markedet. Inntektene fra det amerikanske markedet utgjør henholdsvis kun 6 % og 1 % av selskapenes totale omsetning. For alle selskapene i bransjeutvalget utgjør det asiatiske markedet mellom 10 % og 20 % av aktørenes totale inntekter. Ettersom selskapene har tilstedeværelse i de samme markedene, er de eksponert for den samme markedsrisikoen. Det som derimot skiller selskapene er hvor avhengige de er av de ulike markedene.

2.7.4 Verdikjeden

Kontroll over verdikjeden gir oppdrettsselskapene fordeler i form av mer effektiv drift, lavere kostnader og økt kontroll. Marine Harvest er det eneste selskapet i næringen som kontrollerer alle ledd i verdikjeden, inkludert fôrproduksjon. De senere årene har kostnadene for fiskefôr, som står for majoriteten av oppdrettsselskapenes totale produksjonskostnader, økt markant. Produksjon av eget fiskefôr gjør at fôrkostnadene til Marine Harvest vil være lavere sammenlignet med de andre selskapene i bransjen. Foruten egen produksjon av fiskefôr, kontrollerer både Lerøy og SalMar hele verdikjeden. NRS og Grieg Seafood kontrollerer også de fleste ledd i verdikjeden, dog gjennom tilknyttede selskaper. Dermed skiller Lerøy seg i liten grad fra de øvrige selskapene i bransjeutvalget når det gjelder kontroll over verdikjeden.

2.7.5 Økonomisk utvikling og finansiell posisjon

Felles for oppdrettsselskapene i bransjeutvalget er at alle har hatt en jevn og stabil økning i driftsinntekter de siste seks årene. 2016 seg ut som et spesielt godt år for samtlige selskaper, med høy omsetning og gode resultater. Selskapene oppnådde i 2016 en solid inntjening til tross for forholdsvis lave slaktevolum. Selv om lakseprisene var lavere i 2017 enn i 2016, oppnådde samtlige selskaper høyere driftsinntekter i 2017 enn i det foregående året. Høye driftsinntekter i 2017 skyldtes hovedsakelig høyere slaktevolum og høye kontraktspriser. I seksårsperioden er det SalMar som skiller seg ut som det mest lønnsomme selskapet.

Selskapene i bransjen virker å være solid finansiert, der samtlige selskaper har en egenkapitalandel på mellom 43 % og 59 %. Foruten SalMar, er Lerøy det selskapet i

bransjeutvalget som har høyest egenkapitalandel. Oppdrettsselskapenes høye egenkapitalandel gir aktørene en solid buffer hvis oppdrettsbransjen skulle oppleve vanskelige tider. Høy egenkapitalandel gjør det dessuten enklere for selskapene å få tilgang til finansiering, som kan være nødvendig for å gjennomføre fremtidige investeringer og oppkjøp.

3 VERDSETTELSESTEKNIKKER

I kapittel 3 gjøres det rede for masteroppgavens teoretiske grunnlag. Innledningsvis gis det en innføring i de tre hovedteknikkene for verdsettelse: Fundamental-, komparativ- og opsjonsbasert verdivurdering. Deretter drøftes styrker og svakheter ved de ulike teknikkene. Videre gis en begrunnelse for valg av hovedteknikk for Lerøy. Kapitlet avsluttes med en presentasjon av rammeverket for den valgte verdsettelsesteknikken.

3.1 Presentasjon av verdsettelsesteknikker

Verdivurdering brukes til flere ulike formål. Kjøp og salg av virksomheter, emisjoner, fusjoner, fisjoner, utløsning av minoritetsaksjonærer og kredittvurdering er alle eksempler på forhold som gjør at det vil være behov for å sette pris på en virksomhet. Verdivurdering er ikke noen «eksakt vitenskap» der en kan regne seg frem til en «riktig verdi». Verdien vil være avhengig av flere forhold, blant annet om kjøpers eller selgers synspunkt legges til grunn, og hvorvidt det verdsettes enkeltaksjer, strategiske poster eller full overtakelse av selskapet (Dahl, Hansen, Hoff & Kinserdal, 1997, s. 3-4). Hovedformålet med å utføre en verdivurdering av et selskap er å estimere verdien av egenkapitalen til selskapet. Ved å sammenligne den estimerte verdien med selskapets markedsverdi vil det være mulig å finne ut om selskapets aksjer er over- eller underpriset. På bakgrunn av sammenligningen utarbeides en handlingsstrategi med anbefaling hvorvidt en investor bør kjøpe, selge eller beholde aksjen (Knivsflå, 2018b).

Ifølge Knivsflå (2018a) finnes det tre hovedteknikker for verdivurdering av selskaper, henholdsvis fundamental-, komparativ- og opsjonsbasert verdivurdering. Ettersom teknikkene har både fordeler og ulemper, bør de vanligvis ikke brukes som alternativer til hverandre, men heller som et supplement for å komme frem til et samlet verdiestimat. Valg av verdsettelsesteknikk avhenger av selskapets bransje, hvilken fase i livssyklusen det befinner seg i og dets utsikter til fortsatt drift eller avvikling. Hvilken metode som legges til grunn i en verdivurdering avhenger også av tilgang på informasjon, tid til disposisjon og krav til verdiestimatets pålitelighet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 33).

3.1.1 Fundamental verdivurdering

Fundamental verdivurdering er den mest grunnleggende og utbredte verdsettelsesteknikken. Teknikken baserer seg på analyse av et selskaps underliggende, fundamentale forhold

gjennom strategisk regnskapsanalyse og utarbeidelse av fremtidsregnskap og fremtidskrav. Fundamental verdivurdering tar utgangspunkt i tilgjengelig offentlig informasjon, hovedsakelig et selskaps kvartals- og årsrapporter. Basert på offentlig informasjon utføres en strategisk regnskapsanalyse, som inkluderer både en kvalitativ strategisk analyse i tillegg til en kvantitativ og detaljert regnskapsanalyse (Knivsflå, 2018a). Videre gir den strategiske regnskapsanalysen grunnlag for utarbeidelse av fremtidsregnskap og -krav, som igjen danner grunnlaget for hvilke kontantstrømmer et selskap kan forventes å generere i fremtiden. Det fundamentale verdiestimatet blir avslutningsvis kalkulert ved å diskontere kontantstrømmene tilbake til dagens verdi basert på avkastningskrav (Kaldestad & Møller, 2016, s. 29).

Damodaran (2012, s. 11) påpeker at det er avgjørende å forstå fundamental verdivurderingsteknikk for å være i stand til å gjennomføre en komparativ og opsjonsbasert verdivurdering. Dahl et al. (1997, s. 37) argumenterer imidlertid at det vil være vanskelig å budsjettere kontantstrømmene ved fundamental verdivurdering helt korrekt, og at det vil være en tidkrevende prosess. I tillegg er nødvendig data ofte ikke tilgjengelig, særlig om fremtidig salg, noe som vil gjøre de budsjetterte kontantstrømmene enda mer utfordrende å beregne. Følgelig vil verdiestimatet kunne bli unøyaktig. Ettersom det alltid vil være stor usikkerhet forbundet med et endelig verdiestimat, bør rimelighetsbetraktninger være en del av verdivurderingen. Usikkerheten tilsier at det kan være hensiktsmessig å gjennomføre sensitivitetsanalyser, der endring av parametre som driftsmarginer, vekstforutsetninger og avkastningskrav bør være obligatorisk.

Det finnes to metoder for fundamental verdivurdering av et selskap, henholdsvis egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden (Damodaran, 2012, s. 12). Metodene er ulike i praksis, men vil gi det samme verdiestimatet dersom de baserer seg på like antagelser. Like antagelser innebærer at alle avkastningskrav beregnes ved hjelp av virkelige verdivekter, og ikke til budsjetterte vekter. Dersom metodene ikke gir det samme verdiestimatet, skyldes feilen sannsynligvis at diskonteringsfaktoren ikke benyttes konsistent på kontantstrømmen (Damodaran, 2012, s. 14).

Egenkapitalmetoden

Ved bruk av egenkapitalmetoden kalkuleres verdien av egenkapitalen direkte ved å neddiskontere kontantstrømmen til egenkapitalen med et egenkapitalkrav (Damodaran, 2012, s. 13). Videre kan egenkapitalmetoden deles inn i fire forskjellige modeller: Utbytte-, fri

kontantstrøm-, superprofitt- og superprofittvekstmodellen. Samtlige fire modeller har ulike fremgangsmåter, men vil ved konsistent bruk gi samme verdiestimat. Modellene vil også gi likt verdiestimat dersom egenkapitalkravet er basert på budsjetterte vekter (Knivsflå, 2018b).

Selskapskapitalmetoden

Ved bruk av selskapskapitalmetoden, også kalt total kapitalmetoden, kalkuleres verdien av egenkapitalen indirekte ved først å beregne selskapets verdi, også kjent som «Enterprise Value (EV)», og deretter trekke fra verdien av selskapets gjeld. Verdien av selskapet kan finnes ved å benytte tre mål, henholdsvis total kapital, sysselsatt kapital og netto driftskapital. Imidlertid blir total kapital ansett som et «gammeldags» mål, ettersom målet i liten grad gjør forskjell på finansielle og driftsrelaterte poster. Følgelig vil det videre i utredningen utelukkende fokuseres på sysselsatt kapital og netto driftskapital. Selskapskapitalmetoden kan deles i tre ulike modeller: Fri kontantstrøm-, superprofitt- og superprofittvekstmodellen. Modellene vil gi samme verdiestimat ved korrekt bruk. Årsaken til at utbyttmodellen ikke kan anvendes ved bruk av selskapskapitalmetoden er at modellen baserer seg på kontantstrømmer som direkte er knyttet til egenkapitalen (Knivsflå, 2018c).

3.1.2 Komparativ verdivurdering

Komparativ verdivurdering, også kalt relativ verdivurdering, er en verdsettelsesteknikk som estimerer verdien basert på hva lignende selskaper eller eiendeler omsettes for i markedet. For å benytte teknikken må det samles inn priser for sammenlignbare selskaper og eiendeler. I tillegg er det nødvendig å justere for forskjeller mellom virksomhetene eller eiendelene som verdivurderes. Komparativ verdivurdering anses som en enkel og lite ressurskrevende verdsettelsesteknikk, og benyttes derfor ofte i praksis. Hovedutfordringen med komparativ verdivurdering er imidlertid at det i mange tilfeller vil være problematisk og tidkrevende å finne sammenlignbare selskaper. I praksis er det vanlig med grove sammenligninger, og det er således ikke opplagt at selskapene kan prises på samme multipler (Kaldestad & Møller, 2016, s. 30-31). I henhold til Knivsflå (2018a) kan den komparative verdsettelsesteknikken deles inn i to modeller, henholdsvis multiplikatormodellen og substansverdimodellen. I det påfølgende vil de to modellene presenteres. En mer utfyllende drøftelse av modellene finner sted i kapittel 12.

Multiplikatormodellen

I multiplikatormodellen vil egen- eller selskapskapitalen til et selskap sammenlignes relativt med egen- eller selskapskapitalverdiene til tilsvarende selskaper i samme bransje (Knivsflå, 2018d). Ifølge Penman (2007, s. 76) er en multiplikator forholdet mellom et selskaps markedsverdi og et bestemt nøkkeltall i selskapets finansregnskap. Multiplene som er mest brukt i praksis er Pris/Fortjeneste (P/E), Pris/Bok (P/B) og Pris/Salg (P/S). Dessuten er EV/salg, EV/EBIT og EV/EBITDA mye benyttet i praksis. Fordelene med multiplikatormodellen er at den er enkel og lite tidkrevende, ettersom det ikke stilles krav til utarbeiding av omfattende prognoser. Av den grunn er multiplikatormodellen mye anvendt i praksis. Modellen har imidlertid en rekke ulemper, blant annet at egenkapitalverdien kan påvirkes i en bestemt retning ved å utelate selskaper eller multipler. I tillegg har modellen blitt kritisert for å ha et kortsiktig fokus. Modellen er også kritisert for at det i realiteten vil være utfordrende å finne sammenlignbare selskaper. Dersom selskapene ikke er tilstrekkelig sammenlignbare, vil det enkelt kunne oppstå feil i verdiestimatet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 221, 226-228).

I henhold til Knivsflå (2018d) er det normalt å skille mellom to metoder av multiplikatormodellen, henholdsvis egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. I egenkapitalmetoden beregnes verdien av egenkapitalen direkte, mens i selskapskapitalmetoden vil egenkapitalen beregnes indirekte.

Substansverdimodellen

Substansverdimodellen tar utgangspunkt i verdien av et selskaps eiendeler og hva de kan omsettes for i markedet. Deretter blir gjeld og latent skatt trukket fra for å finne substansverdien av egenkapitalen. Modellen fokuserer på den selvstendige verdien av et selskaps eiendeler, og tar dermed ikke hensyn til prosessene og selve aktiviteten i virksomheten. Til tross for at modellen er ansett for å være enkel, forutsetter den at det finnes et aktivt marked for selskapets eiendeler, eller at det på en enkel måte kan innhentes en takstverdi (Kaldestad & Møller, 2016, s. 31). Substansverdimodellen er egnet når eiendeler har klare sammenlignbare verdier eller når verdien av immaterielle eiendeler er lav. Dessuten er modellen egnet dersom det er knyttet usikkerhet til hvorvidt et selskap skal fortsette eller avvikle driften (Knivsflå, 2018d). I tilfeller der selskaper har store immaterielle eiendeler, som er normalt hos vanlige driftsselskaper, der store deler av verdien ligger i de ansattes

kompetanse, arbeidsrutiner og opparbeidede relasjoner med kunder og leverandører, egner imidlertid modellen seg dårlig. Det vil i slike tilfeller være stor sannsynlighet for at verdien undervurderes (Kaldestad & Møller, 2016, s. 31).

3.1.3 Opsjonsbasert verdivurdering

Opsjonsbasert verdivurdering blir som regel ikke brukt alene som verdsettelsesteknikk, men vil i mange tilfeller benyttes som et supplement til fundamental eller komparativ verdsettelse (Knivsflå, 2018e). I henhold til Damodaran (2012, s. 87) er en *opsjon* en rett, men ikke en plikt, til å kjøpe eller selge et underliggende aktivum innen eller på et fremtidig tidspunkt til en avtalt pris. En tradisjonell fundamentalanalyse vil ifølge Kaldestad og Møller (2016, s. 32) i enkelte tilfeller undervurdere verdien. Undervurderingen skyldes at verdien av å besitte opsjonsrettigheten til å gjøre bestemte typer tiltak ignoreres. Fleksibiliteten gir selskapet verdi i form av fremtidige strategiske valgmuligheter, eksempelvis muligheten til å utsette et prosjekt, muligheten til å utvide et prosjekt eller muligheten til relativt raskt å kunne være i stand til å skrinlegge et prosjekt. Ved opsjonsbasert verdivurdering er verdien av et selskap dermed nåverdien av fremtidige kontantstrømmer i et statisk scenario pluss verdien av fleksibiliteten.

Opsjonsbasert verdivurdering vil ikke være egnet å benytte for selskaper som opererer i bransjer som er stabile og modne. Teknikken vil derimot være egnet for selskaper i bransjer som er preget av patenter og rettigheter, og dersom det eksisterer landområder som kan utvikles. Den opsjonsbaserte verdsettelsesteknikken har sin styrke i at den tar hensyn til undervurderingen som kan oppstå ved bruk av fundamental verdivurdering, men den har også sine ulemper. Verdiestimatet avhenger av kvaliteten på forutsetningene som legges til grunn. I tillegg er flere av variablene utfordrende å estimere i praksis. Spesielt vanskelig vil det være å estimere verdien av de underliggende eiendelene, verdien av utøvelseskurs, volatiliteten til ulike råvarepriser og levetiden på opsjonen. Usikkerhetsintervallet er derfor betydelig (Kaldestad & Møller, 2016, s. 263-265).

3.2 Valg av verdivurderingsteknikk

I henhold til Knivsflå (2018a) vil valg av verdsettelsesteknikk i stor grad avhenge av hvilken bransje selskapet opererer i, hvilken fase i livssyklusen det befinner seg i og dets utsikter til fortsatt drift. Kaldestad og Møller (2016, s. 33) påpeker også at tilgang på informasjon, tid til

disposisjon og krav til pålitelighet vil være kritiske faktorer for hvilken metode som bør legges til grunn i en verdivurdering. Verdsettelsesteknikkene har både styrker og svakheter. Dessuten er teknikkene ikke gjensidig utelukkende, og derfor vil det være hensiktsmessig å bruke flere teknikker når det utføres en verdivurdering av et selskap.

Uavhengig valg av komparativ eller opsjonsbasert verdsettelsesteknikk, er det fundamental verdivurdering som danner grunnlaget for de to teknikkene. For å være i stand til å utføre en komparativ verdivurdering korrekt, er det essensielt å ha innsikt i de diskonterte kontantstrømmene fra den fundamentale verdsettelsesteknikken (Damodaran, 2012, s. 11). Den fundamentale teknikken legges også til grunn for opsjonsbasert verdivurdering, og utgjør den statiske delen, altså verdien av et selskap før eventuell fleksibilitet tillegges (Knivsflå, 2018e). Momentene tilsier at det vil være essensielt å inkludere en fundamental verdsettelse i enhver verdivurdering.

For å benytte fundamental verdivurdering er det nødvendig å ha tilgang på regnskapsinformasjon. Etersom Lerøy og de andre selskapene i bransjeutvalget er notert på Oslo Børs, finnes det tilgang på detaljerte kvartals- og årsrapporter med historisk regnskapsinformasjon. Videre rapporterer samtlige selskaper i henhold til den internasjonale regnskapsstandarden, IFRS. Momentene taler for å benytte fundamental verdivurdering som hovedteknikk. Tilgangen på regnskapsinformasjon for selskapene i oppdrettsbransjen vil dessuten gjøre det enkelt å sammenligne selskapene, og indikerer at komparativ verdivurdering kan være en aktuell teknikk å benytte.

Videre er det lite som tyder på at Lerøy står i fare for å måtte avvikle driften i tiden som kommer: Selskapet har en solid finansiell posisjon med høy egenkapitalandel, omsetning og gode resultater. Når det gjelder tid til rådighet og krav til pålitelighet, i form av hvor omfattende og detaljert analysen og følgelig verdiestimatet skal være, virker det også naturlig å benytte fundamental verdivurdering som verdsettelsesteknikk.

Livssyklusstadiet til et selskap og en bransje vil påvirke valget av hvilken verdivurderingsteknikk som egner seg best. Ifølge Knivsflå (2018a) vil fundamental verdivurdering egne seg godt for selskaper som befinner seg i en moden fase i livssyklusen. For modne selskaper er tilgangen på regnskapsinformasjon ofte mer omfattende, i tillegg til at det eksisterer mange sammenlignbare selskaper. At det finnes mange sammenlignbare

selskaper innebærer også at den komparative verdsettelsesteknikken egner seg for selskaper som befinner seg i en moden fase i livssyklusen.

Det faktum at det eksisterer regnskapsinformasjon for Lerøy for flere år tilbake i tid, indikerer at selskapet befinner seg enten i en høy eller moden vekstfase. At Lerøy befinner seg i en høy eller moden vekstfase bekreftes ved å studere selskapets inntekter og resultater for perioden 2012 til 2017, som vist i tabell 2-6. Lerøy har hatt en relativt stabil vekst i seksårsperioden, selv om nøkkeltallene for 2016 og 2017 har vært betydelig bedre enn i de foregående årene. Dagens konsesjonssystem innebærer at det vil være vanskelig for Lerøy å øke egen produksjon uten å måtte kjøpe opp andre selskaper. I tillegg har Lerøy over lang tid drevet med oppdrettsvirksomhet, hvilket antyder at selskapet befinner seg i en moden vekstfase. At det imidlertid eksisterer vekstmuligheter i form av oppkjøp, utvikling av eksisterende produkter samt etablering av nye markeder og produkter, trekker i retning av at Lerøy fortsatt befinner seg i en høy vekstfase. I lys av ovennevnte momenter er det samlet sett rimelig å anta at selskapet befinner seg et sted mellom høy og moden vekstfase, men dog noe nærmere en moden fase.

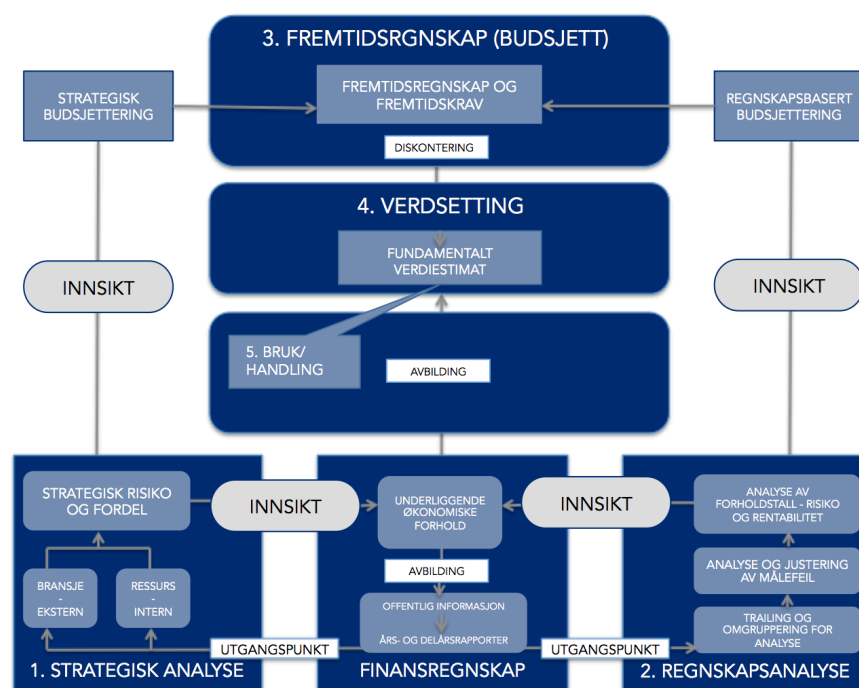
En vurdering av oppdrettsbransjen vil videre være av betydning for å finne ut hvilken verdsettelsesteknikk som er mest hensiktsmessig å benytte. Den norske oppdrettsnæringen har gjennom mange år utviklet seg fra å være en bransje bestående av mange små aktører, til å bli en bransje preget av relativt få, store selskaper. Det begrensede antallet tilgjengelige konsesjoner medfører at konkurransen i bransjen er skjerpet. De senere årene har oppdrettsbransjen i stadig større grad fokusert på produktutvikling, innovasjon, økt bearbeidingsgrad samt ekspansjon til nye og lønnsomme markeder. Ettersom næringen de foregående årene har opplevd problemer med blant annet fiskesykdom og rømming, har selskapene investert betydelige summer i forskning og utvikling for å bekjempe biologiske og miljømessige utfordringer. Parallelt er det også investert i immateriell kapital, deriblant i de ansattes kompetanse. Konsesjoner, goodwill samt investeringer i forskning og utvikling vil være vanskelig å verdivurdere. Dermed vil ikke substansverdimodellen innenfor komparativ verdivurdering være hensiktsmessig å benytte som verdivurderingsmetode. Forhold ved oppdrettsbransjen og dens historikk tilsier at oppdrettsbransjen er i en moden fase i livssyklusen, og således vil fundamental verdivurderingsteknikk være å foretrekke. Siden oppdrettsnæringen består av flere selskaper som driver virksomhet innen samme forretningsområde, kan imidlertid også komparativ verdivurdering egne seg som

verdsettelsesteknikk. Opsjonsbasert verdivurdering vil derimot ikke være et godt alternativ siden oppdrettsbransjen er stabil, og verdien av den ekstra fleksibiliteten er således begrenset.

Fundamental verdsettelsesteknikk er lagt til grunn som hovedmetode for verdivurdering, ettersom teknikken er ansett for å gi det mest pålitelige verdiestimatet. Valget bekreftes av forhold både ved Lerøy og bransjen. God tid til disposisjon for utførelse av oppgaven vektlegges også, og tilsier at fundamental verdivurdering vil være den foretrukne verdsettelsesteknikken i utredningen. I tillegg til fundamental verdivurdering, vil en komparativ verdivurdering bli gjennomført for å tilføre mer robusthet til verdiestimatet på Lerøys egenkapitalverdi.

3.3 Rammeverk for fundamental verdivurdering

Formålet med utredningen er å utføre en fundamental verdivurdering med utgangspunkt i rammeverket som presenteres i faget *BUS440-Regnskapsanalyse og verdivurdering* av Kjell Henry Knivsflå. En forutsetning for benyttelse av rammeverket er offentlig tilgjengelig informasjon, primært kvartals- og årsrapporter. Informasjonen brukes til å få innsikt i underliggende økonomiske forhold vedrørende et selskap og bransjen selskapet opererer i. Figur 3-1 viser de fem ulike stegene i rammeverket for fundamental verdivurdering, henholdsvis strategisk analyse, regnskapsanalyse, fremtidsregnskap, verdsettelse og handlingsstrategi.



Figur 3-1: Rammeverk for fundamental verdsettelse (Knivsflå, 2018a).

Steg 1: Strategisk analyse

Det første steget i rammeverket er strategisk analyse, og omfatter en kvalitativ analyse av de underliggende økonomiske forholdene ved et selskap (Knivsflå, 2018a). Strategianalysen gir bedre kjennskap til selskapet og bransjen, og er nyttig når det utarbeides fremtidsregnskap for selskapet. Basert på offentlig selskaps- og bransjeinformasjon, vil både interne og eksterne forhold bli analysert. Hensikten med eksternanalysen er å forstå lønnsomhetspotensialet til bransjen som helhet, og hvorvidt bransjen totalt sett klarer å generere superprofitt over tid, det vil si avkastning på investeringer som er høyere enn avkastningskravet. Hensikten med internanalysen er derimot å forstå selskapets lønnsomhetspotensial relativt til bransjen (Kaldestad & Møller, 2016, s. 47-48).

Steg 2: Regnskapsanalyse

Steg to i rammeverket er regnskapsanalyse, som er en kvantitativ analyse av et selskaps underliggende økonomiske forhold. Basert på kvartals- og årsrapporter, vil selskapets regnskapstall omgrupperes for å bli egnet til bruk i en investororientert analyse. Deretter vil tallene bli justert for eventuelle målefeil for å gi bedre prediksjonsverdi og måling av underliggende lønnsomhet. På bakgrunn av de omgrupperte og justerte regnskapstallene, vil en analyse av risiko og rentabilitet gjennomføres. I risikoanalysen vil både kortsiktig og langsiktig risiko bli analysert, og resultatene fra analysene vil kulminere i en syntetisk rating. Rentabilitetsanalysen bidrar på sin side til å tallfeste størrelsen på selskapets historiske strategiske fordel, og vil videre bli dekomponert i en drifts- og finansieringsfordel (Knivsflå, 2018a).

Steg 3: Fremtidsregnskap

Fremtidsregnskap og fremtidskrav utarbeides ved hjelp av innsikt fra den strategiske regnskapsanalysen i steg 1 og 2. Fremtidsregnskapet utarbeides ved prognostisering og fremskrivning av den økonomiske utviklingen i et selskap til et tidspunkt der selskapet befinner seg i en stabil tilstand med konstant vekst. Fremtidsregnskapet danner grunnlag for utarbeidelse av tilhørende fremtidige avkastningskrav, kalt fremtidskrav. Basert på både fremtidsregnskapet og -kravene, kan et selskaps strategiske fordel bli fremskrevet (Knivsflå, 2018a).

Steg 4: Verdsetting

Basert på fremtidsregnskap og fremtidskrav utarbeidet i steg 3, utføres selve verdivurderingen av selskapet ved hjelp av fundamental verdsettelsesteknikk. Verdien av egenkapitalen estimeres både gjennom bruk av egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Metodene vil gi det samme verdiestimatet ved konsistent bruk. Estimatet beregnes ved å benytte den neddiskonterte kontantstrømmen for fremtidsregnskapet og deretter legge til horisontverdien. Videre foretas det en justering av konkurrisiko. Etersom verdiestimatet er sensitivt overfor endringer i viktige budsjett- og verdidrivere, blir det i tillegg foretatt en gjennomgripende analyse av usikkerhet. For å gjøre verdiestimatet mer robust og troverdig, utføres en komparativ verdivurdering av selskapet (Knivsflå, 2018a).

Steg 5: Handlingsstrategi

Siste steg i rammeverket innebærer at det endelige verdiestimatet sammenlignes med selskapets børskurs på det gitte verdsettelsestidspunktet. Sammenligningen vil indikere hvorvidt markedsverdien av aksjene til selskapet er over- eller underpriset. Basert på prisingen utarbeides en handlingsstrategi med anbefaling om kjøp, salg eller hold av aksjen (Knivsflå, 2018a).

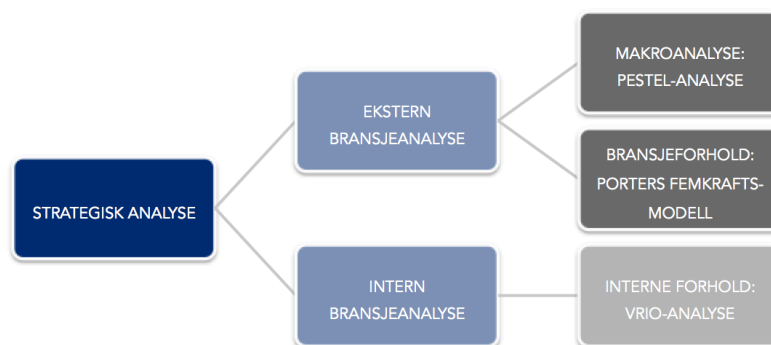
4 STRATEGISK ANALYSE

I kapittel 4 utføres en strategisk kvalitativ analyse av underliggende økonomiske forhold i oppdrettsbransjen og selskapet Lerøy. Analysen har til hensikt å gi verdifull innsikt i bransjen og i Lerøys strategiske posisjon. Den strategiske analysen baserer seg på offentlig tilgjengelig informasjon. Formålet med en strategisk analyse er å vurdere hvorvidt en bransje har en rentabilitet større enn avkastningskravet, såkalt bransjefordel, og hvorvidt et selskap har en rentabilitet større enn bransjen, såkalt selskapsfordel. Analysen gir også innsikt i hvorvidt de potensielle strategiske fordelene betraktes å være kort- eller langvarige (Knivsflå, 2018a).

En kvalitativ strategisk analyse gir innsikt i kvaliteten på den kvantitative regnskapsanalysen (Knivsflå, 2018f). Analysen er i tillegg relevant for utarbeidelse av fremtidsregnskapet. Den strategiske analysen deles inn i to hoveddeler: Den første delen består av en ekstern bransjeorientert analyse, mens den andre delen består av en intern ressursorientert analyse. Avslutningsvis blir de viktigste funnene i den strategiske analysen oppsummert.

4.1 Rammeverk for strategisk analyse

I henhold til Roos, von Krogh, Roos og Boldt-Christmas (2014, s. 70) er strategisk analyse definert som «en kontinuerlig prosess som skal gi bedrifter et grunnlag for bedre å kunne forholde seg til aktuelle strategiske utfordringer, og hele tiden forsøke å være i balanse med omgivelsene». Rammeverket for den strategiske analysen består av en ekstern bransjeorientert analyse og en intern ressursorientert analyse. Den bransjeorienterte analysen dekomponeres videre i en analyse av makroforhold og en analyse av bransjeforhold (Knivsflå, 2018f). I makroanalysen anvendes PESTEL-rammeverket, mens Michael Porters femkraftsmodell benyttes i bransjeanalysen. I den interne ressursorienterte analysen vil VRIO-rammeverket anvendes. Figur 4-1 illustrerer rammeverket for den strategiske analysen.



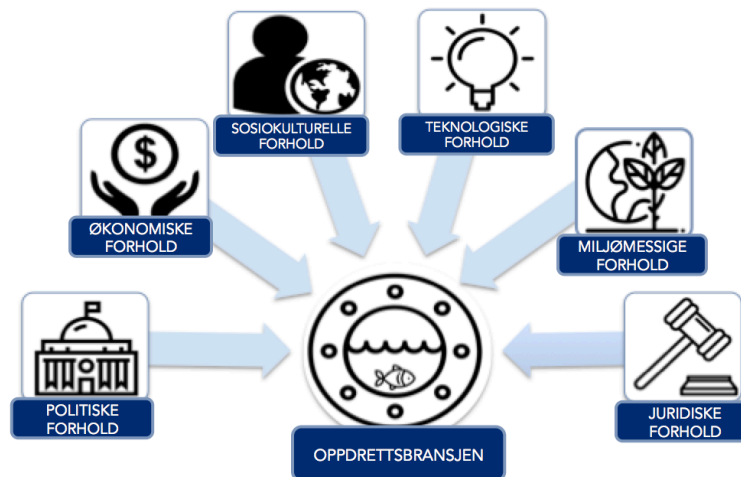
Figur 4-1: Rammeverk for strategisk analyse (Knivsflå, 2018f).

4.2 Ekstern bransjeorientert analyse

Selv om det er utviklet flere teknikker og modeller som kan benyttes i en ekstern analyse, vil kun PESTEL-rammeverket og Porters femkraftsmodell bli anvendt i utredningen. PESTEL-analysen identifiserer ytre faktorer som påvirker oppdrettsbransjen. Porters femkraftsmodell brukes for å kartlegge hvilke faktorer som har størst innvirkning på konkurransesituasjonen i bransjen (Roos et al., 2014, s. 86). De eksterne faktorene er felles for samtlige selskaper i bransjen. Den eksterne analysen gir en indikasjon på hvilke muligheter og trusler som eksisterer i oppdrettsbransjen, samt hvorvidt det eksisterer en strategisk bransjefordel.

4.2.1 PESTEL-analyse

PESTEL-analysen er en utvikling av det som opprinnelig heter PEST-analysen, hvor PEST står for *Political, Economical, Social og Technological*. Den andre E-en i PESTEL-analysen kommer fra *Environmental*, mens L-en kommer fra *Legal*. Den oppdaterte versjonen av rammeverket omhandler dermed politiske (P), økonomiske (E), sosiokulturelle (S), teknologiske (T), miljømessige (E) og juridiske (L) faktorer som virker inn på et selskaps virksomhet. Formålet med en PESTEL-analyse er å identifisere eksterne faktorer som kan påvirke strategien til aktører i en bransje (Roos et al., 2014, s. 84-85). PESTEL-rammeverket er illustrert i figur 4-2.



Figur 4-2: PESTEL-rammeverket (Roos et al., 2014, s. 84).

4.2.1.1 Politiske forhold

Politiske forhold i oppdrettsbransjen er politiske beslutninger som har betydelig påvirkning på aktørene i næringen. I det påfølgende vil betydningen av offentlige reguleringer og handelspolitiske konflikter drøftes.

Offentlige reguleringer

Konsesjonssystemet i Norge gjør det vanskelig for selskapene i oppdrettsbransjen å vokse organisk, ettersom det sjeldent blir utdelt nye konsesjoner. Derfor er oppkjøp av konkurrenter den vanligste måten for selskapene å øke antall konsesjoner på. Selv om de største aktørene i oppdrettsbransjen har mulighet til å øke egen produksjon gjennom oppkjøp eller kjøp av andres konsesjoner, vil konsesjonssystemet begrense veksten i produksjonsvolumet for bransjen som helhet.

Til tross for at myndighetenes krav om eierskapsspredning ved konsesjoner er blitt mindre strenge de senere årene (Marine Harvest, 2017b, s. 71), er det innført nye og skjerpende krav til bærekraftig utvikling, noe som har gjort det vanskeligere å få tak i nye konsesjoner. I tillegg til de nye kravene til eierskapsspredning, har konsesjonssystemet vært gjennom andre endringer de senere årene. Endringene har hovedsakelig vært knyttet til utvikling av innovative og bærekraftige løsninger for å oppnå fremtidig vekst gjennom mer miljøvennlige produksjonsprosesser.

Myndighetenes fokus på bærekraftig utvikling illustreres ved tildelingen av 45 grønne konsesjoner i 2013, der hovedkriteriene for tildelingen var å etablere en produksjon som reduserer omfanget av lakselus, samt å redusere risikoen for påvirkning av vill laksefisk som følge av rømming (Norway Royal Salmon, 2017). Myndighetene tildeler også såkalte utviklingskonsesjoner, som gir særtillatelse til prosjekter som omfatter store investeringer og betydelig innovasjon. Formålet med utviklingskonsesjonene er å tilrettelegge for utvikling av teknologi som kan bidra til å løse en eller flere av de miljø- og arealutfordringene som næringen står overfor (Fiskeridirektoratet, 2017f). Gjennom tildeling av utviklingstillatelse kan oppdrettsselskapene øke sitt produksjonsvolum uten å gå gjennom nye konsesjonsrunder.

En annen mulighet for å oppnå vekst uten ordinære konsesjonstildelinger er oppdrett gjennom landbaserte anlegg. Landbaserte anlegg krever imidlertid betydelige investeringer fra oppdretternes side, og det eksisterer dessuten usikkerhet knyttet til lønnsomhetspotensialet til anleggene. I tillegg er det biologisk og teknologisk risiko ved å drive på land. Landbasert oppdrett krever også et betydelig arealbehov (Christensen, 2017). Det stilles stadig strengere krav til anlegg på land. Nylig ble det innført forskrift om krav til teknisk standard for landbaserte akvakulturanlegg, som går ut på at anleggene må tilfredsstille tekniske standarder for å forebygge og hindre at fisken kan rømme (Fiskeridirektoratet, 2017g). Fordelen med

landbaserte anlegg er derimot at de ikke vil oppleve de samme utfordringene knyttet til lakselus og rømming som ved sjøbaserte anlegg. Videre gir landbaserte anlegg oppdretterne mulighet til å produsere nærmere markedet, slik at transportkostnadene vil være vesentlig lavere enn ved tradisjonell oppdrett (Christensen, 2017). Dessuten er konsesjonene gratis, for å kompensere for utgiftene forbundet med å kjøpe eiendom eller leie areal for oppdrettsanlegg (Aarre, 2016).

Det at oppdrettsbransjen de senere årene har opplevd økt lønnsomhet, har bidratt til at det er blitt mer attraktivt for nye aktører å entre næringen. Ettersom selskaper må være i besittelse av konsesjoner for å drive med oppdrett, fungerer konsesjonssystemet som en etableringsbarriere for nye selskaper. En mulig konsekvens av etableringsbarrierene er at flere selskaper velger å etablere seg i utlandet. Således kan den norske oppdrettsnæringen oppleve sterkere konkurranse fra utenlandske aktører i tiden fremover. Siden de etablerte norske oppdrettsselskapene vil ha utfordringer med å utvide egen produksjon som følge av restriktiv konsesjonspolitik, er det rimelig å anta at også flere av de norske selskapene i økende grad vil etablere oppdrettsanlegg i utlandet. Fordelen med produksjon i utlandet er at produksjonskostnadene er vesentlig lavere enn i Norge. Ulempen er imidlertid at det vil være utfordrende å forholde seg til andre systemer, regelverk og reguleringer enn de som gjelder i Norge.

Handelspolitiske konflikter

Ettersom den norske oppdrettsbransjen er eksportrettet, er gode handelsavtaler essensielt for å opprettholde et høyt produksjonsvolum og sikre en god inntjening. At oppdrettsnæringen er avhengig av å selge laks til utlandet, innebærer at næringen vil være sårbar for handelspolitiske konflikter og eventuelle restriksjoner fra andre land som importerer laks fra Norge.

Handelspolitiske rammevilkår kan i mange tilfeller oppstå uten forvarsel, og skyldes som regel forhold utenfor selskapenes kontroll. Oppdrettsselskapene kan likevel redusere risikoen med handelskonflikter ved å eksportere laks til kunder i forskjellige markeder, og dermed bygge opp en diversifisert markedsportefølje. Et selskap som har tilgang på flere strategisk viktige markeder kan følgelig opparbeide seg et potensielt konkurransefortrinn i forhold til de andre aktørene i bransjen.

Markedet for laks globalt er volatilt og dynamisk, og det vil derfor alltid være en potensiell fare for at handelspolitiske konflikter kan ramme oppdrettsbransjen. Nylige politiske hendelser som Donald Trumps inntreden som ny president i USA eller Brexit-avtalen i Storbritannia synes ikke å ha hatt noen nevneverdig innvirkning på norsk oppdrettsnæring. Ifølge Strand (2017) prøver imidlertid britene å overta norske kvoter for å ta igjen noe av det de mistet da de gikk inn i EU i 1973. Norge har på sin side ingen planer om å gi etter for britenes krav. Samtidig vil det være viktig for den norske oppdrettsnæringen å forsøke å opprettholde et godt politisk forhold til Storbritannia, ettersom britene bidrar til store eksportinntekter. Selv om det russiske markedet fortsatt er stengt for norsk laks, er det ifølge Berglihn og Bjerknes (2018) ikke usannsynlig at en åpning av det russiske markedet vil skje i løpet av høsten 2018. Russland har stor betydning for norske laksepriser, og en åpning av det russiske markedet vil trolig føre til en økning i den gjennomsnittlige lakseprisen for 2018 på mer enn tre kroner per kilo. I tillegg til Russlands handelsboikott, har Kina, som potensielt kunne vært et betydelig marked for norsk laks, de siste årene nektet import av fersk fisk fra Norge. I løpet av 2017 har det imidlertid gått mot en normalisering av det diplomatiske forholdet mellom Norge og Kina, men det finnes i praksis fortsatt noen handelsrestriksjoner som medfører at handel med fersk fisk er vanskelig. Til tross for at både det russiske og kinesiske markedet trolig vil være åpent i løpet av relativt kort tid, vil det fortsatt være viktig for norske myndigheter å arbeide kontinuerlig for at norske oppdrettsselskaper får adgang til flest mulig markeder.

4.2.1.2 Økonomiske forhold

Det er flere økonomiske forhold som påvirker oppdrettsbransjen. I det påfølgende vil betydningen av laksepriser, rentenivå og valutarisiko drøftes.

Laksepris

Prisen på laks er avgjørende for lønnsomheten til oppdrettsselskapene, og påvirkes av tilbud og etterspørsel i markedet. Ettersom myndighetene kontrollerer produksjonsmengden av laks gjennom tildelte konsesjoner, anses tilbudet som gitt. Dermed vil de norske oppdrettsselskapene ha liten fleksibilitet når det gjelder å øke produksjonen, spesielt på kort og mellomlang sikt. Mens tilgang på konsesjoner er avgjørende for at selskapene skal opprettholde eller øke tilbudet, vil redusert tilbud på den andre siden være et resultat av biologiske og miljømessige utfordringer. Selv om næringen har opplevd biologiske og

miljømessige utfordringer de senere årene, har likevel det globale tilbudet av oppdrettslaks i gjennomsnitt økt med en årlig vekstrate på om lag 6 % siden 2010 (Marine Harvest, 2017b, s. 24). Det er imidlertid ikke bare tilbudet som har økt de siste årene: Ifølge Marine Harvest (2017b, s. 29) har også den globale etterspørselen etter oppdrettslaks i gjennomsnitt økt med 5,7 % de siste ti årene. Årsakene til den økte etterspørselen skyldes i stor grad befolkningsvekst samt et økende fokus på å spise mer sunn og næringsrik mat. I tillegg har middelklassen i vekstmarkeder, hovedsakelig i Asia, økt betydelig. Økningen har bidratt til stigende etterspørsel etter høykvalitetsproteiner generelt og lakseprodukter spesielt. Det forventes en ytterligere etterspørselsvekst i vekstmarkeder (Marine Harvest, 2017b, s. 18).

Ettersom tilbudssiden etter laks anses å være gitt, er det nærliggende å forvente at etterspørselen i markedet styrer lakseprisen. Således vil økt etterspørsel bidra til at prisen på laks blir høyere, mens redusert etterspørsel etter laks fører til lavere priser. Etterspørsel etter laks har innvirkning på lakseprisen, men Marine Harvest (2017b, s. 31) konkluderer med at 84 % av den totale variasjonen i lakseprisene i perioden 2000-2011 kan forklares ved endringer i globalt tilbud. Variasjoner i globalt tilbud anses fortsatt å være den viktigste faktoren for endringer i laksepriser.

Som et resultat av at prisen på laks er volatil, og kan endre seg vesentlig på kort tid grunnet endringer i tilbud og etterspørsel, velger mange oppdrettselskaper å redusere risikoen for prissvingninger gjennom å inngå kontrakter. De store norske oppdrettselskapene selger derfor en betydelig andel av laksen gjennom fastpriskontrakter. Selskapene har i tillegg muligheten til sikre seg mot prissvingninger ved å selge laks gjennom Fish Pool, som er en regulert markeds plass for handel av finansielle laksekontrakter (Fish Pool, 2014).

Rentenivå

Norges Bank fastsetter rentenivået i Norge på bakgrunn av risikobildet og fremtidsutsiktene i den norske økonomien. I perioder der veksten i økonomien er svak, setter Norges Bank ned renten for å stimulere til låneopptak i samfunnet, som videre resulterer i en økning i prisnivået. I perioder der veksten i økonomien er sterk, settes imidlertid renten opp for å dempe prisveksten, noe som resulterer i dyrere lånefinansiering.

Siden oljeprisfallet i 2014 har styringsrenten blitt gradvis redusert, og dagens styringsrente på 0,5 % er på et historisk lavt nivå (Norges Bank, 2018b). Som et resultat av at

oppdrettsnæringen er kapitalintensiv, vil aktørene i bransjen påvirkes av rentenivået. Oppdrettsselskapene vil profitere på dagens lave rentenivå ved at de kan få lavere finansieringskostnader. Til tross for at rentene for øyeblikket er lave, stiller bankene krav til selskapenes egenkapital. I låneavtalen for samtlige selskaper i bransjeutvalget er det et hovedlånevilkår, et såkalt «covenant»-krav, som plikter selskapene til å ha en egenkapitalandel over et gitt nivå til enhver tid. For selskapene i bransjen varierer «covenant»-kravet mellom 30 % og 40 %. Selv om dagens rentenivå er historisk lavt, vil det fortsatt være renterisiko knyttet til selskapenes langsiktige lån. På bakgrunn av risikoen velger mange oppdrettsselskaper å sikre renten ved å inngå fastrenteavtaler. I motsetning til flytende renter, som innebærer at selskapene er påvirket av endringer i rentenivået, vil fastrenteavtaler eliminere risikoen dersom rentenivået stiger.

Det lave rentenivået har vært en av hovedårsakene til at den norske kronen har svekket seg de senere årene. Dagens svake kronekurs medfører en positiv inntektsutvikling for den norske oppdrettsnæringen ved at det vil være attraktivt for utenlandske selskaper å kjøpe forholdsvis billig norsk laks. Kronen vil imidlertid mest sannsynlig styrke seg i løpet av høsten 2018 (Hovland & Nilsen, 2017), noe som vil gjøre det relativt sett dyrere for utenlandske aktører å importere laks fra Norge. Dermed kan det tenkes at konkurranseevnen til den norske oppdrettsnæringen vil svekkes noe i tiden fremover.

Valutarisiko

Ettersom oppdrettsselskapene eksporterer majoriteten av lakseproduksjonen, og dermed får betalt i utenlandsk valuta, hovedsakelig i euro, vil inntektene til norske oppdrettsselskaper være eksponert for valutarisiko. Som et resultat av at oppdrettsselskapenes kostnader, blant annet lønn og fiskefôr, påløper i norske kroner, vil mesteparten av selskapenes kostnader være mindre eksponert for valutarisiko. Selskapene er ikke i stand til å kontrollere risikoen ved valutakurssvingninger. For å redusere risikoen velger selskapene ofte å benytte seg av ulike sikringsinstrumenter. Et sikringsinstrument er valutaderivater, hovedsakelig terminkontrakter, der valutakursen sikres frem i tid. Således vil terminkontraktene gi forutsigbarhet, i tillegg til at de gjør det enklere for aktørene å utarbeide prognoser og budsjetter. Til tross for at terminkontraktene skaper forutsigbarhet, er det ikke gitt at de vil være lønnsomme, da utfallet først er kjent etter kontraktens utløp.

4.2.1.3 *Sosiokulturelle forhold*

I oppdrettsbransjen vil det videre være sosiokulturelle forhold, herunder demografiske faktorer og sosiale trender, som påvirker etterspørselen etter laks. I de kommende avsnitt vil de nevnte forhold diskuteres nærmere.

Demografiske faktorer

Etter at verdens befolkning passerte 7 milliarder mennesker i 2011, har antall mennesker i verden økt med 600 millioner. Prognoser indikerer at det vil være 9,8 milliarder mennesker i 2050 og 11,2 milliarder i 2100 (De forente nasjoner [FN], 2017). Befolkningsveksten innebærer at behovet for mat vil øke. Dersom det antas at dagens konsumnivå holdes konstant, vil det globale proteinkonsumet øke med 35 % i 2050. Det er imidlertid anslått at den faktiske etterspørselen etter proteinrik mat vil doble seg frem mot 2050 (Marine Harvest, 2017b, s. 9).

Som et resultat av at 70 % av jorden er dekket av vann, og bare 6 % av proteinkildene for menneskelig matkonsum er produsert i havet, har oppdrettsnæringen et betydelig vekstpotensial. Samtidig er ressursene for landbasert proteinproduksjon knappe, noe som taler for at det vil være enda viktigere å utnytte proteinkildene som finnes i havet (Marine Harvest, 2017b, s. 9). Det at laksen er det husdyret med lavest fôrfaktor taler i tillegg for at oppdrettslaks vil spille en avgjørende rolle for å dekke det globale matbehovet på en bærekraftig måte i fremtiden.

Sosiale trender

Økende fokus på bedret global folkehelse innebærer at et variert og sunt kosthold vil spille en viktig rolle i årene som kommer. Laks er en kilde til viktige næringsstoffer, deriblant proteiner, vitamin A og D samt omega-3 fettsyrer. Ettersom det er forbundet flere helsemessige gevinster ved å spise fisk, vil oppdrettsnæringen bli positivt påvirket av sosiale trender som stimulerer til økt konsum av sunn mat.

4.2.1.4 *Teknologiske og miljømessige forhold*

Teknologiske og miljømessige forhold i oppdrettsnæringen er knyttet tett sammen, og vil derfor drøftes samlet. Løsningen på miljømessige utfordringer vil ofte være innovasjon og teknologiske nyvinninger. Med teknologiske forhold menes forskning og utvikling av ny

teknologi som påvirker oppdrettsbransjen. Miljømessige forhold relaterer seg til forurensning og andre forhold som påvirker miljøet.

For å møte fremtidig vekst i etterspørselen etter lakseprodukter, vil forbedring og utvikling av nye, lønnsomme produksjonsmetoder stå sentralt. Forskning på effektive metoder for å bekjempe biologiske utfordringer som lakselus, annen fiske sykdom og rømming av laksefisk, vil også være av betydning for at oppdrettsselskapene skal være i stand til å håndtere fremtidig etterspørsel.

For å bekjempe problemene med lakselus har blant annet selskapene i økende omfang de senere årene benyttet seg av rensefisk, som er naturens egen metode for fjerning av lakselus på fisken. Til tross for at det er blitt produsert et betydelig antall rensefisk, er volumet på arten relativt begrenset. På grunn av mistanke om at bruk av medikamenter i bekjempelsen av lakselus kan medføre skade på fiskearter, har de norske oppdrettsselskapene i økende grad gått over til ikke-medikamentelle behandlingsmetoder mot lakselus. Selv om de nye metodene for lakselusbekjempelse har vist oppløftende resultater så langt, er det fortsatt langt igjen før problemene med lakselus er eliminert (Lerøy Seafood Group, 2017).

Det har også vært forsket på andre metoder for å redusere lakselusproblemer. De største oppdrettsaktørene har for eksempel utviklet lukkede konsepter som har til hensikt å redusere problemene med lus samt sikre mot rømming av laksefisk. Et annet eksempel på en teknologisk nyvinning som har blitt introdusert for å redusere problemer både med lakselus og rømming er landbaserte oppdrettsanlegg. Hovedfordelene med slike anlegg er at de gir mindre belastning på miljøet ved at det er liten sannsynlighet for spredning av sykdommer. At laksen i mindre grad har mulighet til å rømme fra landbaserte anlegg enn fra tradisjonelle anlegg, eliminerer dessuten problemet med at lus spres fra oppdrettsfisk til vill laks og ørret. En av de store utfordringene med slike anlegg er imidlertid at vannet i kummene må skiftes ut, noe som har vist seg å være kostnadskrevende (Myrset, 2015).

Dersom oppdrettslaks produseres i landbaserte anlegg globalt, vil det være en potensiell fare for at det naturlige konkurransefortrinnet til den norske oppdrettsnæringen vil forsvinne. Produksjon på land kan således gi en stor kapasitetsøkning som kan redusere lakseprisene, og nye produksjonsland kan dessuten plassere seg i nærheten av store og viktige markeder. En viktig bemerkning er likevel at oppdrett i landbaserte anlegg fortsatt er i startfasen, og at det

må utvikles nye metoder å drive anleggene mer kostnadseffektivt for at de skal utgjøre en reell trussel mot sjøbasert oppdrett. Imidlertid foregår det kontinuerlig forskning på utvikling av ny og bedre teknologi. Følgelig kan det likevel tenkes at landbasert oppdrett på noe lengre sikt vil utgjøre en trussel for tradisjonell sjøbasert oppdrett.

Viktigheten av å imøtekomme biologiske utfordringer har eskalert, hvor innføring av grønne konsesjoner er et eksempel. Investeringer i teknologiske og miljømessige forhold har vært nødvendig for å komme i en posisjon der oppdrettselskapene kan oppnå et konkurransefortrinn i forhold til andre aktører i bransjen. Frykten for tap ved redusert produksjon, i tillegg til et svekket omdømme, har vært andre avgjørende faktorer for selskapenes økte satsing på forskning, utvikling og miljø.

4.2.1.5 *Juridiske forhold*

Juridiske forhold er korrelert med politiske forhold, og relaterer seg til lovmessige reguleringer som legger føringer på selskapene i oppdrettsbransjen. Konsesjonsregimet for produksjon av laks og ørret i Norge er innført av Stortinget og vedtatt i akvakulturloven. Det er Nærings- og fiskeridepartementet som tildeler tillatelse for akvakultur, mens Fiskeridirektoratet er tilsynsmyndighet (Lerøy Seafood Group, 2017).

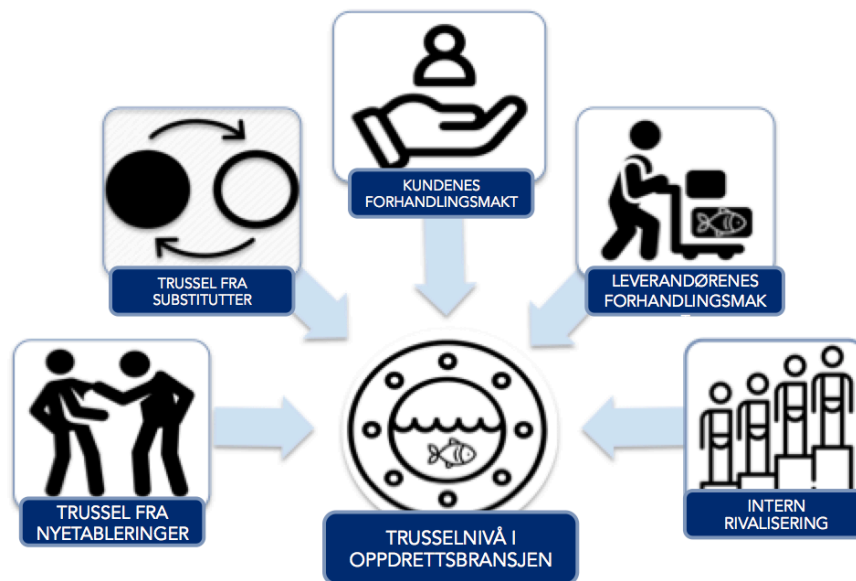
Akvakulturloven presiserer at havbruk skal etableres, drives og avvikles på en miljømessig forsvarlig måte. Loven stiller blant annet krav til tiltak for fjerning av rømte organismer, miljøovervåkning, opprydding i tilfelle avvikling samt beskyttelse av bestemte områder. I tillegg til bestemmelser i akvakulturloven, er det en rekke forskrifter i Matloven og Forurensningsloven som direkte eller indirekte angår og regulerer miljøpåvirkningen og driften av en oppdrettslokalitet (Laksefakta, 2016e). Overtredelse av akvakulturloven medfører ulike reaksjoner og sanksjoner, som blant annet omfatter overtredelsesgebyr og inndragning av konsesjoner (Nærings- og fiskeridepartementet, 2013; Lerøy Seafood Group, 2017). Dessuten kan Mattilsynet redusere tillatt biomasse ved et oppdrettsanlegg dersom konsentrasjonen av lus overskrider fastsatte grenser (Mellbye, 2015).

Ettersom oppdrettsnæringen er nødt til å forholde seg til forskrifter som regulerer driften i selskapene, vil det være både tid- og kostnadskrevende for aktørene å sørge for at de til enhver tid er innenfor de juridiske rammene. I tillegg vil eventuelle overskridelser av lovene medføre store økonomisk tap for selskapene. Således vil juridiske forhold påvirke både

lønnsomheten, omdømmet og vilkårene i oppdrettsnæringen. Et strengt regelverk som tar hensyn til miljø og fiskens velferd er avgjørende for fremtidig vekst i næringen, og det er lite sannsynlig at juridiske forhold vil påvirke selskapene i mindre grad i fremtiden.

4.2.2 Porters femkraftsmodell

Porters femkraftsmodell er et rammeverk bestående av fem faktorer knyttet til konkurransevne som kan benyttes til å forstå dynamikken i en bransje. Bransjens dynamikk er avgjørende for hvordan et selskap velger å posisjonere seg i forhold til sine konkurrenter (Roos et al., 2014, s. 86). Den samlede styrken av konkurransekraftene bestemmer lønnsomhetspotensialet i en bransje. De fem faktorene som har størst innvirkning på en bransje er trusler fra nyetableringer, trusler fra substitutter, kundenes forhandlingsmakt, leverandørens forhandlingsmakt og intern rivalisering. Dersom det er sterk tilstedeværelse av konkurransekraftene, vil bransjen være preget av tilnærmet fri konkurranse og således være lite attraktiv. Bransjer der konkurransekraftene ikke er like sterke vil derimot være mer lønnsomme (Porter, 1998, s. 3-4). Figur 4-3 illustrerer Porters femkraftsmodell.



Figur 4-3: Porters femkraftsmodell (Barney, 2011, s. 48).

4.2.2.1 Trussel fra nyetableringer

Ifølge Barney (2011, s. 48-49) er nyetableringer selskaper som enten nylig har etablert seg i en bransje eller selskaper som truer med å etablere seg i løpet av kort tid. Nyetableringer i en bransje fører ofte med seg en betydelig innsats av ressurser, ny kapasitet og et ønske fra den nye aktøren om å vinne markedsandeler. Ettersom en nyetablering i mange tilfeller vil lede til

prispress eller økte investeringer ved at konkurransesituasjonen intensiveres, er resultatet ofte redusert lønnsomhet for de etablerte selskapene i bransjen (Roos et al., 2014, s. 88).

Trusselen fra inntrengere i en bransje vil i stor grad avhenge av hvilke etableringshindringer som finnes i bransjen. Sentrale kilder til etableringshindringer er myndighetsreguleringer, kapitalbehov, kostnadsfortrinn, stordriftsfordeler og produktdifferensiering (Roos et al., 2014, s. 88-90).

Myndighetsreguleringer

Ettersom all akvakulturvirksomhet er konsesjonspliktig, kan ingen aktører drive oppdrett av laks uten tillatelse fra myndighetene. Derfor utgjør konsesjonssystemet trolig den viktigste etableringsbarrieren i oppdrettsnæringen. Myndighetene tildeler tillatelser gjennom konsesjonsrunder, der kun et begrenset antall konsesjoner deles ut. Konkurransen om konsesjonene er følgelig intensiv, og det presser prisen på konsesjonene opp. Imidlertid kan konsesjoner handles i annenhåndsmarkedet, men konsesjonsprisene vil da være betydelig høyere enn ved ordinære konsesjonsrunder. Tildeling av konsesjoner stiller i tillegg høye krav til miljø og teknologi. Momentene taler for at trusselen fra nyetableringer er begrenset.

Oppdrettselskapene er avhengig av å ha anlegg lokalisert i områder der det er gunstige vekstforhold for å kunne drive med lønnsom oppdrettsvirksomhet. Geografisk beliggenhet er derfor å anse som en etableringshindring for nyetableringer. Gitt at det er et begrenset antall gode lokasjoner, er det naturlig å anta at de etablerte aktørene allerede har virksomhet i de mest gunstige områdene for oppdrett av laks. Således vil det være krevende for nyetableringer å finne nye, gode lokasjoner. Kravet til god geografisk beliggenhet bidrar dermed til å begrense trusselen fra nye aktører som ønsker å entre oppdrettsnæringen.

Kapitalbehov

Oppdrettsnæringen er kapitalintensiv, der både oppdrettsanlegg, fabrikker, investeringer knyttet til forskning og utvikling samt konsesjoner krever mye kapital. Ettersom produksjonssyklusen på laks er om lag tre år, må nyetableringer ha solide finansielle ressurser som tillater investorene å vente flere år før de oppnår avkastning på sine investeringer. Til tross for at et selskap kan ha tilstrekkelig ressurser til å foreta nødvendige investeringer, vil det ta lang tid før selskapet vil være i stand til å generere inntekter. De store økonomiske

etableringsbarrierene gjør det således utfordrende for nye aktører å etablere seg i oppdrettsnæringen.

Kostnadsfortrinn

Etablerte oppdrettsselskaper vil ha et kostnadsfortrinn i forhold til nye aktører i bransjen, siden det å drive et oppdrettsanlegg på en forsvarlig og påkrevd måte stiller krav til kunnskap. Derfor vil etablerte aktører dra fordel av lang erfaring. Dessuten har etablerte aktører allerede utviklet avansert og effektiv teknologi, i tillegg til at de har kontroll over store deler av verdikjeden. De etablerte aktørenes fortinn gjør det vanskelig for nyetableringer å etablere seg i oppdrettsbransjen.

Stordriftsfordeler

Ettersom kostnader knyttet til fôr utgjør en vesentlig andel av oppdrettsselskapenes totale kostnader, vil aktører som kan dra nytte av stordriftsfordeler skaffe seg konkurransefortrinn. Det er naturlig å anta at store aktører i oppdrettsnæringen oppnår stordriftsfordeler ved kvantumsfordeler i produksjon av eget fôr eller ved forhandlinger med fôrleverandører. Lønnsomhetsundersøkelser utarbeidet av Fiskeridirektoratet fra 2016 viste at det er liten forskjell på fôrkostnader per kilo mellom små og store selskaper. Undersøkelsen viste videre at store selskaper hadde høyere produksjonskostnader per kilo enn små selskaper (Fiskeridirektoratet, 2017h). Lønnsomhetsundersøkelsene tyder dermed på at oppdrettsnæringen ikke nødvendigvis påvirkes av stordriftsfordeler. Selv om det er forhold som tyder på at stordriftsfordeler kan representere en inngangsbarriere, anses skalafordeler ikke å være den største utfordringen nyetableringer står overfor når de ønsker å etablere seg i oppdrettsnæringen.

Produktdifferensiering

Til tross for at oppdrettsselskapene fokuserer på utvikling av nye produkter og merkevarebygging, er oppdrettslaks i stor grad et homogent produkt, hvor selskapene har begrenset mulighet til å lansere differensierte produkter. Et lite differensiert produktutvalg innebærer at det er enkelt for kunder å bytte leverandør, uten at pris eller produktkvalitet påvirkes. Begrenset produktdifferensiering av laks tilsier at trusselen for nyetableringer i oppdrettsnæringen vil øke.

Landbaserte oppdrettsanlegg

Dersom landbasert oppdrett etablerer seg som et reelt alternativ til sjøbasert oppdrett, vil trusselen for nyetableringer øke betydelig ved at lakseoppdrett kan driftes over hele verden. Landbaserte anlegg krever imidlertid store investeringer, og det er stor usikkerhet knyttet til potensialet til lønnsomheten ved anleggene.

Samlet sett anses trusselen fra potensielle inntrengere som lav på det nåværende tidspunkt. Trusselen kan derimot endre seg på litt lengre sikt, spesielt dersom landbasert oppdrett vil kunne konkurrere mot tradisjonell sjøbasert oppdrett. I tillegg vil trusselen endre seg dersom myndighetene forandrer konsesjonspolitikken ved at nye konsesjoner blir lettere tilgjengelig.

4.2.2.2 Trussel fra substitutter

Substitutter er produkter som dekker samme funksjon og behov som produktet til den aktuelle bransjen. Substitutter reduserer den potensielle lønnsomheten i en bransje ved at de setter en begrensning på prisnivå (Roos et al., 2014, s. 92). Forhold som byttekostnader, produktendifferensiering og pris vil være sentrale å diskutere for å vurdere hvor stor trusselen fra substitutter er i en gitt bransje.

Hvilke substitutter som betraktes som alternativer til oppdrettslaks avhenger av hva slags kriterier som vektlegges. På den ene siden kan andre typer produkter med høyt proteininnhold betraktes som substitutter. Således vil proteinrike kjøttvarer, som for eksempel lam, storfe, svin og kylling representere en trussel for laksen. I tillegg til å gi en god matopplevelse, dekker kjøttvarene i stor utstrekning det samme næringsbehovet som laks. Imidlertid inneholder ikke de nevnte produktene i like stor grad de viktige og helsegunstige næringsstoffene som finnes i oppdrettslaksen. Kjøttvarer anses derfor ikke som et fullkomment alternativ til oppdrettslaks. Av kjøttvarene er det kylling som representerer den største trusselen mot laks. Kylling er magert og hvitt kjøtt, og i motsetning til andre kjøttprodukter, begrenses kylling ikke av en konkret mengdeanbefaling. I tillegg har konsumet av norsk kylling økt de siste årene som følge av at kylling er blitt tilnærmet fri for narasin, som kunne føre til antibiotikaresistens (Dyregrov, 2016). Kylling er imidlertid en kolesterolrik matvare som inneholder en betydelig mengde omega-6 fettsyrer.

Selv om personlige preferanser varierer, er det naturlig å anta at laks må øke betydelig i pris for at konsumentene vil ønske å bytte over til andre kjøttprodukter. Det eksemplifiseres ved at etterspørselen etter laks i de fleste markeder var god i 2016 til tross for at lakseprisene var historisk høye (Norway Royal Salmon, 2017).

På den andre siden kan andre fisketyper, som eksempelvis ørret, makrell, torsk og sild være potensielle substitutter for laks. Også villaks er å anse som et substitutt for oppdrettslaks. Ørret, makrell, torsk, sild og villaks inneholder i stor utstrekning de samme helsegunstige næringsstoffene som finnes i oppdrettslaks. Økt anbefalt konsum av fet fisk, som ørret, makrell og sild, styrker trusselen.

Samlet sett betraktes trusselen fra substitutter å være forholdsvis lav på det nåværende tidspunkt, hovedsakelig på grunn av at det eksisterer få andre matvarer som inneholder de samme helsegunstige næringsstoffene som finnes i oppdrettslaks. Derimot vil en stor andel av konsumentene trolig foretrekke å bytte ut laks med andre matvarer dersom lakseprisene øker betydelig i fremtiden.

4.2.2.3 *Kundenes forhandlingsmakt*

Kundenes forhandlingsmakt representerer en trussel mot lønnsomheten i en bransje ved at kundene er interessert i å presse prisene ned, og samtidig oppnå høyere kvalitet og bedre service. Forhandlingsposisjonen til en kundegruppe er sterk dersom kundegruppen er konsentrert eller kjøper store volum, dersom produktet utgjør en betydelig andel av kundens totale kostnader, dersom produktene er standardiserte eller dersom det er mange tilbydere (Roos et al., 2014, s. 92).

Ettersom majoriteten av solgt oppdrettslaks ikke er videreforedlet, betraktes laks som et standardisert produkt med liten grad av differensiering. Det vil derfor være utfordrende for oppdrettsselskapene å skille egne produkter fra konkurrentenes. Dersom et selskap imidlertid utvikler et differensiert bearbeidet lakseprodukt, vil det trolig være relativt enkelt for andre aktører å kopiere produktet. Det er videre mange kjøpere og tilbydere av lakseprodukter, noe som skaper et marked hvor oppdrettsselskapene blir pristakere. Følgelig vil selskapene være eksponert for store endringer i lakseprisen. Til tross for at enkelte av selskapene i næringen har stort fokus på merkevarebygging, og har en sterkere merkevare enn andre aktører, vil det være krevende å sette en høyere pris enn konkurrentene. Det at oppdrettsnæringens produkter

i stor utstrekning er homogene medfører at byttekostnadene for kundene er lave, og innebærer at det vil være forholdsvis enkelt for dem å skifte leverandør. Ved å inngå strategiske samarbeidsavtaler og langsiktige kontrakter vil derimot kundenes forhandlingsmakt trolig reduseres.

Detaljister, hovedsakelig dagligvarekjeder, grossister og videreforedlingsselskaper utgjør de største kundegruppene for oppdrettsselskapene. Som et resultat av at kundene er store, og således har betydelig forhandlingsmakt, vil de ha insentiv av å stille strenge krav til leverandørene. Kravene vil ofte være knyttet til volum, pris, produktvarianter samt leveringstidspunkt. Dersom ikke oppdrettsselskapene innfrir kravene som stilles, vil det være relativt enkelt for kundene å bytte leverandør. Kort holdbarhet på laks taler også for høy forhandlingsmakt for kundene. Derimot kan det argumenteres for at det er stor etterspørsel etter norsk laks globalt, i tillegg til at tilbudet er begrenset, noe som indikerer at kundenes forhandlingsmakt er forholdsvis lav. Videre vil oppdrettsselskapenes fokus på økt kontroll over verdikjeden være med på å nøytralisere kundenes forhandlingsmakt.

Samlet sett vil det være naturlig å kategorisere kundenes forhandlingsmakt som moderat. Dersom lakseprisen øker er det rimelig å anta at kundene vil kreve høyere marginer, og således er det lite som tyder på hele prisøkningen tilfaller selskapene i oppdrettsbransjen. Det vil dermed være en reell trussel for at kunder kaprer deler av verdiskapningen, noe som påvirker lønnsomheten i oppdrettsnæringen negativt.

4.2.2.4 *Leverandørenes forhandlingsmakt*

Leverandører kan påvirke lønnsomheten i en bransje ved at de har mulighet til å presse overskuddet ned. Redusert lønnsomhet skjer i praksis ved trusler om å øke prisene eller redusere kvaliteten på de varene eller tjenestene som leveres. Leverandørenes forhandlingsmakt avhenger av flere forhold, blant annet i hvilken grad leverandørgruppen er dominert av få bedrifter, hvor enkelt det er for aktørene i bransjen å bytte leverandør og i hvilken grad leverandørenes produkt er en viktig produksjonsfaktor i kundens bedrift (Roos et al., 2014, s. 93).

Som et resultat av at fiskefôr er den desidert største kostnadskomponenten for norske oppdrettsselskaper, vil leverandørene av fiskefôr være de viktigste leverandørene til oppdrettsbransjen. Det vil derfor i det påfølgende utelukkende fokuseres på fôrleverandørenes

forhandlingsmakt. Det norske markedet for fiskefôr er dominert av tre store aktører, henholdsvis EWOS, Skretting og BioMar, hvor hver aktør har en markedsandel mellom 22 % og 32 % (Marine Harvest, 2017b, s. 54). Det at tre aktører står for 84 % av det totale fôrmarkedet indikerer at leverandørene har stor forhandlingsmakt. Forhandlingsmakten bidrar til at prisen på fiskefôr presses opp. Økte fôrpriser påvirker lønnsomheten til oppdrettsselskapene negativt. Det faktum at fiskefôr er oppdrettsselskapenes viktigste innsatsfaktor og at fôrproduksjon er avansert og krever store kostnader knyttet til forskning og utvikling, øker kundenes forhandlingsmakt ytterligere. Historisk har fôrleverandørene dessuten operert med såkalte «kost-pluss»-kontrakter, der eventuelle økte råvarepriser tilfaller oppdrettsselskapene (Marine Harvest, 2017b, s. 54). «Kost-pluss»-kontrakter vil således bidra til å redusere oppdrettsselskapenes lønnsomhet.

Marine Harvests inntredelse i markedet for fôr har imidlertid bidratt til å redusere leverandørenes forhandlingsmakt. Ettersom fiskefôr er et relativt homogent produkt, anses byttekostnadene å være lave, og dersom andre oppdrettsselskaper velger å starte egen produksjon av fôr, vil de utgjøre en betydelig trussel for fôrleverandørene. Et annet argument som taler for redusert leverandørmakt er at begge parter vil ha incentiver til å samarbeide: På den ene siden er oppdrettsselskapene avhengig av fôr i store volumer for å kunne drive med lakseoppdrett, mens på den andre siden vil leverandørene miste store inntekter dersom oppdrettsselskapene velger å bytte dem ut. Samlet sett er leverandørenes forhandlingskraft vurdert til å være moderat.

4.2.2.5 Intern rivalisering

Intern rivalisering omhandler hvordan selskaper i en bransje posisjonerer seg i forhold til konkurrenter for å kapre markedsandeler. Priskonkurransen, annonsekrig, produktlanseringer og garantibetingelser er virkemidler som selskaper benytter. Høy rivalisering vil gjøre forholdene i en bransje ustabile og mindre lønnsomme. Graden av konkurranse i en bransje påvirkes av faktorer som bransjevekst, konsentrasjon og antall konkurrenter samt avviklingshindringer (Roos et al., 2014, s. 90-91). Barney (2011, s. 61) nevner også at graden av produktdifferensiering er en faktor som påvirker konkurranseintensiteten i en bransje.

Graden av konsentrasjon og antall konkurrenter

Dersom antallet konkurrenter er stort, eller dersom det er mange aktører av samme størrelse, vil det være høy grad av rivalisering blant aktørene i en bransje. Derimot vil rivaliseringen reduseres hvis bransjen er konsentrert omkring eller dominert av et fåtall store bedrifter (Roos et al., 2014, s. 90-91). Oppdrettsbransjen i Norge er dominert av få og store aktører, der de tre største selskapene står for om lag 45 % av det totale produksjonsvolumet. Markedet er derfor forholdsvis konsentrert. Utviklingen i oppdrettsnæringen med færre og større aktører tilsier at konkurranseintensiteten blant etablerte aktører er relativt lav, noe som taler for økt lønnsomhetspotensial i bransjen.

Grad av bransjevekst

Dersom det er lav vekst i markedet for en bransje, vil konkurransen begrense seg til å ta markedsandeler fra hverandre. Lav vekst vil således representere en trussel for bransjens lønnsomhet (Roos et al., 2014, s. 91). At både den nasjonale og globale etterspørselen etter laks er sterk og voksende, og at tilbudet er forholdsvis begrenset gjennom offentlige reguleringer, medfører at selskapene ikke vil være avhengig av å kapre markedsandeler fra hverandre. Produksjonsbegrensningene reduserer dessuten faren for overkapasitet i markedene. Høy etterspørsel og begrenset tilbud av oppdrettslaks tyder på at den interne rivaliseringen vil være forholdsvis lav blant de etablerte aktørene.

Grad av produktdifferensiering og utgangsbarrierer

Det vil være høy rivalisering i en bransje dersom selskapenes produkter er lite differensierte (Barney, 2011, s. 61). Laks er et standardisert produkt, som taler for at konkurranseintensiteten i oppdrettsbransjen øker. Imidlertid er utgangsbarrierene i bransjen ansett å være relativt lave, noe som tilsier lav intern rivalisering blant etablerte aktører. Et begrenset antall produksjonstillatelser gjør konsesjoner, samt medfølgende produksjonsanlegg, til ettertraktede og knappe goder. Dersom en aktør ønsker å legge ned virksomheten sin, vil det dermed høyst sannsynlig være enkelt for selskapet å selge egne konsesjoner til andre aktører i bransjen. Således kan aktører som ønsker å avvikle egen drift tre ut av markedet uten å oppleve store tap. Likevel kan dagens trafikklyssystem påvirke hvor enkelt det vil være å selge konsesjoner, og dermed utgangsbarrierene: Konsesjoner lokalisert i områder med rødt lys vil være mindre attraktive investeringsobjekter enn konsesjoner som er lokalisert i områder med gult eller grønt lys.

Samlet sett vil det være nærliggende å kategorisere den interne rivaliseringen i oppdrettsnæringen som relativt lav. På den ene siden taler få store aktører, høy etterspørsel og begrenset tilbud av oppdrettslaks for lav intern rivalisering, mens på den andre siden tilsier liten grad av produkt differensiering at det eksisterer rivalisering blant aktørene i oppdrettsbransjen.

4.2.3 Oppsummering av ekstern bransjeorientert analyse

Den eksterne bransjeorienterte analysen har kartlagt og vurdert ulike forhold som danner grunnlag for potensielle bransjefordeler i oppdrettsnæringen. Anvendelse av PESTEL-rammeverket og Porters femkraftsmodell har bidratt til å analysere hvorvidt det eksisterer bransjefordeler i Lerøys omgivelser. Bransjefordelen vil sammen med Lerøys interne ressursfordel gi et anslag på Lerøy sin samlede strategiske fordel.

I PESTEL-analysen er det identifisert og kartlagt ulike makroforhold som påvirker lønnsomheten i oppdrettsbransjen. Konesjonssystemet, lakseprisen, demografisk utvikling samt miljømessige og teknologiske forhold anses å være blant de viktigste makrofaktorene. Konesjonssystemet og andre myndighetsreguleringer gjør det krevende for oppdrettsselskapene å vokse organisk ved at det sjeldent gis ut nye tillatelser, og tvinger aktører til å kjøpe opp andre selskaper for å vokse. Dermed vil politiske og juridiske forhold bidra til å begrense det samlede tilbudet i oppdrettsbransjen, og endringer i slike forhold vil ha stor betydning for selskapenes lønnsomhet. Det begrensede tilbudet i bransjen bidrar til å holde lakseprisene på et høyt nivå. Sterk etterspørselsvekst øker prisene på laks ytterligere. Lav rente og en svak kronekurs er blant faktorene som har påvirket etterspørselen etter laks positivt. Befolkningsvekst, en økende middelklasse i fremvoksende økonomier og økt viktighet av å utnytte proteinkildene som finnes i havet er alle forhold som tyder på at etterspørselen etter norsk laks vil øke i tiden fremover.

Videre har forutsigbar og miljømessig bærekraftig vekst de senere årene blitt ilagt enda mer vekt. Således vil tildelingen av grønne konsesjoner og utviklingskonsesjoner, i tillegg til trafikklyssystemet, spille en sentral rolle for næringens utvikling og lønnsomhet. Imidlertid kan landbaserte oppdrettsanlegg, gitt at de blir mer lønnsomme i årene som kommer, negativt kunne påvirke bransjens lønnsomhet og potensial for vekst. Kampen om grønne konsesjoner

og utviklingskonsesjoner har medført at fokuset på forskning og utvikling har økt betydelig de senere årene, noe som igjen har gjort bransjen enda mer kapitalintensiv. Teknologiske nyvinninger brukes ofte for å løse miljømessige og biologiske problemer bransjen står overfor, og vil således være av stor betydning for den norske oppdrettsnæringens fremtidige utvikling. Totalt sett vurderes oppdrettsbransjen til å ha gode muligheter for vekst og lønnsomhet i fremtiden.

Gjennom Porters femkraftsmodell er bransjestrukturen i oppdrettsnæringen analysert for å kartlegge hvilke forhold som påvirker bransjens lønnsomhet og konkurransesituasjon. Dagens konsesjonssystem, og det faktum at inntredelse i oppdrettsbransjen krever store kapitalinvesteringer, medfører at etableringsbarrierene er høye. Konsesjonssystemet og høye kapitalinvesteringer bidrar til lavere konkurranseintensitet i bransjen. Lav bearbeidingsgrad gjør laks til et standardisert og lite differensiert produkt, noe som tilsier at intern rivalisering og kundenes forhandlingsmakt øker. Økt konkurranse blant fôrleverandørene, lave byttekostnader forbundet med å skifte leverandør samt gjensidig avhengighet mellom oppdrettsselskapene og tilbyderne av fiskefôr trekker i retning av at leverandørens forhandlingsmakt er moderat. Rivaliseringen blant etablerte aktører i bransjen er vurdert til å være relativt lav ettersom oppdrettsnæringen domineres av et fåtall store aktører. Videre er trusselen fra substitutter ansett å være forholdsvis lav på grunn av at det eksisterer få produkter som inneholder tilsvarende helsegunstige næringsstoffer. Tabell 4-1 oppsummerer resultatet fra Porters femkraftsmodell.



Tabell 4-1: Konkurransenintensiteten i oppdrettsbransjen basert på Porters femkraftsmodell.

Totalt sett anses konkurranseintensiteten i oppdrettsbransjen å være moderat. Det innebærer at det finnes muligheter for å danne eller opprettholde konkurransefordeler i bransjen.

4.3 Intern ressursorientert analyse

En intern ressursorientert analyse brukes til å identifisere og kartlegge hvilke ressurser et selskap disponerer. Den interne ressursanalysen benyttes videre for å vurdere hvorvidt selskapet kan utvikle og opprettholde et midlertidig eller varig konkurransefortrinn (Roos et al., 2014, s. 134). Ressurser defineres som «innsatsfaktorer som gjør det mulig for en bedrift å skape verdier for sine kunder» (Sander, 2017b). Ifølge Roos et al. (2014, s. 133) kan ressurser være fysiske, monetære, kompetansebaserte, relasjonsbaserte eller organisatoriske. Et selskap har en ressursorientert strategisk fordel dersom selskapet har en rentabilitet større enn bransjen (Knivsflå, 2018a). I det påfølgende vil VRIO-rammeverket benyttes for å analysere Lerøys interne ressurser.

4.3.1 VRIO-analyse

Ifølge Barney (2011, s. 125) er VRIO et rammeverk som benyttes for å avgjøre hvorvidt et selskaps interne ressurser representerer styrker eller svakheter som gir opphav til konkurransemessige fordeler eller ulemper. I rammeverket er det fire kriterier knyttet til et selskaps ressurser som må være oppfylt for at selskapet skal kunne ha et vedvarende konkurransefortrinn. For det første må selskapet ha ressurser som er verdifulle (V) ved at de utnytter muligheter eller reduserer trusler i selskapets omgivelser. Videre må selskapet ha ressurser som er sjeldne (R) i markedet og blant konkurrentene. For det tredje må selskapet ha ressurser som er svært vanskelig å imitere (I) for konkurrentene. Selskapet må dessuten ha ressurser som er fullt utnyttet og effektivt organisert (O) (Roos et al., 2014, s. 134-135).

For at et selskap skal ha mulighet til å opparbeide seg et vedvarende konkurransefortrinn, og således oppnå bedre lønnsomhet enn konkurrentene, må selskapet ha ressurser som er verdifulle, sjeldne, ikke-imiterbare og effektivt organisert. Tabell 4-2 oppsummerer VRIO-rammeverket. Lerøys viktigste ressurser vil videre kartlegges og analyseres.

VERDIFULL	SJELDEN	IKKE-IMITERBAR	EFFEKTIVT ORGANISERT	SUPERRENTABILITET	KONKURRANSEMESSIG BETYDNING	STYRKE/SVAKHET
NEI	NEI	NEI	NEI	$NDR < NDR_b$	KONKURRANSEULEMPE	SVAKHET
JA	NEI	NEI	↑	$NDR = NDR_b$	KONKURRANSEPARITET	STYRKE
JA	JA	NEI	↓	$NDR > NDR_b$ KORT SIKT	MIDLERTIDIG KONKURRANSEFORDEL	STYRKE OG SÆREGEN KOMPETANSE
JA	JA	JA	JA	$NDR > NDR_b$ LANG SIKT	VARIG KONKURRANSEFORDEL	STYRKE OG VARIG SÆREGEN KOMPETANSE

Tabell 4-2: VRIO-rammeverket (Knivsflå, 2018f).

4.3.1.1 *Merkevare*

Lerøy er et av selskapene i oppdrettsbransjen som har fokusert mest på merkevarebygging, og skiller seg fra andre aktører ved at det selger lakseprodukter til sluttkunden under egen merkevare. Stor satsing på merkevarebygging har bidratt til at Lerøy har opparbeidet seg en solid og troverdig posisjon i både det nasjonale og internasjonale markedet. I henhold til Sander (2017c) vil en sterk merkevare bidra til å redusere risikoen ved et produkt ettersom det oppfattes som kjent og trygt. Dessuten vil det faktisk at andre konsumenter benytter seg av produktet redusere usikkerheten ytterligere. En sterk merkevare kan også bidra til økt lojalitet blant kundene, høyere prismarginer og økt verdiskapning. At Lerøy har en sterk merkevare bekreftes av at selskapet har en høy gjenkjennelsesgrad. I en markedsundersøkelse gjennomført i 2015 hadde Lerøy en gjenkjennelsesgrad på 84 %, noe som var betydelig høyere enn de andre oppdrettselskapene (Berge, 2016). Dermed representerer Lerøy sin merkevare en verdifull og sjelden ressurs som få andre oppdrettselskaper besitter.

Samlet sett anses Lerøys merkevare å være viktig, sjelden og effektivt organisert. Til tross for at det er tid- og ressurskrevende for andre aktører å tilegne seg en tilsvarende ressurs, særlig på kort sikt, er Lerøy sin sterke merkevare ansett som imiterbar. Ressursen gir dermed opphav til et midlertidig konkurransefortrinn.

4.3.1.2 *Produktutvikling og sortiment*

I tillegg til fokus på merkevarebygging, har Lerøy de senere årene investert betydelige summer for å utvikle nye produkter. Utvikling av nye produkter vil være viktig for å sikre fremtidig vekst i etterspørselen etter atlantisk laks. Oppkjøpet av Rode Beheer B.V. i 2012 gjorde Lerøys videreforedlingsvirksomhet enda mer konkurransedyktig, og bidro til at Lerøy er godt posisjonert for å tilby produkter av høy kvalitet i markeder som Tyskland og Frankrike. Mens de andre aktørene i bransjen tilnærmet utelukkende driver med oppdrett og salg av laks og ørret, har Lerøy både hvitfisk og skalldyr som to satsingsområder. Oppkjøpene i 2016 av Havfisk og Norway Seafoods Group har ytterligere forsterket Lerøys posisjon i markedet for hvitfisk. Således har Lerøy det bredeste produktsortimentet i oppdrettsbransjen, og dekker dermed et større marked enn konkurrentene. En diversifisert produktportefølje medfører at det er enklere for Lerøy å entre nye markeder. I tillegg vil et bredt produktsortiment gjøre Lerøy mindre sårbar for endringer i fremtidig markedspreferanser og

laksepris, noe som vil redusere selskapets risikoeksponering. Momentene trekker i retning av at Lerøys brede produktsortiment er en strategisk viktig ressurs i oppdrettsbransjen.

Selv om en bred produktportefølje anses som en sjelden og viktig ressurs, er det sannsynlig at andre oppdrettselskaper over tid vil kunne imitere ressursen. Imidlertid vil det være både tid- og kostnadskrevende for andre aktører å etablere foredlingsfabrikker og produksjon av andre fiskearter. Samlet sett er Lerøys brede produktsortiment vurdert til å gi opphav til et midlertidig konkurransefortrinn.

4.3.1.3 *Lokalisering*

Lerøy har både oppdrettsanlegg, slakterier og videreforedlingsfabrikker lokalisert i Norge. I tillegg til produksjon i Skottland gjennom Norskott Havbruk, er Lerøys oppdrettsvirksomhet utelukkende lokalisert langs norskekysten, og er delt inn i regionene Nord, Midt og Vest. Ved å ha majoriteten av produksjonen i Norge, vil Lerøy kunne utnytte de gode naturgitte vann- og vekstforholdene som finnes langs norskekysten. I tillegg har det historisk vært mindre forekomst av lakselus og andre fiske sykdommer langs norskekysten enn i andre kystområder. Gode naturgitte forhold bidrar til å heve kvaliteten på oppdrettslaksen. Det å ha majoriteten av produksjonen i Norge medfører også at Lerøy utelukkende kan spesialisere seg på norske politiske og juridiske reguleringer. På den andre siden vil det imidlertid eksistere flere ulemper knyttet til lokalisering i Norge. Geografisk ligger Norge langt unna flere viktige markeder, som innebærer at det vil være tidkrevende å transportere produkter til markeder globalt. Dessuten er kostnadsnivået i Norge høyt. En annen ulempe forbundet med utelukkende å være lokalisert i Norge er at Lerøy vil være særlig sårbar dersom eventuelle handelssanksjoner skulle ramme norsk eksportlaks. Lerøy vil i tillegg rammes hardt dersom norskekysten skulle rammes av sykdomsutbrudd eller andre biologiske problemer.

Lerøys lokalisering langs norskekysten er i seg selv ikke sjelden, ettersom de fleste andre aktøren i bransjen også har valgt å plassere majoriteten av sine oppdrettsanlegg i de samme områdene. Til tross for at det vil være vanskelig å kopiere ressursen ved at det sjeldent blir tildelt nye konsesjoner, er Lerøys lokalisering vurdert til å være imiterbar siden andre aktører kan få tak i konsesjoner gjennom kjøp i annenhåndsmarkedet. På den andre siden er ressursen vurdert til å være viktig. Samlet sett vil dermed ressursen kun gi opphav til konkurransemessig paritet.

4.3.1.4 *Tilgang på innsatsfaktorer*

Lerøy er et vertikalt integrert selskap som kontrollerer store deler av verdikjeden, fra stamfisk- og rognproduksjon til videreforedling og salg. Kontroll over verdikjeden gir Lerøy fordeler i form av lavere kostnader, mer effektiv drift og økt kontroll. Integreerte verdikjeder er følgelig en viktig ressurs for Lerøy. Ressursen anses derimot ikke å være sjelden på grunn av at de andre selskapene i bransjen også kontrollerer store deler av verdikjeden. I motsetning til Marine Harvest, som selv produserer majoriteten av fiskefôret selskapet trenger, har Lerøy ikke kontroll over tilgangen på fôr, og må derfor kjøpe fiskefôr fra de store fôrleverandørene. Etersom fiskefôr er den viktigste innsatsfaktoren i oppdrettsnæringen, kan en således argumentere for at Lerøy har en midlertidig ulempe. Bruk av eksterne leverandører indikerer at Lerøy ikke kan sikre tilgangen på fiskefôr, og selskapet vil i tillegg være mer sårbar for endringer i fôrprisen. Sammenlignet med Marine Harvest er det videre rimelig å anta at Lerøy har høyere fôrkostnader. Selv om Lerøy har mulighet til å kopiere Marine Harvest ved å investere i egne fôranlegg og starte egen fôrproduksjon, vil det være tidkrevende og kreve store investeringer.

Som et resultat av at Lerøy ikke kontrollerer tilgangen på fiskefôr, er ressursen vurdert til å utgjøre en konkurransemessig ulempe for selskapet. Lerøys tilgang på andre innsatsfaktorer enn fiskefôr er imidlertid vurdert til å gi selskapet konkurransemessig paritet ettersom kravet om viktighet er oppfylt.

4.3.1.5 *Finansiell posisjon*

Etersom oppdrettsbransjen er kapitalintensiv og således tvinger selskapene til å foreta store investeringer i konsesjoner, oppdrettsanlegg og utstyr, er det avgjørende for aktørene å ha en sterk finansiell posisjon. Solide overskudd fra driften, sammen med restriktiv utbyttepolitikk, har blant annet bidratt til at Lerøys egenkapitalandel har vært på et stabilt og høyt nivå i mange år. Høy egenkapitalandel gir Lerøy lavere konkurrisisiko, og vil gjøre selskapet bedre i stand til å takle perioder med tap. Lerøys høye egenkapitalprosent, som er betydelig høyere enn selskapets «covenant»-krav på 30 %, vil i tillegg gi Lerøy fleksibilitet og gjøre det enklere å få tilgang til fremtidig finansiering. Til tross for at Lerøy virker å være solid finansiert, påpekes det at selskapet har balanseførte immaterielle eiendeler, hovedsakelig konsesjoner, som utgjør mer enn 55 % av bokført egenkapital. Dersom Lerøy i fremtiden opplever krevende tider, vil selskapets immaterielle eiendeler risikere å falle markant i verdi

ved at selskapet potensielt må gjennomføre betydelige nedskrivninger. Dermed vil Lerøys egenkapitalverdi reduseres. Lerøys finansielle posisjon er derfor vurdert til å være noe svakere enn hva selskapets egenkapitalandel isolert indikerer. Lerøy sin høye andel av immaterielle eiendeler i forhold til bokført egenkapital er imidlertid ikke unikt for selskapet, da andre aktører har tilsvarende store andeler immaterielle verdier.

Til tross for at selskapene i den utvalgte bransjen har en gjennomgående høy egenkapitalandel, er det bare SalMar som har en høyere egenkapitalandel enn Lerøy. På bakgrunn av at de andre aktørene i bransjen også har en høy egenkapitalandel, kan derimot ikke ressursen anses å være sjelden. Videre vil ressursen være mulig å imitere, men det vil kreve både tid og ressurser å opparbeide en solid finansiell posisjon. Selv om de største aktørene i bransjen har mulighet til å bygge opp en sterk stilling, vil ressursen være mindre imiterbar for små selskaper i oppdrettsnæringen. Små selskaper vil ha utfordringer med å opparbeide en solid finansiell posisjon, i alle fall på kort sikt.

Samlet sett er Lerøys solide finansielle stilling en viktig ressurs, men på grunn av at også konkurrentene besitter ressursen, er den ikke vurdert til å være sjelden. Dermed gir ressursen opphav til konkurransemessig paritet.

4.3.1.6 *Strategiske samarbeidsavtaler*

Lerøy har arbeidet målrettet med å skape og videreutvikle gode relasjoner til andre aktører i oppdrettsnæringen. Til tross for at Lerøy selger og distribuerer egenprodusert volum av lakseprodukter, har selskapet tilgang på volum fra allianser med flere andre produsenter, noe som gir skalafordeler gjennom økt utnyttelse av Lerøys salgsnettverk. Lerøy vil i tillegg dra fordel av et omfattende kundenettverk i strategisk viktige markeder, som vil gi Lerøy unik kunnskap om markedsbehov og trender i markedene (Lerøy Seafood Group, 2017). Dessuten har Lerøy inngått flere strategisk samarbeidsavtaler med SalMar. Selskapene har en pågående industriavtale som går ut på at Lerøy slakter fisk for SalMar i Nord-Norge, mens SalMar slakter fisk for Lerøy på Hitra. Videre blir også noe av volumene fra Lerøy videreforedlet av SalMar (Byberg, 2016). I tillegg eier Lerøy og SalMar like mye av Norskott Havbruk, som igjen eier det nest største havbruksselskapet i Skottland, Scottish Sea Farms. Scottish Sea Farms er en av de mest kostnadseffektive produsentene av atlantisk laks av høy kvalitet innenfor EU (Lerøy Seafood Group, 2017). Lerøys mange strategiske samarbeidsavtaler gir

konsernet store fordeler, blant annet i form av styrket markedsposisjon, økt fleksibilitet, kostnadsdeling og skalafordeler.

Lerøys strategiske samarbeidsavtaler med andre aktører i næringen utgjør en verdifull ressurs for selskapet. Samarbeidet med SalMar utmerker seg som spesielt viktig, og synes å være unik for bransjen. Imidlertid bygger Lerøy en slaktefabrikk på Hitra som skal stå klar i løpet av sommeren 2018. Dermed er det mye som tyder på at den nåværende samarbeidsavtalen med SalMar blir sagt opp i løpet av kort tid (Byberg, 2016). Likevel er ressursen vurdert til å være sjelden. Evnen og muligheten til å skape gode relasjoner og kartlegge trender i strategisk viktige markeder vil være både tid- og ressurskrevende å bygge opp for konkurrenter. Dermed er ressursen vurdert til å være vanskelig å imitere, spesielt på kort sikt. Det vil imidlertid være nærliggende å anta at konkurrentene på lengre sikt vil være i stand til å skape gode og verdifulle relasjoner. Samlet sett gir ressursen opphav til et midlertidig konkurransefortrinn.

4.3.1.7 Innovasjonsevne

Helt siden etableringen på slutten av 1800-tallet har Lerøy vært en pionerbedrift innenfor en rekke områder i norsk, og senere internasjonal, sjømatnæring. Lerøy har ofte vært først ute med produkter i nye markeder, eller først ute med å kommersialisere nye fiskearter. Et eksempel på Lerøys innovasjonsevne er konseptet «Pipefarm», et lukket, flytende lengdestrømsanlegg som på sikt har som formål å skape en mer arealeffektiv havbruksnæring (Lerøy Seafood Group, 2017). Fiskeridirektoratet er positiv til konseptet, og det er mye som tyder på at Lerøy vil få utviklingskonsesjon for bygging av «Pipefarm» (Hvitved-Jacobsen, 2017). Lerøys solide innovasjonsevne ble bekreftet da selskapet ble tildelt en grønn konsesjon fra konsesjonsrunden i 2013, hvor det ble stilt store krav til teknologi og innovasjon.

Lerøys innovasjonsevne er imidlertid ikke vurdert til å være sjelden. At ressursen ikke er sjelden skyldes at det er flere oppdrettsselskaper enn bare Lerøy som evner å utvikle innovative løsninger, noe som bekreftes av at en rekke selskaper er blitt tildelt grønne konsesjoner. På den andre siden var det bare Marine Harvest og Lerøy av de største aktørene som ble tildelt konsesjoner i runden fra 2013 (Nærings- og fiskeridepartementet, 2015b). Likevel er ressursen ikke ansett å være vanskelig for konkurrentene å imitere på lang sikt. Samlet sett gir derfor Lerøys innovasjonsevne kun opphav til konkurransemessig paritet.

4.3.2 Oppsummering av intern ressursorientert analyse

I den ressursorienterte analysen er interne forhold som kan danne grunnlag for hvorvidt Lerøy har en ressursorientert strategisk fordel blitt analysert. Tabell 4-3 oppsummerer resultatet fra VRIO-analysen.

RESSURS	VIKTIG	SJELDEN	IKKE-IMITERBAR	EFFEKTIVT ORGANISERT	KONKURRANSEMESSIGE IMPLIKASJONER
MERKEVARE	✓	✓	✗	✓	MIDLERTIDIG KONKURRANSEFORTRINN
PRODUKTUTVIKLING OG SORTIMENT	✓	✓	✗	✗	MIDLERTIDIG KONKURRANSEFORTRINN
LOKALISERING	✓	✗	✗	✓	KONKURRANSEPARITET
TILGANG PÅ INNSATSFAKTORER					
FISKEFØR	✗	✗	✗	✗	MIDLERTIDIG KONKURRANSEULEMPE
ANDRE	✓	✗	✗	✗	KONKURRANSEPARITET
INNSATSFAKTORER					
FINANSIELL POSISJON	✓	✗	✗	✓	KONKURRANSEPARITET
STRATEGISKE SAMARBEIDSAVtaler	✓	✓	✗	✓	MIDLERTIDIG KONKURRANSEFORTRINN
INNOVASJONSEVNE	✓	✗	✗	✓	KONKURRANSEPARITET

Tabell 4-3: Oppsummering av VRIO-rammeverket av Lerøy sine interne ressurser.

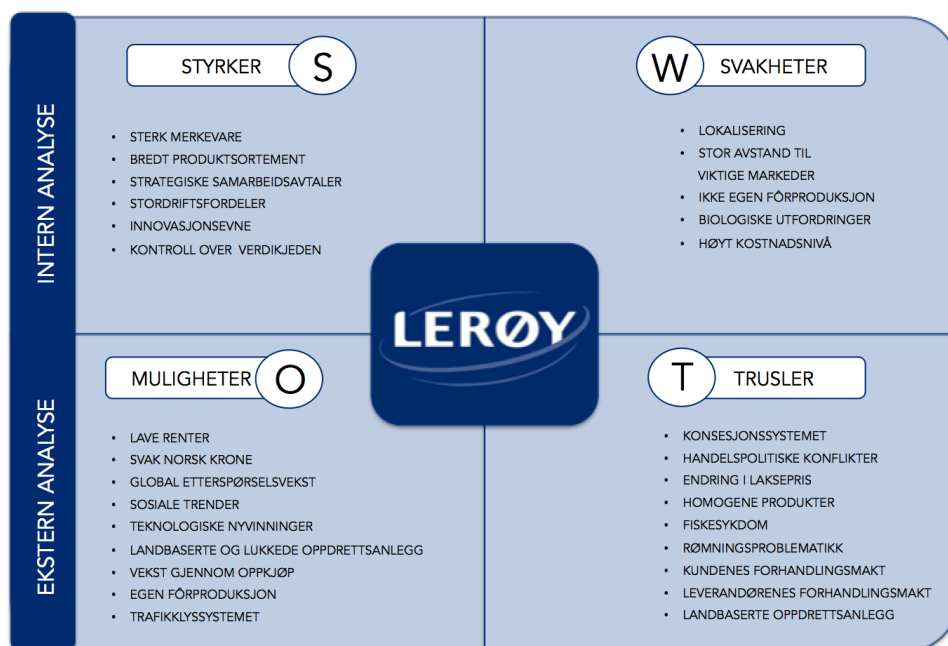
VRIO-analysen viser at Lerøys merkevare, produktportefølje og strategiske samarbeidsavtaler representerer de viktigste konkurransemessige ressursene for selskapet. Samtlige av ressursene er viktige og sjeldne i oppdrettsbransjen. På kort sikt vil de dessuten være krevende å kopiere for konkurrentene. Ressursene er videre ansett å være utnyttet på en effektiv måte. Således vil Lerøys sterke merkevare, brede produktsortiment og verdifulle samarbeidsavtaler gjøre det mulig for selskapet å oppnå et midlertidig konkurransefortrinn. Det er imidlertid ikke alle ressursene til Lerøy som gir opphav til konkurransefortrinn. Analysen antyder at tilgang til fiskefôr er en ressurs som gir selskapet en konkurransemessig ulempe. Konkurransulempen skyldes i hovedsak at Lerøy, i motsetning til Marine Harvest, ikke besitter ressursen, noe som gjør Lerøy avhengig av eksterne fôrleverandører. Lerøys finansielle posisjon, tilgang på andre innsatsfaktorer enn fiskefôr samt innovasjonsevne er vurdert til å være likeverdige med bransjen, og ressursene vil ikke danne grunnlag for konkurransemessige fortrinn. Til tross for at Lerøys oppdrettsanlegg utelukkende er lokalisert langs norskekysten, som potensielt kan gi selskapet store problemer dersom handelsblokader eller biologiske utfordringer rammer Norge, har konkurrentene også majoriteten av

produksjonen lokalisert i de samme kystområdene. Sett i forhold til bransjen kan en således argumentere for at Lerøys lokalisering danner grunnlag for konkurransepartiet.

Samlet sett viser VRIO-analysen at Lerøy har interne ressurser som gir grunnlag for en marginal midlertidig konkurransefordel i forhold til bransjen. Derfor forventes det at Lerøy vil oppnå en noe høyere rentabilitet enn bransjegjennomsnittet. Hvor stor betydning fordelen vil ha for Lerøys fremtidige lønnsomhet er derimot usikkert, ettersom veksten til et selskap over tid som regel vil være tilbakevendende til gjennomsnittet (Knivsflå, 2018f). Lerøys interne ressurser vil således sannsynligvis bare gi opphav til konkurransepartiet på lang sikt.

4.4 Oppsummering av den strategiske analysen

For å oppsummere et selskaps interne og eksterne faktorer benyttes en SWOT-analyse. SWOT-analysen fungerer som et bindeledd mellom den eksterne og den interne analysen (Roos et al., 2014, s. 167). Logikken bak en SWOT-analyse er at et selskap skal velge strategier som utnytter muligheter og nøytraliserer trusler gjennom bruk av selskapets sterke sider og ved i størst mulig grad å unngå bruk av selskapets svake sider (Barney, 2011, s. 10). Ved bruk av både PESTEL-analyse og Porters femkraftsmodell er det i den eksterne bransjeorienterte analysen kartlagt hvilke muligheter og trusler Lerøy står overfor. Lerøys interne forhold ble kartlagt gjennom anvendelse av VRIO-rammeverket, og reflekterer selskapets styrker og svakheter. Figur 4-4 oppsummerer funnene fra den strategiske analysen.



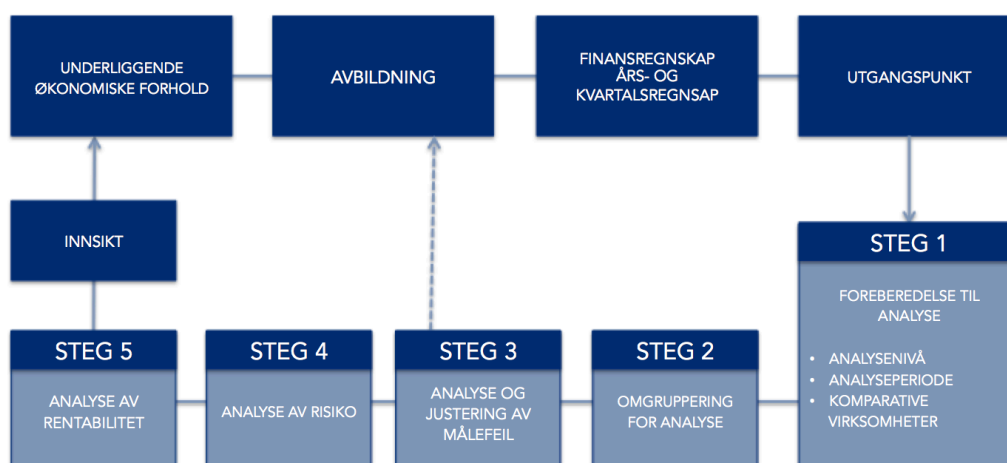
Figur 4-4: SWOT-analyse av Lerøy.

5 REGNSKAPSANALYSE

Hovedformålet med regnskapsanalysen er å få innsikt i et selskaps underliggende økonomiske forhold gjennom analyse av virksomhetens finansregnskap (Knivsflå, 2018g). Analyse av et selskaps historiske utvikling og nåværende posisjon, vil sammen med den strategiske kvalitative analysen benyttes til å utarbeide virksomhetens fremtidsregnskap. Siden det skal utarbeides en handlingsstrategi vil det være essensielt å gjøre regnskapsanalysen investororientert. Den finansielle rapporteringen er i stor grad kreditororientert, og således må det gjennomføres en omgruppering av regnskapet før den investororienterte analysen utføres.

5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse

Det blir tatt utgangspunkt i rammeverket til Knivsflå (2018g) for å utarbeide utredningens regnskapsanalyse. Rammeverket består av fire steg, og er presentert i figur 5-1.



Figur 5-1: Rammeverk for regnskapsanalyse (Knivsflå, 2018g).

Det første steget i analysen omhandler forberedelse til regnskapsanalysen, hvor det er avgjørende å foreta noen praktiske avgrensninger. Avgrensningene gjelder valg av analysenivå, valg av analyseperiode og valg av komparative virksomheter. Det andre steget i analysen innebærer omgruppering av de rapporterte regnskapstallene, og tilretteleggelse for analyse fra et investorperspektiv. Analyse og justering av målefeil utføres i det tredje steget. Det fjerde og femte steget i regnskapsanalysen omhandler forholdstallanalyser, der Lerøys risiko og rentabilitet blir analysert og sammenlignet med bransjegjennomsnittet. Steg fire og fem gjennomføres i kapittel 6, 7 og 8.

5.2 Forberedelse til regnskapsanalyse

Som en forberedelse til regnskapsanalysen er det avgjørende å avklare hvilken informasjon som skal benyttes, hvor lang analyseperioden skal være og hvilke komparative selskaper som sammen med Lerøy skal utgjøre gjennomsnittet i bransjen.

5.2.1 Valg av analysenivå

Det er flere måter en virksomhet kan analyseres på. En virksomhet kan analyseres enten separat som ulike datterselskaper og forretningsområder, eller samlet som en helhet. Hvilket analysenivå som er å foretrekke avhenger av flere forhold, blant annet hvor mange forretningsområder selskapet har og hvor ulike forretningsområdene er. I tillegg avhenger valget av analysenivå av tilgangen på regnskapsinformasjon for det enkelte forretningsområdet.

Ifølge Knivsflå (2018g) bør virksomheter med ulike forretningsområder analyseres basert på hvert enkelt forretningsområde, og ikke samlet. Som et resultat av at Lerøy er et vertikalt integrert selskap, fordeles selskapets aktiviteter seg på flere virksomhetsområder. At Lerøy har forskjellige forretningsområder, taler for at forretningsområdene bør analyseres hver for seg. En detaljert analyse av hvert enkelt forretningsområde ville imidlertid vært krevende å utføre på grunn av at tilgangen på regnskapsinformasjon er begrenset. Ved begrenset tilgjengelig regnskapsinformasjon vil separate analyser av de ulike forretningsområdene kunne lede til en unyansert og mangelfull regnskapsanalyse. Ettersom konsernets virksomhetsområder er tett integrerte, og gjensidig avhengige, anses det som hensiktsmessig å analysere Lerøy som et helhetlig selskap. Lerøys virksomhet utøves gjennom en rekke datterselskaper i Norge og i utlandet. Det finnes imidlertid begrenset regnskapsinformasjon vedrørende datterselskapene i konsernets års- og kvartalsrapporter, samt på Lerøys internettside. Begrenset regnskapsinformasjon om Lerøys datterselskaper trekker dermed også i retning av at Lerøy bør analyseres som et helhetlig selskap.

Selv om Lerøy skal analyseres som en samlet enhet, vil det være av betydning å diskutere hvorvidt det er konsernregnskapet eller morselskapets selskapsregnskap som skal analyseres. I selskapsregnskapet regnskapsføres investeringer i datterselskap som poster i resultat- og balanseregnskapet, mens i konsernregnskapet rapporteres regnskapstallene for både morselskapet og datterselskapene samlet i ett regnskap, der resultat og egenkapital deles opp i

majoritet og minoritet (Knivsflå, 2018g). Følgelig anses konsernregnskapet å gi et mer detaljert og helhetlig bilde av et konserns økonomiske stilling. Momentene tatt i betraktning tilsier at det vil være hensiktsmessig å benytte konsernregnskapet til Lerøy og de øvrige oppdrettsselskapene i den videre analysen.

5.2.2 Valg av analyseperiode

Valg av analyseperiode innebærer hvor mange år tilbake i tid som skal inkluderes i regnskapsanalysen. Valget avhenger av hvorvidt virksomheten er stabil eller om den har endret karakter over tid. I tilfeller der et selskap har drevet med samme type virksomhet over mange år, vil det være fordelaktig å velge en lang analyseperiode, da perioden inkluderer en lang tidsserie av forholdstall. Dersom virksomheten har endret seg over tid, bør det imidlertid velges en kort horisont, på grunn av at de eldste regnskapstallene vil være lite representative for dagens virksomhet. Valget av analyseperiode avhenger også av hvorvidt bransjen selskapet opererer i kan karakteriseres som syklisk. Dersom en virksomhet opererer i en syklisk bransje, vil det være essensielt at analyseperioden er lang nok til at den representerer både en oppgangs- og nedgangskonjunktur (Knivsflå, 2018g).

Oppdrettsbransjen har tradisjonelt vært syklisk, hvor endringer i forhold som er utenfor aktørenes kontroll, hovedsakelig lakseprisindeendringer, i betydelig grad har påvirket oppdrettsselskapenes lønnsomhet. Ettersom Lerøy og andre store aktører i oppdrettsbransjen har opplevd sterk vekst de senere årene gjennom oppkjøp, økning av antall konsesjoner og gjennom betydelige investeringer, vil eldre regnskapsinformasjon egne seg dårlig til å prognostisere fremtidig lønnsomhet. Eldre regnskapstall vil således være lite representative for dagens virksomhet, noe som trekker i retning av at en relativt kort analyseperiode vil være å foretrekke. En kort analyseperiode vil imidlertid medføre at sannsynligheten for at perioden utelukkende inkluderer kun en oppgangs- eller nedgangskonjunktur øker. Dersom perioden bare består av enten en oppgangs- eller nedgangskonjunktur, vil fremtidsutsiktene til bransjen følgelig kunne bli over- eller undervurdert, ved at svingningene i eksempelvis lakseprisen og dens påvirkning på oppdrettsselskapenes lønnsomhet bare i liten grad avdekkes. På bakgrunn av de diskuterte momentene er en analyseperiode på seks år valgt. En seksårig analyseperiode vil ta hensyn til både Lerøys vekst de siste årene, i tillegg til oppdrettsbransjens sykliske karakter. Det er følgelig perioden fra 2012 til 2017 som vil bli analysert. I enkelte tabeller benyttes regnskapsinformasjon fra 2011 for å beregne endring i forholdstall for 2012.

5.2.3 Valg av komparative virksomheter

Det er avgjørende å ha en sammenlignbar målestokk for å tolke Lerøys regnskapsanalyse. Det er derfor nødvendig å velge et utvalg av selskaper som kan sammenlignes med Lerøy. Utvalget av komparative virksomheter representerer et bransjegjennomsnitt, og utgjør et viktig sammenligningsgrunnlag for analysen av Lerøys finansielle risiko og lønnsomhet. De komparative selskapene som inngår i utredningens bransjegjennomsnitt er Marine Harvest, SalMar, Grieg Seafood og NRS. At det er betydelige forskjeller i størrelse mellom selskapene i utvalget representerer imidlertid en ulempe. Marine Harvest er den dominerende aktøren i bransjen, og har en omsetning som er syv ganger høyere enn NRS, fem ganger høyere enn Grieg Seafood og tre ganger høyere enn SalMar. Marine Harvest sin størrelse gjør at bransjegjennomsnittet i stor grad vil representere selskapets regnskapstall. Utelatelse av en viktig aktør som Marine Harvest vil derimot gjøre at bransjegjennomsnittet bare i noen utstrekning representerer den reelle bransjen, og det er dermed besluttet å inkludere Marine Harvest i bransjesnittet.

Av konsistenshensyn til Knivsfå (2018g) sitt rammeverk, er det besluttet å inkludere Lerøy i bransjegjennomsnittet. Hvorvidt verdsettelsesobjektet bør tas med i sammenligningsgrunnlaget kan derimot diskuteres. Det som taler for at Lerøy bør inkluderes i bransjegjennomsnittet, er at Marine Harvests dominerende posisjon da vil spille en mindre sentral rolle. Det som imidlertid taler mot inkludering av Lerøy, er at Lerøy til en viss grad vil bli sammenlignet med seg selv, og ikke med bransjen for øvrig, som er selve målet med utarbeidelsen av et bransjegjennomsnitt. Det at Lerøy er den nest største aktøren i utvalget, vil dessuten gjøre sammenligningsgrunnlaget enda mer likt Lerøy. Det er likevel ansett som mest hensiktsmessig å inkludere Lerøy i bransjegjennomsnittet, da Marine Harvest vil utgjøre en for stor del av bransjen hvis Lerøy ikke inkluderes.

5.3 Presentasjon av rapporterte tall

I det påfølgende presenteres Lerøys historiske resultatregnskap, balanse og endring i egenkapital, som er basert på Lerøys årsrapporter for årene 2012-2016. Ettersom Lerøys årsrapport for 2017 ikke ble tilgjengelig før i mai 2018, er regnskapsinformasjon for 2017 hentet fra selskapets kvartalsrapport for fjerde kvartal 2017. Det påpekes at kvartalsrapporter viser foreløpige tall, og er betydelig mindre detaljerte enn årsrapporter. Selv om regnskapstallene således ikke er helt korrekte, er det likevel ansett som bedre å inkludere de

foreløpige tallene enn å utelate dem. Grunnet lavt detaljnivå i kvartalsrapporten, har det vært nødvendig å splitte opp enkelte regnskapsposter. Oppsplittingen har vært nødvendig for både resultatregnskapet og balansen. I resultatregnskapet er *netto finansposter* blitt gruppert i *normal finansinntekt*, *normal finanskostnad* og *unormalt finansresultat*. I balansen er posten *finansielle anleggsmidler* blitt splittet opp i *investeringer i tilknyttede selskaper*, *investeringer i aksjer* og *langsiktige fordringer*. Fra kvartalsrapporten er også balansepostene *fordringer* splittet opp i *kundefordringer* og *andre driftsrelaterte fordringer*, *avsetning for forpliktelser* er delt inn i *utsatt skatt*, *pensjonsforpliktelser* og *annen langsiktig rentefri gjeld*, og *sum annen kortsiktig gjeld* er gruppert i *skyldige offentlige avgifter*, *betalbar skatt*, *leverandørgjeld* og *annen kortsiktig gjeld*. Historiske forholdstall for årene 2011-2016 er benyttet for å splitte opp regnskapstallene i kvartalsrapporten. Følgelig vil ikke de oppsplittede tallene for 2017 bli identiske med tallene som fremgår av årsrapporten for 2017. Til tross for at det eksisterer forskjeller mellom grupperte tall og virkelige regnskapstall for 2017, er det vurdert som mer hensiktsmessig å inkludere tall for 2017 enn å ekskludere dem. Tilsvarende oppsplitting basert på historisk vekting er utført for de komparative virksomhetene.

Regnskapstallene som presenteres tar utgangspunkt i oppstillingsplanen etter IFRS (IAS 1). For å skille mellom driftsrelaterte og finansielle regnskapsposter, samt normale og unormale poster, er det foretatt enkelte omgrupperinger. En omgruppering gjør resultatregnskapet investororientert, slik at det skiller mellom verdiskapning i selskapet og verdiutdeling fra selskapet (Sander, 2016). Resultatregnskapet og balansen til Lerøy for perioden 2012 til 2017 er presentert i tabell 5-1 og 5-2. I tabell 5-3 presenteres endring i egenkapitalen til Lerøy gjennom analyseperioden. Tabellene inkluderer i tillegg regnskapstall for 2011 for å få med endring i forholdstall.

Ved å studere historiske regnskapstall i tabell 5-1 fremkommer det at det særlig er endringer i posten *verdijustering av biologiske eiendeler* som er årsaken til variasjoner i Lerøys historiske resultater. Regnskapspostens betydning på resultatet kan illustreres ved å se på regnskapsårene 2016 og 2017. Til tross for at Lerøy opplevde høyere driftsinntekter i 2017 enn i 2016, er resultatene mer enn halvert. Justering og drøftelse av biologiske eiendeler finner sted i delkapittel 5.5.

RESULTATREGNSKAP FOR KONERNET	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	9 162 813	9 097 146	10 764 714	12 579 465	13 450 725	17 269 278	18 623 515
- Varekostnader	5 866 180	6 442 319	6 781 433	8 003 339	8 812 414	10 265 020	9 654 211
- Lønn og andre personalkostnader	967 789	1 031 872	1 094 464	1 270 880	1 411 024	1 785 537	2 438 259
- Andre driftskostnader	858 107	853 884	1 004 148	1 262 518	1 447 625	1 864 088	2 227 105
Driftsresultat før avskrivninger og verdijustering							
= av biologiske eiendeler (EBITDA)	1 470 737	769 071	1 884 669	2 042 729	1 779 663	3 354 632	4 303 940
- Avskrivninger	271 899	291 768	307 175	369 480	433 916	511 621	583 265
= Driftsresultat før unormale kostnader	1 198 838	477 303	1 577 494	1 673 249	1 345 747	2 843 011	3 720 675
+ Verdijustering av biologiske eiendeler	-615 767	294 735	764 229	-327 414	188 508	1 470 561	-1 716 309
- Nedskrivning av driftsrelaterte eiendeler	0	33 000	5 500	1 982	0	0	0
+ Gevinst/tap ved salg av driftsrelaterte eiendeler	14 060	5 795	53 805	117 409	34 206	457	-3 927
- Andre unormale driftskostnader (netto)	0	0	0	0	0	0	0
= Driftsresultat (EBIT)	597 131	744 833	2 390 028	1 461 262	1 568 461	4 314 030	2 000 440
+ Nettoresultat tilknyttede selskaper - normalt	19 741	24 831	192 188	91 939	61 376	262 783	302 651
+ Nettoresultat tilknyttede selskaper - unormalt	0	0	0	0	0	0	0
+ Finansinntekt - normal	41 229	33 972	17 951	21 006	12 169	18 539	50 578
- Finanskostnad - normal	121 821	128 691	120 258	124 229	126 295	150 670	251 026
+ Unormalt finansresultat	-1 292	-434	467	-16 567	-14 602	640	-9 175
= Resultat før skatt, diskontinuerlig virksomhet og minoritet	534 988	674 509	2 480 376	1 433 411	1 501 110	4 445 321	2 093 467
- Skattekostnad - normal	156 311	182 749	593 981	328 939	268 226	926 691	343 984
- Skattekostnad - unormal	0	0	0	0	0	0	0
= Resultat før diskontinuerlig virksomhet og minoritet	378 677	491 760	1 886 395	1 104 473	1 232 883	3 518 630	1 749 483
+ Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	0	0	0	0	0	0	0
= Resultat før minoritet	378 677	491 760	1 886 395	1 104 473	1 232 883	3 518 630	1 749 483
- Netto minoritetsresultat	-4 028	10 963	153 043	48 557	53 165	294 488	-11
= Årsresultat til majoritet	382 705	480 797	1 733 352	1 055 916	1 179 718	3 224 143	1 749 494

Tabell 5-1: Resultatregnskap til Lerøy i perioden 2011-2017 (Tall i 1000 NOK).

BALANSE FOR KONERNET	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Immaterielle eiendeler	3 885 419	3 993 598	3 998 948	4 276 654	4 391 452	8 049 507	8 048 479
+ Bygninger, tomter og andre driftsmidler	1 836 384	2 094 539	2 377 012	2 676 716	2 899 633	4 209 108	5 148 271
+ Investeringer i tilknyttede selskaper	329 168	331 056	735 071	566 965	670 952	730 875	1 014 601
+ Investeringer i aksjer	23 173	18 281	5 553	8 066	7 293	8 019	28 339
+ Langsiktige fordringer	8 453	8 607	26 171	32 263	17 246	76 679	46 017
= Sum anleggsmidler	6 082 597	6 446 081	7 142 755	7 560 664	7 986 576	13 074 189	14 285 707
Biologiske eiendeler	2 370 938	2 724 941	3 727 361	3 681 993	4 320 830	6 418 313	4 458 095
+ Andre varer	328 045	326 225	358 482	524 947	552 065	721 803	991 186
+ Kundefordringer	934 443	995 289	1 486 428	1 427 796	1 568 820	2 209 281	2 016 267
+ Andre driftsrelaterte fordringer	148 395	199 083	316 192	302 692	307 798	421 302	392 761
+ Kontanter og kontantekvivalenter	1 597 429	1 082 797	872 513	1 360 272	1 247 614	2 233 700	3 514 096
= Sum omløpsmidler	5 379 250	5 328 337	6 760 976	7 297 700	7 997 127	12 004 399	11 372 405
SUM EIENDELER	11 461 847	11 774 419	13 903 731	14 858 364	15 983 703	25 078 588	25 658 112
Innskutt egenkapital, majoritet	2 785 937	2 785 937	2 785 937	2 785 937	2 785 937	4 837 893	4 837 893
+ Opptjent egenkapital, majoritet	2 476 898	2 528 638	3 969 263	4 476 377	5 099 758	7 702 055	8 769 401
+ Ikke-kontrollerende eierinteresser	534 931	649 381	793 747	817 282	878 357	935 478	874 828
= Sum egenkapital	5 797 766	5 963 956	7 548 947	8 079 596	8 764 052	13 475 426	14 482 122
Utsatt skatt	1 083 693	1 230 458	1 486 972	1 531 262	1 567 973	2 802 271	2 299 033
+ Pensjonsforpliktelser	7 812	7 646	3 227	6 878	3 765	5 219	9 372
+ Annen langsiktig rentefri gjeld	7 168	44 788	36 700	131 980	126 674	121 958	104 861
+ Langsiktig rentebærende gjeld	2 429 365	2 402 770	2 356 803	2 767 118	2 377 123	4 541 276	4 946 254
= Sum langsiktig gjeld	3 528 038	3 685 662	3 883 702	4 437 238	4 075 535	7 470 724	7 359 520
Kortsiktige kreditter	760 977	911 887	682 574	469 276	1 465 144	1 094 089	830 009
+ Skyldige offentlige avgifter m.v.	62 386	66 915	103 656	70 073	123 457	263 991	177 366
+ Betalbar skatt	322 105	88 925	320 344	335 062	200 151	477 842	468 933
+ Leverandørgjeld	705 165	826 677	1 059 434	1 053 524	915 981	1 366 634	1 664 852
+ Annen kortsiktig gjeld	285 410	230 400	305 074	413 595	439 383	929 880	675 310
= Sum kortsiktig gjeld	2 136 043	2 124 802	2 471 082	2 341 530	3 144 116	4 132 438	3 816 470
Sum gjeld	5 664 081	5 810 464	6 354 784	6 778 768	7 219 651	11 603 162	11 175 990
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	11 461 847	11 774 419	13 903 731	14 858 364	15 983 703	25 078 588	25 658 112

Tabell 5-2: Balanseoppstilling til Lerøy i perioden 2011-2017 (Tall i 1000 NOK).

ENDRING I EGENKAPITAL	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Egenkapital 01.01 (Majoritet)	5 445 710	5 262 835	5 314 575	6 755 200	7 262 314	7 885 695	12 539 948
+ Totalresultat	379 166	431 474	1 813 827	1 049 590	1 274 774	3 115 688	1 842 322
- Betalt utbytte	545 774	382 042	382 042	545 774	654 928	654 928	774 506
+ Netto kapitalinnskudd	-16 267	2 308	8 840	3 300	3 957	2 178 245	387
+ Driftsrelatert «dirty surplus»	0	0	0	0	-422	15 246	-857
+ Finansielt «dirty surplus»	0	0	0	0	0	0	0
= Egenkapital 31.12 (Majoritet)	5 262 835	5 314 575	6 755 200	7 262 314	7 885 695	12 539 948	13 607 294

Tabell 5-3: Endring i egenkapital til Lerøy i perioden 2011-2017 (Tall i 1000 NOK).

5.4 Omgruppering for analyse

Ifølge Knivsfå (2018h) er målet med en omgrupperingsprosess å skreddersy regnskapsoppstillingene for analyse. Ettersom oppstillingene i regnskapene tar utgangspunkt i norsk god regnskapsskikk og reglene i IFRS, er de i utgangspunktet mer kreditororienterte enn investororienterte. En kreditororientert oppstillingsplan fokuserer på risiko, der blant annet rentedekning, kortsiktig likviditetsrisiko og langsiktig soliditetsrisiko står sentralt. Siden formålet med utredningen er å estimere verdien av egenkapitalen til Lerøy, er det essensielt å gjøre regnskapsoppstillingene mer investororienterte. Finansregnskapet må derfor omgrupperes for å vise normalisert verdiskapning og verdiutdeling til egenkapitalinvestorene, og for å forklare kildene til verdiskapningen og verdiutdelingen (Sander, 2016).

5.4.1 Omgruppering av resultatregnskapet

I henhold til Knivsfå (2018h) kan omgruppering av resultatregnskapet inndeles i fire steg:

- Steg 1: Identifisering av fullstendig nettoresultat
- Steg 2: Fordeling av fullstendig nettoresultat
- Steg 3: Identifisering av normale og unormale poster
- Steg 4: Fordeling av skattekostnad

Steg 1: Identifisering av fullstendig nettoresultat

For å estimere majoritetseierne sin andel av det fullstendig nettoresultatet til egenkapitalen vil følgende formel benyttes:

$$\text{Fullstendig nettoresultat} = \text{Rapportert årsresultat} + \text{Andre resultatelementer} + \text{«Dirty surplus»}$$

Formel 5-1: Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen.

Det rapporterte årsresultatet for kontrollerende eierinteresser hentes direkte fra Lerøys resultatregnskap. Til tross for at annet fullstendig resultat, som i formel 5-1 representerer *andre resultatelementer*, etter norsk god regnskapsskikk settes lik null, skal posten inkluderes ettersom Lerøy rapporterer i henhold til reglene i IFRS. Posten kan hentes direkte fra Lerøys totalresultatoppstilling. «Dirty surplus» oppstår som følge av brudd på kongruensprinsippet, ved at inntekter og kostnader blir ført direkte mot egenkapitalen, og ikke til resultatregnskapet eller oppstillingen av totalresultatet. I utgangspunktet skal «dirty surplus» settes lik null siden Lerøy rapporterer etter IFRS, men i enkelte tilfeller kan likevel noen typer inntekter og kostnader føres direkte mot egenkapitalen (Knivsflå, 2018h). Emisjonskostnader og egenkapitaljusteringer i tilknyttede selskaper er eksempler på poster som kan klassifiseres som «dirty surplus». Tabell 5-4 viser fullstendig nettoresultat for Lerøy i perioden 2011 til 2017.

FULLSTENDIG NETTORESULTAT	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Årsresultat til majoritet	382 705	480 797	1 733 352	1 055 916	1 179 718	3 224 143	1 749 494
+ Andre driftsrelaterte resultatelementer	1 622	-15 037	72 177	78 745	90 227	-149 389	72 490
+ Andre finansielle resultatelementer	-5 161	-34 286	8 298	-85 071	4 829	40 934	20 338
= Rapportert totalresultat	379 166	431 474	1 813 827	1 049 590	1 274 774	3 115 688	1 842 322
+ Driftsrelatert «dirty surplus»	0	0	0	0	-422	15 246	-857
+ Finansielt «dirty surplus»	0	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	379 166	431 474	1 813 827	1 049 590	1 274 352	3 130 934	1 841 465

Tabell 5-4: Fullstendig nettoresultat til Lerøy i perioden 2011-2017 (Tall i 1000 NOK).

Steg 2: Fordeling av fullstendig nettoresultat

Det fullstendige nettoresultatet deles inn i driftsrelaterte og finansrelaterte poster. Ved fordeling av fullstendig nettoresultat oppgis resultatene fra de forskjellige kapitalene i balansen før skatt (Knivsflå, 2018h). Figur 5-2 illustrerer postene som skal fordeles. For å fordele det fullstendige nettoresultatet, er det essensielt å finne kildene til resultatet. I figur 5-2 består inntektskildene av driftsresultat og finansinntekter. I tillegg til å finne kildene til resultatet, er det videre nødvendig å undersøke hvordan resultatet fordeles på finanskostnader, skattekostnader, minoritetsresultat og resultat til egenkapital. Selv om en rekke regnskapsposter enkelt kan deles opp i driftsrelaterte og finansrelaterte poster, er det noen poster som krever en nærmere drøftelse for å kunne deles opp korrekt (Knivsflå, 2018h).



Figur 5-2: Fordeling av fullstendig nettoresultat.

Tilknyttede selskaper

Lerøy har eierinteresser på mellom 20 % og 50 % i flere virksomheter, som videre i analysen vil betraktes som tilknyttede selskaper. Investeringene i tilknyttede selskaper er regnskapsført etter egenkapitalmetoden i henhold til norsk god regnskapsskikk og reglene i IFRS. Lerøys prosentvise andel av nettoresultatet i de tilknyttede selskapene er resultatført som finansposter i konsernets regnskaper (Lerøy Seafood Group, 2017). Etersom majoriteten av de tilknyttede selskapene har virksomhet som er nært knyttet til driften i Lerøy, vil resultatandelen fra tilknyttede selskaper i det påfølgende klassifiseres som en driftsrelatert post.

Andre resultatelementer

Andre resultatelementer inneholder både driftsrelaterte og finansrelaterte elementer. Basert på informasjon hentet fra Lerøys års- og kvartalsrapporter vil postene *omregningsdifferanser*, *estimataavvik* *pensjoner* og *verdiendringer fra tilknyttede selskaper* betraktes som driftsrelaterte poster, ettersom de i stor grad er knyttet til driftsrelaterte aktiviteter. Som et resultat av at postene *gevinster på salg av aksjer tilgjengelig for salg*, *verdiendring på aksjer tilgjengelig for salg* og *verdiendring av finansielle instrumenter* er relatert til finansielle aktiviteter, er de klassifisert som finansrelaterte poster. Til tross for at verdiendringer av finansielle instrumenter inneholder enkelte elementer som er relatert til driften, består regnskapsposten av en større andel kostnader knyttet til rentebytteavtaler. Dermed er verdiendringer av finansielle instrumenter samlet sett vurdert som en finansrelatert regnskapspost.

«Dirty surplus»

Det er i Lerøys tilfelle få poster som kan klassifiseres som «dirty surplus» i perioden 2011-2017. Basert på selskapets års- og kvartalsrapporter er postene *egenkapitaljusteringer i tilknyttede selskaper* samt *diverse andre justeringer* vurdert som driftsrelatert «dirty surplus». Årsaken til klassifiseringen er at justeringene er vurdert til å være knyttet til Lerøys drift.

Endringene er i tillegg blitt ført direkte mot selskapets egenkapital, og således ikke via resultatregnskapet. Det er kun årene 2015, 2016 og 2017 som har poster som kan klassifiseres som «dirty surplus» i løpet av syvårsperioden.

Tabell 5-5 og 5-6 viser, med bakgrunn i de drøftede momentene, Lerøys fullstendige drifts- og finansresultat før skatt for perioden fra 2011 til 2017.

FULLSTENDIG DRIFTSRESULTAT FØR SKATT	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	9 162 813	9 097 146	10 764 714	12 579 465	13 450 725	17 269 278	18 623 515
- Driftskostnader	7 963 975	8 619 843	9 187 220	10 906 217	12 104 979	14 426 266	14 902 840
= Driftsresultat fra egen virksomhet	1 198 838	477 303	1 577 494	1 673 248	1 345 746	2 843 012	3 720 675
+ Resultat fra driftstilknyttet virksomhet	19 741	24 831	192 188	91 939	61 376	262 783	302 651
+ Andre driftsrelaterte resultatelementer	1 622	-15 037	72 177	78 745	90 227	-149 389	72 490
+ Driftsrelatert «dirty surplus»	0	0	0	0	-422	15 246	-857
= Fullstendig driftsresultat før skatt	1 220 201	487 097	1 841 859	1 843 932	1 496 927	2 971 652	4 094 959

Tabell 5-5: Fullstendig driftsresultat før skatt til Lerøy i perioden 2011-2017 (Tall i 1000 NOK).

FULLSTENDIG FINANSRESULTAT FØR SKATT	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Finansinntekt	44 460	36 939	22 256	35 849	12 498	27 104	61 968
- Finanskostnad	126 344	132 092	124 096	155 639	141 226	158 595	271 591
+ Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	0	0	0	0	0	0	0
+ Andre finansielle resultatelementer	-5 161	-34 286	8 298	-85 071	4 829	40 934	20 338
+ Finansielt «dirty surplus»	0	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig finansresultat før skatt	-87 045	-129 439	-93 542	-204 861	-123 899	-90 557	-189 285

Tabell 5-6: Fullstendig finansresultat før skatt til Lerøy i perioden 2011-2017 (Tall i 1000 NOK).

Steg 3: Identifisering av normale og unormale poster

Videre kan det fullstendige resultatet deles inn i normale og unormale regnskapsposter. Normale regnskapsposter er varige og permanente poster som er ventet å komme tilbake hver periode, og er dermed relevante for fremtiden. Eksempler på normale regnskapsposter er driftsinntekter, driftskostnader, renteinntekter og rentekostnader. Felles for samtlige av postene er at det ikke forventes store endringer i dem, gitt samme markedsposisjon (Knivsflå, 2018h).

Unormale regnskapsposter er i henhold til Knivsflå (2018h) en- eller fågangposter som bare virker inn på én eller et fåtall perioder, og er dermed lite relevante for fremtiden. En- eller

fågangsposter vil være ustabile og variere mye fra år til år. Nedskrivninger av driftsmidler, gevinst eller tap ved salg av eiendeler og verdiendring på finansielle instrumenter er typiske eksempler på unormale regnskapsposter.

Mens normale poster ofte følger en stabil trend, vil en ustabil trend indikere at posten er unormal. Ettersom det kun er normale regnskapsposter som er relevante for å predikere fremtiden, er det avgjørende å skille de normale postene fra de unormale postene.

Selv om inndeling av normale og unormale regnskapsposter er essensielt for å predikere fremtidig regnskap, eksisterer det utfordringer med inndelingen. Skillet mellom normale og unormale poster gir ledelsen i en virksomhet mulighet til å manipulere inntekter og kostnader, og dermed bevisst villede regnskapsbrukeren. I noen tilfeller kan ledelsen i et selskap ha interesse av å legge enkelte unormale inntektsposter under normale poster, og enkelte normale kostnadsposter under unormale poster. I visse tilfeller vil således det normale resultatet kunne bli kunstig høyt. Dersom et selskap har en lønnsomhet etter korreksjon for unormale regnskapsposter som avviker vesentlig fra konkurrentene, vil det være viktig med nærmere analyser for å finne en plausibel forklaring på lønnsomhetsforskjellen. Hvis det derimot ikke er mulig å finne en rimelig forklaring, er trolig inntektene overvurdert eller kostnadene rapportert for lave. Ettersom det er styret i et selskap som har ansvar for at ledelsen rapporterer i henhold til lovverket, vil et svakt styre i mange tilfeller være en av hovedårsakene til at regnskapsmanipulasjon oppstår (Heskestad, 2015).

Det kan videre diskuteres hvorvidt noen regnskapsposter i et langt tidsperspektiv faktisk kan klassifiseres som unormale poster. En stor nedskrivning vil eksempelvis ikke være unormalt for et børsnotert selskap i løpet av en lang analyseperiode, men nedskrivningen kan virke forstyrrende dersom en kort analyseperiode legges til grunn. Til tross for utfordringer forbundet med å skille normale fra unormale regnskapsposter, samt hvorvidt det over lang tid eksisterer poster som kan anses som unormale, er det vurdert som mer hensiktsmessig å inkludere inndelingen enn å utelate den. Utredningen vil dermed følge Knivsflås fremgangsmåte, og ta utgangspunkt i Lerøys rapporterte regnskapstall for perioden 2011-2017. I det påfølgende vil unormale poster som er relevante for Lerøy drøftes nærmere.

Unormale driftsrelaterte regnskapsposter:

✓ Verdijustering av biologiske eiendeler reguleres i henhold til IAS 41, der hovedregelen er at biologiske eiendeler skal måles til virkelig verdi fratrukket salgskostnader. Hovedregelen innebærer at lakseprisen på balansedagen skal benyttes for å fastsette totalverdien på den utestående biomassen. Verdien av biologiske eiendeler justeres således både for prisendringer og for endringer i biomassen. Ettersom verdijusteringer vil eksistere i alle regnskapsperioder, kan det argumenteres for at posten bør regnes som normal. Det som imidlertid trekker i retning av at regnskapsposten ikke bør klassifiseres som normal, er at posten kan påvirkes betydelig av prisendringer, i tillegg til at det er knyttet usikkerhet til hva virkelig pris er på realisasjonstidspunktet. Momentene tatt i betraktning indikerer at det samlet sett vil være mest naturlig å klassifisere verdijustering av biologiske eiendeler som en unormal regnskapspost. Det påpekes dessuten at realiserte prisseffekter allerede implisitt er tatt høyde for i rapporterte driftsinntekter. Som et resultat av at det fra år til år vil være store forskjeller på faktisk pris på realisasjonstidspunktet, samt store endringer i mengden fisk i sjøen, utgjør regnskapsposten den største unormale posten i regnskapet.

✓ Nedskrivning av driftsrelaterte eiendeler vurderes som en unormal regnskapspost. Årsaken er at nedskrivninger oppstår ved at en virksomhets eiendeler uforutsett taper sin verdi, og dermed vil det være vanskelig å predikere nedskrivninger for fremtidige år.

✓ Gevinst/tap ved salg av driftsrelaterte eiendeler opptrer sporadisk, og det forventes følgelig ikke at regnskapsposten vil gi noen god prediksjonsverdi. Posten er derfor klassifisert som unormal.

✓ Andre driftsrelaterte resultatelementer og driftsrelatert «dirty surplus» er også klassifisert som unormale poster. Begrunnelsen for klassifiseringen er at postene varierer fra år til år, noe som gjør at postene ikke vil gi en troverdig prediksjonsverdi.

Med bakgrunn i drøftede elementer viser tabell 5-7 Lerøys unormale driftsresultat.

UNORMALT DRIFTSRESULTAT	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Verdijustering av biologiske eiendeler	-615 767	294 735	764 229	-327 414	188 508	1 470 561	-1 716 309
- Nedskrivning av driftsrelaterte eiendeler	0	33 000	5 500	1 982	0	0	0
+ Gevinst/tap ved salg av driftsrelaterte eiendeler	14 060	5 795	53 805	117 409	34 206	457	-3 927
+ Netto andre unormale driftsinntekter/driftskostnader	0	0	0	0	0	0	0
+ Nettoresultat fra tilknyttede virksomheter - unormalt	0	0	0	0	0	0	0
+ Andre driftsrelaterte resultatelementer	1 622	-15 037	72 177	78 745	90 227	-149 389	72 490
+ Driftsrelatert «dirty surplus»	0	0	0	0	-422	15 246	-857
= Resultat av unormale driftsrelaterte poster	-600 085	252 493	884 711	-133 242	312 519	1 336 875	-1 648 603

Tabell 5-7: Unormalt driftsresultat til Lerøy i perioden 2011-2017 (Tall i 1000 NOK).

Unormale finansrelaterte regnskapsposter:

✓ Unormale finansinntekter og finanskostnader inkluderer valutagevinster/valutatap samt andre finansinntekter og andre finanskostnader. I tillegg til manglende spesifisering av postene i Lerøys regnskapsrapporter, følger ikke postene en klar og stabil trend, og det er dermed vanskelig å forutse hvordan de vil utvikle seg i tiden fremover. Regnskapspostene vil følgelig ikke være egnet for prognoseformål, og klassifiseres derfor som unormale.

✓ Andre finansielle resultatelementer klassifiseres som unormale regnskapsposter og består hovedsakelig av gevinster/tap ved rentebytteavtaler samt gevinster/tap ved valutaterminkontrakter.

I lys av drøftede elementer viser tabell 5-8 Lerøys unormale finansresultat for perioden 2011 til 2017.

UNORMALT FINANSRESULTAT	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Unormale finansinntekter	3 231	2 967	4 305	14 843	329	8 565	11 390
– Unormale finanskostnader	4 523	3 401	3 838	31 410	14 931	7 925	20 565
+ Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	0	0	0	0	0	0	0
+ Andre finansielle resultatelementer	-5 161	-34 286	8 298	-85 071	4 829	40 934	20 338
+ Finansielt «dirty surplus»	0	0	0	0	0	0	0
= Resultat av unormale finansrelaterte poster	-6 453	-34 720	8 765	-101 638	-9 773	41 574	11 163

Tabell 5-8: Unormalt finansresultat til Lerøy i perioden 2011-2017 (Tall i 1000 NOK).

Steg 4: Fordeling av skattekostnad

Etter inndeling av normale og unormale regnskapsposter, er det siste steget i omgrupperingsprosessen av resultatregnskapet fordeling av skattekostnad. Fordeling av skattekostnaden gjør det mulig å fordele nettoresultatene etter skatt til de forskjellige kapitalene.

Selskappsskattesatsen har endret seg flere ganger i løpet av analyseperioden. Til og med 2013 var skattesatsen på 28 %, i 2014 og 2015 ble den redusert til 27 % og i 2016 ble den ytterligere redusert til 25 %. Skattesatsen ble videre satt ned til 24 % i 2017. Selv om satsen i 2018 er på 23 %, vil siste års skattesatsendring ikke få betydning for omgrupperingen i analyseperioden.

Som en konsekvens av uttaksmodellen i skatteloven, som innebærer at utbytte og aksjegevinst ikke blir skattlagt på selskapsnivå, vil den effektive finansinntektsskattesatsen være noe lavere enn selskapsskattesatsen. Formel 5-2 angir formelen for finansinntektsskattesatsen.

$$\text{Finansinntektsskattesatsen} = \frac{(\text{Selskapsskattesats} \cdot \text{Renteinntekter o.l.} + 0 \cdot \text{Utbytte o.l.})}{\text{Finansinntekter}}$$

Formel 5-2: Finansinntektsskattesatsen.

Lerøys finansinntektsskattesats for perioden 2011 til 2017 er beregnet i tabell 5-9.

BEREGNING AV FINANSINTEKTSSKATTESATSEN	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Renteinntekter og lignende	41 229	33 972	19 373	21 006	12 169	26 179	50 578
+ Utbytteinntekter og lignende	3 231	2 967	2 883	14 843	329	925	11 390
= Finansinntekter	44 460	36 939	22 256	35 849	12 498	27 104	61 968
Finansinntektsskattesatsen	25,97 %	25,75 %	24,37 %	15,82 %	26,29 %	24,15 %	19,59 %

Tabell 5-9: Finansinntektsskattesats til Lerøy i perioden 2011-2017 (Tall i 1000 NOK).

Foruten 2016, har Lerøys finansinntektsskattesats i samtlige år i analyseperioden vært lavere enn selskapsskattesatsen. Finansinntektsskattesatsen blir videre brukt for å beregne skatt på finansinntektene og skatt på det unormale finansresultatet.

Den gjennomsnittlige driftsskattesatsen representerer et selskaps normaliserte driftsskattesats, og blir benyttet til å kalkulere unormal driftsskattesats. Formelen for beregning av driftsskattesatsen er gitt ved formel 5-3.

$$\text{Driftsskattesats} = \frac{\text{Driftsrelatert skattekostnad}}{\text{Driftsresultat før skatt}} = \frac{\text{NSK} - \text{fiss} \cdot \text{FI} - \text{ufrss} \cdot \text{UFR} + \text{fkss} \cdot \text{FK}}{\text{DR} + \text{UDR}}$$

NSK = Normal skattekostnad
 FI = Normale finansinntekter med normal skattesats (fiss)
 FK = Normale finanskostnader med normal skattesats (fkss)
 UFR = Unormalt finansresultat med skattesats (utrss)
 DR = Normalt driftsresultat
 UDR = Unormalt driftsresultat

Formel 5-3: Driftsskattesatsen.

Tabell 5-10 og 5-11 viser beregning av henholdsvis årlig driftsskattesats og årlig unormal driftsskattesats. I tabell 5-11 er den normaliserte driftsskattesatsen beregnet ut fra det minst ekstreme av gjennomsnittet og medianen av driftsskattesatsene for perioden 2012 til 2017.

Den minst ekstreme prosentsetsen er gjennomsnittet på 23,40 %, og følgelig er Lerøys normaliserte driftsskattesats for samtlige år i analyseperioden satt til 23,40 %.

BEREGNING AV NORMAL DRIFTSSKATTESATS	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	GJENNOMSNIITT	MEDIAN
Driftsrelatert skattekostnad	180 051	210 146	623 164	361 779	302 965	959 727	396 120		
/ Driftsresultat før skatt	597 131	744 833	2 390 028	1 461 262	1 568 461	4 314 030	2 000 440		
= Driftsskattesats	30,15 %	28,21 %	26,07 %	24,76 %	19,32 %	22,25 %	19,80 %	23,40 %	23,50 %

Tabell 5-10: Driftsskattesats til Lerøy i perioden 2011-2017 (Tall i 1000 NOK).

BEREGNING AV UNORMAL DRIFTSSKATTESATS	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsskattesats	30,15 %	28,21 %	26,07 %	24,76 %	19,32 %	22,25 %	19,80 %
- Normalisert driftsskattesats	23,40 %	23,40 %	23,40 %	23,40 %	23,40 %	23,40 %	23,40 %
= Unormal driftsskattesats	6,75 %	4,81 %	2,67 %	1,36 %	-4,09 %	-1,15 %	-3,60 %

Tabell 5-11: Unormal driftsskattesats til Lerøy i perioden 2011-2017 (Tall i 1000 NOK).

Tabell 5-12 viser den fullstendige oversikten over den fordelte skattekostnaden. Metoden som er benyttet i tabell 5-12 er detaljert, teoretisk og forutsetter at de forskjellige regnskapspostene har ulike skattesatser. I praksis er det vanlig å bruke samme skattesats på de ulike regnskapspostene. Ettersom bruk av den praktiske tilnærmingen ville gitt omtrent samme resultater som den teoretiske tilnærmingen, er det i utredningen besluttet at det er Knivsflås teoretiske metode som skal benyttes til å fordele skattekostnaden.

FORDELING AV SKATTEKOSTNAD	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Normal driftsskattekostnad	280 547	111 697	369 159	391 567	314 926	665 311	870 698
+ Skatt på finansinntekter	10 705	8 748	4 375	3 323	3 199	4 477	9 908
- Skatt på finanskostnader	34 110	36 033	33 672	33 542	34 100	37 668	60 246
+ Skatt på unormalt driftsresultat	-181 431	75 481	211 856	-52 484	43 020	327 252	-340 635
+ Unormal skatt på normalt driftsresultat	80 935	22 969	42 149	22 695	-54 981	-32 836	-133 943
+ Skatt på unormalt finansresultat	-335	-112	114	-2 621	-3 839	155	-1 797
+ Unormal skatt	0	0	0	0	0	0	0
= Rapportert skattekostnad	156 311	182 749	593 981	328 939	268 226	926 691	343 984

Tabell 5-12: Fordeling av skattekostnad til Lerøy i perioden 2011-2017 (Tall i 1000 NOK).

Basert på de fire stegene for omgruppering av resultatregnskap, viser tabell 5-13 Lerøys omgrupperte resultatregnskap for perioden 2011 til 2017.

OMGRUPPERT RESULTATREGNSKAP	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	9 162 813	9 097 146	10 764 714	12 579 465	13 450 725	17 269 278	18 623 515
- Varekostnader	5 866 180	6 442 319	6 781 433	8 003 339	8 812 414	10 265 020	9 654 211
- Lønn og andre personalkostnader	967 789	1 031 872	1 094 464	1 270 880	1 411 024	1 785 537	2 438 259
- Andre driftskostnader	858 107	853 884	1 004 148	1 262 518	1 447 625	1 864 088	2 227 105
- Avskrivninger	271 899	291 768	307 175	369 480	433 916	511 621	583 265
= Driftsresultat fra egen virksomhet	1 198 838	477 303	1 577 494	1 673 248	1 345 746	2 843 012	3 720 675
- Driftsrelatert skattekostnad	280 547	111 697	369 159	391 567	314 926	665 311	870 698
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	918 291	365 606	1 208 335	1 281 681	1 030 820	2 177 701	2 849 977
+ Nettoresultat fra tilknyttede selskaper	19 741	24 831	192 188	91 939	61 376	262 783	302 651
= Netto driftsresultat	938 032	390 437	1 400 523	1 373 620	1 092 196	2 440 484	3 152 628
+ Netto finansinntekt	30 524	25 224	13 576	17 683	8 970	14 062	40 670
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	968 555	415 661	1 414 099	1 391 303	1 101 166	2 454 547	3 193 298
- Netto finanskostnad	87 711	92 658	86 586	90 687	92 195	113 003	190 780
- Netto minoritetsresultat	-4 028	10 963	153 043	48 557	53 165	294 488	-11
= Nettoresultat til egenkapital	884 872	312 040	1 174 470	1 252 059	955 805	2 047 056	3 002 530
+ Unormalt netto driftsresultat	-499 589	154 044	630 706	-103 453	324 480	1 042 458	-1 174 025
+ Unormalt netto finansresultat	-6 118	-34 608	8 651	-99 017	-5 934	41 419	12 960
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	379 166	431 474	1 813 827	1 049 590	1 274 352	3 130 934	1 841 465
- Netto betalt utbytte	562 041	379 734	373 202	542 476	650 971	-1 523 319	774 119
= Endring i egenkapital	-182 875	51 740	1 440 625	507 114	623 381	4 654 253	1 067 346

Tabell 5-13: Omgruppert resultatregnskap til Lerøy i perioden 2011-2017 (Tall i 1000 NOK).

5.4.2 Omgruppering av balansen

Balansen som presenteres i finansregnskapet er utarbeidet etter et kreditorperspektiv, og fokuserer dermed på likviditeten til eiendelene samt forfallstiden til gjelden (Sander, 2016). Ettersom det ved verddivurdering av et selskap er viktig å gjøre balanseoppstillingen investororientert, vil det være essensielt å omgruppere balansen. Ved omgruppering av balansen skilles det mellom eiendeler knyttet til drift, og kapital som finansierer driftseiendelene. En slik inndeling skiller verdiskapningen som skjer gjennom å investere eller sysselsette kapital, det vil si verdiskapningen av å sette kapital i drift, fra den kapitalen som kommer fra egenkapitalinvestorene og långiverne. Omgruppering av balansen inndeles i fire steg (Knivsflå, 2018i):

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

Steg 2: Klargjøre hva som er drift og finansiering av totalbalansen

Steg 3: Fra total kapital til sysselsatt kapital

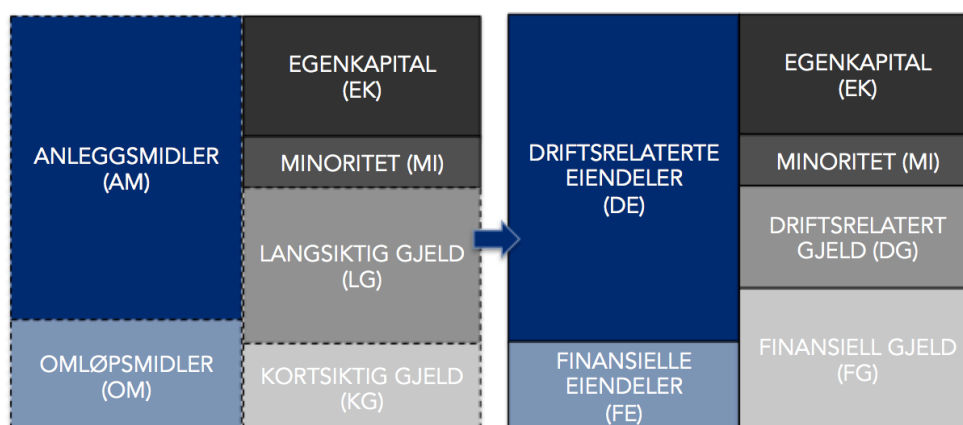
Steg 4: Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

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

Som et resultat av at en investororientert regnskapsanalyse fokuserer på eierne av en virksomhet, vil eventuell avsatt utbytte ikke anses som gjeld, men som egenkapital som snart skal tilbakebetales til selskapets aksjonærer. Til tross for at foreslått utbytte etter norsk god regnskapsskikk skal føres som kortsiktig gjeld, innebærer reglene i IFRS at avsatt utbytte skal klassifiseres som egenkapital inntil generalforsamlingen vedtar det (Knivsflå, 2018i). Gitt at Lerøy sin ordinære generalforsamling ikke finner sted før i mai 2018, medfører klassifiseringen at selskapets egenkapital per 31.12.2017 allerede er redusert med et beløp tilsvarende betalt utbytte for inntektsåret 2017. Ettersom Lerøy følger IFRS, vil det således ikke være nødvendig å gjennomføre en omgruppering av utbyttet for analyseformål.

Steg 2: Klargjøre hva som er drift og finansiering av totalbalansen

Den rapporterte totalbalansen er kreditororientert, og baserer seg på inndeling av eiendeler og forpliktelser etter kort og lang sikt. I en investororientert balanseoppstilling vil det derimot fokuseres på å skille drift fra finansiering, på samme måte som for resultatelementene. Driftsrelaterte eiendeler er eiendeler som inngår i et selskaps driftssyklus, mens finansrelaterte eiendeler vil være pengeplasseringer og andre driftsfremmede eiendeler. Det er viktig at det er konsistens mellom klassifiseringen av drifts- og finansrelaterte balanseposter og resultatposter (Knivsflå, 2018i). Poster som er kategorisert som driftsrelaterte i balansen må være gruppert under driftsresultatet i resultatregnskapet. Tilsvarende skal regnskapsposter som er klassifisert som finansposter ligge utenfor driftsresultatet. Figur 5-3 viser forskjellene mellom en typisk kreditororientert balanseoppstilling og en mer investororientert oppstilling.



Figur 5-3: Omgruppering av balansen for å skille mellom drift og finans (Knivsflå, 2018i).

I det påfølgende vil det diskuteres hvorvidt relevante balanseposter for Lerøy i analyseperioden kan klassifiseres som driftsrelaterte eller finansrelaterte poster. De ulike eiendelene deles inn i driftsrelaterte anleggsmidler og omløpsmidler eller finansrelaterte eiendeler, mens forpliktelser splittes inn i kortsiktig eller langsiktig driftsrelatert eller finansiell gjeld.

Driftsrelaterte eiendeler:

✓ Immaterielle eiendeler, som inkluderer konsesjoner, rettigheter og goodwill, er alle eiendeler som er tett knyttet til Lerøys drift. Immaterielle eiendeler vil derfor klassifiseres som driftsrelaterte anleggsmidler.

✓ Ettersom varige driftsmidler tilhører driften og er ment å generere inntekter over en lang tidsperiode, er eiendelene ansett som driftsrelaterte anleggsmidler.

✓ Investeringer i tilknyttede selskaper verdsettes etter egenkapitalmetoden, der Lerøys andel av egenkapital balanseføres og selskapets resultatandel inntektsføres. Til tross for at IFRS ikke setter klare føringer på hvor regnskapsposten skal plasseres i resultatregnskapet, velger Lerøy å kategorisere investeringer i tilknyttede selskaper som finansielle anleggsmidler. Ettersom de tilknyttede selskapene har virksomhet innen samme forretningsområde som Lerøy, og således driver med virksomhet som inngår i Lerøys verdikjede, er det i utredningen besluttet å klassifisere investeringene som driftsrelaterte anleggsmidler.

✓ Biologiske eiendeler og andre varer, som hovedsakelig består av fôr, emballasje, råvarer og ferdigvarer, anses som driftsrelaterte omløpsmidler på grunn av at de er knyttet til Lerøys operasjonelle drift.

✓ Som et resultat av at kundefordringer er relatert til salg, anses balanseposten som et driftsrelatert omløpsmiddel.

✓ Andre fordringer består hovedsakelig av tilgode merverdiavgift, forskuddsbetalinger samt valutaterminkontrakter og effekter av virkelig verdi sikring, og inngår som en del av Lerøys driftssyklus. Det fremkommer ikke av Lerøys noteopplysninger hva som ytterligere inngår i balanseposten. I henhold til Knivsflå (2018i) skal andre fordringer i tvilstilfeller klassifiseres som driftsrelaterte eiendeler, og balanseposten klassifiseres derfor som driftsrelaterte omløpsmidler.

Driftsrelatert gjeld:

✓ Utsatt skatt oppstår ved midlertidige balanseforskjeller, og skal ikke betales før underliggende eiendeler selges. Som et resultat av at utsatt skatt stammer fra driftsrelaterte aktiviteter, anses det som langsiktig driftsrelatert gjeld.

✓ Fordi Lerøys pensjonsforpliktelser er relatert til selskapets lønnskostnader, er pensjonsforpliktelser ansett som langsiktig driftsrelatert gjeld. Også andre forpliktelser er klassifisert som langsiktig driftsrelatert gjeld.

✓ Leverandørgjeld, skyldige offentlige avgifter, betalbar skatt og annen kortsiktig gjeld er ikke-rentebærende gjeld og anses å være relatert til Lerøys operasjonelle drift. Balansepostene klassifiseres derfor som kortsiktig driftsrelatert gjeld.

Finansielle eiendeler:

✓ Investeringer i aksjer klassifiseres av Lerøy som tilgjengelige for salg, og anses derfor ikke som knyttet til selskapets drift. Investeringer i aksjer tilgjengelig for salg er følgelig klassifisert som finansielle eiendeler.

✓ Til tross for mangelfull spesifisering i notene angående langsiktige fordringer for de fleste av årene i analyseperioden, er det, med utgangspunkt i notespesifikasjonen for 2016, nærliggende å anta at langsiktige fordringer er rentebærende. Langsiktige fordringer består hovedsakelig av lån til tilknyttede selskaper, og kategoriseres dermed i sin helhet som finansielle eiendeler.

✓ Kontanter og kontantekvivalenter er likvide midler som er nødvendig for å opprettholde driften i et selskap. Eiendelene kan derfor i prinsippet betraktes som driftsrelaterte. Overskuddslikviditet, som i hovedsak er kapitalplasseringer med avkastning gjennom renter, representerer imidlertid en finansiell kontantdel som ikke er avgjørende for de operasjonelle aktivitetene i selskapet. Overskuddslikviditet kan således trekkes ut av virksomheten uten at det vil få konsekvenser for verdien av driften. Til tross for at det ville vært optimalt å skille mellom kontanter som behøves for drift på den ene siden og overskuddslikviditet på den andre siden, vil en slik oppsplitting være krevende og vanskelig å beregne. Derfor foretas det en praktisk forenkling ved at kontanter og kontantekvivalenter i sin helhet klassifiseres som finansielle eiendeler.

Finansiell gjeld:

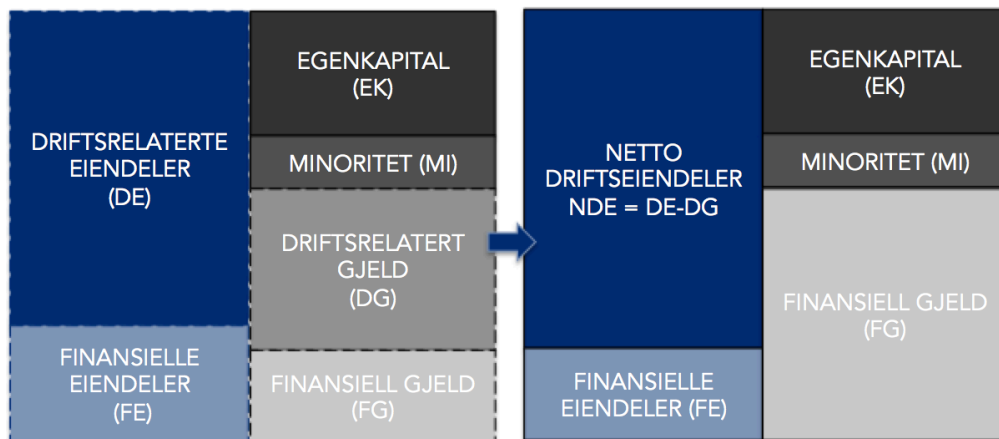
✓ Ettersom kortsiktige kreditter er rentebærende gjeld, er det besluttet at balanseposten vurderes som finansiell gjeld.

✓ Langsiktig rentebærende gjeld er rentebærende gjeld og inkluderer virkelig verdi på rentebytteavtaler, valutaterminkontrakter, finansielle kjøps- og salgskontrakter på laks samt bunkersderivater. Til tross for at det kan hevdes at valutaterminkontrakter og laksepriskontrakter er nært knyttet til Lerøys drift, er balanseposten langsiktig rentebærende gjeld ansett som finansiell gjeld, for at det skal være konsistens mellom klassifisering av balanseposter og tilhørende resultatposter.

Steg 3: Fra total kapital til sysselsatt kapital

Etter at balansen er delt inn i driftsrelaterte og finansielle poster, vil neste steg i omgrupperingsprosessen være å omgruppere balansen fra total kapital til sysselsatt kapital. I henhold til Knivsflå (2018i) er sysselsatt kapital den kapitalen som er innskutt av eiere og finansielle långivere. Det påpekes at Knivsflås definisjon avviker fra hvordan sysselsatt kapital defineres i praksis. Normalt representerer sysselsatt kapital summen av egenkapital, minoritetsinteresser og netto rentebærende gjeld. Siden det er Knivsflås rammeverk som legges til grunn i utredningen, er det valgt å benytte hans definisjon i det påfølgende.

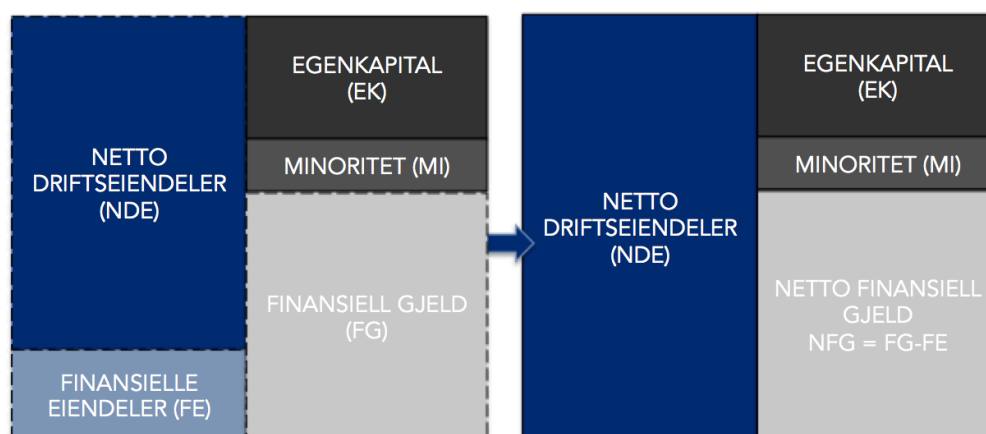
Ulempen med å analysere total kapitalen er at den fokuserer på driftsrelatert gjeld, altså gjeld som oppstår gjennom driftssyklusen, som sysselsatt kapital. Den driftsrelaterte gjelden, som består av blant annet leverandørgjeld, utsatt skatt og skyldig lønn, er i liten grad rentebærende. Kostnaden kommer imidlertid i form av høyere innkjøpspris, og representerer dermed en økning i selskapets driftskostnader. Driftsrelatert gjeld bør således heller anses som en korreksjon til driftseiendeler enn gjeld. De driftsrelaterte eiendelene som befinner seg på egenkapital- og gjeldssiden i total kapitalen, flyttes over på eiendelssiden i overgangen til sysselsatt kapital. Figur 5-4 illustrerer overgangen fra total kapital til sysselsatt kapital.



Figur 5-4: Overgangen fra total kapital til sysselsatt kapital (Knivsflå, 2018i).

Steg 4: Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

Siste steg i omgrupperingsprosessen av balansen innebærer omgruppering fra sysselsatt kapital til netto driftskapital. Netto driftskapital er den kapitalen som er investert i et selskaps driftsaktiviteter. Ettersom det er lønnsomheten til Lerøys drift det skal fokuseres på i den videre analysen, er det essensielt å skille ut kapitalen som er investert i driften. I motsetning til driftsrelaterte eiendeler, er finansielle eiendeler i prinsippet eiendeler som et selskap har utover det som behøves for å drive selskapet. Finansielle eiendeler kan relativt raskt likvideres og brukes til å nedbetale selskapets finansielle gjeld. I det påfølgende vil derfor finansiell gjeld fratrukket finansielle eiendeler betraktes som netto finansiell gjeld. Figur 5-5 illustrerer overgangen fra sysselsatt kapital til netto driftskapital.



Figur 5-5: Overgangen fra sysselsatt kapital til netto driftskapital (Knivsflå, 2018i).

Basert på de fire stegene for omgruppering av balansen, viser tabell 5-14 og 5-15 Lerøys omgrupperte balanse for perioden 2011-2017.

OMGRUPPERT BALANSE – SYSSELSATT KAPITAL	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	4 952 298	5 136 301	5 584 132	5 850 215	6 263 625	10 060 042	11 798 085
+ Driftsrelatert arbeidskapital	2 406 755	3 032 621	4 099 955	4 065 174	5 070 541	6 732 352	4 871 848
= Netto driftseiendeler	7 359 053	8 168 925	9 684 087	9 915 389	11 334 166	16 792 393	16 669 933
+ Finansielle eiendeler	1 629 055	1 109 685	904 237	1 400 601	1 272 153	2 318 398	3 588 452
= Sysselsatte eiendeler	8 988 108	9 278 610	10 588 324	11 315 990	12 606 319	19 110 791	20 258 385
Egenkapital	5 262 835	5 314 575	6 755 200	7 262 314	7 885 695	12 539 948	13 607 294
+ Minoritetsinteresser	534 931	649 381	793 747	817 282	878 357	935 478	874 828
+ Finansiell gjeld	3 190 342	3 314 657	3 039 377	3 236 394	3 842 267	5 635 365	5 776 263
= Sysselsatt kapital	8 988 108	9 278 610	10 588 324	11 315 990	12 606 319	19 110 791	20 258 385

Tabell 5-14: Omgruppert balanse til Lerøy i perioden 2011-2017 - Sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital (Tall i NOK 1000).

OMGRUPPERT BALANSE – NETTO DRIFTSKAPITAL	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	4 952 298	5 136 301	5 584 132	5 850 215	6 263 625	10 060 042	11 798 085
+ Driftsrelatert arbeidskapital	2 406 755	3 032 621	4 099 955	4 065 174	5 070 541	6 732 352	4 871 848
= Netto driftseiendeler	7 359 053	8 168 925	9 684 087	9 915 389	11 334 166	16 792 393	16 669 933
Egenkapital	5 262 835	5 314 575	6 755 200	7 262 314	7 885 695	12 539 948	13 607 294
+ Minoritetsinteresser	534 931	649 381	793 747	817 282	878 357	935 478	874 828
+ Netto finansiell gjeld	1 561 287	2 204 972	2 135 140	1 835 793	2 570 114	3 316 967	2 187 811
= Netto driftskapital	7 359 053	8 168 925	9 684 087	9 915 389	11 334 166	16 792 393	16 669 933

Tabell 5-15: Omgruppert balanse til Lerøy i perioden 2011-2017 -Netto driftseiendeler og netto driftskapital (Tall i NOK 1000).

For å sikre et konsistent datagrunnlag for den videre regnskapsanalysen, er det blitt gjennomført tilsvarende omgruppering av både resultatregnskap og balanse for de komparative virksomhetene.

5.4.3 Omgruppering av kontantstrøm

I likhet med resultatregnskapet og balansen, har kontantstrømmen som fremgår av Lerøys års- og kvartalsrapporter et kreditorperspektiv. Årsaken er at kontantstrømoppstillingen etter reglene i IFRS fokuserer på hvor likvid kontantstrømmen til et selskap er, samt hvorfor likviditeten i selskapet har endret seg. Den rapporterte kontantstrømmen skiller mellom drift, investering og finansiering. En ulempe med den rapporterte kontantstrømmen er at finansinntekter og finanskostnader er gruppert under drift, ettersom den tar utgangspunkt i resultat før skatt. Kontantstrømmen fra drift inneholder dermed nettoenter, og blander således drift, investering og finansiering. I en investororientert kontantstrømanalyse vil fokus flyttes til kontanter som er generert gjennom driften, det vil si de midlene som kan utdeles til investorer. Etter omgruppering av kontantstrømmen vil det fokuseres på fri kontantstrøm fra drift samt fri kontantstrøm til sysselsatt kapital og egenkapital. Den frie kontantstrømmen til

en kapital vil dermed være den kontantstrømmen som er generert av kapitalen etter at det er tatt hensyn til reinvestering og nødvendige nyinvesteringer, som innebærer at den frie kontantstrømmen til egenkapitalen etter omgruppering vil være lik netto betalt utbytte (Knivsflå, 2018i). Lerøys omgrupperte kontantstrøm for perioden 2012-2017 er illustrert i tabell 5-16.

OMGRUPPERT KONTANTSTRØM	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Netto driftsresultat	390 437	1 400 523	1 373 620	1 092 196	2 440 484	3 152 628
+ Unormalt netto driftsresultat	154 044	630 706	-103 453	324 480	1 042 458	-1 174 025
- Endring i netto driftseiendeler	809 872	1 515 162	231 302	1 418 777	5 458 227	-122 460
= Fri kontantstrøm fra drift	-265 393	516 068	1 038 865	-2 101	-1 975 284	2 101 063
+ Netto finansinntekt	25 224	13 576	17 683	8 970	14 062	40 670
+ Unormal netto finansinntekt	-34 608	8 651	-99 017	-5 934	41 419	12 960
- Endring i finansielle eiendeler	-519 370	-205 448	496 364	-128 448	1 046 245	1 270 054
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	244 591	743 744	461 168	129 383	-2 966 048	884 640
- Netto finanskostnad	92 658	86 586	90 687	92 195	113 003	190 780
+ Endring i finansiell gjeld	124 315	-275 280	197 017	605 873	1 793 098	140 898
- Netto minoritetsresultat	10 963	153 043	48 557	53 165	294 488	-11
- Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0
+ Endring i minoritetsinteresser	114 450	144 366	23 535	61 075	57 121	-60 650
= Fri kontantstrøm til egenkapital	379 734	373 202	542 476	650 971	-1 523 319	774 119

Tabell 5-16: Omgruppert kontantstrøm til Lerøy i perioden 2012-2017 (Tall i 1000 NOK).

Ettersom det er vanskelig å skille mellom normale og unormale poster i endringene til kapitalene, er den omgrupperte kontantstrømmen ikke delt inn i en normal og unormal kontantstrøm. Den omgrupperte kontantstrømoppstillingen er følgelig ikke normalisert.

5.5 Analyse av målefeil og justering

Årsregnskapet er et informasjonssystem som har til hensikt å avbilde et selskaps underliggende økonomiske forhold. Til tross for at avbildningen er basert på grunnleggende regnskapsprinsipper, kan det forekomme målestøy i regnskapene, det vil si avvik mellom rapporterte og virkelige forhold (Knivsflå, 2018j). For å redusere støy, og dermed få et mer presist verdierestimat på egenkapitalen til Lerøy, er det nødvendig å identifisere og justere for målefeil. Justering av målefeil innebærer at de justerte, altså de virkelige regnskapstallene, overstyrer de rapporterte tallene som fremgår av selskapets årsregnskap. I det påfølgende er det de virkelige økonomiske forholdene ved Lerøy som vil bli analysert.

Det er viktig å være klar over utfordringen med å justere regnskapstall, da justering av tall kan føre til at det vil bli tilført ytterligere målestøy til tallmaterialet. Årsaken til at det kan bli tilført mer støy er at en ekstern analytiker ofte mangler innsikt i og kunnskap om et selskaps underliggende økonomiske forhold, samt bransjen selskapet opererer i. Manglende kunnskap og innsikt øker sannsynligheten for at justeringene ikke gir et korrekt bilde av selskapets reelle økonomiske situasjon. I tilfeller der rapporterte tall ikke forventes å gi et rettvise bilde av virksomhetens underliggende økonomiske forhold, vil det derimot være verdifullt å foreta justeringer av målefeil. Det vil derfor være avgjørende å ha en god formening om hvorvidt den forventede nytten ved å beregne de virkelige regnskapstallene vil overgå risikoen for å tilføre tallmaterialet mer støy (Knivsflå, 2018k).

I henhold til Knivsflå (2018l) er det tre forskjellige typer målefeil. Den første målefeilen karakteriseres som «god», ettersom den reflekterer differansen mellom et selskaps egenkapitalrentabilitet og egenkapitalkravet, altså selskapets superprofitt. Målefeil av type 1 gir et uttrykk for selskapets strategiske fordel, og forutsetter at historisk rentabilitet har betydning for fremtidig rentabilitet. Det vil i utredningen ikke justeres for målefeil av type 1. Den andre målefeilen karakteriseres som «dårlig», på grunn av at regnskapsstandarder tillater eller krever regnskapsføring som avviker fra historisk kost. Den potensielt største kilden til målefeil av type 2 er manglende balanseføring, som skaper støy i rentabilitetsmålingen, og resulterer i at kapitalen undervurderes og rentabiliteten overvurderes. I tillegg til manglende balanseføring, er feilperiodisering en annen viktig kilde til målefeil av type 2. Målefeil av type 2 kan gjøre at kapitalen over- eller undervurderes og gi betydelig utslag på den rapporterte rentabiliteten. Den tredje målefeilen karakteriseres som «stygg», fordi den skyldes kreativ regnskapsføring, som innebærer at et selskap bevisst har rapportert noe annet enn det skulle etter gjeldende regelverk. Feilrapporteringen skaper støy i rentabilitetsmålingen, og dermed i målt superrentabilitet og i målt strategisk fordel. Systematisk feilrapportering kan gi et misvisende bilde av selskapets reelle underliggende økonomiske forhold. Siden Lerøy og de andre selskapene som utgjør bransjegjennomsnittet imidlertid har fått regnskapene sine grundig revidert av statsautoriserte revisorer, er det nærliggende å utelukke målefeil av type 3.

På bakgrunn av den ovennevnte drøftingen av målefeil, vil videre justeringer ta utgangspunkt i målefeil forårsaket av type 2. Ettersom konsekvensene ved å forsøke å justere for målefeil

kan medføre at regnskapstallene blir mindre korrekte, vil det i det påfølgende utelukkende justeres for det som er betraktet som vesentlige målefeil.

5.5.1 Justering av målefeil

Biologiske eiendeler

Etter reglene i IFRS skal varer og driftsrelaterte fordringer vanligvis rapporteres etter kostmodellen. Unntaket er imidlertid biologiske eiendeler, som reguleres av IAS 41 Landbruk (Knivsflå, 2018j). Hovedregelen i IAS 41 er at biologiske eiendeler, som levende fisk, skal balanseføres til virkelig verdi. Dersom det finnes et aktivt marked for en eiendel, skal virkelig verdi representere den prisen som ville blitt oppnådd ved salg av eiendelen i en velordnet transaksjon mellom markedsdeltakere på måletidspunktet under gjeldende markedsforhold (Lerøy Seafood Group, 2017). Som et resultat av at Lerøy og andre oppdrettsselskaper rapporterer etter IFRS, må de hvert år utføre verdijusteringer av biologiske eiendeler.

I kostmodellen måles rentabilitet ved avkastning på faktisk investert kapital. Ved modellen er det driften av investeringene som er kilden til selskapets verdiskapning. I motsetning til kostmodellen, måler verdimodellen rentabilitet ved avkastning på reinvestert kapital, og tar dermed utgangspunkt i at eiendelene kjøpes og selges i hver periode. Ulempen med verdimodellen er at den eliminerer målefeil av type 1 over driftsperioden, ved at den skifter fokus fra rentabilitet og superrentabilitet på drift til avkastning og unormal avkastning på kjøp og salg av eiendeler. Ved verdimodellen er det således gode kjøp og salg som er kildene til et selskaps verdiskapning. På generelt grunnlag er kostmodellen best egnet for investeringer som skal drives og holdes frem til forfall, mens verdimodellen egner seg best for investeringer som skal selges, eller holdes for salg (Knivsflå, 2018l). Til tross for at verdimodellen vil egne seg godt for slakteklar fisk, vil modellen være mindre egnet for fisk som befinner seg tidlig i livssyklusen. Ettersom inntektsføringen av biologiske eiendeler skjer løpende over livssyklusen og uavhengig av transaksjonstidspunktet, vil verdiendringer på usolgt fisk kunne påvirke selskapenes regnskap. For å få et korrekt bilde av oppdrettsselskapenes historiske lønnsomhet på investert kapital, vil det derfor være nødvendig å foreta en justering av de biologiske eiendelene, som innebærer at resultatføringen skjer først etter at en faktisk transaksjon er blitt gjennomført.

Rogn, yngel, smolt, rensefisk og annen fisk under 1 kilo balanseføres til historisk kost, da det ikke eksisterer observerbare markedspriser for rogn eller små fisk. Fisk under 1 kilo trenger derfor ikke å bli justert. Fisk over 1 kilo, altså fisk i sjø, måles derimot til virkelig verdi. Fisk i sjøen vil være på ulike stadier i livssyklusen, og den virkelige verdien justeres etter hvilket stadium fisken befinner seg i. Det at verdijusteringen ikke er realisert, men likevel påvirker driftsresultatet og verdien av eiendelene, skaper støy i rentabilitetsmålingen. Lakseprisen er volatil, og det vil ofte være store forskjeller mellom den virkelige verdien på måletidspunktet og verdien på salgstidspunktet. Det vil derfor være hensiktsmessig å tilbakeføre verdijusteringen av de biologiske eiendelene for Lerøy og de komparative virksomhetene. Ved å foreta justeringen elimineres deler av målefeil av type 2.

Verdijustering av biologiske eiendeler er i delkapittel 5.4.1 vurdert som en unormal, driftsrelatert regnskapspost, og reverseringen vil derfor føres mot unormalt driftsresultat. Reverseringen vil i tillegg påvirke driftsrelaterte eiendeler og egenkapital. Effekter av justeringer av målefeil i resultatregnskapet og i balansen er illustrert i tabell 5-17 og 5-18.

JUSTERINGER I RESULTATREGNSKAPET	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Unormalt netto driftsresultat før justering	-499 589	154 044	630 706	-103 453	324 480	1 042 458	-1 174 025
- Reversering av verdijustering av biologiske eiendeler	-615 767	294 735	764 229	-327 414	188 508	1 470 561	-1 716 309
+ Skatteeffekt (NDSS, 23,40 %)	-144 099	68 973	178 842	-76 620	44 114	344 135	-401 644
= Unormalt netto driftsresultat etter justering	-27 921	-71 719	45 319	147 340	180 086	-83 968	140 640
Endring i unormalt netto driftsresultat	471 668	-225 762	-585 387	250 794	-144 394	-1 126 426	1 314 665

Tabell 5-17: Effekter av justeringer av målefeil i resultatregnskapet til Lerøy i perioden 2011-2017 (Tall i 1000 NOK).

JUSTERINGER I BALANSEN	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Netto driftseiendeler før justering	7 359 053	8 168 925	9 684 087	9 915 389	11 334 166	16 792 393	16 669 933
- Netto reversering av verdijustering av biologiske eiendeler	-471 668	225 762	585 387	-250 794	144 394	1 126 426	-1 314 665
= Netto driftseiendeler etter justering	7 830 721	7 943 162	9 098 700	10 166 183	11 189 772	15 665 967	17 984 598
Egenkapital før justering	5 262 835	5 314 575	6 755 200	7 262 314	7 885 695	12 539 948	13 607 294
- Netto reversering av verdijustering av biologiske eiendeler	-471 668	225 762	585 387	-250 794	144 394	1 126 426	-1 314 665
= Egenkapital etter justering	5 734 503	5 088 813	6 169 813	7 513 108	7 741 301	11 413 522	14 921 959

Tabell 5-18: Effekter av justeringer av målefeil i balansen til Lerøy i perioden 2011-2017 (Tall i 1000 NOK).

For å sikre et konsistent datagrunnlag for den videre regnskapsanalysen, er tilsvarende justering av målefeil også gjennomført for de komparative oppdrettsselskapene.

5.6 Omgruppert og justert resultatregnskap og balanse

Lerøys omgrupperte og justerte resultatregnskap for perioden 2011-2017 er presentert i tabell 5-19, mens omgruppert og justert balanse er illustrert i tabell 5-20 og 5-21.

OMGRUPPERT OG JUSTERT RESULTATREGNSKAP							
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsinntekter	9 162 813	9 097 146	10 764 714	12 579 465	13 450 725	17 269 278	18 623 515
- Varekostnader	5 866 180	6 442 319	6 781 433	8 003 339	8 812 414	10 265 020	9 654 211
- Lønn og andre personalkostnader	967 789	1 031 872	1 094 464	1 270 880	1 411 024	1 785 537	2 438 259
- Andre driftskostnader	858 107	853 884	1 004 148	1 262 518	1 447 625	1 864 088	2 227 105
- Avskrivninger	271 899	291 768	307 175	369 480	433 916	511 621	583 265
= Driftsresultat fra egen virksomhet	1 198 838	477 303	1 577 494	1 673 248	1 345 746	2 843 012	3 720 675
- Driftsrelatert skattekostnad	280 547	111 697	369 159	391 567	314 926	665 311	870 698
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	918 291	365 606	1 208 335	1 281 681	1 030 820	2 177 701	2 849 977
+ Nettoresultat fra tilknyttede selskaper	19 741	24 831	192 188	91 939	61 376	262 783	302 651
= Netto driftsresultat	938 032	390 437	1 400 523	1 373 620	1 092 196	2 440 484	3 152 628
+ Netto finansinntekt	30 524	25 224	13 576	17 683	8 970	14 062	40 670
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	968 555	415 661	1 414 099	1 391 303	1 101 166	2 454 547	3 193 298
- Netto finanskostnad	87 711	92 658	86 586	90 687	92 195	113 003	190 780
- Netto minoritetsresultat	-4 028	10 963	153 043	48 557	53 165	294 488	-11
= Nettoresultat til egenkapital	884 872	312 040	1 174 470	1 252 059	955 805	2 047 056	3 002 530
+ Unormalt netto driftsresultat	-27 921	-71 719	45 319	147 340	180 086	-83 968	140 640
+ Unormalt netto finansresultat	-6 118	-34 608	8 651	-99 017	-5 934	41 419	12 960
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	850 834	205 713	1 228 440	1 300 383	1 129 957	2 004 508	3 156 130
- Netto betalt utbytte	562 041	379 734	373 202	542 476	650 971	-1 523 319	774 119
= Endring i egenkapital	288 793	-174 021	855 238	757 907	478 986	3 527 827	2 382 011

Tabell 5-19: Omgruppert og justert resultatregnskap til Lerøy i perioden 2011-2017 (Tall i 1000 NOK).

OMGRUPPERT OG JUSTERT BALANSE							
- SYSSELSATT KAPITAL	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	4 952 298	5 136 301	5 584 132	5 850 215	6 263 625	10 060 042	11 798 085
+ Driftsrelatert arbeidskapital	2 878 423	2 806 859	3 514 568	4 315 968	4 926 147	5 605 926	6 186 513
= Netto driftseiendeler	7 830 721	7 943 162	9 098 700	10 166 183	11 189 772	15 665 967	17 984 598
+ Finansielle eiendeler	1 629 055	1 109 685	904 237	1 400 601	1 272 153	2 318 398	3 588 452
= Sysselsatte eiendeler	9 459 776	9 052 848	10 002 937	11 566 784	12 461 925	17 984 365	21 573 050
Egenkapital	5 734 503	5 088 813	6 169 813	7 513 108	7 741 301	11 413 522	14 921 959
+ Minoritetsinteresser	534 931	649 381	793 747	817 282	878 357	935 478	874 828
+ Finansiell gjeld	3 190 342	3 314 657	3 039 377	3 236 394	3 842 267	5 635 365	5 776 263
= Sysselsatt kapital	9 459 776	9 052 848	10 002 937	11 566 784	12 461 925	17 984 365	21 573 050

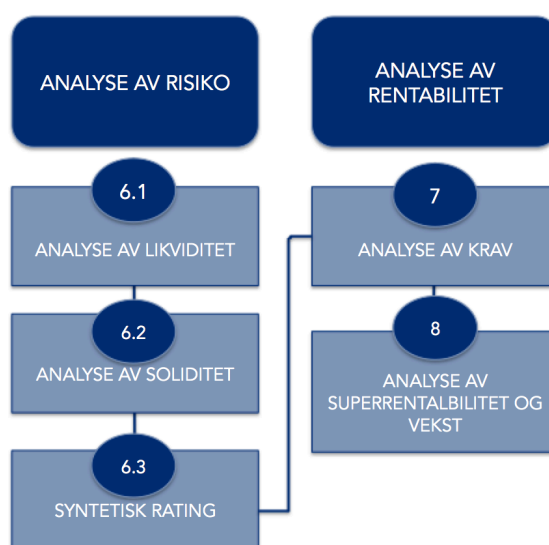
Tabell 5-20: Omgruppert og justert balanse til Lerøy i perioden 2011-2017 - Sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital (Tall i 1000 NOK).

OMGRUPPERT OG JUSTERT BALANSE							
- NETTO DRIFTSKAPITAL	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	4 952 298	5 136 301	5 584 132	5 850 215	6 263 625	10 060 042	11 798 085
+ Driftsrelatert arbeidskapital	2 878 423	2 806 859	3 514 568	4 315 968	4 926 147	5 605 926	6 186 513
= Netto driftseiendeler	7 830 721	7 943 162	9 098 700	10 166 183	11 189 772	15 665 967	17 984 598
Egenkapital	5 734 503	5 088 813	6 169 813	7 513 108	7 741 301	11 413 522	14 921 959
+ Minoritetsinteresser	534 931	649 381	793 747	817 282	878 357	935 478	874 828
+ Netto finansiell gjeld	1 561 287	2 204 972	2 135 140	1 835 793	2 570 114	3 316 967	2 187 811
= Netto driftskapital	7 830 721	7 943 162	9 098 700	10 166 183	11 189 772	15 665 967	17 984 598

Tabell 5-21: Omgruppert og justert balanse til Lerøy i perioden 2011-2017 - Netto driftseiendeler og netto driftskapital (Tall i 1000 NOK).


5.7 Rammeverk for forholdstallanalyse


Det omgrupperte og justerte finansregnskapet danner grunnlaget for videre regnskapsanalyse. I kapittel 6, 7 og 8 utføres forholdstallanalyser, der Lerøys finansielle stilling og lønnsomhet blir sammenlignet med bransjegjennomsnittet. Forholdstallanalysen består av en risikoanalyse samt en rentabilitetsanalyse, se figur 5-6. I kapittel 6 gjennomføres en analyse av både kortsiktig likviditetsrisiko og langsiktig soliditetsrisiko. Analysene av risiko resulterer i en syntetisk rating for Lerøy og bransjen. I kapittel 7 vil avkastningskravet til Lerøy og de komparative selskapene utarbeides, mens kapittel 8 består av historiske rentabilitetsanalyser. Rentabilitetsanalysene avslører hvorvidt Lerøy gjennom analyseperioden har oppnådd en rentabilitet høyere enn avkastningskravet, samt om Lerøy har hatt en rentabilitet høyere enn de komparative oppdrettsselskapene.



Figur 5-6: Rammeverk for forholdstallanalyse.

Ettersom oppdrettsbransjen er preget av høy endrings- og innovasjonstakt, er det essensielt å tidsvekte tallene i analyseperioden. I ustabile næringer er det hensiktsmessig å tillegge de siste årene i perioden mer vekt enn de tidlige årene, da de siste årene som regel best representerer selskapenes fremtidige stilling (Knivsflå, 2018m). For å ta hensyn til oppdrettsnæringens sykliske karakter, er det valgt å innføre en moderat vekting. I vektingen vil de tre siste årene i analyseperioden bli tillagt mest vekt, og deretter vil vektingen være avtakende bakover i tid. Valget av tidsvekter er vist i tabell 5-22.

TIDSVEKTING	2012	2013	2014	2015	2016	2017
	10 %	15 %	15 %	20 %	20 %	20 %



Tabell 5-22: Tidsvekting av de ulike årene i analyseperioden.

6 ANALYSE AV RISIKO

I kapittel 6 blir Lerøy og bransjens kredittrisiko analysert gjennom en likviditets- og soliditetsanalyse. Risikoen til en investering, en portefølje av investeringer eller et selskap måles ved variansen til den realiserte avkastningen. Totalrisikoen til porteføljen deles i to komponenter: Systematisk og usystematisk risiko. Systematisk risiko, også kalt markedsrisiko, representerer ikke-diversifiserbar risiko og er underliggende for hele markedet. Usystematisk risiko, eller selskapsrisiko, er den risikoen som er unik for et enkelt selskap eller en spesifikk bransje. Den usystematiske risikoen kan reduseres gjennom diversifisering. Ved å spre investeringer på flere investeringsobjekter, for eksempel ved å kjøpe aksjer i flere selskaper, vil totalrisikoen til porteføljen reduseres og konvergere mot markedsrisikoen. For perfekt diversifiserbare investorer anses derfor selskaps-spesifikk risiko å være irrelevant. Det vil imidlertid være spesialtilfeller, eksempelvis ved markedssvikt, der det ikke vil være mulig å diversifisere bort all selskaps-spesifikk risiko. Imperfeksjoner i markedet bidrar dermed til at også usystematisk risiko vil ha relevans når risikoen til et selskap skal vurderes (Knivsflå, 2018m).

For en kreditor er det kredittrisiko som er relevant, det vil si den risikoen en långiver står overfor ved at lånebeløp og løpende rentebetalinger helt eller delvis kan misligholdes. Til tross for at kreditor kan benytte forskjellige finansielle instrumenter for å tapssikre låneporteføljen, som reduserer selskaps-spesifikk risiko, vil det ikke være mulig for kreditor å diversifisere bort kredittrisiko. I motsetning til investorene, har kreditorene ingen oppside, ettersom de aldri vil få tilbake mer enn det utlånte beløpet pluss avtalte renter. Således omhandler kredittrisiko kun muligheten for tap. Ved en eventuell konkurs stiller kreditorene likevel sterkere enn investorene, ved at de har høyere prioritet i fordelingen av konkursboet.

Kredittrisiko blir tatt hensyn til når långivere vurderer hvilke lånebetingelser de kan tilby et selskap, og avhenger av sannsynligheten for at selskapet går konkurs samt forventet tap på lån ved konkurs. Derfor vil det være hensiktsmessig å gjennomføre en analyse av Lerøys selskaps-spesifikke risiko. Ved estimering av Lerøys selskaps-spesifikke risiko benyttes forholdstallanalyser, det vil si analyser av likviditet og soliditet. Forholdstallanalysene resulterer i en syntetisk rating, og representerer kredittrisikoen til Lerøy. Den syntetiske kredittratingen anvendes ved utarbeidelse av avkastningskravet til Lerøys finansielle gjeld, som følgelig indirekte vil ha innvirkning på avkastningskravet til egenkapitalen (Knivsflå, 2018m).

Ved utarbeidelse av utredningens bransjegjennomsnittet blir de komparative selskapene vektet med hensyn til respektiv omsetning. Tabell 6-1 illustrerer vektningen i bransjen. Marine Harvest står for den største andelen av bransjens omsetning, og utgjør i gjennomsnitt om lag 48 % av bransjen i analyseperioden. Lerøy og SalMar utgjør også relativt store andeler av bransjen, med henholdsvis 26 % og 13 %. På den ene siden vil Lerøys betydelige bransjeandel på 26 % innebære at selskapets forholdstall til dels vil bli sammenlignet med seg selv. Momentet taler for at Lerøy bør utelates fra bransjegjennomsnittet, da Lerøys tilstedeværelse vil være forstyrrende og gjør det vanskelig å analysere hvorvidt selskapet faktisk avviker for de andre aktørene i oppdrettsbransjen. På den andre siden er det to argumenter som trekker i retning av at Lerøy bør inkluderes i bransjesnittet. For det første anses Lerøy å være en innflytelsesrik og viktig aktør i en relativt konsentrert næring. Ved å utelate Lerøy, vil bransjegjennomsnittet ikke gjenspeile de reelle underliggende forholdene i oppdrettsbransjen. Selv om Lerøy er det nest største selskapet i den utvalgte bransjen, anses ikke Lerøy å være en altfor dominant aktør. Vektningen tilsier at selskapet bare er omtrent halvparten så stort som Marine Harvest. Lerøys forholdstall vil dermed kun til en viss grad bli sammenlignet med seg selv. Samlet sett tilsier argumentene at Lerøy bør inkluderes i bransjesnittet.

BRANSJEVEKTING	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	GJENNOMSNIITT
Marine Harvest	49 %	47 %	47 %	49 %	49 %	47 %	45 %	48 %
Lerøy	28 %	28 %	26 %	24 %	24 %	25 %	25 %	26 %
SalMar	12 %	13 %	15 %	14 %	13 %	13 %	14 %	13 %
Grieg Seafood	6 %	6 %	6 %	8 %	8 %	9 %	9 %	8 %
Norway Royal Salmon	5 %	5 %	6 %	5 %	6 %	6 %	7 %	6 %
Sum bransje	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

Tabell 6-1: Vekting i bransjen basert på omsetning i perioden 2012-2017.

I den videre analysen vil normaliserte regnskapstall benyttes. Årsaken er at normaliserte tall anses å gi et mest representativt bilde av et selskaps underliggende økonomiske forhold. I tillegg egner normaliserte tall seg for fremtidsprognoser. De normaliserte tallene fremgår av Lerøy og den utvalgte bransjens omgrupperte og justerte regnskapstall.

6.1 Analyse av kortsiktig risiko - likviditetsrisiko

Likviditetsanalyser omhandler analyser av et selskaps evne til å dekke løpende betalingsforpliktelser (Hoff, Voldsund & Hansen, 2007, s. 225), og hvorvidt det er sannsynlig

at selskapet kommer i en likviditetsskvis med risiko for konkurs på kort sikt. Likviditetsrisiko representerer således risikoen for at et selskap ikke har tilstrekkelige likvide midler til å dekke krav etter hvert som de forfaller til betaling. Desto mer likvide eiendeler en virksomhet besitter i forhold til sine kortsiktige krav, jo lavere er likviditetsrisikoen. Rammeverket for likviditetsanalyse består av tre deler: Gjeldsdekning i balansen, gjeldsdekning gjennom resultat og kontantstrøm samt gjeldsdekning i fremtiden (Knivsflå, 2018m). Likviditetsanalysen belyser Lerøys kortsiktige likviditetsrisiko gjennom analyse av likviditetsgrader, finansiell gjeldsdekningsgrad, gjeldsdekningsgrad gjennom fri kontantstrøm, rentedekningsgrad, belåningsreserve og likviditetsreserve.

6.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 beregnes ut fra selskapets balanse, og uttrykker omløpsmidlenes størrelse i forhold til den kortsiktige gjelden (Hoff et al., 2007, s. 228), se formel 6-1. Likviditetsgrad 1 belyser i hvilken grad et selskaps likvide eiendeler er tilstrekkelige for å dekke kortsiktige gjeldsforpliktelse. Med kortsiktig gjeld menes gjeld som har en levetid på mindre enn ett år. Et høyt forholdstall antyder at et selskap har god kortsiktig likviditet, mens et lavt forholdstall indikerer at selskapet kun i begrenset grad har tilgang på likvide midler som enkelt kan benyttes til å betale ned kortsiktige forpliktelse. Det er uklart hva som kan betegnes som en god likviditetsgrad 1. Til tross for at dekning av kortsiktige gjeldsforpliktelse skjer ved et forholdstall over eller lik 1, påpeker Hoff et al. (2007, s. 228) at en god tommelfingerregel er at likviditetsgrad 1 bør være høyere enn 2, som i realiteten betyr at mindre enn halvparten av omløpsmidlene er finansiert med langsiktig gjeld. I mange tilfeller er likevel bransjegjennomsnittet den beste målestokken for hva som kan anses som en god likviditetsgrad. En likviditetsgrad 1 høyere enn bransjesnittet vil karakteriseres som tilfredsstillende (Knivsflå, 2018m).

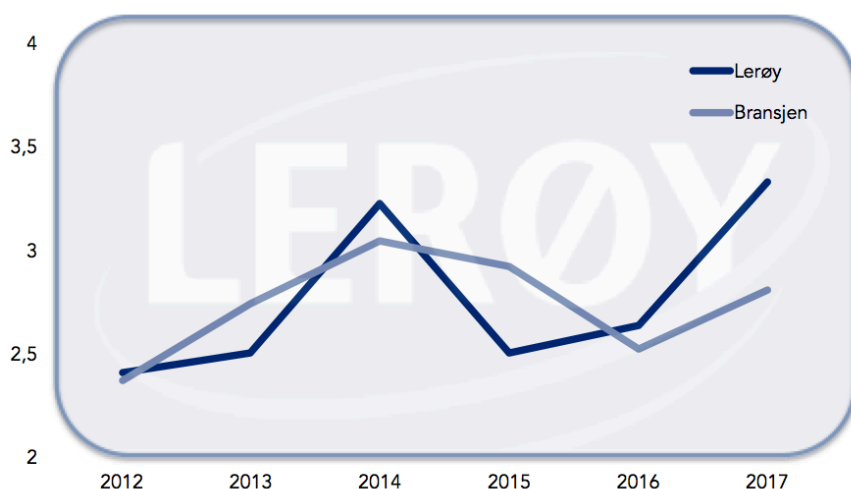
$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Formel 6-1: Likviditetsgrad 1.

Til tross for at likviditetsgrad 1 er enkel å beregne og mye anvendt i litteraturen, eksisterer det utfordringer knyttet til å benytte nøkkeltallet til analyseformål. Likviditetsgrad 1 gir en indikasjon på et selskaps likviditetsgrad på balansedagen, eller målingstidspunktet, og vil

følgelig gi et misvisende bilde av selskapets likviditetssituasjon over tid. Dersom et selskap opererer i en bransje preget av store sesongbaserte svingninger, må nøkkeltallet måles jevnlig for å kunne gi et rettviseende bilde av selskapets likviditetsrisiko. I tillegg tar forholdstallet utgangspunkt i alle omløpsmidlene et selskap er i besittelse av, og inkluderer dermed også en del omløpsmidler som ikke er særlig likvide. Ved at nøkkeltallet baserer seg på alle omløpsmidlene som inngår i selskapets balanse, vil det eksempelvis være vesentlige forskjeller knyttet til hvor likvide selskapenes varelagre er på tvers av ulike bransjer. For selskaper som har varelagre bestående av en stor andel illikvide eiendeler, vil ikke likviditetsgrad 1 reflektere selskapenes faktiske evne til å betjene kortsiktige forpliktelser. Derfor vil det ved bruk av forholdstallet være en potensiell fare for at selskapets eller bransjens likviditet overvurderes.

Likviditetsgrad 1 er best egnet som likviditetsmål i tilfeller der omløpshastigheten for omløpsmidler og kortsiktig gjeld er lik. Som et resultat av at selskapene i oppdrettsbransjen har varelagre som i stor grad består av biologiske eiendeler, vil ikke likviditetsgrad 1 være det mest egnede likviditetsmålet for Lerøy eller bransjen for øvrig. Ettersom det tar opp mot tre år å gjøre rogn om til slakteklar laks, vil oppdrettsselskapenes omløpshastighet være forholdsvis lav. Ved tolkning av nøkkeltallet er det derfor viktig å være klar over at omløpsmidlene ikke nødvendigvis utelukkende består av likvide eiendeler. Til tross for at likviditetsgrad 1 ikke er det mest egnede likviditetsmålet for Lerøy isolert sett, vil forholdstallet målt mot gjennomsnittet i oppdrettsbransjen likevel gi innsikt i hvorvidt Lerøy har en god likviditetsgrad. Figur 6-1 viser likviditetsgrad 1 for Lerøy og bransjegjennomsnittet i perioden 2012 til 2017.



Figur 6-1: Likviditetsgrad 1 til Lerøy og bransjen i perioden 2012-2017.

Gjennom analyseperioden har Lerøy hatt en likviditetsgrad 1 omtrent på samme nivå som bransjegjennomsnittet. I 2013 og 2015 opplevde Lerøy en lavere likviditetsgrad enn bransjegjennomsnittet, men i 2012, 2014 og 2016 hadde selskapet en marginalt høyere likviditetsgrad enn bransjen. Den positive utviklingen i Lerøys likviditetsgrad fortsatte i 2017, hvor selskapet hadde en betydelig høyere likviditetsgrad 1 enn bransjesnittet, hovedsakelig på grunn av en markant økning i finansielle omløpsmidler.

Likviditetsgraden har vært relativt stabil og høy for både Lerøy og bransjen gjennom analyseperioden, der den har ligget på mellom 2,36 og 3,32. Følgelig har likviditetsgrad 1 vært høyere enn tommelfingerregelen på 2 i samtlige år, som indikerer at Lerøy og bransjegjennomsnittet har en tilfredsstillende likviditetsposisjon. Videre har Lerøy en tidsvektet likviditetsgrad 1 på 2,79 mot oppdrettsbransjens 2,74, noe som trekker i retning av at Lerøy har en marginal fordel i forhold til de øvrige aktørene i bransjen.

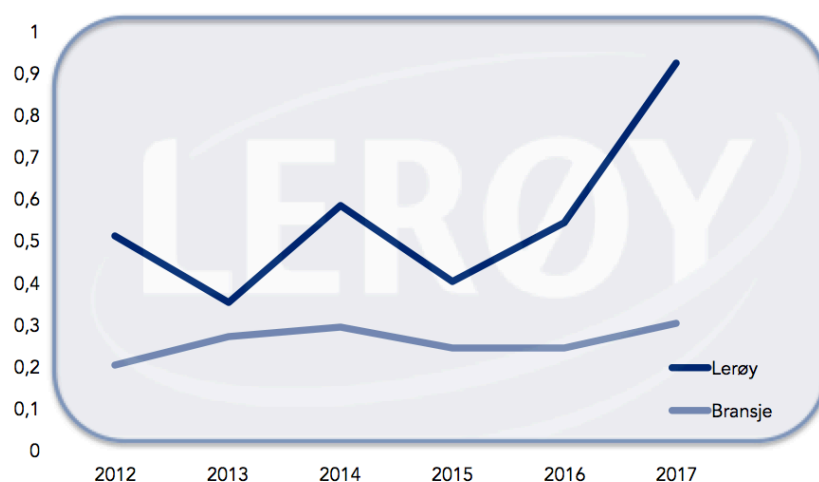
6.1.2 Likviditetsgrad 2 - Utradisjonell

Den utradisjonelle tilnærmingen av likviditetsgrad 2 angir forholdet mellom et selskaps mest likvide omløpsmidler, herunder finansielle omløpsmidler, og kortsiktig gjeld (Knivsflå, 2018m). Likviditetsgrad 2 belyser i hvilken grad selskapet er i stand til å betjene kortsiktig gjeld med sine mest likvide midler, se formel 6-2. Den utradisjonelle tilnærmingen avviker fra den tradisjonelle tolkningen av likviditetsgrad 2, som uttrykker forholdet mellom omløpsmidler fratrukket varelager og kortsiktig gjeld, og som på engelsk kalles for «acid test ratio» (Hoff et al., 2007, s. 228). Den tradisjonelle tolkningen av likviditetsgrad 2 diskuteres i delkapittel 6.1.3.

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

Formel 6-2: Likviditetsgrad 2 - Utradisjonell.

I likhet med likviditetsgrad 1 er bransjegjennomsnittet den beste målestokken, og en tommelfingerregel sier at et forholdstall høyere enn 1 kan betraktes som tilfredsstillende (Knivsflå, 2018m). Figur 6-2 viser likviditetsgrad 2 for Lerøy og bransjen fra 2012 til 2017.



Figur 6-2: Likviditetsgrad 2 (utradisjonell) til Lerøy og bransjen i perioden 2012-2017.

Lerøy har hatt en vesentlig høyere likviditetsgrad 2 enn bransjegjennomsnittet i samtlige år i analyseperioden. Differansen har vært stor gjennom hele perioden, men Lerøy og oppdrettsbransjen er blitt enda mer ulike hva gjelder likviditetsgrad 2 de siste tre årene. Verken Lerøy eller bransjen har opplevd en likviditetsgrad høyere enn 1 i løpet av analyseperioden. Lerøy har hatt en tidsvektet likviditetsgrad 2 på 0,56, mens bransjen har hatt en tidsvektet likviditetsgrad på kun 0,26.

Lav likviditetsgrad 2 taler isolert sett for at oppdrettsbransjen har likviditetsproblemer. Imidlertid eksisterer det særegne forhold ved oppdrettsbransjen som forklarer hvorfor likviditetsgraden er lav. En mulig forklaring er at bransjen i stor grad preges av konsolidering og oppkjøp. I stedet for å holde på store overskuddsreserver over lang tid, velger oppdrettsselskapene å bruke overskuddslikviditeten på å kjøpe opp mindre aktører eller å kjøpe konsesjoner. Oppkjøp av selskaper og kjøp av konsesjoner vil følgelig bidra til å redusere aktørenes finansielle omløpsmidler. Til tross for lav likviditetsgrad, er det lite som tyder på at oppdrettsaktørene ikke vil generere tilstrekkelig med likvide midler til å dekke sine løpende gjeldsforpliktelser. Samlet sett er det derfor nærliggende å anta at verken Lerøy eller bransjesnittet har likviditetsproblemer.

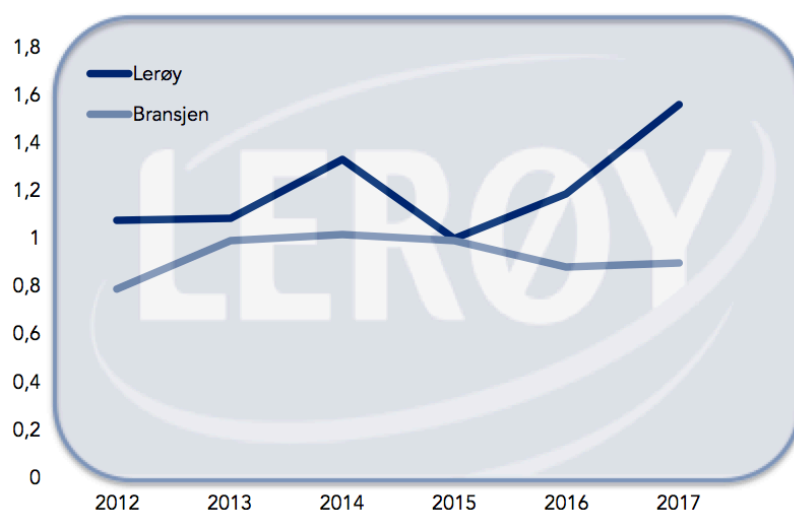
6.1.3 Likviditetsgrad 2 - Tradisjonell

Den tradisjonelle tilnærmingen til likviditetsgrad 2, «acid test ratio», skiller seg fra den utradisjonelle tolkningen ved at den ser på forholdet mellom omløpsmidler fratrukket varelager og kortsiktig gjeld (Knivsflå, 2018m), se formel 6-3.

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

Formel 6-3: Likviditetsgrad 2 - Tradisjonell.

I motsetning til likviditetsgrad 1, som uttrykker omløpsmidler inkludert varelager, tar likviditetsgrad 2 hensyn til at illikvide biologiske eiendeler utgjør en betydelig del av varelageret. Likviditetsgrad 2 anses derfor å gi et mer rettviseende bilde av oppdrettsselskapenes likviditet. Likviditetsgrad 2 bør i likhet med likviditetsgrad 1 ses i sammenheng med bransjetilhørighet, og bransjegjennomsnittet anses følgelig som beste målestokk. En tommelfingerregel tilsier at en «acid test ratio» over 1 er tilfredsstillende (Knivsflå, 2018m). Figur 6-3 viser utviklingen i likviditetsgrad 2 for Lerøy og bransjegjennomsnittet i perioden 2012-2017.



Figur 6-3: Likviditetsgrad 2 (tradisjonell) til Lerøy og bransjen i perioden 2012-2017.

Lerøys likviditetsgrad 2 har ligget over bransjegjennomsnittet i samtlige år i analyseperioden. Selskapet har kun i 2015 hatt en likviditetsgrad lavere enn 1, og da var Lerøy svært nær grensen på 1. Korrigert for tidsvektingen, har Lerøy en tidsvektet likviditetsgrad 2 på 1,21 mot bransjens 0,93. Det er imidlertid verdt å påpeke at mye av forskjellen i det tidsvektede gjennomsnittet skyldes at Lerøy har en særlig høy likviditetsgrad 2 i 2017, først og fremst grunnet høye finansielle omløpsmidler. Til tross for at bransjen i perioden har ligget noe lavere enn kravet på 1, skyldes det i stor grad bransjespesifikke forhold, og det er lite som tyder på at Lerøys konkurrenter har betydelige likviditetsproblemer.

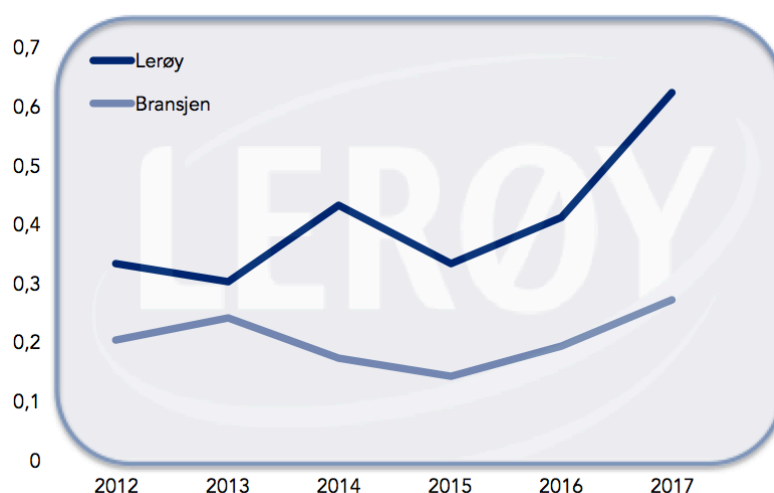
6.1.4 Finansiell gjeldsdekningsgrad

De foregående nøkkeltallene studerer hvorvidt et selskap er i stand til å dekke kortsiktige gjeldsforpliktelser med balanseførte likvide eiendeler, betegnet som kortsiktig gjeldsdekning. På lengre sikt er den samlede finansielle gjeldsdekningen i balansen uttrykt som forholdet mellom finansielle eiendeler og finansiell gjeld (Knivsfå, 2018m), se formel 6-4.

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

Formel 6-4: Finansiell gjeldsdekningsgrad.

Dersom den finansielle gjeldsdekningsgraden er høyere enn 1, vil et selskap ha netto finansielle eiendeler, noe som innebærer at selskapet har tilstrekkelig med finansielle eiendeler til å dekke den finansielle gjelden. Desto større andel de finansielle eiendelene utgjør i forhold til gjelden, jo mindre er sannsynligheten for at selskapet vil havne i en likviditetskrise. Det finnes ikke noen universell regel for hva som kan karakteriseres som en god eller mindre god gjeldsdekningsgrad. Gjeldsdekningsgraden vil avhenge av forhold ved bransjen selskapet opererer i, som for eksempel hvor kapitalintensiv den er. Det er derfor besluttet at det er bransjegjennomsnittet som skal brukes som målestokk for Lerøy. Figur 6-4 illustrerer Lerøy og bransjens historiske finansielle gjeldsdekningsgrad fra 2012 til 2017.



Figur 6-4: Gjeldsdekningsgrad til Lerøy og bransjen i perioden 2012-2017.

Lerøy har hatt en vesentlig høyere finansiell gjeldsdekningsgrad enn bransjen gjennom analyseperioden. Det påpekes imidlertid at forskjellene mellom Lerøy og bransjen i relativt

stor grad skyldes at Marine Harvest har gjennomført en rekke store investeringer i løpet av seksårsperioden, som dermed har økt bransjegjennomsnittets finansielle gjeld. Lerøys høye finansielle gjeldsdekningsgrad kan således til dels forklares ved at selskapet har foretatt færre eller mindre store investeringer enn konkurrentene. Mens bransjegjennomsnittet har hatt en forholdsvis stabil finansiell gjeldsgrad de siste seks årene, har Lerøys gjeldsgrad økt jevnt. Forholdstallet for Lerøy var på sitt høyeste nivå i 2017, forårsaket av en signifikant økning i kontanter og kontantekvivalenter, som bidro til høyere finansielle omløpsmidler. Lerøy har hatt en tidsvektet finansiell gjeldsdekningsgrad på 0,42 mot bransjens 0,20, og er følgelig i mindre grad eksponert for likviditetsrisiko. Likevel er det nærliggende å anta at Lerøys konkurrenter justerer den finansielle gjeldsdekningen etter behov, noe som innebærer at lave forholdstall ikke nødvendigvis betyr umiddelbare likviditetsproblemer. Det aller meste av selskapenes finansielle eiendeler er dessuten kontanter og kontantekvivalenter, som taler for redusert risiko for likviditetskrise.

6.1.5 Rentedekningsgrad

Mens de foregående nøkkeltallene uttrykker oppdrettsselskapenes evne til å dekke gjeld fra et balanseperspektiv, vil de påfølgende forholdstallene uttrykke gjeldsdekning gjennom resultat og kontantstrøm. Rentedekningsgrad angir forholdet mellom et selskaps nettoresultat til sysselsatt kapital og netto finanskostnader (Knivsfå, 2018m), se formel 6-5.

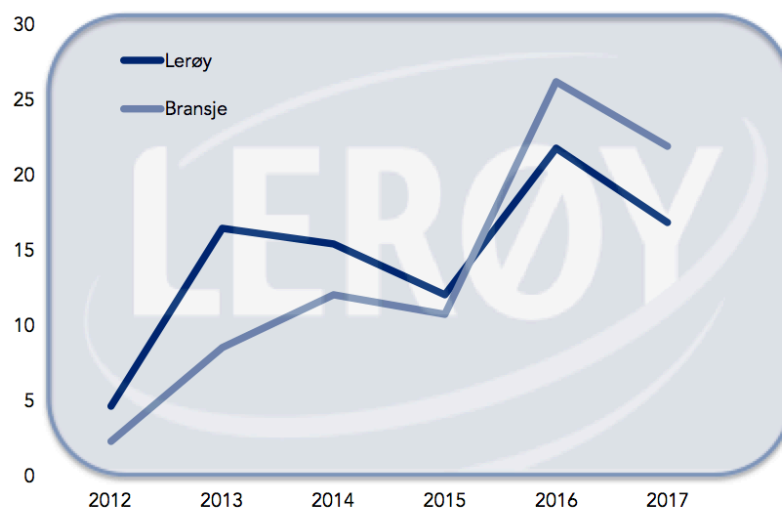
$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Nettoresultat til sysselsatt kapital}}{\text{Netto finanskostnader}} = \frac{\text{Netto driftsresultat} + \text{Netto finansinntekter}}{\text{Netto finanskostnader}}$$

Formel 6-5: Rentedekningsgrad.

En rentedekningsgrad på 1 innebærer at overskuddet fra driften og finansinntektene i sin helhet brukes til å betale løpende finanskostnader. Dersom rentedekningsgraden derimot er lavere enn 1, betyr det at et selskaps overskudd ikke er tilstrekkelig til å betale finansielle gjeldsforpliktelser ved forfall. Hva som kan betraktes som en god gjeldsdekningsgrad avhenger som forhold som rentenivå og kapitalintensitet, men forholdstallet bør være høyere enn 2 for at det kan anses som tilfredsstillende (Dahl, 2006a). For selskaper som opererer i kapitalintensive bransjer, er det naturlig at rentedekningsgraden er lavere enn for selskaper som befinner seg i lite kapitalintensive bransjer. Årsaken er at det i kapitalintensive bransjer

stilles høyere krav til investeringer, og tvinger selskapene til å ta opp store lån, noe som resulterer i høyere finanskostnader. Forskjeller i kapitalintensitet på tvers av bransjer trekker i retning av at bransjegjennomsnitt fremgår som det mest hensiktsmessige sammenligningsgrunnlaget for Lerøy. Mens oppdrettsbransjens høye kapitalintensitet taler for lavere rentedekningsgrad, bidrar dagens lave rentenivå til at selskapene får tilgang til billigere finansiering, som videre gjør rentedekningsgraden høyere. I henhold til Dahl (2006a) må derfor forventningen til rentedekningsgraden justeres etter renteforholdene.

Figur 6-5 illustrerer utviklingen i rentedekningsgraden til Lerøy og bransjen over analyseperioden. Mens Lerøy i årene 2012-2015 hadde en rentedekningsgrad høyere enn bransjegjennomsnittet, var forholdstallet høyere for bransjen enn for Lerøy de siste to årene. Lerøy og bransjen har hatt tilnærmet samme trendutvikling gjennom seksårsperioden, og opplevd en betydelig økning i rentedekningsgrad. Som et resultat av at netto finanskostnader og netto finansinntekter har vært forholdsvis stabil for alle selskapene i bransjeutvalget, skyldes økningen i rentedekningsgrad hovedsakelig at selskapenes netto driftsresultat har økt markant i løpet av seksårsperioden. Årene 2016 og 2017 skiller seg ut som de to årene med høyest rentedekningsgrad, grunnet historisk høye laksepriser og lavt rentenivå. Det kan derfor argumenteres for at rentedekningsgraden til Lerøy og bransjen har vært på et unormalt høyt nivå de siste par årene, noe som det vil være viktig å ta hensyn til ved prognostisering av rentedekningsgraden. Til tross for at rentedekningsgraden til Lerøy og bransjen er betydelig høyere enn 2, kan det ikke utelukkes store endringer i forholdstallet på kort sikt. Årsaken er at rentedekningsgraden i stor utstrekning synes å følge konjunktorene i næringen.



Figur 6-5: Rentedekningsgrad til Lerøy og bransjen i perioden 2012-2017.

Selv om rentedekningsgrad er et enkelt mål for å vurdere hvorvidt et selskap evner å betale sine rentekostnader, eksisterer det svakheter knyttet til å benytte nøkkeltallet som et mål på et selskaps reelle evne til å dekke gjeld. Årsaken er at rentedekningsgraden utelukkende tar hensyn til rentekostnader, og dermed ikke avdrag, noe som innebærer at nøkkeltallet ikke gir uttrykk for i hvilken grad selskapet er i stand til å betale sin samlede gjeld. Ved å benytte et nøkkeltall som inkluderer avdrag på gjeld i nevneren, vil et selskaps faktiske evne til å betjene gjeld bli uttrykt på en mer korrekt måte. I utredningen er det likevel rentedekningsgraden i formel 6-5 som legges til grunn i den videre analysen.

6.1.6 Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm

Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm er definert som forholdet mellom et selskaps frie kontantstrøm til sysselsatt kapital og selskapets frie kontantstrøm fra finansiell gjeld, se formel 6-6. Nøkkeltallet uttrykker således hvorvidt selskapet genererer en tilstrekkelig mengde kontanter for å være i stand til å dekke løpende gjeldsforpliktelser. Det understrekes at formel 6-6 kun er meningsfull dersom selskapet tilbakebetaler gjeld, det vil si når netto finanskostnader er større enn endringen i finansiell gjeld (Knivsflå, 2018m).

$$\frac{\text{Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital}}{\text{Fri kontantstrøm fra finansiell gjeld}} = \frac{\text{Fri kontantstrøm fra drift} + \text{Fri kontantstrøm fra finansielle eiendeler}}{\text{Netto finanskostnader} - \Delta\text{Finansiell gjeld}}$$

Formel 6-6: Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm.

Normaliserte og omgrupperte regnskapstall er lagt til grunn for Lerøys kontantstrømanalyse. Lerøys omgrupperte kontantstrøm i perioden 2012 til 2017 ble presentert i delkapittel 5.4.3. Av tabell 5-16 fremgår det at netto finanskostnader er større enn endringen i finansiell gjeld kun i årene 2013 og 2017, noe som indikerer at Lerøy i store deler av analyseperioden ikke har evnet å generere tilstrekkelig med kontanter til å dekke løpende gjeldsforpliktelser. Lerøy har gjennomført en rekke gjeldsfinansierte investeringer, særlig i 2015 og 2016, hvilket har bidratt til at betingelsen om at netto finanskostnad må være høyere enn endringen i finansiell gjeld ikke er oppfylt i fire av analyseperiodens seks år. Det er derfor besluttet ikke å gå videre med analyse av nøkkeltallet.

Til tross for at betingelsen ikke er oppfylt, indikerer Lerøys omgrupperte kontantstrøm at selskapet genererte frie kontanter fra driften i fire av analyseperiodens seks år. Kontanter ble

dessuten generert gjennom sysselsatt kapital i samtlige år i perioden med unntak av i 2016, noe som indikerer at selskapet befinner seg i en solid likviditetssituasjon. Lerøys sterke likvide posisjon bekreftes også ved at selskapet oppnådde en positiv fri kontantstrøm til egenkapitalen i alle år unntatt 2016, som innebærer at det ble betalt netto utbytte i fem av analyseperiodens seks år.

6.1.7 Belåningsreserve

For å få mer innsikt i Lerøys likviditetssituasjon, vil det være hensiktsmessig å supplere risikoanalysen med ytterligere to nøkkeltall som ikke inngår i Knivsflås opprinnelige rammeverk. Belåningsreserve diskuteres i delkapittel 6.1.7, mens Lerøys likviditetsreserve blir analysert i delkapittel 6.1.8.

Belåningsreserve viser hvor stor andel av et selskaps eiendeler som kan stilles som ytterligere sikkerhet for lån (Dahl, 2006b), se formel 6-7.

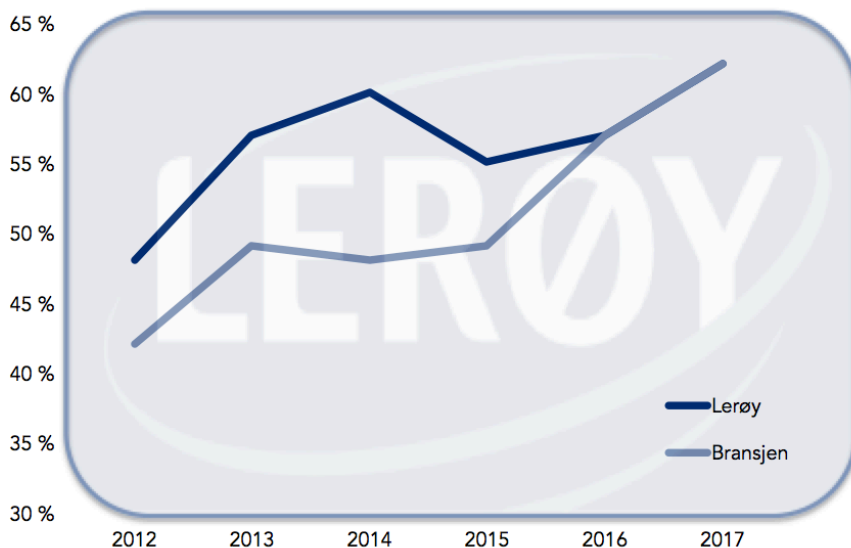
$$\text{Belåningsreserve i \% av belåningsgrunnlaget} = \frac{\text{Belåningsgrunnlag} - \text{Sum rentebærende gjeld}}{\text{Belåningsgrunnlag}} \cdot 100 \%$$

Formel 6-7: Belåningsreserve i % av belåningsgrunnlaget.

Slik det fremgår av formelen, gir nøkkeltallet uttrykk for hvor god tilgang selskapet har på likviditet gjennom økte lån ved behov (Dahl, 2006b). En høy belåningsreserve signaliserer at selskapet er bedre rustet ved en likviditetskrise, samt at det vil være enklere for selskapet å låne eksternt. En belåningsreserve høyere enn 40 % anses som tilfredsstillende. I formel 6-7 representerer belåningsgrunnlaget den totale sikkerheten långiverne antas å gi et selskap basert på dets eiendeler, uten å ta hensyn til eksisterende gjeld. Sum rentebærende gjeld uttrykker hvor mye gjeld selskapet er i besittelse av, og angir dermed hvor stor andel av belåningsgrunnlaget som allerede er benyttet. For å være i stand til å beregne belåningsgrunnlaget, vil de forskjellige eiendelspostene tildeles en prosentsats som reflekterer hvor stor sikkerhet for lån de respektive eiendelspostene forventes å gi (Dahl, 2006b). Tabell 6-2 angir prosentsatsene som gjelder for Lerøy og bransjen.

EIENDEL	DEKNING I %
Konsesjoner	50 %
Varige driftsmidler	60 %
Investeringer i tilknyttede selskaper	50 %
Biologiske eiendeler	40 %
Andre varer	30 %
Kundefordringer	60 %
Andre driftsrelaterte fordringer	60 %
Investeringer i aksjer	30 %
Langsiktige fordringer	60 %

Tabell 6-2: Dekningsprosent for ulike eiendeler.



Figur 6-6: Belåningsreserve til Lerøy og bransjen i perioden 2012-2017.

Figur 6-6 viser historisk belåningsreserve. Belåningsreserven til bransjen har utviklet seg betydelig i løpet av analyseperioden. Også Lerøys belåningsreserve har økt, men viser en noe mer ustabil trend i forhold til bransjen. I 2016 og 2017 hadde Lerøy og bransjegjennomsnittet en like høy belåningsreserve. Lerøy har likevel hatt et marginalt høyere tidsvektet gjennomsnitt enn bransjesnittet perioden sett under ett: Lerøys tidsvektede gjennomsnitt har vært på 57 %, mens bransjen har oppnådd et tidsvektet snitt på 52 %.

En av hovedårsakene til at Lerøys belåningsreserve i perioden 2012-2015 lå høyere enn bransjegjennomsnittet, er at Lerøy hadde lavere rentebærende gjeld relativt til bransjen. Til tross for at Lerøy i 2016 og 2017 økte sin rentebærende gjeld markant, noe som isolert bidrar til lavere belåningsreserve, hadde selskapet en relativt høyere andel eiendeler bundet opp i konsesjoner og varige driftsmidler. Konsesjoner og varige driftsmidler utgjør en stor del av

belåningsgrunnlaget, og totaleffekten var at Lerøys belåningsreserve økte ytterligere i 2016 og 2017. Med en tidsvektet belåningsreserve som er betydelig høyere enn hva som kan anses som tilfredsstillende, er Lerøy dermed i besittelse av en stor andel eiendeler som kan stilles som sikkerhet for eventuell ny opplåning.

6.1.8 Likviditetsreserve

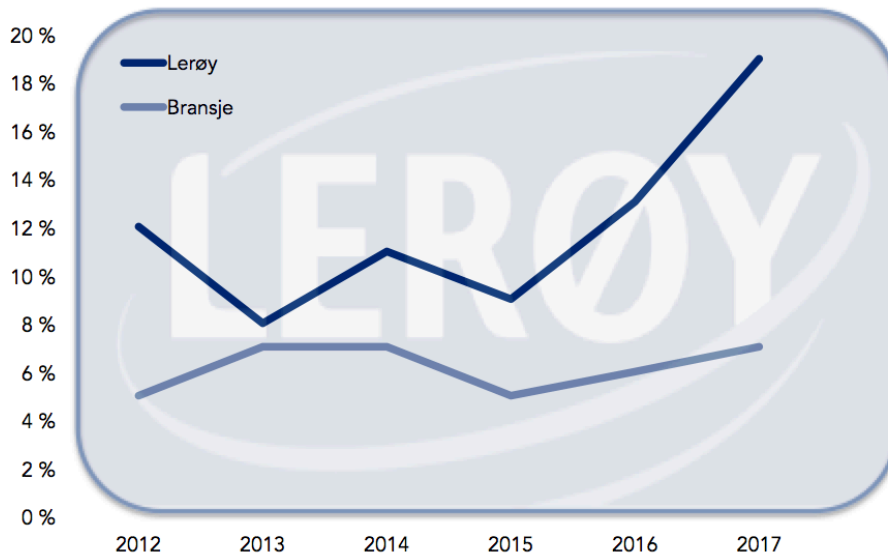
Likviditetsreserve anses som et mer egnet likviditetsmål enn likviditetsgrad 1 og 2. Årsaken er at nøkkeltallet ser bort fra kundefordringer og varelager. Det vil ofte være usikkerhet knyttet til hvorvidt regnskapspostene er verdsatt korrekt i balansen samt i hvilken grad de lar seg realisere (Dahl, 2006c). Utelatelse av kundefordringer og varelager innebærer dermed at likviditetsreserve er et mer rettvise mål på et selskaps faktiske likviditetsposisjon. Formel 6-8 uttrykker et selskaps likviditetsreserve.

$$\text{Likviditetsreserve i \% av salgsinntekter} = \frac{\text{Kasse, bank, kortsiktige investeringer og ubenyttet kassekreditt}}{\text{Salgsinntekter}} \cdot 100 \%$$

Formel 6-8: Likviditetsreserve i % av salgsinntekter.

I tillegg til å ekskludere kundefordringer og varelager, uttrykker likviditetsreserve forholdet mellom et selskaps likviditet og dets omsetning, hvilket reflekterer selskapets faktiske likviditetsbehovet på en bedre måte enn både likviditetsgrad 1 og 2. Bransjeforhold, som for eksempel sesongvariasjoner, svingninger i inn- og utbetalingsstruktur samt variasjoner i omløpshastighet, vil i stor grad avgjøre hva som kan defineres som en god likviditetsreserve. Til tross for at en generell tommelfingerregel tilsier at en likviditetsreserve over 8 % er tilfredsstillende (Dahl, 2006c), virker det mest nærliggende å benytte bransjegjennomsnittet som sammenligningsgrunnlag for Lerøy.

Figur 6-7 viser likviditetsreserven til Lerøy og bransjen i perioden 2012-2017. Bransjen har hatt en stabil likviditetsreserve gjennom hele perioden, med et vektet snitt på 6 %. Lerøys likviditetsreserve har ligget over bransjen i samtlige år, der det vektete snittet har vært på 12 %. Lerøys markante økning i likviditetsreserve i 2017 skyldtes hovedsakelig en økning på 57 % i finansielle omløpsmidler fra 2016. At Lerøys likviditetsreserve er betydelig høyere enn den generelle tommelfingerregelen på 8 % samt bransjegjennomsnittet, indikerer at Lerøy har god likviditet.



Figur 6-7: Likviditetsreserve til Lerøy og bransjen i perioden 2012-2017.

6.2 Analyse av langsiktig risiko - soliditetsanalyse

Risikoanalysen har hittil fokusert på kortsiktig risiko og likviditet. Videre vil risikoanalysen omfatte analyse av langsiktig risiko og soliditet. Formålet med soliditetsanalysen er å kartlegge hvorvidt et selskap har tilstrekkelige økonomiske ressurser til å stå imot en lengre periode med fremtidige tap. Soliditetsrisiko representerer dermed risikoen for at selskapet ikke har finansiering til å håndtere en lengre periode med tap. Som et resultat av at tap blir ført mot selskapets egenkapital, vil en solid egenkapital derfor utgjøre en buffer mot fremtidige tap og følgelig redusere konkurrisikoen (Knivsflå, 2018m). Gjennom soliditetsanalysen vil forholdstallene egenkapitalprosent, netto driftsrentabilitet og kapitalstruktur studeres.

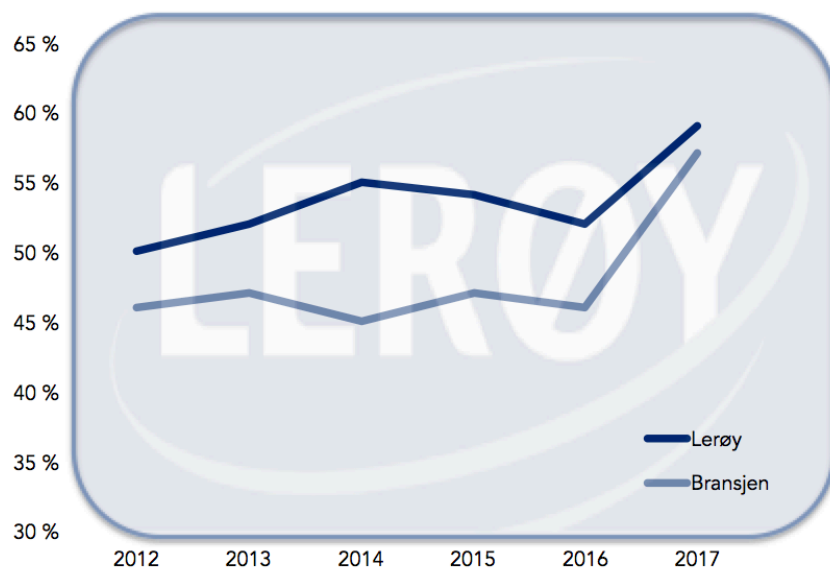
6.2.1 Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosent anses å være det viktigste målet på soliditet, og uttrykker forholdet mellom selskapets egenkapital og total kapital. Forholdstallet representerer følgelig hvor stor andel av eiendelene som kan gå tapt før långiverne og de øvrige kreditorene berøres. En høy egenkapitalprosent er derfor ønskelig, da den øker kredittverdigheten og muligheten for å oppnå gunstig finansiering (Hoff et al., 2007, s. 266). Høy egenkapitalprosent vil således gjøre et selskap bedre i stand til å håndtere en lengre periode med svakere inntjening eller tap, og bidrar til å redusere selskapets kredittrisiko. Egenkapitalprosent brukes som et av de viktigste lånevilkårene i utlånssammenhenger. I oppdrettsbransjen er det eksempelvis krav om

at selskapene til enhver tid må ha en egenkapitalprosent på minimum 30-40 %. Brudd på lånevilkår vil gi kreditorene mulighet til å kreve lån tilbakebetalt med umiddelbar virkning. Ettersom Lerøy analyseres på konsernnivå, vil det være hensiktsmessig å inkludere minoritetsinteresser i telleren ved beregning av egenkapitalprosenten, se formel 6-9.

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

Formel 6-9: Egenkapitalprosent.



Figur 6-8: Egenkapitalprosent til Lerøy og bransjen i perioden 2012-2017.

Figur 6-8 viser egenkapitalprosenten til Lerøy og bransjen gjennom analyseperioden. Både Lerøy og bransjgjennomsnittet opplevde en begrenset volatilitet i egenkapitalprosenten i perioden 2012-2016, men 2017 preges av betydelig høyere andeler. Videre har Lerøy og bransjen i samtlige år hatt en egenkapitalprosent som er vesentlig høyere enn långiverens krav. Tatt i betraktning at oppdrettsbransjen er kapitalintensiv samt at dagens rentenivå er på et lavt nivå, ville det vært rimelig å anta at selskapene i næringen hadde økt belåningsgraden. Det er derimot det motsatte som har skjedd, da både Lerøy og bransjens egenkapitalprosent har holdt seg forholdsvis stabil over hele perioden. Over analyseperioden har Lerøy hatt en tidsvektet egenkapitalprosent på 54 %, noe som har vært høyere enn bransjens andel på 48 %. Lerøys høye egenkapitalprosent indikerer at selskapet vil være posisjonert til å kunne håndtere perioder med fremtidig tap. En høy egenkapitalprosent vil i tillegg gjøre det enklere for Lerøy å få tilgang til finansiering for å gjennomføre nye investeringer eller oppkjøp.

Ved analyse av egenkapitalprosent fra et risikoperspektiv vil det være essensielt å identifisere hvilke type eiendeler som utgjør virksomhetens egen- og total kapital. For Lerøy og bransjen utgjør immaterielle eiendeler, hovedsakelig konsesjoner, en betydelig andel av selskapenes eiendeler. Siden konsesjoner anses som lett omsettelige og høyt etterspurte eiendeler, vil det være nærliggende å hevde at både Lerøy og bransjegjennomsnittets egenkapitalprosent reflekterer forholdsvis sikre verdier.

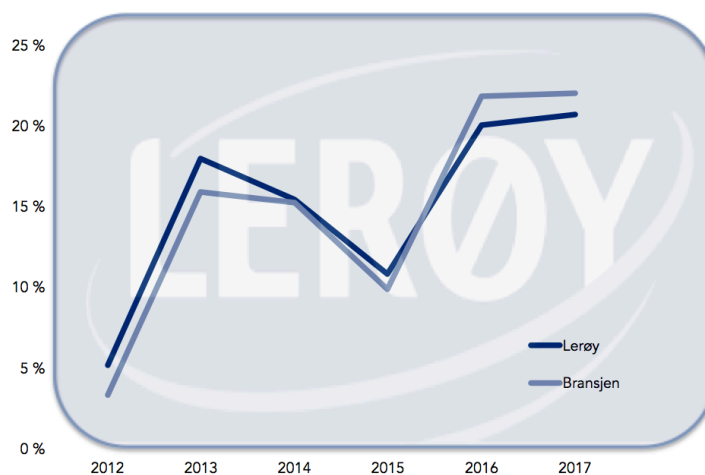
6.2.2 Netto driftsrentabilitet

Til tross for at netto driftsrentabilitet anses som et mål på lønnsomhet, inkluderes nøkkeltallet i soliditetsanalysen, ettersom det direkte kan påvirke egenkapitalen til et selskap. En svak lønnsomhet vil over tid kunne redusere bufferen til egenkapitalen. Netto driftsrentabilitet uttrykker forholdet mellom netto driftsresultat og gjennomsnittlig kapital, justert for opptjent kapital gjennom året (Knivsflå, 2018m), se formel 6-10. Nøkkeltallet viser således avkastningen til netto driftseiendeler.

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

Formel 6-10: Netto driftsrentabilitet.

Hvor høy eller lav et selskaps netto driftsrentabilitet er vil i stor grad avhenge av bransjen selskapet opererer i. Bransjegjennomsnittet gir derfor den beste indikasjonen på hvorvidt Lerøys netto driftsrentabilitet kan karakteriseres som tilfredsstillende. Figur 6-9 viser den historiske utviklingen i netto driftsrentabilitet for Lerøy og bransjen over analyseperioden.



Figur 6-9: Netto driftsrentabilitet til Lerøy og bransjen i perioden 2012-2017.

Til tross for at figur 6-9 antyder at oppdrettsnæringen er syklisk, følger Lerøy og bransjegjennomsnittet hverandre gjennom samtlige år i seksårsperioden. Mens Lerøy hadde en marginalt høyere netto driftsrentabilitet enn bransjen de fire første årene i perioden, har bransjegjennomsnittets rentabilitet vært noe høyere enn Lerøys rentabilitet i 2016 og 2017. Den tidsvektede netto driftsrentabiliteten til Lerøy har vært på 15,8 %, marginalt høyere enn bransjens snitt på 15,7 %. At både Lerøy og bransjen har opplevd en markant økning i netto driftsrentabilitet gjennom analyseperioden skyldes i stor grad høyere laksepriser, som har bidratt til økte driftsinntekter og marginer for oppdrettsaktørene. Lerøys soliditet har vist en stigende og positiv utvikling de siste par årene, og det er derfor naturlig å argumentere for at selskapet er rustet for å håndtere fremtidige perioder med lavere lønnsomhet og inntjening.

6.2.3 Kapitalstruktur

Analyse av kapitalstruktur gjennomføres gjennom en statisk finansieringsanalyse, og gir innsikt i hvordan et selskap er finansiert på et gitt tidspunkt, samt hvilken risiko som knytter seg til selskapets kapitalstruktur. Den statiske finansieringsanalysen uttrykkes i form av en finansieringsmatrise, og viser hvordan ulike eiendeler er finansiert (Knivsflå, 2018m). I finansieringsmatrisen er Lerøys eiendeler presentert på venstre side, der de er rangert etter grad av likviditet. På finansieringsmatrisens horisontale akse er finansieringskildene presentert, og kildene er rangert etter grad av langsiktighet. Mens egenkapital er den minst risikable finansieringskilden, er kortsiktig gjeldsfinansiering den mest risikable kilden. Finansieringsmatrisen understreker derfor at eiendeler fortrinnsvis bør finansieres med langsiktige fremfor kortsiktige finansieringskilder for å redusere risikoen. Det er ønskelig at matrisen når «bunnen» raskest mulig, da det indikerer en mindre risikabel finansiering (Knivsflå, 2018m). Måletidspunktet settes til 31.12.2017.

Tabell 6-3 og 6-4 illustrerer Lerøys finansieringsmatrise i henholdsvis absolutte og prosentvise verdier per 31.12.2017. Tabellene viser at Lerøys driftsrelaterte og finansielle anleggsmidler i sin helhet er finansiert gjennom egenkapital. Videre fremgår det at 80 % av Lerøys driftsrelaterte omløpsmidler er finansiert med langsiktig gjeld, og at Lerøy unngår å finansiere omløpsmidler knyttet til driften med kortsiktig finansiell gjeld. Finansieringsstrukturen til Lerøy fremstår som solid på det nåværende tidspunkt, og det er følgelig ingen grunn til å anta at selskapet vil havne i en likviditetskrise i nærmeste fremtid.

ABSOLUTTE VERDIER	EGENKAPITAL	MINORITETS- INTERESSER	LANGSIKTIG DRIFTSRELATERT GJELD	LANGSIKTIG FINANSIELL GJELD	KORTSIKTIG DRIFTSRELATERT GJELD	KORTSIKTIG FINANSIELL GJELD	TOTALE EIENDELER
Driftsrelaterte anleggsmidler	14 211 351						14 211 351
Finansielle anleggsmidler	74 356						74 356
Driftsrelaterte omløpsmidler	636 252	874 828	2 413 266	4 946 254	302 374		9 172 974
Finansielle omløpsmidler					2 684 087	830 009	3 514 096
Totalkapital	14 921 959	874 828	2 413 266	4 946 254	2 986 461	830 009	26 972 777

Tabell 6-3: Finansieringsmatrise for Lerøy per 31.12.2017 i absolutte verdier (Tall i 1000 NOK).

VERDIER I PROSENT	EGENKAPITAL	MINORITETS- INTERESSER	LANGSIKTIG DRIFTSRELATERT GJELD	LANGSIKTIG FINANSIELL GJELD	KORTSIKTIG DRIFTSRELATERT GJELD	KORTSIKTIG FINANSIELL GJELD	TOTALE EIENDELER
Driftsrelaterte anleggsmidler	100,00 %						52,69 %
Finansielle anleggsmidler	100,00 %						0,28 %
Driftsrelaterte omløpsmidler	6,94 %	9,54 %	26,31 %	53,92 %	3,30 %		34,01 %
Finansielle omløpsmidler					76,38 %	23,62 %	13,03 %
Totalkapital	55,32 %	3,24 %	8,95 %	18,34 %	11,07 %	3,08 %	100,00 %

Tabell 6-4: Finansieringsmatrise for Lerøy per 31.12.2017 i prosent.

Fra tabell 6-5 fremgår det at bransjen i stor grad er finansiert på tilsvarende måte som Lerøy. Bransjens driftsrelaterte og finansielle anleggsmidler er også i sin helhet finansiert med egenkapital. Bransjesnittet har finansiert 43 % av de samlede eiendelene, mens Lerøys andel er på 42 %. Bransjen har, tilsvarende som Lerøy, heller ikke finansiert driftsrelaterte omløpsmidler med kortsiktig finansiell gjeld. Det påpekes imidlertid at Lerøy har finansiert en marginalt mindre andel av sine totale eiendeler ved hjelp av kortsiktig gjeld. Samlet sett gir bransjens nåværende kapitalstruktur ikke grunnlag for å forvente at en likviditetskrise vil oppstå i nærmeste fremtid.

VERDIER I PROSENT	EGENKAPITAL	MINORITETS- INTERESSER	LANGSIKTIG DRIFTSRELATERT GJELD	LANGSIKTIG FINANSIELL GJELD	KORTSIKTIG DRIFTSRELATERT GJELD	KORTSIKTIG FINANSIELL GJELD	TOTALE EIENDELER
Driftsrelaterte anleggsmidler	100,00 %						49,74 %
Finansielle anleggsmidler	100,00 %						0,18 %
Driftsrelaterte omløpsmidler	13,14 %	2,50 %	19,37 %	38,04 %	26,94 %		44,80 %
Finansielle omløpsmidler					43,95 %	56,05 %	5,28 %
Totalkapital	55,81 %	1,12 %	8,68 %	17,04 %	14,39 %	2,96 %	100,00 %

Tabell 6-5: Finansieringsmatrise for bransjen per 31.12.2017 i prosent.

6.3 Syntetisk rating

Den kortsiktige likviditetsrisikoen og den langsiktige soliditetsrisikoen kan oppsummeres gjennom en syntetisk rating. Store kredittratingbyråer, som Standard & Poor, Moody's og Fitch, bruker ofte en organisert kredittvurdering for å angi et selskaps kredittrisiko. Basert på en rekke materielle og immaterielle parametre, setter ratingbyråene en karakter på selskapets risiko ved bruk av et bokstavsystem, som typisk strekker seg fra trippel A til enkel D. Bokstavkarakteren har som formål å uttrykke et selskaps sannsynlighet for å gå konkurs ett år frem i tid. Selskaper som er ratet i intervallet mellom trippel A og trippel B karakteriseres som sikre investeringsobjekter, mens ratinger lavere enn trippel B indikerer at det er knyttet betydelig mer usikkerhet til investeringsobjektet. Som et resultat av at Lerøy og de øvrige oppdrettsselskapene ikke blir vurdert av de store ratingbyråene, vil likviditets- og soliditetsanalysen benyttes for å etablere en syntetisk rating for Lerøy og bransjen. Den syntetiske ratingen vil følgelig gi et anslag på Lerøy og bransjens kredittrisiko. Det er fire nøkkeltall som vil bli lagt til grunn ved utarbeidelsen av den syntetiske ratingen: Likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet (Knivsflå, 2018m). De fire forholdstallene blir målt opp mot forskjellige grenseverdier. Grenseverdiene er presentert i tabell 6-6.

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

Tabell 6-6: Syntetisk rating basert på grenseverdier for fire forholdstall.

Tabell 6-7 viser Lerøy og bransjens syntetiske rating i perioden 2012-2017, samt deres tidsvektede gjennomsnitt.

LERØY	2012		2013		2014		2015		2016		2017		TIDSVEKTET GJENNOMSNIITT	
Likviditetsgrad 1	2,401	A	2,499	A	3,224	A	2,498	A	2,632	A	3,324	A	2,789	A
Rentedekningsgrad	4,486	A	16,332	AAA	15,342	AAA	11,944	AAA	21,721	AAA	16,738	AAA	15,280	AAA
Egenkapitalprosent	0,497	BBB	0,523	BBB	0,551	A	0,544	BBB	0,516	BBB	0,586	A	0,540	BBB
Netto driftsrentabilitet	0,051	B	0,179	A	0,154	A	0,108	BBB	0,200	A	0,207	A	0,158	A
Samlet	BBB		A		A		A		A		A		A	
BRANSJEN	2012		2013		2014		2015		2016		2017		TIDSVEKTET GJENNOMSNIITT	
Likviditetsgrad 1	2,356	A	2,726	A	3,037	A	2,910	A	2,511	A	2,800	A	2,744	A
Rentedekningsgrad	2,110	BBB	8,383	AA	11,912	AAA	10,583	AA	26,144	AAA	21,757	AAA	14,952	AAA
Egenkapitalprosent	0,460	BBB	0,474	BBB	0,453	BBB	0,467	BBB	0,455	BBB	0,569	A	0,483	BBB
Netto driftsrentabilitet	0,033	B	0,158	A	0,152	A	0,098	BBB	0,218	AA	0,219	AA	0,157	A
Samlet	BBB		A		A		A		A		AA		A	

Tabell 6-7: Syntetisk rating for Lerøy og bransjen i perioden 2012-2017.

Slik det fremgår av tabell 6-7, oppnår både Lerøy og bransjen en tidsvektet rating på A, som indikerer at sannsynligheten for konkurs er på 0,1 % (Knivsflå, 2018m). Videre fremkommer det at Lerøy og bransjens likviditetssituasjon skiller seg ut som tilfredsstillende, med en likviditetsgrad 1 og en rentedekningsgrad rangert til henholdsvis A og AAA. Også oppdrettsaktørenes soliditet, som inkluderer en BBB-rating for egenkapitalprosent og en A-rating for netto driftsrentabilitet, virker tilfredsstillende. Mens den syntetiske ratingen antyder at Lerøy og bransjen har en tilsvarende kredittrisiko, viser risikoanalysen at Lerøy har en bedre likviditet og soliditet enn bransjen. Forholdstallanalysene i kapittel 6 viser at Lerøy har hatt et høyere tidsvektet gjennomsnitt for samtlige nøkkeltall enn bransjen for øvrig. Selv om Lerøy kun har oppnådd en marginalt høyere netto driftsrentabilitet enn bransjen når tidsvektingen inkluderes, har Lerøy hatt en høyere netto driftsrentabilitet enn bransjegjennomsnittet i fire av analyseperiodens seks år. Det er den høye vekten på de siste årene i perioden som bidrar til at bransjen perioden sett under ett oppnår tilnærmet samme netto driftsrentabilitet som Lerøy. At Lerøy har en marginalt høyere netto driftsrentabilitet enn bransjen samsvarer med funn fra den strategiske analysen i kapittel 4, hvor det ble konkludert at Lerøy er i besittelse av en liten fordel i forhold til konkurrentene.

Ettersom de siste årene i analyseperioden er tildelt høyere vektning enn de første årene i perioden, og at aktørene i oppdrettsbransjen mot slutten av perioden oppnådde rekordhøy omsetning og lønnsomhet, kan det argumenteres for at tidsvektingen gir et noe misvisende bilde på den reelle kredittrisikoen til Lerøy og bransjen. Den høye vektningen mot slutten av analyseperioden taler dermed for at Lerøy og bransjegjennomsnittets faktiske konkurrisiko er noe høyere enn det som fremkommer fra den syntetiske ratingen. De siste årene har oppdrettsselskapene profitert på svært høye laksepriser, og dersom prisene på laks stabiliserer

seg på et lavere nivå i årene som kommer, vil aktørenes netto driftsrentabilitet reduseres betydelig. Videre kan reduserte laksepriser påvirke forholdstallene egenkapitalprosent og rentedekningsgrad. Det er således knyttet usikkerhet til hvorvidt gjennomsnittskarakteren A reflekterer Lerøy og bransjens reelle risiko for å gå konkurs.

Det er også andre forhold ved Knivsflås rammeverk som bidrar til at den syntetiske ratingen ikke nødvendigvis representerer den faktiske kredittrisikoen til Lerøy eller bransjen for øvrig. Den syntetiske ratingen tar kun høyde for fire forholdstall, to for likviditet og to for soliditet, og tar følgelig ikke hensyn til flere av forholdstallene som er diskutert i risikoanalysen. De store kredittratingbyråene vektlegger dessuten flere og andre parametre enn de som fremgår i den syntetiske ratingen. I tilfeller hvor det eksisterer feilkilder av vesentlig karakter i ett eller flere av nøkkeltallene i den syntetiske ratingen, vil kredittrisikoen over- eller undervurderes. Den omfattende likviditetsanalysen, som inkluderer ytterligere forholdstallanalyser enn det som fremgår fra Knivsflås opprinnelige rammeverk, tyder imidlertid på at bransjen, og spesielt Lerøy, har en god likviditet. Analysen av kapitalstruktur indikerer også at aktørene i bransjen er solid finansiert. Til tross for oppdrettsbransjens syklikalitet, illustrerer tabell 6-7 at både Lerøy og bransjegjennomsnittet i samtlige år er blitt målt til en tilfredsstillende karakter på alle de fire risikomålene. Ettersom flere av årene i analyseperioden var preget av betydelig lavere laksepriser enn det som var tilfelle i 2016 og 2017, kan det hevdes at Lerøy og bransjens samlede syntetiske ratingkarakter er plausibel. Argumentene trekker i retning av at den syntetiske ratingen bør legges til grunn i den videre analysen.

En annen svakhet ved rammeverket for den syntetiske ratingen er at det ikke blir tatt hensyn til bransjespesifikke forhold. Ettersom særegne forhold ved ulike bransjer i stor grad avgjør hva som kan karakteriseres som tilfredsstillende forholdstall, vil de oppgitte grenseverdiene høyst sannsynlig enten overvurdere eller undervurdere oppdrettsaktørenes kredittrisiko. For eksempel vil likviditetsgrad 1 ikke nødvendigvis være et egnet forholdstall for oppdrettsselskapene som følge av lav omløpshastighet i varelager. På den andre siden tilsier funn fra risikoanalysen at både Lerøy og bransjen synes å ha lav kredittrisiko knyttet til seg. Videre blir ikke Lerøys kredittrisiko vurdert av de store ratingbyråene, noe som gjør det vanskelig å kontrollsjekke resultatet fra den syntetiske rating med ratingbyråenes offisielle vurdering. Til tross for at det eksisterer svakheter ved Knivsflås modell, taler argumentene samlet sett for at det vil være mest hensiktsmessig å basere den videre analysen på den syntetiske ratingen. Lerøy og bransjens samlede ratingkarakter på A vil således opprettholdes.

7 HISTORISK AVKASTNINGSKRAV

Et avkastningskrav reflekterer hvilken avkastning en investor kan forvente å oppnå ved alternativ plassering av kapital med tilsvarende risiko (Dahl et al., 1997, s. 40). Avkastningen skal kompensere for inflasjon, tidsverdi og risiko (Møller & Kaldestad, 2016, s. 152). Avkastningskravet kan benyttes på to måter: Det kan enten bli brukt som en målestokk på rentabilitet, eller som diskonteringsrente ved verdivurdering. Ved benyttelse av avkastningskravet som målestokk for rentabilitet, vil et selskaps lønnsomhet vurderes ut ifra hvorvidt det evner å generere en egenkapitalrentabilitet som er høyere enn tilhørende avkastningskrav (Knivsflå, 2018o).

Kapittel 7 innledes med en presentasjon av grunnleggende teori for avkastningskrav. Deretter diskuteres sentrale elementer som påvirker estimeringen av Lerøys avkastningskrav, herunder risikofri rente, markedets risikopremie, egenkapitalbeta og illikviditetspremie. Videre i kapitlet beregnes ulike avkastningskrav og betaverdier, som kulminerer i krav til egenkapital og minoritet, netto driftskapital og sysselsatt kapital. Avkastningskravene som fremgår av kapittel 7 benyttes som målestokker for rentabilitetsanalysen i kapittel 8.

7.1 Teori for avkastningskrav

Det eksisterer flere modeller for estimering av et selskaps avkastningskrav. De mest anvendte metodene for beregning av avkastningskrav er kapitalverdimodellen, faktormodellen og arbitrasjemodellen. Den påfølgende analysen fokuserer imidlertid utelukkende på faktormodellen og kapitalverdimodellen.

Faktormodellen

Faktormodellen karakteriseres ved at investorer kun kompenseres for systematisk risiko. Investorene forventes derfor kun å få betalt for å bære ikke-diversifiserbar risiko ved likevekt, se formel 7-1.

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

r_f = Risikofri rente

β = Beta

r_F = Faktoravkastning

$(r_F - r_f)$ = Faktorrisikopremie

Formel 7-1: Faktormodellen.

Faktormodellen uttrykker alternativ avkastning, og angir hvilket avkastningskrav en investor minst vil kreve for en investering. Det første leddet i formel 7-1 representerer avkastningen en investor får ved sikker plassering. Det andre leddet representerer den meravkastningen som investoren forventer å få utover risikofri plassering, der beta reflekterer den relative sensitiviteten overfor risikofaktoren (Knivsflå, 2018o).

Kapitalverdimodellen

I et perfekt kapitalmarked eksisterer et spesialtilfelle av faktormodellen. Modellen kalles da for kapitalverdimodellen, se formel 7-2. At kapitalmarkedet er perfekt innebærer at investorene har diversifisert bort den usystematiske risikoen, og at de følgelig kun blir kompensert for å bære systematisk markedsrisiko (Knivsflå, 2018o). Kapitalverdimodellen er en av de mest anvendte modellene for estimering av avkastningskrav til egenkapitalen, og forutsetter at alle investorer er nyttemaksimerende og veldiversifiserte.

$$e_{kk} = r_f + \beta_{EK} \cdot (r_m - r_f)$$

r_f = Risikofri rente	r_m = Avkastning på markedsindeks
β_{EK} = Egenkapitalbeta	$(r_f - r_f)$ = Markedets risikopremie

Formel 7-2: Kapitalverdimodellen.

I kapitalverdimodellen reflekterer avkastningskravet til egenkapitalen den avkastningen en investor oppnår ved risikofri plassering tillagt en premie for å bære systematisk risiko. I modellen er det selskapets betaverdi, det vil si virksomhetens markeds sensitivitet, som representerer den risikofaktoren investoren får betalt for utover risikofri rente. Betaverdien kan dermed tolkes som et relativt mål for den systematiske risikoen ved å investere i et selskaps egenkapital, og uttrykkes som samvariasjonen mellom avkastningen til selskapet og markedsindeksen, multiplisert med den relative volatiliteten til selskapet i forhold til markedet. Betaverdien til markedsindeksen må derfor være lik 1, mens betaverdien til en risikofri plassering er 0 (Knivsflå, 2018o).

7.2 Forberedelse til estimering av krav til egenkapital og minoritet

I den videre analysen av avkastningskrav er det foretatt ulike justeringer. Ettersom egenkapitalrentabiliteten er en nominell rente som oppgis etter skatt, vil det være essensielt at avkastningen til egenkapitalen også oppgis i nominelle størrelser og beregnes etter skatt.

Dersom begge komponentene oppgis etter skatt, vil sammenligningsgrunnlaget være likt (Knivsflå, 2018o). Risikofri rente blir i praksis sjeldent uttrykt etter skatt, men for å være konsistent med rammeverket til Knivsflå, trekkes skatt fra risikofri rente. Det påpekes også at markedets avkastning, r_m , i formel 7-3 er en etter skatt-størrelse. I tillegg til at avkastningskravet beregnes etter skatt, vil avkastningskravet illegges en illikviditetspremie. Illikviditetspremien angir risikoen for at en investor, eller et selskap, kan bli «låst inne» med illikvide aksjer, det vil si aksjer det er vanskelig å omsette i markedet (Knivsflå, 2018o). Som et resultat av at Lerøy har minoritetsinteresser i selskaper som ikke er notert på børsen, kan selskapets aksjer i unoterte selskaper være krevende å få solgt. Derfor bør Lerøy kompenseres for risikoen knyttet til ikke å få omsatt illikvide aksjer. Den justerte kapitalverdimodellen er uttrykt ved formel 7-3.

$$\begin{aligned} e_{kk} &= r_f \cdot (1-s) + \beta_{EK} \cdot (r_m - r_f \cdot (1-s)) + ilp \\ &= r_f \cdot (1-s) + \beta_{EK} \cdot mrp + ilp \end{aligned}$$

Formel 7-3: Kapitalverdimodellen med justeringer.

7.2.1 Risikofri rente

En investor eller et selskap forventer en avkastning etter skatt på alle risikable investeringsprosjekter som er minst like høy som den risikofrie renten. Risikofri rente utgjør en hypotetisk avkastning på et verdipapir eller en portefølje av verdipapir som ikke har konkurs- eller misligholdsrisiko (Kaldestad & Møller, 2016, s. 156). I tillegg til at det ikke kan eksistere risiko knyttet til konkurs eller mislighold, påpeker Damodaran (2012, s. 155) at det heller ikke kan være usikkerhet forbundet med reinvesteringsavkastningen til den risikofrie renten.

De to forutsetningene tatt i betraktning indikerer at både norske statsobligasjoner samt den norske internbankrenten, NIBOR, vil kunne egne seg som risikofri rente. Ved bruk av norske statsobligasjoner må det gjøres fradrag for risikopremie tilsvarende en AAA-rating, som er ratingen til den norske stat. Ved bruk av NIBOR-renten må det gjøres fradrag av en risikopremie basert på den gjennomsnittlige ratingen for bankene, som er AA (Knivsflå, 2018o). Det eksisterer imidlertid fordeler og ulemper både ved statsobligasjonsrenten og NIBOR-renten som må diskuteres før det kan besluttes hvilken av de nevnte rentene som skal benyttes videre i utredningen.

Knivsflå (2018o) fremhever at tremåneders (3M) NIBOR kan brukes som et mål på den risikofrie renten. Ulempen med å benytte 3M NIBOR er at den i større grad enn lange statsobligasjonsrenter påvirkes av rådende pengepolitikk. 3M NIBOR vil dermed være mer eksponert for svingninger enn en lang rente, og avkastningskravet vil således bli mer ustabil. Fordelen med å benytte 3M NIBOR er at slike kortsiktige rentepapirer er tilnærmet risikofri, i motsetning til investeringer i lange statspapirer, der en investor eller et selskap risikerer verdifall. Fordelen med å bruke lange statsobligasjoner er at lange renter varierer mindre enn korte renter, og gir derfor et mer stabilt avkastningskrav. Ulempen er derimot at det kan være innbakt både en likviditetspremie og en premie for inflasjonsrisiko, som indikerer at lange renter ikke vil være risikofrie (Kaldestad & Møller, 2016, s 157-158). Til tross for at PwC (2017, s. 4) påpeker at tiårige statsobligasjoner i størst grad benyttes som risikofri rente i det norske markedet, er det besluttet, hovedsakelig av konsistenshensyn til Knivsflås rammeverk, å bruke 3M NIBOR som risikofri rente i den påfølgende analysen.

RISIKOFRI RENTE	2012	2013	2014	2015	2016	2017	GJENNOMSNIITT
3M NIBOR	0,019	0,017	0,016	0,014	0,012	0,011	0,015
- Kredittrisikopremie (AA)	0,006	0,006	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
= Risikofri rente før skatt	0,014	0,011	0,011	0,008	0,007	0,006	0,010
- Skatt	0,004	0,003	0,003	0,002	0,002	0,001	0,003
= Risikofri rente etter skatt	0,010	0,008	0,008	0,006	0,005	0,004	0,007

Tabell: 7-1: Risikofri rente etter skatt i perioden 2012-2017.

Tabell 7-1 viser beregning av risikofri rente for perioden 2012-2017. Tabellen uttrykker at den risikofrie renten er betydelig redusert i løpet av analyseperioden, fra 1 % i 2012 til 0,4 % i 2017. Rentereduksjonen skyldes et avtagende rentenivå gjennom seksårsperioden. Justert for kredittrisikopremie og skatt, er gjennomsnittlig risikofri rente over analyseperioden på 0,7 %.

7.2.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er den meravkastningen som forventes å oppnås ved å investere i markedet sammenlignet med risikofri rente. Det finnes ulike metoder for å estimere risikopremien til markedet, der de to mest anvendte metodene er beregning basert på historisk premie og beregning basert på implisitt premie (Kaldestad & Møller, 2016, s. 166).

Metoden som tar utgangspunkt i historisk risikopremie sammenligner avkastningen over tid på en markedsindeks med avkastningen på den risikofrie renten. Metoden er mest utbredt i praksis, og vil gi det mest presise estimatet i tilfeller der det finnes få indikatorer som pålitelig kan estimere den fremtidige premien. Til tross for at metoden er generelt akseptert, eksisterer det noen ulemper med den. For det første baserer metoden seg på historiske data, og den er derfor ikke nødvendigvis en god indikator for fremtiden. Det er videre argumenter som tilsier at risikopremien vil bli lavere enn hva den har vært historisk. Årsaken er at det historiske tallmaterialet er påvirket av faktorer som høyst sannsynlig ikke vil inntreffe igjen. Risikopremien de siste hundre årene er i betydelig grad påvirket av høy produktivitetsvekst, reduksjon i overordnet risikonivå, økt likviditet og bortfall av transaksjonskostnader (Kaldestad & Møller, 2016, s. 166-167). Endring i forholdene vil følgelig innebære at historiske risikopremier bare til en viss grad reflekterer fremtidige risikopremier. En annen ulempe med metoden er at historiske data er basert på et skjevt utvalg siden tallene utelukkende baseres på børser og selskaper som har overlevd over tid, hvilket medfører at metoden ikke representerer reelle historiske data (Kaldestad & Møller, 2016, s. 167).

Metoden som estimerer implisitt markedspremie tar utgangspunkt i en vekstmodell, der avkastningskravet beregnes baklengs for å estimere hvilken risikopremie som er nødvendig for å forsvare dagens børsnivå. Fordelene med implisitt fastsettelse er at metoden er markedsdrevet og retter seg fremover i tid, noe som innebærer at den ikke er avhengig av historiske data. I tillegg tar modellen hensyn til at risikopremien varierer over tid. Ulempene med modellen er imidlertid at den er sensitiv for endringer i forventningene til fremtiden, noe som kan gi betydelig utslag på estimert risikopremie (Kaldestad & Møller, 2016, s. 168-169).

I rammeverket til Knivsflå legges historiske data til grunn som metode for fastsettelse av markedspremien. Metoden er av konsistenshensyn benyttet i den videre analysen, til tross for at det eksisterer svakheter forbundet med å benytte historiske tall for estimering av risikopremien. For å estimere markedets risikopremie benyttes historiske data med en kombinasjon av et kortsiktig og langsiktig tidsperspektiv. Det kortsiktige perspektivet omfatter perioden 1995-2017, og vil bli tildelt en vekt på 1/3. Perioden 1958-2017 utgjør det langsiktige perspektivet, og blir vektet med 2/3. Tabell 7-2 viser den beregnede risikopremien til markedet for perioden 2012-2017. Det presiseres at både kortsiktige og langsiktige historiske risikopremier er normaliserte størrelser oppgitt etter skatt.

MARKEDETS RISIKOPREMIE	2012	2013	2014	2015	2016	2017	GJENNOMSNIITT
Årlig risikopremie 1995-2017	0,040	0,042	0,041	0,042	0,041	0,042	0,041
* Vekt	0,667	0,667	0,667	0,667	0,667	0,667	0,667
+ Årlig risikopremie 1958-2017	0,064	0,067	0,066	0,066	0,067	0,069	0,067
* Vekt	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333	0,333
= Markedets risikopremie etter skatt	0,048	0,050	0,050	0,050	0,050	0,051	0,050

Tabell: 7-2: Markedets risikopremie etter skatt i perioden 2012-2017.

Den gjennomsnittlig markedspremien over analyseperioden er 5,0 %, og ligger innenfor intervallet av hva Kaldestad og Møller (2016, s. 171) anser som en normal markedsrisikopremie. Videre er den estimerte markedsrisikopremien på 5,0 % lik risikopremien som PwC (2017, s. 7) i sin årlige spørreundersøkelse blant norske finansanalytikere mener gjelder for det norske markedet.

7.2.3 Egenkapitalbeta

Egenkapitalbeta er et mål på en aksjes systematiske risiko relativt til markedsporteføljens risiko. I gjennomsnitt er beta lik 1, som betyr at en aksje svinger i takt med aksjemarkedet. Et selskaps beta bestemmes av aksjekursens relative volatilitet i forhold til aksjemarkedet. Matematisk blir beta beregnet ved å dele kovariansen, det vil si samvariasjonen, mellom en aksje og aksjemarkedet på variansen i aksjemarkedet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 159-160), se formel 7-4.

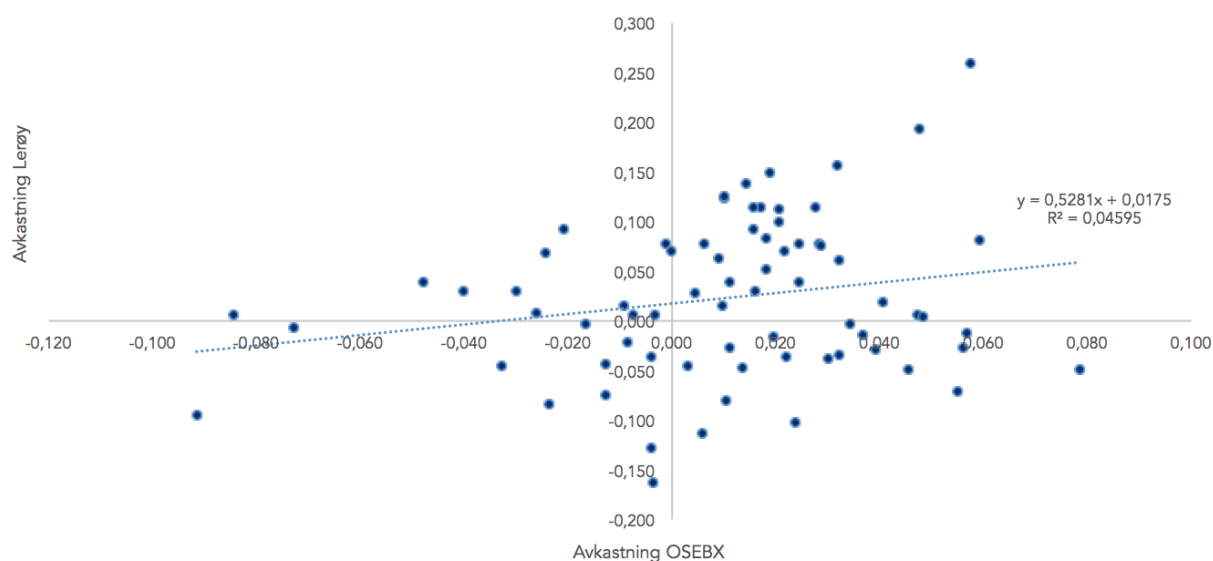
$$\beta_{EK} = \frac{\text{Kov}(r, r_m)}{\text{Var}(r_m)} = \rho \cdot \frac{\sigma_r}{\sigma_m}$$

$\text{Kov}(r, r_m)$ = Kovarians aksje og markedsportefølje
 $\text{Var}(r_m)$ = Varians markedsportefølje
 ρ = Korrelasjonskoeffisient
 σ_r = Standardavvik til aksje
 σ_m = Standardavvik til markedsportefølje

Formel 7-4: Egenkapitalbeta.

Egenkapitalbeta estimeres på to ulike metoder. Den første metoden tar utgangspunkt i historiske kursdata, og sammenligner selskapets avkastning mot markedsavkastningen. Den andre metoden estimerer beta på basis av betaen til sammenlignbare børsnoterte selskaper i samme eller lignende bransjer. Ettersom både Lerøy og de andre selskapene i bransjeutvalget er notert på Oslo Børs, vil det være mest hensiktsmessig å benytte den første metoden til å estimere selskapenes egenkapitalbeta. Det er videre besluttet å måle oppdrettsselskapenes månedsavkastning opp mot avkastningen til hovedindeksen på Oslo Børs (OSEBX) i seksårsperioden fra 2012 til 2017. Estimering av selskapenes egenkapitalbetaverdier er gjennomført ved hjelp av regresjonsanalyser på Excel. Basert på historiske data hentet fra

Yahoo Finance (2018a; 2018b), viser figur 7-1 og tabell 7-3 hovedfunnene fra regresjonsanalysen.



Figur 7-1: Avkastning til Lerøy mot OSEBX i perioden 2012-2017.

REGRESJONSSTATISTIKK	
Multipel R	0,214353082
R-kvadrat	0,045947244
Justert R-kvadrat	0,032317919
Standardfeil	0,077460121
Observasjoner	72

	FG	SK	GK	F	SIGNIFIKANS-F
REGRESJON	1	0,020227465	0,020227465	3,371204614	0,070592031
RESIDUALER	70	0,420004928	0,00600007		
TOTALT	71	0,440232393			

	Koeffisienter	Standardfeil	t-Stat	P-verdi	Nederste 95%	Øverste 95%	Nedre 95,0%	Øverste 95,0%
Skjæringspunkt Avkastning	0,017496326	0,009607125	1,82118241	0,072852458	-0,00166448	0,036657132	-0,00166448	0,036657132
OSEBX	0,528113155	0,287630164	1,836084043	0,070592031	-0,045547119	1,101773429	-0,045547119	1,101773429

Tabell 7-3: Regresjonsanalyse av Lerøy mot OSEBX i perioden 2012-2017.

Det fremkommer av tabell 7-3 at egenkapitalbetaen til Lerøy over analyseperioden har vært på 0,528. At betaværdien er lavere enn 1 indikerer at Lerøy-aksjen har vært mindre volatil enn markedsindeksen i perioden 2012-2017. I henhold til regresjonsanalysen vil en 1 % økning i hovedindeksen på Oslo Børs medføre at aksjekursen til Lerøy vil stige med 0,528 %. At Lerøy har vært mindre utsatt for svingninger enn markedsindeksen skyldes hovedsakelig at

Oslo Børs er oljetung, og at børsen således påvirkes mer enn Lerøy av endringer i oljeprisen. Oljeprisen har vært meget volatil gjennom analyseperioden, noe som har bidratt til at betaen til Lerøy har vært lavere enn 1. Fra regresjonsanalysen fremkommer det videre at forklaringskraften, det vil si hvor stor andel av avkastningen til Lerøy som kan forklares av variasjoner i den generelle markedsavkastningen, er kun 4,6 %. Den resterende andelen, på hele 95,4 %, knytter seg til selskapsspesifikke forhold. En mulig årsak til at forklaringskraften er lav kan være at Lerøys aksjekurs i større grad påvirkes av svingninger i lakseprisen enn av generelle markedsconjunkturer.

Ettersom det antas at betaverdier over tid konvergerer mot 1, og fordi det antas at forskjellene i avkastningskrav mellom høy- og lavbetaselskaper er lavere enn hva kapitalverdimodellen tilsier, må de estimerte egenkapitalbetaene til både Lerøy og konkurrentene justeres (Kaldestad & Møller, 2016, s. 164). Justeringen innebærer at de estimerte egenkapitalverdiene tillegges en vekt på 2/3, mens en normalbeta på 1 vektet med 1/3, se formel 7-5.

$$\beta^* = \frac{2}{3} \cdot \beta_{EK} + \frac{1}{3} \cdot 1$$

Formel 7-5: Justert beta.

Tabell 7-4 presenterer ujusterte og justerte egenkapitalbetaverdier for Lerøy og øvrige selskaper i bransjeutvalget.

BETAVERDIER	LERØY	MARINE HARVEST	SALMAR	GRIEG SEAFOOD	NORWAY ROYAL SALMON	VEID GJENNOMSNIITT
Ujustert egenkapitalbeta	0,528	0,395	0,335	0,650	0,802	0,464
Justert egenkapitalbeta	0,685	0,597	0,557	0,767	0,868	0,643

Tabell 7-4: Ujusterte og justerte egenkapitalbetaverdier for Lerøy og bransjen.

Fra tabell 7-4 fremgår det at Lerøys justerte egenkapitalbeta er på 0,685, som er marginalt høyere enn det veide bransjegjennomsnittet. Videre fremgår det at Lerøy har en betydelig lavere egenkapitalbeta enn Grieg Seafood og NRS. Lerøy er derimot mer sensitiv overfor svingninger i markedsindeksen enn både SalMar og Marine Harvest. Det er kun justerte egenkapitalbetaverdier som vil benyttes i den videre analysen.

Til tross for at metoden som tar utgangspunkt i historiske kursdata ved estimering av egenkapitalbeta fremstår som troverdig, eksisterer det utfordringer knyttet til metoden. Metoden forutsetter at en markedsindeks legges til grunn for estimeringen. Ettersom

hovedindeksen på Oslo Børs inkluderer en rekke store oljeselskaper, vil Lerøy og de andre oppdrettsselskapene følgelig i betydelig grad måles mot en oljeindeks. Til tross for at hovedindeksens oljeandel har falt de siste par årene, tar regresjonsanalysen utgangspunkt i hele perioden 2012-2017, hvor mange av årene preges av en høy oljevektning. De markante svingningene i oljeprisen de foregående seks årene påvirker dermed oppdrettsselskapenes estimerte betaverdi. Som et alternativ til hovedindeksen på Oslo Børs kunne en verdensindeks blitt lagt til grunn som sammenligningsgrunnlag, men av konsistenshensyn til Knivsflås rammeverk velges OSEBX som referanseindeks.

I henhold til Kaldestad og Møller (2016, s. 162) vil videre valg av lengde på analyseperiode påvirke egenkapitalbetaestimatene. Fordelen med en lang tidsserie er at det vil være mulig å observere samvariasjonen mellom selskapet og indeksen gjennom både opp- og nedgangstider. På kort sikt kan for eksempel selskapsspesifikke hendelser påvirke betaen, noe som kan gjøre at betaverdien over- eller undervurderes. Reduksjonen av «støy» som oppnås ved lange tidsserier kan imidlertid gå på bekostning av relevans, da relevansen av historiske data ofte avtar ved en lang analyseperiode. Egenkapitalbetaen vil dessuten i stor grad påvirkes av hvor mye den omsettes. Dersom bare en liten andel av selskapets egenkapital handles på børsen, vil korrelasjonen med resten av markedet reduseres. Det vil videre være en risiko for at de estimerte betaverdiene påvirkes av tilfeldigheter dersom det tas utgangspunkt i historiske data. Selv om to variabler har samvariert over en viss periode, betyr det ikke nødvendigvis at det i virkeligheten er noen sammenheng mellom dem. Det er dermed essensielt ikke å forveksle samvariasjon med kausalitet. Korrelasjoner kan derfor være bygget på tilfeldigheter (Kaldestad & Møller, 2016, s. 163).

7.2.4 Illikviditetspremie

Illikviditetspremie er et påslag som tillegges egenkapitalkravet. Størrelsen på premien avhenger av tre forhold: Graden av markedssvikt, graden av innlåsing av aksjen og selskapsspesifikk risiko knyttet til det aktuelle selskapet. Hensikten med premien er følgelig at den skal kompensere en investor eller et selskap for innlåsningsrisikoen ved en illikvid plassering, som ikke blir tatt hensyn til ved den tradisjonelle kapitalverdimodellen. Ettersom det ikke eksisterer noen enkel teori for fastsettelsen av illikviditetspremie, vil premien settes på bakgrunn av en skjønnsmessig tilnærming (Knivsflås, 2018o).

Som et resultat av at Lerøy og de fire komparative selskapene er notert på børs, anses aksjene å være lett omsettelige. Eierspredningen i Lerøy er imidlertid lav, da den største eieren, Austevoll Seafood, kontrollerer om lag 53 % av aksjene. Foruten Austevoll Seafood, er det ingen aktører som eier mer enn 5 % av aksjene i Lerøy. Aktørene som har små eierandeler i Lerøy vil dermed ha begrenset innflytelse vedrørende eksempelvis utbyttepolitikk og andre strategisk viktige selskapsbeslutninger. Lerøy-aksjen vil derfor være noe mindre likvid enn selskaper med et mer spredt eierskap. Selv om Lerøy ikke er blant de selskapene som omsettes mest på Oslo Børs, omsettes aksjen mer enn en rekke mindre selskaper. Det anses følgelig som mest nærliggende ikke å tillegge en illikviditetspremie for majoriteten. Høy eierskapskonsentrasjon vil derimot øke risikoen for at minoriteten blir låst inne med illikvide aksjer. At flere av Lerøys datterselskaper ikke er børsnoterte, trekker i tillegg i retning av at det bør tillegges en illikviditetspremie. I lys av de ovennevnte momenter tillegges en illikviditetspremie på 2 % for minoriteten.

7.3 Finansielle krav

I motsetning til investorer, som har både gevinst- og tapsrisiko, står kreditorer kun overfor nedsiderisiko ettersom de i beste fall aldri vil få tilbake mer enn det utlånte beløpet pluss avtalte renter. Långivere har dermed ikke mulighet til å diversifisere bort systematisk risiko i form av kredittrisiko. Kreditorerne vil derfor kreve et risikopåslag utover den risikofrie renten. Størrelsen på påslaget, eller kredittrisikopremien, avhenger av et selskaps kredittrisiko. Det vil videre i kapittel 7 beregnes finansielle avkastningskrav med tilhørende betaverdier for Lerøy.

7.3.1 Krav til finansiell gjeld

Kravet til nominell avkastning etter skatt på finansiell gjeld er representert ved summen av risikofri rente etter skatt og Lerøys kredittrisikopremie, se formel 7-6.

$$fgk = r_f \cdot (1-s) + krp_L$$

Formel 7-6: Finansielt gjeldskrav.

Kredittrisikopremien fastsettes basert på den syntetiske ratingen fra delkapittel 6.3 samt den gjenværende levetiden av Lerøys gjeld. Siden Lerøys nåværende gjeld hovedsakelig består av langsiktige lån, anses det som mest hensiktsmessig å estimere en langsiktig

kredittrisikopremie. Tabell 7-5 viser kredittrisikopremier etter skatt basert på ulike syntetiske ratinger, slik de fremgår av rammeverket til Knivsflå (2018o).

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 7-5: Kredittrisikopremie basert på syntetisk rating (Knivsflå 2018o).

Ved hjelp av tabell 7-5, i tillegg til allerede estimerte risikofrie renter etter skatt, er det mulig å beregne Lerøys finansielle gjeldskrav for perioden 2012-2017, se tabell 7-6.

KRAV TIL FINANSIELL GJELD	2012	2013	2014	2015	2016	2017	GJENNOMSNIITT
Syntetisk rating	BBB	A	A	A	A	A	A
Risikofri rente etter skatt	0,010	0,008	0,008	0,006	0,005	0,004	0,007
+ Kredittrisikopremie (lang)	0,014	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,011
= Finansielt gjeldskrav etter skatt	0,024	0,018	0,018	0,016	0,015	0,014	0,018

Tabell 7-6: Finansielt gjeldskrav til Lerøy i perioden 2012-2017.

Lerøys finansielle gjeldskrav etter skatt gjennom analyseperioden er beregnet til 1,8 %. Tabell 7-6 viser at det finansielle gjeldskravet har falt markant i løpet av seksårsperioden, fra 2,4 % i 2012 til 1,4 % i 2017. Fallet i gjeldskravet skyldes en gradvis reduksjon i risikofri rente samt at Lerøy har oppnådd en bedre kredittrating fra 2013. Lerøys forbedrede syntetiske rating indikerer lavere konkurrisiko, og følgelig vil også långivernes kredittpåslag reduseres.

Et gjennomsnittlig finansielt gjeldskrav etter skatt på 1,8 % indikerer at Lerøy over analyseperioden i gjennomsnitt har vært i stand til å låne penger til en rente på 1,8 % i markedet. Siden Lerøys faktiske gjeldskostnad over perioden i snitt har vært vesentlig høyere enn 1,8 %, virker det teoretiske gjeldskravet som fremgår av Knivsflås rammeverk å være noe lavt. I så måte kan det se ut som om rammeverket systematisk undervurderer kravet. Det er i hovedsak to årsaker til at Lerøys finansielle gjeldskrav virker å være undervurdert i analyseperioden. Den første årsaken er at 3M NIBOR legges til grunn som risikofri rente, og

bidrar til at det finansielle gjeldskravet blir betydelig lavere enn dersom en lang statsobligasjonsrente hadde blitt lagt til grunn. Den andre årsaken er at Lerøys syntetiske rating virker å være noe overvurdert. De siste årenes unormalt høye laksepris har resultert i en markant økning i oppdrettsselskapenes inntekter og marginer, noe som igjen har hatt en positiv innvirkning på netto driftsrentabilitet, egenkapitalprosent og rentedekningsgrad. Til tross for at flere av forholdstallene som bestemmer den syntetiske ratingen de siste årene har vært unormalt høye, har den samlede årlige ratingen til Lerøy, som er det eneste som er av betydning ved estimering av finansielt gjeldskrav, vært uforandret siden 2013. Momentet innebærer at Lerøy samlet sett ikke er blitt kompensert fullt ut for de siste årenes unormale høye verdier i flere av nøkkeltallene som inngår i den syntetiske ratingen, og at kredittrisikopremien således kan forsvares. I henhold til Knivsflå (2018o) viser en undersøkelse fra Dagens Næringsliv dessuten at en kredittrisikopremie på 1 % etter skatt, som tilsvarer den premien kreditorene i perioden 2013-2017 har krevd på lange lån til Lerøy, kan karakteriseres som en normal premie for selskaper med god kredittverdighet. I lys av drøftingen i delkapittel 6.3, samt Lerøys oppnådde tidsvektede gjennomsnittlige ratingkarakter på A over analyseperioden, er det nærliggende å karakterisere Lerøy som et selskap med god kredittverdighet. Argumentene trekker i retning av at kredittrisikopremiene som fremgår ved bruk av Knivsflås rammeverk kan forsvares. Samlet sett er det derfor besluttet å gå videre med de estimerte finansielle gjeldskravene etter skatt, selv om bruk av 3M NIBOR gjør kravene lave.

7.3.2 Krav til finansielle eiendeler

Et selskaps finansielle eiendelskrav kan estimeres ved det vektete kravet til kontanter og kontantekvivalenter, fordringer og investeringer (Knivsflå, 2018o), se formel 7-7.

$$f_{ek} = k_k \cdot \frac{KON}{FE} + f_k \cdot \frac{FOR}{FE} + i_k \cdot \frac{INV}{FE}$$

$$f_k = (r_f \cdot (1-s) + k_{rp_{FOR}})$$

$$i_k = (r_f \cdot (1-s) + \beta_{INV} \cdot mrp + ilp)$$

$$k_k = r_f \cdot (1-s)$$

Formel 7-7: Finansielt eiendelskrav.

Som et resultat av at det er ulik risiko knyttet til de tre ulike finansielle eiendelene som inngår i formel 7-7, har eiendelene ulike avkastningskrav. Kontantbetaen settes lik 0 ettersom det anses som tilnærmet risikofritt å holde kontanter. Kontantkravet er derfor lik den risikofrie renten etter skatt. Fordringskravet settes til summen av risikofri rente etter skatt og langsiktig

kreditrisikopremie etter skatt. Årsaken til at langsiktig kreditrisikopremie benyttes, er at Lerøys finansielle fordringer er langsiktige, og dermed vil fordringenes horisont samsvare med risikopremien. Kreditrisikopremien til fordringene beregnes på bakgrunn av motpartens kreditrisiko. Siden det ikke fremkommer tydelig hvem som faktisk er motparten, er det besluttet at fordringene skal ha en rating på BBB gjennom analyseperioden. En BBB-rating reflekterer normalratingen blant selskapene notert på Oslo Børs (Knivsflå, 2018m). Videre settes investeringskravet lik risikofri rente etter skatt, tillagt et påslag for markedets risikopremie samt en illikviditetspremie. Det forutsettes at investeringene er veldiversifiserte med avkastning lik markedets avkastning, noe som resulterer i at investeringsbetaen anslås å være lik 1. Av samme årsak settes illikviditetspremien lik 0. Tabell 7-7 viser beregningen av Lerøys finansielle eiendelskrav over analyseperioden.

KRAV TIL FINANSIELLE EIENDELER	2012	2013	2014	2015	2016	2017	GJENNOMSNITT
Kontantkrav	0,010	0,008	0,008	0,006	0,005	0,004	0,007
* Kontantvekt	0,976	0,965	0,971	0,981	0,963	0,979	0,973
+ Fordringskrav	0,024	0,022	0,022	0,020	0,019	0,018	0,021
* Fordringsvekt	0,008	0,029	0,023	0,014	0,033	0,013	0,020
+ Investeringskrav	0,058	0,058	0,058	0,056	0,055	0,055	0,057
* Investeringsvekt	0,016	0,006	0,006	0,006	0,003	0,008	0,008
= Finansielt eiendelskrav	0,011	0,009	0,009	0,006	0,006	0,005	0,008

Tabell 7-7: Finansielt eiendelskrav til Lerøy i perioden 2012-2017.

Tabell 7-7 viser at Lerøys finansielle eiendelskrav i gjennomsnitt har vært på 0,8 % gjennom seksårsperioden fra 2012 til 2017. Over analyseperioden er kravet mer enn halvert, ettersom det har gått fra 1,1 % i 2012 til 0,5 % i 2017. Det påpekes at kontanter utgjør majoriteten av Lerøys finansielle eiendeler, i snitt om lag 97 % av totalen. Vektene for kontanter, fordringer og investeringer har vært forholdsvis stabile gjennom perioden, og markedets risikopremie har også endret seg lite. Hovedårsaken til reduksjonen i eiendelskravet skyldes dermed at den risikofrie renten er blitt betydelig lavere i løpet av perioden.

7.3.3 Krav til netto finansiell gjeld

Etter utarbeidelse av Lerøys finansielle gjeldskrav og eiendelskrav, er det mulig å estimere selskapets avkastningskrav til netto finansiell gjeld. Formel 7-8 angir hvordan netto finansielt gjeldskrav kalkuleres.

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

Formel 7-8: Netto finansielt gjeldskrav.

KRAV TIL NETTO FINANSIELL GJELD	2012	2013	2014	2015	2016	2017	GJENNOMSNIITT
Finansielt gjeldskrav	0,024	0,018	0,018	0,016	0,015	0,014	0,018
* Finansiell gjeldsvekt	1,503	1,424	1,763	1,495	1,699	2,640	1,754
- Finansielt eiendelskrav	0,011	0,009	0,009	0,006	0,006	0,005	0,008
* Finansiell eiendelsvekt	0,503	0,424	0,763	0,495	0,699	1,640	0,754
= Netto finansielt gjeldskrav	0,031	0,022	0,025	0,021	0,022	0,029	0,025

Tabell 7-8: Netto finansielt gjeldskrav til Lerøy i perioden 2012-2017.

Tabell 7-8 viser Lerøys netto finansielle gjeldskrav for perioden 2012 til 2017, samt tilhørende gjennomsnittskrav. Lerøy har gjennom analyseperioden i snitt hatt et netto finansielt gjeldskrav på 2,5 %. Gjeldskravet har vært volatil i løpet av seksårsperioden. Kravet var i 2012 på 3,1 %, før det falt ned til 2,2 % i 2013. I perioden 2013-2016 lå kravet på et stabilt nivå, men i 2017 økte det til 2,9 %. Økningen i 2017 skyldes hovedsakelig redusert netto finansiell gjeld, som oppstod grunnet en unormal økning i finansielle omløpsmidler.

7.4 Estimering av finansielle betaverdier

For å fullføre utarbeidelsen av avkastningskravet til egenkapital og minoritet, er det essensielt å estimere finansielle betaverdier. I det påfølgende vil Lerøys finansielle eiendels- og gjeldsbeta estimeres for perioden 2012-2017. Med utgangspunkt i betaverdiene, vil selskapets netto finansielle gjeldsbeta beregnes for den samme seksårsperioden.

7.4.1 Finansiell eiendelsbeta

Ved å vekte betaverdiene til kontanter, fordringer og investeringer basert på en vektet allokering av Lerøys finansielle eiendeler, er det mulig å estimere selskapets finansielle eiendelsbeta, se formel 7-9.

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

Formel 7-9: Finansiell eiendelsbeta.

Diskusjonen i delkapittel 7.3.2 av betaverdier for kontanter og investeringer gjelder også ved estimering av finansiell eiendelsbeta. Kontantbetaen settes derfor til 0 og investeringsbetaen settes til 1. Det er følgelig kun fordringsbetaen som trenger å bli beregnet for å estimere Lerøys finansielle eiendelsbeta, se formel 7-10.

$$\beta_{\text{FOR}} = \frac{\text{krp}_{\text{FOR}} \cdot \text{mrd}}{\text{mrp}}$$

Formel 7-10: Fordringsbeta.

Slik det fremgår av formel 7-10, består fordringsbetaen av tre komponenter: Kredittrisikopremien til fordringer, markedets risikopremie og markedets risikodel. Siden kredittrisikopremien knyttet til fordringene samt markedets risikopremie allerede er beregnet, er det bare markedets risikodel som trenger å bli kalkulert. Markedets risikodel angir underliggende konkursrisiko i den generelle økonomien, og kan i henhold til Knivsflå (2018o) estimeres ved å ta utgangspunkt i forklaringskraften, eller R-kvadrat. Forklaringskraften fremkommer fra regresjonsanalysen i tabell 7-3. For å beregne endelig risikodel til markedet, er det videre lagt inn en justeringsfaktor til gjeldsavkastning på 1/3.

FINANSIELL EIENDELSBETA	2012	2013	2014	2015	2016	2017	GJENNOMSNIITT
Kredittrisikopremie (fordring, lang)	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
* Markedets risikodel	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015
/ Markedets risikopremie	0,048	0,050	0,050	0,050	0,050	0,051	0,050
= Fordringsbeta	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004
* Fordringsvekt	0,008	0,029	0,023	0,014	0,033	0,013	0,020
+ Kontantbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
* Kontantvekt	0,976	0,965	0,971	0,981	0,963	0,979	0,973
+ Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
* Investeringsvekt	0,016	0,006	0,006	0,006	0,003	0,008	0,008
= Finansiell eiendelsbeta	0,017	0,006	0,006	0,006	0,004	0,008	0,008

Tabell 7-9: Finansiell eiendelsbeta til Lerøy i perioden 2012-2017.

Tabell 7-9 viser Lerøys finansielle eiendelsbeta over analyseperioden, som i gjennomsnitt har vært på 0,8 %. Verdiene for årene 2013-2016 har ligget på et relativt stabilt og lavt nivå, men 2017 og særlig 2012 preges av betydelig høyere verdier. At den finansielle eiendelsbetaen er unormalt høy i 2012 skyldes hovedsakelig at investeringsvekten, som multipliseres med en investeringsbetaverdi på 1, er signifikant høyere i 2012 enn i øvrige år i analyseperioden.

7.4.2 Finansiell gjeldsbeta

Estimering av finansiell gjeldsbeta baseres på tre komponenter, henholdsvis markedets risikodel, kredittrisikopremie og markedets risikopremie, se formel 7-11.

$$\beta_{FG} = \frac{krp_L \cdot mrd}{mrp}$$

Formel 7-11: Finansiell gjeldsbeta.

FINANSIELL GJELDSBETA	2012	2013	2014	2015	2016	2017	GJENNOMSNIITT
Kreditrisikopremie (lang)	0,014	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,011
* Markedets risikodel	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015
/ Markedets risikopremie	0,048	0,050	0,050	0,050	0,050	0,051	0,050
= Finansiell gjeldsbeta	0,004	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003

Tabell 7-10: Finansiell gjeldsbeta til Lerøy i perioden 2012-2017.

Tabell 7-10 viser Lerøys finansielle gjeldsbeta i perioden 2012-2017. Den finansielle gjeldsbetaen har ligget på et stabilt nivå gjennom analyseperioden, og har i gjennomsnitt vært på 0,3 %.

7.4.3 Netto finansiell gjeldsbeta

Ved å vekte de allerede estimerte finansielle eiendels- og gjeldsbetaverdiene i forhold til Lerøys finansielle eiendeler og gjeld, er det mulig å beregne netto finansiell gjeldsbeta, se formel 7-12.

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

Formel 7-12: Netto finansiell gjeldsbeta.

NETTO FINANSIELL GJELDSBETA	2012	2013	2014	2015	2016	2017	GJENNOMSNIITT
Finansiell gjeldsbeta	0,004	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003
* Finansiell gjeldsvekt	1,503	1,424	1,763	1,495	1,699	2,640	1,754
- Finansiell eiendelsbeta	0,017	0,006	0,006	0,006	0,004	0,008	0,008
* Finansiell eiendelsvekt	0,503	0,424	0,763	0,495	0,699	1,640	0,754
= Netto finansiell gjeldsbeta	-0,002	0,002	0,001	0,002	0,003	-0,005	0,000

Tabell 7-11: Netto finansiell gjeldsbeta til Lerøy i perioden 2012-2017.

Tabell 7-11 viser Lerøys netto finansielle gjeldsbeta fra 2012 til 2017. I 2012 og 2017 var selskapets netto finansielle gjeldsbeta negativ. Selv om årene 2013-2016 preges av positive verdier, har Lerøys netto finansielle gjeldsbeta i gjennomsnitt vært på 0,0 % over analyseperioden. Fra 2016 til 2017 fremgår det imidlertid av tabell 7-11 at Lerøy opplevde en

stor endring i netto finansiell gjeldsbeta, hovedsakelig på grunn av reduksjonen i netto finansiell gjeld i 2017. Reduksjonen skyldtes en betydelig økning i kontanter og kontantekvivalenter.

7.5 Årlig egenkapitalbeta og netto driftskapitalbeta

I delkapittel 7.2.3 ble det presentert en justert egenkapitalbetaverdi på 0,685 for Lerøy. Den estimerte egenkapitalbetaen utgjør kun et gjennomsnitt for perioden 2012-2017. Ettersom det forventes at betaen vil endre seg over tid, er det nødvendig å kalkulere den årlige egenkapitalbetaverdien. For å estimere årlig egenkapitalbeta, er det avgjørende å ha kunnskap om Lerøys netto driftskapitalbeta. Ved utarbeidelse av netto driftskapitalbeta vil Miller-Modiglianis første proposisjon benyttes, som uttrykker at verdien av et selskap er uavhengig av hvordan det er finansiert, forutsatt at selskapet ikke har finansielle krisekostnader. Således vil netto driftskapitalbeta være konstant gjennom analyseperioden og i fremtiden (Knivsflå, 2018o). Beregning av netto driftskapitalbeta er illustrert i formel 7-13.

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

Formel 7-13: Netto driftskapitalbeta.

I formel 7-13 antas det at egenkapitalbetaen og minoritetsbetaen er like. Betaenes respektive avkastningskrav er imidlertid ikke identiske. Differansen skyldes illikviditetspremien på 2 % som kompenserer minoriteten for innlåsningsrisikoen ved illikvid plassering.

NETTO DRIFTSBETA	2012	2013	2014	2015	2016	2017	GJENNOMSNIITT
Egenkapitalbeta	0,751	0,708	0,661	0,703	0,687	0,618	0,685
* Egenkapitalvekt	0,641	0,678	0,739	0,692	0,729	0,830	0,718
+ Minoritetsbeta	0,751	0,708	0,661	0,703	0,687	0,618	0,685
* Minoritetsvekt	0,082	0,087	0,080	0,078	0,060	0,049	0,073
+ Netto finansiell gjeldsbeta	-0,002	0,002	0,001	0,002	0,003	-0,005	0,000
* Netto finansiell gjeldsvekt	0,278	0,235	0,181	0,230	0,212	0,122	0,209
= Netto driftskapitalbeta	0,542	0,542	0,542	0,542	0,542	0,542	0,542

Tabell 7-12: Årlig egenkapitalbeta og netto driftskapitalbeta til Lerøy i perioden 2012-2017.

Tabell 7-12 viser Lerøys netto driftskapitalbeta og årlige egenkapitalbeta over analyseperioden. Selskapets netto driftskapitalbeta er konstant på 0,542 i seksårsperioden. Det presiseres at netto driftskapitalbeta er beregnet basert på de gjennomsnittlige verdiene i tabellen. Ved hjelp av netto driftskapitalbeta og netto finansiell gjeldsbeta, samt vektning av egenkapital, minoritet og netto finansiell gjeld, kan egenkapitalbetaen beregnes residualt for de enkelte årene i perioden (Knivsfå, 2018o), se formel 7-14.

$$\beta_{EK (ÅRLIG)} = \frac{(\beta_{NDK} - (\beta_{NFG}) \cdot \frac{NFG}{NDK})}{\frac{EK}{NDK} + \frac{MI}{NDK}}$$

Formel 7-14: Årlig egenkapitalbeta.

Fra tabell 7-12 fremgår det at Lerøys egenkapitalbeta har falt fra et nivå på 0,751 i 2012 til et nivå på 0,618 i 2017. Årene 2012-2017 er preget av store svingninger i oljeprisen, som i stor grad har påvirket avkastningen til hovedindeksen på Oslo Børs. Den volatile oljeprisen over analyseperioden kan følgelig forklare hvorfor egenkapitalbetaverdiene til Lerøy har vært betydelig lavere enn 1.

7.6 Krav til egenkapital og minoritet

Etter at Lerøys årlige egenkapitalbetaverdier er kalkulert, er det ingen flere beregninger som trenger å bli fortatt for å estimere avkastningskravet til egenkapital og minoritet. Siden Miller-Modiglianis første proposisjon uttrykker at et selskaps verdi er uavhengig av finansieringen, er det kapitalkostnaden til de forskjellige kapitalene som varierer i henhold til hvordan selskapet er finansiert, jamfør Miller-Modiglianis andre proposisjon. Videre fremkommer det av Miller-Modiglianis andre proposisjon at risikoen til egenkapitalen øker ved økt gjeld, noe som igjen resulterer i høyere egenkapitalbetaverdier og -krav. Selskaper som utelukkende er finansiert med egenkapital vil følgelig ha et lavere egenkapitalkrav enn selskaper som er finansiert med gjeld. Lerøys årlige avkastningskrav til egenkapital og minoritet for perioden 2012-2017 er presentert i tabell 7-13.

KRAV TIL EGENKAPITAL OG MINORITET	2012	2013	2014	2015	2016	2017	GJENNOMSNIITT
Risikofri rente etter skatt	0,010	0,008	0,008	0,006	0,005	0,004	0,007
+ Justert egenkapitalbeta	0,751	0,708	0,661	0,703	0,687	0,618	0,688
* Markedets risikopremie	0,048	0,050	0,050	0,050	0,050	0,051	0,050
+ Illikviditetspremie (majoritet)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
= Egenkapitalkrav	0,046	0,044	0,041	0,041	0,039	0,036	0,041
+ Illikviditetspremie (minoritet)	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020
= Minoritetskrav	0,066	0,064	0,061	0,061	0,059	0,056	0,061

Tabell 7-13: Egenkapital- og minoritetskrav til Lerøy i perioden 2012-2017.

Lerøys egenkapital- og minoritetskrav har i gjennomsnitt vært på henholdsvis 4,1 % og 6,1 % over analyseperioden. Av tabell 7-13 fremgår det videre at både kravet til egenkapital og minoritet har blitt gradvis redusert gjennom perioden. Reduksjonen i kravene skyldes primært at risikofri rente har blitt lavere mot slutten av seksårsperioden, samt at Lerøys egenkapitalbetaverdier er blitt betydelig redusert. Det påpekes at egenkapital- og minoritetskravene fremstår som lave sammenlignet med de krav som legges til grunn av meglerhus og andre profesjonelle aktører. Årsaken til avviket er at Knivsflås brukte rammeverk baserer seg på annen metodikk og andre forutsetninger enn det som blir benyttet i praksis.

7.7 Krav til netto driftskapital og sysselsatt kapital

De siste avkastningskravene som beregnes er såkalte vektete selskapskrav, og omfatter krav til sysselsatt kapital og netto driftskapital. Totalkapitalavkastningskravet, eller det som på engelsk omtales som «Weighted Average Cost of Capital (WACC)», er en fellesbetegnelse på de to vektete kapitalavkastningskravene. Først kalkuleres avkastningskravet til netto driftskapital. Kravet estimeres ved å vekte kravene til egenkapital, minoritet og netto finansielt gjelds krav etter hvor stor andel de utgjør av Lerøys totale netto driftskapital (Knivsflås, 2018o), se formel 7-15.

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

Formel 7-15: Netto driftskapitalkrav.

NETTO DRIFTSKAPITALKRAV	2012	2013	2014	2015	2016	2017	GJENNOMSNIITT
Egenkapitalkrav	0,046	0,044	0,041	0,041	0,039	0,036	0,041
* Egenkapitalvekt	0,641	0,678	0,739	0,692	0,729	0,830	0,718
+ Minoritetskrav	0,066	0,064	0,061	0,061	0,059	0,056	0,061
* Minoritetsvekt	0,082	0,087	0,080	0,078	0,060	0,049	0,073
+ Netto finansielt gjeldskrav	0,031	0,022	0,025	0,021	0,022	0,029	0,025
* Netto finansiell gjeldsvekt	0,278	0,235	0,181	0,230	0,212	0,122	0,209
= Netto driftskapitalkrav	0,043	0,040	0,040	0,038	0,037	0,036	0,039

Tabell 7-14: Netto driftskapitalkrav til Lerøy i perioden 2012-2017.

Tabell 7-14 viser hvordan Lerøys netto driftskapitalkrav er beregnet over analyseperioden. I gjennomsnitt har kravet vært på 3,9 %, men det har i løpet av seksårsperioden falt gradvis fra 4,3 % i 2012 til 3,6 % i 2017. At Lerøys netto driftskapitalkrav var høyere i starten enn i slutten av seksårsperioden skyldes hovedsakelig at den risikofrie renten var relativt sett høyere i første del av perioden, som videre resulterte i høyere avkastningskrav til egenkapital, minoritet og netto finansiell gjeld. De årlige netto driftskapitalkravene fremstår som meget lave. Årsaken til de lave avkastningskravene diskuteres nærmere i delkapittel 7.8.

I det påfølgende vil det andre vektete selskapskravet, altså kravet til sysselsatt kapital, kalkuleres. Formelen for sysselsatt kapitalkrav er forholdsvis lik formelen for netto driftskapitalkrav, men i førstnevnte inkluderes finansiell gjeld, i motsetning til netto finansiell gjeld. Ved beregning av sysselsatt kapitalkrav, vektetes krav til egenkapital, minoritet og finansiell gjeld basert på sysselsatt kapital (Knivsflå, 2018o), se formel 7-16.

$$skk = ekk \cdot \frac{EK}{SSK} + mik \cdot \frac{MI}{SSK} + fgk \cdot \frac{FG}{SSK}$$

Formel 7-16: Sysselsatt kapitalkrav.

SYSSELSATT KAPITALKRAV	2012	2013	2014	2015	2016	2017	GJENNOMSNIITT
Egenkapitalkrav	0,046	0,044	0,041	0,041	0,039	0,036	0,041
* Vekt til egenkapital	0,562	0,617	0,650	0,621	0,635	0,692	0,629
+ Minoritetskrav	0,066	0,064	0,061	0,061	0,059	0,056	0,061
* Vekt til minoritet	0,072	0,079	0,071	0,070	0,052	0,041	0,064
+ Finansielt gjeldskrav	0,024	0,018	0,018	0,016	0,015	0,014	0,018
* Vekt til finansiell gjeld	0,366	0,304	0,280	0,308	0,313	0,268	0,307
= Sysselsatt kapitalkrav	0,039	0,037	0,036	0,035	0,033	0,031	0,035

Tabell 7-15: Sysselsatt kapitalkrav til Lerøy i perioden 2012-2017.

Tabell 7-15 viser hvordan Lerøys sysselsatte kapitalkrav er kalkulert for hvert av årene i analyseperioden. Det fremgår av tabellen at Lerøy i gjennomsnitt har hatt et krav til sysselsatt kapital på 3,5 %. I likhet med kravet til netto driftskapital, har også kravet til sysselsatt kapital blitt redusert i løpet av seksårsperioden, og skyldes i all hovedsak lavere risikofrie renter.

7.8 Oppsummering av avkastningskrav

Tabell 7-16 sammenfatter de estimerte historiske avkastningskravene for Lerøy og bransjen over analyseperioden. Avkastningskravene som fremgår av tabellen blir lagt til grunn for videre beregninger i de påfølgende kapitlene.

OPPSUMMERING AV AVKASTNINGSKRAV - LERØY	2012	2013	2014	2015	2016	2017	GJENNOMSNIITT
Egenkapitalkrav	0,046	0,044	0,041	0,041	0,039	0,036	0,041
Minoritetskrav	0,066	0,064	0,061	0,061	0,059	0,056	0,061
Finansielt gjeldskrav	0,024	0,018	0,018	0,016	0,015	0,014	0,018
Netto finansielt gjeldskrav	0,031	0,022	0,025	0,021	0,022	0,029	0,025
Finansielt eiendelskrav	0,011	0,009	0,009	0,006	0,006	0,005	0,008
Netto driftskapitalkrav	0,043	0,040	0,040	0,038	0,037	0,036	0,039
Sysselsatt kapitalkrav	0,039	0,037	0,036	0,035	0,033	0,031	0,035
AVKASTNINGSKRAV - BRANSJEN	2012	2013	2014	2015	2016	2017	GJENNOMSNIITT
Egenkapitalkrav	0,044	0,041	0,042	0,039	0,037	0,032	0,039
Minoritetskrav	0,064	0,061	0,062	0,059	0,057	0,052	0,059
Finansielt gjeldskrav	0,024	0,018	0,018	0,016	0,015	0,012	0,017
Netto finansielt gjeldskrav	0,023	0,016	0,020	0,017	0,017	0,015	0,018
Finansielt eiendelskrav	0,028	0,023	0,011	0,007	0,006	0,005	0,013
Netto driftskapitalkrav	0,037	0,034	0,034	0,032	0,031	0,028	0,033
Sysselsatt kapitalkrav	0,036	0,033	0,033	0,030	0,029	0,027	0,032

Tabell 7-16: Oppsummering av avkastningskrav til Lerøy og bransjen i perioden 2012-2017.

Tabell 7-16 viser at egenkapitalkravet er marginalt høyere for Lerøy enn for bransjen, og følgelig er også kravet til minoritet noe høyere for Lerøy. Forskjellene i kravene skyldes hovedsakelig at bransjegjennomsnittet har en noe lavere egenkapitalbeta enn Lerøy. At Lerøy har hatt en høyere egenkapitalbeta forklares ved at avkastningen til Lerøy har vært mer volatil enn bransjeavkastningen gjennom analyseperioden.

Til tross for at bransjen har et høyere finansielt eiendelskrav enn Lerøy, som isolert gir lavere netto finansielt gjeldskrav, er netto finansielt gjeldskrav høyere for Lerøy, der Lerøys krav er på 2,5 % mot bransjens 1,8 %. Differansen skyldes i hovedsak at Lerøy har relativt sett høyere finansiell gjeld og finansielle eiendeler i forhold til netto finansiell gjeld, som resulterer i høyere finansielle gjelds- og eiendelsvekter. Ettersom finansielle gjeldskrav er høyere enn finansielle eiendelskrav, øker kravet til netto finansiell gjeld.

Videre er det flere årsaker til at netto driftskapitalkrav er høyere for Lerøy enn for bransjen. En av hovedårsakene er at Lerøy har høyere krav til egenkapital, minoritet og netto finansiell gjeld. I tillegg er Lerøy finansiert med mer egenkapital og minoritetsinteresser, som bidrar til en økning i netto driftskapitalkrav ved at de høye egenkapital- og minoritetsvektene multipliseres med forholdsvis høye krav til både egenkapital og minoritet.

Som et resultat av at de estimerte kravene og betaverdiene er sensitive overfor inputverdier og endringer i oppdrettsbransjen og i økonomien generelt, er det viktig å diskutere hvor pålitelige avkastningskravene og de ulike betaverdiene fremstår. Avkastningskravene vil dessuten spille en sentral rolle i utarbeidelsen av fremtidsregnskap, fremtidskrav og det endelige verdiestimatet. Diskusjonen vil i hovedsak basere seg på valg av risikofri rente, valg av referanseindeks samt resultatet fra den syntetisk ratingen.

Ved beregning av risikofri rente er det 3M NIBOR som er lagt til grunn for estimeringen. Dersom beregningene imidlertid hadde tatt utgangspunkt i en tiårs statsobligasjonsrente, som er foreslått av Kaldestad og Møller (2016, s. 158-159), og som ifølge PwC (2017, s. 4) er mest benyttet i det norske markedet, ville den risikofrie renten blitt vesentlig høyere enn ved Knivflås rammeverk. En høyere risikofri rente ville videre resultere i høyere avkastningskrav for både Lerøy og bransjen.

I tillegg til drøftelse av hvilken risikofri rente som bør inkluderes i utredningen, er det diskutert hvorvidt det å måle avkastningen til Lerøy mot hovedindeksen på Oslo Børs gir det mest representative bildet av volatiliteten til Lerøy. Siden mange av de største selskapene som inngår i indeksen er relatert til oljeindustrien, vil hovedindeksen i stor grad påvirkes av endringer i oljeprisen. I løpet av analyseperioden har oljeprisen falt signifikant, og samtidig har lakseprisen økt betydelig. Momentene taler for at Lerøys virkelige egenkapitalbetaverdier er noe høyere enn de som er lagt til grunn i utredningen. Det har igjen bidratt til å gjøre de estimerte egenkapitalkravene og en rekke av de andre avkastningskravene lave. På den andre siden kan det argumenteres for at de siste årenes reduserte oljepris har bidratt til å gjøre hovedindeksen mindre oljetung. Imidlertid utgjør fortsatt oljeselskapene en stor andel av indeksen, og gitt at de estimerte egenkapitalbetaene tar utgangspunkt i hele perioden 2012-2017, altså ikke bare de siste årene med lavere oljevektning, vil avkastningen til Lerøy i vesentlig grad bli målt mot en oljeindeks. Store oljeprissvingninger har dermed trolig bidratt til å underestimere Lerøys reelle betaverdi.

Videre vil også resultatene fra den syntetiske ratingen påvirke de historiske avkastningskravene. Ettersom ratingen utelukkende baserer seg på fire forholdstall, kan den gi et misvisende bilde på oppdrettsselskapenes virkelige kredittrisiko. Følgelig vil det være risiko for at avkastningskravene kan bli systematisk undervurderte. Det som imidlertid tilsier at den syntetiske ratingen gir et troverdig bilde av Lerøys kredittrisiko, er at Lerøy oppnår tilfredsstillende resultater på en rekke likviditets- og soliditetsmål som ikke direkte inngår i ratingen. Med samtlige risikomål tatt i betraktning, er det nærliggende å hevde at Lerøys samlede kredittrating på A kan forsvares.

8 ANALYSE AV LØNNSOMHET

I kapittel 8 gjennomføres en strategisk rentabilitetsanalyse av Lerøy. Rentabilitet er et forholdstall som uttrykker den prosentvise avkastningen på investert kapital (Hoff et al., 2007, s. 195). Den underliggende kapitalen kan for eksempel være egenkapital, sysselsatt kapital eller netto driftskapital, og vil følgelig uttrykke henholdsvis egenkapitalrentabilitet, sysselsatt kapitalrentabilitet eller netto driftsrentabilitet. Rentabilitetsmåling gjør det mulig å sammenligne et selskaps lønnsomhet over tid eller på tvers av forskjellige selskaper (Knivsflå, 2018p). Formel 8-1 angir den generelle formelen for beregning av rentabilitet.

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

Formel 8-1: Rentabilitet.

Resultatet til kapital, det vil si telleren i formel 8-1, kan enten være fullstendig eller normalisert. Fullstendig rentabilitet har relevans ved risikoanalyse ettersom den tar høyde for svingninger og utvikling. I utredningen er det imidlertid besluttet å benytte normalisert rentabilitet. Årsaken er at normaliserte resultater vil være mest relevante for budsjettering og fremskrivning. Bruk av normaliserte tall vil således være mest optimal for verdivurderingsformål (Knivsflå, 2018p).

Nevneren i formel 8-1, kapital, kan også defineres ulikt, enten som inngående kapital, utgående kapital, månedsbasert kapital eller gjennomsnittlig kapital. I utredningen blir gjennomsnittlig kapitalbinding benyttet. Videre justeres nevneren for den kapitalen som er opptjent i løpet av året, se formel 8-2.

$$\text{Etterskuddsrentabilitet} = \frac{\text{Normalisert nettoresultat}}{\frac{\text{Inngående kapital} + (\Delta\text{Kapital} - \text{Normalisert nettoresultat})}{2}}$$

Formel 8-2: Etterskuddsrentabilitet.

Justeringen av opptjent kapital, som innebærer å trekke ut årets nettoresultat, gjør at rentabiliteten representerer en etterskuddsrente. Siden avkastningene som ble estimert i

kapittel 7 uttrykker etterskuddskrav, er det hensiktsmessig å bruke etterskuddsrenter for å sikre et likt sammenligningsgrunnlag.

Mens formålet med kapittel 4 var å identifisere og drøfte de viktigste faktorene som kunne gi opphav til strategiske fordeler for Lerøy, vil fokuset i kapittel 8 være å tallfeste selskapets strategiske fordeler. Kapittel 8 innledes med en analyse av strategisk fordel basert på Lerøy og bransjens egenkapitalrentabilitet og egenkapitalkrav. Deretter vil den strategiske fordel bli dekomponert inn i fordeler knyttet til drift og finansiering. I driftsanalysen utgjør bransjegjennomsnittet målestokken, og det blir studert hvorvidt Lerøy er mer lønnsom enn bransjegjennomsnittet. Å analysere Lerøy relativt til bransjen er derimot mindre hensiktsmessig i finansieringsanalysen. Årsaken er at effektive finansmarkeder gjør det vanskelig å oppnå unormal avkastning, og derfor er det i finansieringsanalysen ulike avkastningskrav som utgjør målestokken. Rentabilitetene som beregnes i kapittel 8 vil sammenlignes med funnene fra den strategisk kvalitative analysen i kapittel 4.

8.1 Egenkapitalrentabilitet

Den første rentabiliteten som kalkuleres er egenkapitalrentabilitet. Egenkapitalrentabilitet uttrykker hvor mye et selskaps egenkapital kaster av seg i prosent (Knivsflå, 2018p), se formel 8-3.

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Nettoresultat til EK}}{\frac{\text{EK}_{\text{IB}} + (\Delta\text{EK} - \text{Nettoresultat til EK})}{2}}$$

Formel 8-3: Egenkapitalrentabilitet.

Det finnes ikke noe entydig svar på hvor høy en egenkapitalrentabilitet bør være. Egenkapital er en risikoutsatt kapital som kun får avkastning dersom et selskap har overskudd. Gjeldsforpliktelser i selskapet må dekkes uavhengig av resultatet. Det stilles derfor høyere krav til avkastningen på egenkapitalen enn avkastningen på den kapitalen som långiverne har stilt til rådighet (Hoff et al., 2007, s. 206).

Ettersom lån i stor grad er sikret med pant eller annen form for sikkerhet, har aksjonærene normalt større risiko knyttet til sine kapitalinnskudd enn kreditorene. Av den grunn bør egenkapitalrentabiliteten være høyere enn lånerenten. I tillegg må selskapene kunne

konkurrere om investorenes penger. Siden investorer alltid har et valg om å plassere pengene sine i et risikofritt alternativ, for eksempel i banken, vil de forvente å oppnå en risikopremie utover risikofri rente ved plassering i andre alternativ. Hvor høy egenkapitalrentabiliteten bør være utover lånerenten avhenger således av den totale risikoen som er forbundet med å investere i selskapet, som inkluderer hvor mye gjeld selskapet har, samt hvor høy avkastning eierne vil kreve på sin investerte kapital (Dahl, 2006d).

EGENKAPITALRENTABILITET	2012	2013	2014	2015	2016	2017	TIDSVEKTET GJENNOMSNIITT
Tidsvekt	10 %	15 %	15 %	20 %	20 %	20 %	100 %
Egenkapital (IB)	5 734 503	5 088 813	6 169 813	7 513 108	7 741 301	11 413 522	7 595 830
Egenkapital (UB)	5 088 813	6 169 813	7 513 108	7 741 301	11 413 522	14 921 959	9 376 676
Nettoreultat til egenkapital	312 040	1 174 470	1 252 059	955 805	2 047 056	3 002 530	1 596 262
Egenkapitalrentabilitet	0,061	0,222	0,191	0,136	0,228	0,239	0,189

Tabell 8-1: Egenkapitalrentabilitet til Lerøy i perioden 2012-2017 (Tall i 1000 NOK).

Tabell 8-1 viser utviklingen i egenkapitalrentabilitet til Lerøy i løpet av analyseperioden. Lerøy hadde en svak egenkapitalrentabilitet i 2012, deretter stabiliserte rentabiliteten seg på et betydelig høyere nivå. Korrigert for tidsvekting har egenkapitalrentabiliteten til Lerøy i gjennomsnitt vært på 18,9 % over seksårsperioden. Den lave rentabiliteten i 2012 skyldes hovedsakelig at lakseprisen var relativt lav, som videre bidro til et lavt nettoresultat til egenkapitalen. Etter 2012 steg lakseprisen, og prisstigningen har resultert i økt egenkapitalrentabilitet.

8.1.1 Superrentabilitet til egenkapital

For å vurdere hvorvidt et selskaps egenkapitalrentabilitet anses som tilfredsstillende, sammenlignes rentabiliteten opp mot en relevant målestokk. Siden egenkapitalrentabilitetsmålingen utelukkende baserer seg på selskapets finansregnskap, tar målingen ikke hensyn til egenkapitalkostnaden til selskapet. Egenkapitalkravet benyttes derfor som målestokk, og differansen mellom rentabiliteten og kravet uttrykker således selskapets superrentabilitet, se formel 8-4. Dersom egenkapitalrentabiliteten er høyere enn avkastningskravet til egenkapitalen, vil selskapet være i stand til å generere strategiske fordeler for aksjonærene (Knivsflå, 2018p).

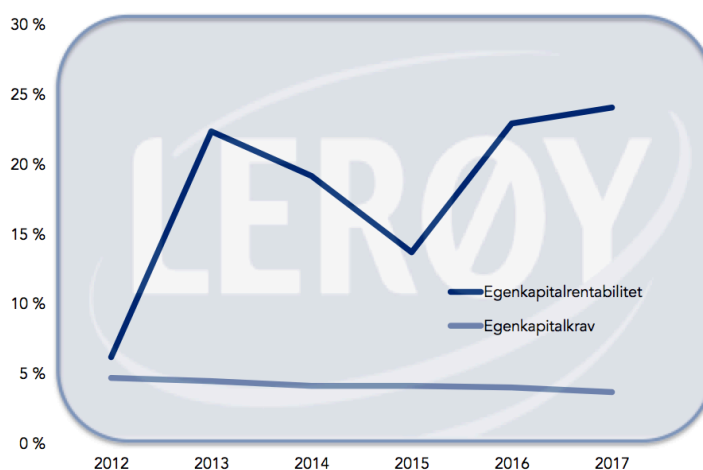
$$\text{Superrentabilitet} = \text{Egenkapitalrentabilitet} - \text{Egenkapitalkrav}$$

Formel 8-4: Superrentabilitet til egenkapital.

Tabell 8-2 og figur 8-1 viser utvikling av Lerøys superrentabilitet i perioden 2012-2017.

SUPERRENTABILITET	2012	2013	2014	2015	2016	2017	TIDSVEKTET GJENNOMSNIITT
Egenkapitalrentabilitet	0,061	0,222	0,191	0,136	0,228	0,239	0,189
- Egenkapitalkrav	0,046	0,044	0,041	0,041	0,039	0,036	0,040
= Superrentabilitet (strategisk fordel)	0,015	0,178	0,150	0,095	0,189	0,204	0,148

Tabell 8-2: Superrentabiliteten til Lerøy i perioden 2012-2017.



Figur 8-1: Egenkapitalrentabilitet og egenkapitalkrav til Lerøy i perioden 2012-2017.

Lerøy har hatt en egenkapitalrentabilitet høyere enn egenkapitalkravet i samtlige år i analyseperioden, som innebærer at selskapet har evnet å generere strategiske fordeler for aksjonærene. Den tidsvektede gjennomsnittlige superrentabiliteten har i seksårsperioden vært på 14,8 %. Høy superrentabilitet kan forklares ved høy etterspørselsvekst kombinert med relativt lav tilbudsvekst, som har resultert i høye priser på laks. Lerøys høye superrentabilitet kan også skyldes et økende fokus på kostnadseffektiv drift. Videre kan høy superrentabilitet forklares ved at rentenivået i Norge gjennom analyseperioden har vært lavt, noe som igjen har bidratt til å gjøre egenkapitalkravet lavt. Avkastningskravet til egenkapitalen har ligget på et forholdsvis stabilt og lavt nivå gjennom hele seksårsperioden, og det er følgelig endringer i Lerøys egenkapitalrentabiliteten som skaper svingninger i selskapets superrentabilitet. De lave egenkapitalkravene, som drøftet i kapittel 7, bidrar til å overvurdere superrentabiliteten til Lerøy. Av konsistenshensyn til Knivsflås rammeverk legges likevel den estimerte superrentabiliteten til grunn for videre analyser.

Den foregående rentabilitetsanalysen indikerer at Lerøy har vært i stand til å generere strategiske fordeler i alle år i analyseperioden. For å få innsikt i de underliggende årsakene til selskapets strategiske fordeler, er det nødvendig å dekomponere superrentabiliteten inn i tre deler, som representerer ulike typer fordeler. Dekomponeringen vil avgjøre hvorvidt Lerøys

strategiske fordeler skyldes interne forhold ved selskapet eller eksterne forhold ved oppdrettsbransjen. Superrentabiliteten vil i det påfølgende deles inn i en ekstern bransjefordel, en intern ressursfordel og en egenkapitalkravfordel. Måten kildene til superrentabiliteten er dekomponert på er gitt ved formel 8-5.

$$\text{Superrentabilitet} = \text{Ekstern bransjefordel} + \text{Rentabilitetsfordel} + \text{Egenkapitalfordel}$$

$$\text{ekr} - \text{ekk} = (\text{ekr}_B - \text{ekk}_B) + (\text{ekr} - \text{ekr}_B) + (\text{ekk}_B - \text{ekk})$$

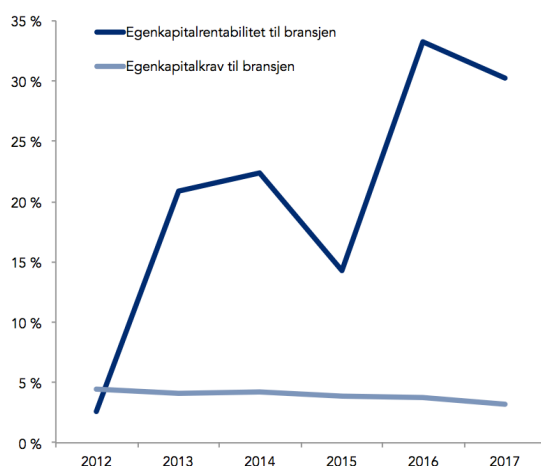
Formel 8-5: Dekomponert superrentabilitet til egenkapitalen.

8.1.2 Ekstern bransjefordel

Den eksterne bransjefordelen avgjør hvorvidt oppdrettsnæringen som helhet har evnet å generere superrentabilitet. Superrentabilitet oppnås dersom egenkapitalrentabiliteten til bransjen overstiger bransjens egenkapitalkrav. Bransjefordelen er felles for alle aktørene i den utvalgte bransjen. Utviklingen i oppdrettsbransjens superrentabilitet er vist i tabell 8-3 og figur 8-2.

EKSTERN BRANSJEFORDEL	2012	2013	2014	2015	2016	2017	TIDSVEKTET GJENNOMSNIITT
Tidsvekt	10 %	15 %	15 %	20 %	20 %	20 %	100 %
Egenkapitalrentabilitet til bransjen	0,026	0,209	0,224	0,143	0,332	0,302	0,223
- Egenkapitalkrav til bransjen	0,044	0,041	0,042	0,039	0,037	0,032	0,038
= Superrentabilitet til bransjen	-0,018	0,168	0,182	0,104	0,295	0,270	0,184

Tabell 8-3: Superrentabiliteten til bransjen i perioden 2012-2017.



Figur 8-2: Egenkapitalrentabilitet og egenkapitalkrav til bransjen i perioden 2012-2017.

I likhet med Lerøy, har bransjen hatt et relativt stabilt og lavt avkastningskrav til egenkapital i samtlige år i analyseperioden. Bransjens egenkapitalrentabilitet har i tillegg vært forholdsvis høy i de fleste av årene i perioden. Bransjen har dermed evnet å generere superrentabilitet i

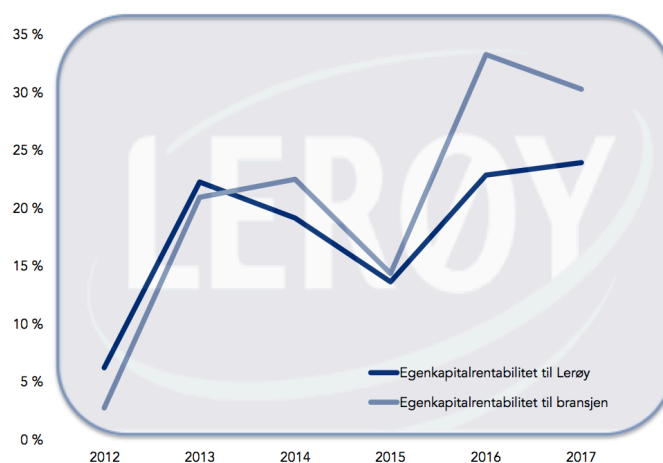
alle år, med unntak av i 2012. Den tidsvektede gjennomsnittlige superrentabiliteten til bransjen har vært på 18,4 %. Årlig utvikling i superrentabilitet bekrefter at Lerøy og bransjegjennomsnittet er utsatt for de samme svingningene, som i stor grad påvirkes av utviklingen i lakseprisen. At lønnsomheten til Lerøy og bransjen følger samme trendutvikling, indikerer at utvalget representerer oppdrettsbransjen som helhet på en god måte.

8.1.3 Intern ressursfordel

Ved analyse av intern ressursfordel vurderes det hvorvidt Lerøy har en høyere egenkapitalrentabilitet og en egenkapitalkravfordel relativt til bransjegjennomsnittet. Lerøy har en rentabilitetsfordel dersom selskapet har en høyere egenkapitalrentabilitet enn bransjen for øvrig. Lerøy vil være i besittelse av en kravfordel dersom selskapets egenkapitalkrav er lavere enn egenkapitalkravet til bransjen. Tabell 8-4 og figur 8-3 viser historisk utvikling av rentabilitetsfordelen.

RENTABILITETSFORDEL	2012	2013	2014	2015	2016	2017	TIDSVEKTET GJENNOMSNITT
Tidsvekt	10 %	15 %	15 %	20 %	20 %	20 %	100 %
Egenkapitalrentabilitet til Lerøy	0,061	0,222	0,191	0,136	0,228	0,239	0,189
- Egenkapitalrentabilitet til bransjen	0,026	0,209	0,224	0,143	0,332	0,302	0,223
= Rentabilitetsfordel	0,035	0,013	-0,032	-0,007	-0,104	-0,062	-0,034

Tabell 8-4: Rentabilitetsfordel til Lerøy i perioden 2012-2017.



Figur 8-3: Egenkapitalrentabilitet til Lerøy og bransjen i perioden 2012-2017.

Til tross for at Lerøy har en høyere egenkapitalrentabilitet enn bransjen både i 2012 og 2013, har bransjegjennomsnittet hatt en høyere rentabilitet enn Lerøy i perioden 2014-2017. Det er særlig i 2017, og ikke minst i 2016, at bransjen har opplevd en vesentlig høyere egenkapitalrentabilitet enn Lerøy. Den tidsvektede gjennomsnittlige egenkapitalrentabiliteten har vært 3,4 prosentpoeng lavere for Lerøy enn for bransjesnittet. Gjennom seksårsperioden

har bransjen følgelig hatt en rentabilitetsfordel relativt til Lerøy, noe som indikerer at Lerøys egenkapital har hatt en lavere avkastning enn konkurrentenes egenkapital.

Videre vurderes hvorvidt Lerøy har en egenkapitalkravfordel i forhold til bransjen. Lerøy vil ha en egenkapitalkravfordel dersom selskapet har et lavere egenkapitalkrav enn bransjesnittet, noe som innebærer at det vil være knyttet lavere investeringsrisiko til Lerøy enn konkurrentene. Tabell 8-5 viser utviklingen i Lerøys egenkapitalkravfordel gjennom analyseperioden.

EGENKAPITALKRAVFORDEL	2012	2013	2014	2015	2016	2017	TIDSVEKTET GJENNOMSNIITT
Tidsvekt	10 %	15 %	15 %	20 %	20 %	20 %	100 %
Egenkapitalkrav til bransjen	0,044	0,041	0,042	0,039	0,037	0,032	0,038
- Egenkapitalkrav til Lerøy	0,046	0,044	0,041	0,041	0,039	0,036	0,040
= Egenkapitalkravfordel	-0,002	-0,002	0,001	-0,002	-0,002	-0,004	-0,002

Tabell 8-5: Egenkapitalkravfordel til Lerøy i perioden 2012-2017.

Av tabell 8-5 fremgår det at Lerøy i samtlige år, med unntak av i 2014, har hatt et marginalt høyere avkastningskrav enn bransjen. Over analyseperioden har Lerøy hatt en tidsvektet gjennomsnittlig egenkapitalkravulempen på -0,2 %. Ettersom både Lerøy og konkurrentene står overfor samme risikofri rente, markedets risikopremie og illikviditetspremie, er det Lerøys relativt høye egenkapitalbeta som medfører kravulempen. Egenkapitalkravulempen indikerer at det er knyttet en marginalt høyere investeringsrisiko til Lerøy. At det er forbundet en høyere investeringsrisiko til Lerøy enn bransjesnittet innebærer at investorene forventer en noe høyere avkastning på investeringer i Lerøy enn for de øvrige oppdrettselskapene i utvalget.

8.1.4 Oppsummering av strategisk fordel

Tabell 8-6 oppsummerer kildene til Lerøys strategiske fordel for perioden 2012-2017. Av tabellen fremgår det at det hovedsakelig er den eksterne bransjefordelen som gir Lerøy en strategisk fordel. Det er konsistent med funn fra den eksterne bransjeorienterte analysen fra kapittel 4, der det ble konkludert med at konkurranseintensiteten i oppdrettsbransjen er moderat. At konkurranseintensiteten er moderat innebærer at det eksisterer muligheter for oppdrettsaktørene å danne eller opprettholde konkurransefordeler i bransjen, og dermed oppnå høy lønnsomhet. Grunnet svært lave egenkapitalkrav fremstår imidlertid den eksterne bransjefordelen som noe høy.

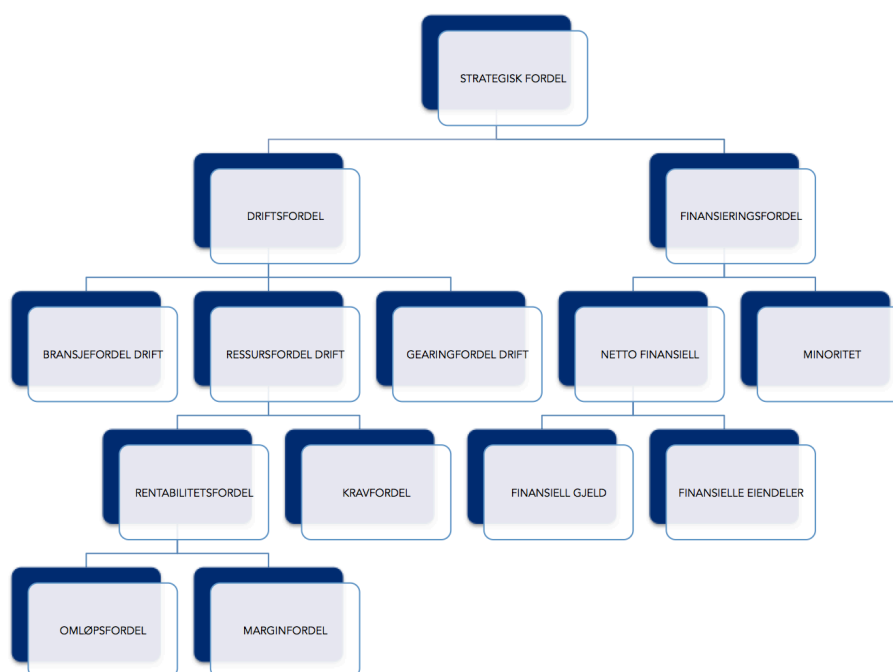
Videre fremgår det at Lerøys negative interne ressursfordel reduserer selskapets strategiske fordel noe. Samlet sett gir de tre kildene til superrentabilitet Lerøy en tidsvektet gjennomsnittlig strategisk fordel på 14,8 %.

STRATEGISK FORDEL	2012	2013	2014	2015	2016	2017	TIDSVEKTET GJENNOMSNITT
Tidsvekt	10 %	15 %	15 %	20 %	20 %	20 %	100 %
Ekstern bransjefordel	-0,018	0,168	0,182	0,104	0,295	0,270	0,184
+ Rentabilitetsfordel	0,035	0,013	-0,032	-0,007	-0,104	-0,062	-0,034
+ Egenkapitalkravfordel	-0,002	-0,002	0,001	-0,002	-0,002	-0,004	-0,002
= Strategisk fordel	0,015	0,178	0,150	0,095	0,189	0,204	0,148

Tabell 8-6: Strategisk fordel til Lerøy i perioden 2012-2017.

8.2 Rammeverk for strategisk drifts- og finansieringsanalyse

Selv om den strategiske fordelene allerede er blitt dekomponert inn i ekstern bransjefordel og intern ressursfordel, er det mulig å dekomponere fordelene ytterligere. Ytterligere dekomponering gir verdifull innsikt i de underliggende kildene til Lerøys historiske lønnsomhet. I det påfølgende vil den strategiske fordelene deles inn i to hovedkategorier, henholdsvis drift og finansiering (Knivsflå, 2018p). Rammeverket for den strategiske drifts- og finansieringsanalysen er gitt ved figur 8-4. Den videre analysen kartlegger hvorvidt Lerøys tidsvektede strategiske fordel på 14,8 % kan knyttes til selskapets operasjonelle drift eller til finansieringsfordeler. Det kartlegges også hvorvidt Lerøy har hatt en bedre lønnsomhet enn bransjegjennomsnittet gjennom analyseperioden.



Figur 8-4: Rammeverk for strategisk drifts- og finansieringsanalyse (Knivsflå, 2018p).

8.3 Driftsfordel

Ettersom det er vanskelig å oppnå unormal avkastning i finansmarkedet, er finansieringsfordelen forventet å være liten. Derfor er det et selskaps driftsaktiviteter som representerer den viktigste kilden til selskapets strategiske fordeler (Knivsflå, 2018f). Driftsfordelen kan deles i to hovedkomponenter: Strategisk driftsfordel og driftsrelatert gearingfordel. Mens den strategiske driftsfordelen anses som en «ren» driftsfordel, representerer gearingfordelen en skalering av den strategiske driftsfordelen.

8.3.1 Strategisk driftsfordel

Den strategiske driftsfordelen består av en driftsrelatert bransjefordel og en driftsrelatert intern ressursfordel. Ressursfordelen kan dekomponeres videre i en rentabilitetsfordel og en kravfordel. Strategisk driftsfordel uttrykkes ved differansen mellom et selskaps netto driftsrentabilitet og dets netto drifts(kapital)krav (Knivsflå, 2018n), se formel 8-6. Et selskap vil være i besittelse av en strategisk fordel dersom netto driftsrentabilitet overstiger netto driftskapitalkrav.

$$\begin{aligned}\text{Strategisk driftsfordel} &= \text{Bransjefordel drift} + \text{Rentabilitetsfordel drift} + \text{Kravfordel drift} \\ &= \text{Netto driftsrentabilitet} - \text{Netto driftskrav} \\ &= (\text{ndr}_B - \text{ndk}_B) + (\text{ndr} - \text{ndr}_B) + (\text{ndk}_B - \text{ndk})\end{aligned}$$

Formel 8-6: Ren strategisk driftsfordel.

Videre er formelen for netto driftsrentabilitet gitt ved formel 8-7.

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{\text{Netto driftsresultat}}{\text{Netto driftskapital}_B + \frac{(\Delta \text{Netto driftskapital} - \text{Netto driftsresultat})}{2}}$$

Formel 8-7: Netto driftsrentabilitet.

STRATEGISK DRIFTSFORDEL	2012	2013	2014	2015	2016	2017	TIDSVEKTET GJENNOMSNITT
Tidsvekt	10 %	15 %	15 %	20 %	20 %	20 %	100 %
Netto driftsrentabilitet	0,051	0,179	0,154	0,108	0,200	0,207	0,158
- Netto driftskrav	0,043	0,040	0,040	0,038	0,037	0,036	0,038
= Strategisk driftsfordel	0,007	0,139	0,114	0,070	0,163	0,171	0,119

Tabell 8-7: Strategisk driftsfordel til Lerøy i perioden 2012-2017.

Tabell 8-7 viser Lerøys strategiske driftsfordel over analyseperioden. Lerøys tidsvektede gjennomsnittlige strategiske fordel har vært på 11,9 % i perioden 2012-2017. Den strategiske driftsfordelen har vært positiv i samtlige år, og den har variert betydelig fra år til år. Ettersom netto driftskravet har vært forholdsvis stabilt gjennom seksårsperioden, er det hovedsakelig svingningene i netto driftsrentabilitet som har påvirket den strategiske fordel. Volatiliteten i netto driftsrentabilitet skyldes primært lakseprisendringer, som videre har hatt stor innvirkning på oppdrettsaktørens omsetning og marginer. Det påpekes at i likhet med egenkapitalkravene er netto driftskapitalkravene lave, jamfør diskusjon i delkapittel 7.8, noe som bidrar til å overvurdere Lerøys strategiske driftsfordel.

I det påfølgende vil årsakene til Lerøys strategiske driftsfordel analyseres ved å dele driftsfordelen opp i driftsrelatert bransjefordel og driftsrelatert ressursfordel.

8.3.2 Bransjefordel drift

En driftsrelatert bransjefordel skyldes særegne forhold ved bransjer, samt makroforhold, og oppstår dersom bransjen har en netto driftsrentabilitet som er høyere enn bransjens netto driftskrav (Knivsfå, 2018p). Oppdrettsbransjens driftsfordel i perioden 2012-2017 er presentert i tabell 8-8.

BRANSJEFORDEL DRIFT	2012	2013	2014	2015	2016	2017	TIDSVEKTET GJENNOMSNITT
Tidsvekt	10 %	15 %	15 %	20 %	20 %	20 %	100 %
Netto driftsrentabilitet til bransjen	0,033	0,158	0,152	0,098	0,218	0,219	0,157
- Netto driftskrav til bransjen	0,037	0,034	0,034	0,032	0,031	0,028	0,032
= Bransjefordel drift	-0,005	0,124	0,118	0,067	0,187	0,191	0,125

Tabell 8-8: Driftsrelatert bransjefordel i perioden 2012-2017.

Av tabell 8-8 fremgår det at oppdrettsnæringen gjennom analyseperioden har oppnådd en tidsvektet gjennomsnittlig driftsrelatert bransjefordel på 12,5 %. Bransjen har hatt en fordel tilknyttet drift i samtlige år, med unntak av i 2012. I likhet med Lerøy, har bransjen hatt et relativt stabilt netto driftskrav alle år i perioden, noe som igjen tilsier at det er svingninger i netto driftsrentabilitet som er hovedkilden til endringene i de årlige driftsrelaterte bransjefordelene. Videre fremgår det at utviklingen i bransjefordel tilknyttet drift følger samme trend som Lerøys strategiske fordel, der 2016 og 2017 skiller seg ut som spesielt lønnsomme år.

Funnene fra analysen av driftsrelatert bransjefordel samsvarer med den strategiske kvalitative analysen fra kapittel 4. I den eksterne bransjeorienterte analysen ble det påpekt at lønnsomheten i oppdrettsbransjen påvirkes av blant annet restriktiv konsesjonspolitik, lakseprisen, demografisk utvikling, teknologiske nyvinninger samt miljømessige forhold. For å sikre en forutsigbar og bærekraftig utvikling av oppdrettsnæringen, blir det sjeldent delt ut nye konsesjoner, noe som resulterer i begrenset tilbudsvekst. Begrenset vekst i tilbudet kombinert med sterk etterspørselsvekst har bidratt til at lakseprisene de siste årene har økt vesentlig. Økte laksepriser har igjen bidratt til å øke oppdrettsaktørenes omsetning, resultater og marginer. Oppdrettsbransjens lønnsomhet kan i tillegg tilskrives høye inngangsbarrierer. Inngangsbarrierer begrenser konkurranseintensiteten i næringen, og bidrar til å redusere det samlede tilbudet. Høye laksepriser og inngangsbarrierer forklarer en stor del av årsaken til at oppdrettsnæringen har oppnådd en stor driftsrelatert bransjefordel gjennom analyseperioden.

8.3.3 Ressursfordel drift

Et selskaps særegne interne ressurser danner grunnlaget for en driftsrelatert ressursfordel (Knivsflå, 2018f). Hvorvidt Lerøy er i besittelse av en ressursfordel tilknyttet driften kan forklares enten ved at selskapet har en rentabilitetsfordel eller en kravfordel. Det vil først vurderes om Lerøy har en rentabilitetsfordel. Lerøy har en rentabilitetsfordel dersom netto driftsrentabilitet overstiger bransjens netto driftsrentabilitet. Tabell 8-9 viser utviklingen i Lerøys rentabilitetsfordel knyttet til drift gjennom analyseperioden.

RENTABILITETSFORDEL DRIFT	2012	2013	2014	2015	2016	2017	TIDSVEKTET GJENNOMSNIITT
Tidsvekt	10 %	15 %	15 %	20 %	20 %	20 %	100 %
Netto driftsrentabilitet til Lerøy	0,051	0,179	0,154	0,108	0,200	0,207	0,158
- Netto driftsrentabilitet til bransjen	0,033	0,158	0,152	0,098	0,218	0,219	0,157
= Rentabilitetsfordel drift	0,018	0,021	0,001	0,009	-0,018	-0,013	0,001

Tabell 8-9: Driftsrelatert rentabilitetsfordel til Lerøy i perioden 2012-2017.

Av tabell 8-9 fremkommer det at Lerøy har hatt en rentabilitetsfordel i fire av analyseperiodens seks år. Lerøy og bransjens rentabilitet følger hverandre tett gjennom hele perioden. Lerøy har oppnådd en tidsvektet gjennomsnittlig rentabilitet på 15,8 % mot bransjens 15,7 %, hvilket tilsier at Lerøy er i besittelse av en marginal driftsrelatert rentabilitetsfordel i forhold til bransjesnittet.

I den interne ressursbaserte analysen i kapittel 4 ble det hevdet at Lerøys merkevare, brede produktportefølje og strategiske samarbeidsavtaler representerer de viktigste

konkurransmessige ressursene for selskapet, og at Lerøys ressurser totalt sett gir grunnlag for en liten midlertidig konkurransefordel i forhold til bransjen. Tabell 8-9 bekrefter påstanden om at Lerøy gjennom analyseperioden har vært i besittelse av en marginal rentabilitetsfordel. Fordelen indikerer enten at Lerøy kontrollerer viktige interne ressurser som ikke bransjen har tilgang til, eller at selskapet utnytter sine ressurser på en mer effektiv måte. Det kan for eksempel tenkes at Lerøy, grunnet sin brede produktportefølje og sterke merkevare, vil være mindre sårbar for endringer i lakseprisen.

Det presiseres likevel at Lerøys rentabilitetsfordel tilknyttet drift er liten, og at avviket mellom Lerøy og bransjesnittet kun er på 0,1 prosentpoeng. Det påpekes videre at Lerøys marginale rentabilitetsfordel knyttet til drift kun vil være midlertidig. Årsaken er at ressursene som ligger til grunn for fordelene høyst sannsynlig vil kunne imiteres på lengre sikt, ved at andre aktører trolig også vil få tilgang til ressursene eller ressursene som gir opphav til fordelene. Nøyaktig hva som har forårsaket Lerøys midlertidige driftsrelaterte rentabilitetsfordel er noe uklart, og følgelig må det gjennomføres grundigere analyser av selskapets interne ressurser. Analysene finner sted i delkapittel 8.3.4, hvor rentabilitetsfordelen dekomponeres i henholdsvis en marginfordel og en omløpsfordel.

Videre vurderes hvorvidt Lerøy har en driftsrelatert kravfordel i forhold til øvrige aktører i oppdrettsbransjen. Tabell 8-10 viser utviklingen i Lerøys kravfordel knyttet til drift for perioden 2012-2017.

KRAVFORDEL DRIFT	2012	2013	2014	2015	2016	2017	TIDSVEKTET GJENNOMSNITT
Tidsvekt	10 %	15 %	15 %	20 %	20 %	20 %	100 %
Netto driftskrav til bransjen	0,037	0,034	0,034	0,032	0,031	0,028	0,032
- Netto driftskrav til Lerøy	0,043	0,040	0,040	0,038	0,037	0,036	0,038
= Kravfordel drift	-0,006	-0,006	-0,006	-0,007	-0,007	-0,007	-0,007

Tabell 8-10: Driftsrelatert kravfordel til Lerøy i perioden 2012-2017.

Av tabell 8-10 fremkommer det at bransjen i samtlige år i analyseperioden har hatt en marginal driftsrelatert kravfordel. En del av årsaken skyldes at Marine Harvest og SalMar, som til sammen utgjør om lag 60 % av bransjesnittet, har en lavere egenkapitalbeta og følgelig et lavere egenkapitalkrav enn Lerøy. Selskapenes lave egenkapitalkrav bidrar til å redusere bransjens netto driftskrav. Kravulempen til Lerøy innebærer at investorer vil stille høyere krav til avkastning per investerte krone i Lerøy enn i bransjen for øvrig.

8.3.4 Margin- og omløpsfordel

I delkapittel 8.3.3 ble det påpekt at Lerøy oppnådde en rentabilitet knyttet til drift som var 0,1 prosentpoeng høyere enn bransjens rentabilitet gjennom analyseperioden. I det påfølgende vil det gjennomføres en såkalt «Du Pont»-analyse, som har til hensikt å kartlegge hvorvidt Lerøys marginale driftsrelaterede rentabilitetsfordel skyldes en margin- eller omløpsfordel. Formel 8-8 viser hvordan netto driftsrentabilitet dekomponeres i den videre analysen.

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \text{Netto driftsmargin} \cdot \text{Omløpshastigheten til netto driftseiendeler}$$

$$\text{ndr} = \text{ndm} \cdot \text{onde}$$

$$\text{Rentabilitetsfordel drift} = \text{Marginfordel} + \text{Omløpsfordel}$$

$$\text{ndr} - \text{ndr}_B = (\text{ndm} - \text{ndm}_B) \cdot \text{onde} + (\text{onde} - \text{onde}_B) \cdot \text{ndm}_B$$

Formel 8-8: «Du Pont»-modellen.

8.3.4.1 Marginfordel

En marginfordel innebærer at et selskap har lavere driftskostnader per krone i driftsinntekt enn bransjegjennomsnittet, som igjen betyr at selskapet har en høyere netto driftsmargin enn bransjen (Knivsflå, 2018p). Marginfordelen beregnes ved å ta differansen mellom Lerøy og bransjens netto driftsmargin, vektet med Lerøys omløp av netto driftseiendeler, se formel 8-8. Videre uttrykkes netto driftsmargin som forholdet mellom netto driftsresultat og driftsinntekter, mens omløpet til netto driftseiendeler representerer forholdet mellom driftsinntekter og netto driftseiendeler, se formel 8-9.

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

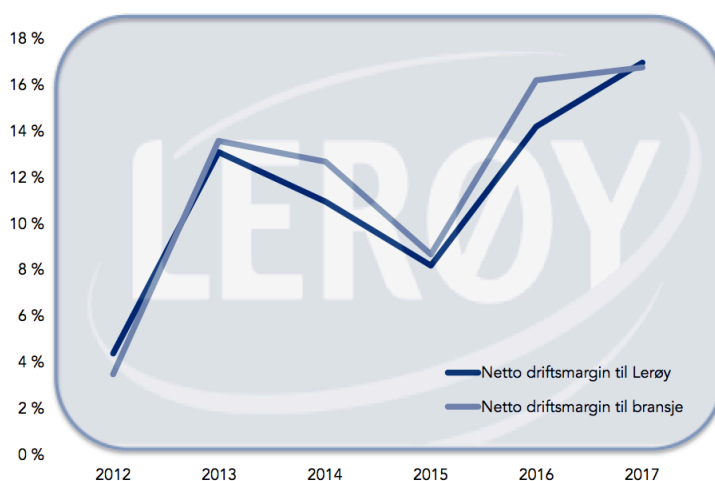
$$\text{Omløpet til netto driftseiendeler} = \frac{\text{Driftsinntekter}}{\text{Netto driftseiendeler}}$$

Formel 8-9: Netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler.

MARGINFORDEL	2012	2013	2014	2015	2016	2017	TIDSVEKTET GJENNOMSNIITT
Tidsvekt	10 %	15 %	15 %	20 %	20 %	20 %	100 %
Netto driftsmargin til Lerøy	0,043	0,130	0,109	0,081	0,141	0,169	0,119
Netto driftsmargin til							
- bransjen	0,034	0,135	0,126	0,086	0,161	0,167	0,125
= Uvektet marginfordel	0,009	-0,005	-0,016	-0,005	-0,019	0,002	-0,007
Omløpet til netto							
* driftseiendeler	1,145	1,183	1,237	1,202	1,102	1,036	1,146
= Vektet marginfordel	0,011	-0,007	-0,021	-0,006	-0,014	0,002	-0,007

Tabell 8-11: Marginfordel til Lerøy i perioden 2012-2017.

Tabell 8-11 viser utviklingen i Lerøys marginfordel gjennom analyseperioden. Lerøy er i besittelse av en marginulempe i forhold til bransjen. Marginulempen indikerer at Lerøy opplever høyere driftskostnader enn bransjesnittet for hver driftsinntektskrone selskapet tjener. Videre fremgår det av figur 8-5 at netto driftsmarginen til Lerøy og bransjegjennomsnittet har hatt samme trendutvikling over analyseperioden. Likevel har bransjen hatt en marginalt høyere driftsmargin enn Lerøy, med et tidsvektet gjennomsnitt på 12,5 %, mot Lerøys 11,9 %. Figur 8-5 gir videre uttrykk for at Lerøy og bransjen har vært utsatt for signifikante svingninger gjennom analyseperioden. I årene som var preget av høye laksepriser observeres det høye netto driftsmarginer, mens i årene der lakseprisen lå på et lavere nivå opplevde både Lerøy og bransjen lavere driftsmarginer. Momentet kan således være en indikasjon på at oppdrettsaktørenes produksjonskostnader har ligget på et forholdsvis stabilt nivå over seksårsperioden.



Figur 8-5: Netto driftsmargin til Lerøy og bransjen i perioden 2012-2017.

For å identifisere og kartlegge hvilke kostnadsposter som utgjør de største bidragene til Lerøys marginulempe, gjennomføres en «Common size»-analyse. I analysen vil alle postene som inngår i Lerøys netto driftsresultat uttrykkes i prosent av selskapets driftsinntekter, og kostnadskomponentenes respektive andel av selskapets driftsinntekter sammenlignes med bransjens andeler. Tabell 8-12 illustrerer hvilke kostnadskomponenter som danner grunnlag for Lerøys marginulempe.

«COMMON SIZE»-ANALYSE	2012	2013	2014	2015	2016	2017	TIDSVEKTET GJENNOMSNIITT	BRANSJESNIITT	AVVIK
Tidsvekt	10 %	15 %	15 %	20 %	20 %	20 %	100 %	100 %	Lerøy-Bransje
Driftsinntekter	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	0,000
- Varekostnader	0,708	0,630	0,636	0,655	0,594	0,518	0,614	0,559	0,055
- Lønn og andre personalkostnader	0,113	0,102	0,101	0,105	0,103	0,131	0,110	0,114	-0,004
- Andre driftskostnader	0,094	0,093	0,100	0,108	0,108	0,120	0,105	0,138	-0,032
- Avskrivninger	0,032	0,029	0,029	0,032	0,030	0,031	0,031	0,037	-0,006
= Driftsresultat fra egen virksomhet	0,052	0,147	0,133	0,100	0,165	0,200	0,140	0,153	-0,012
- Driftsrelatert skattekostnad	0,012	0,034	0,031	0,023	0,039	0,047	0,033	0,038	-0,005
Netto driftsresultat fra egen virksomhet	0,040	0,112	0,102	0,077	0,126	0,153	0,107	0,114	-0,007
+ Nettoresultat fra tilknyttede selskaper	0,003	0,018	0,007	0,005	0,015	0,016	0,011	0,011	0,000
= Netto driftsresultat	0,043	0,130	0,109	0,081	0,141	0,169	0,119	0,125	-0,007

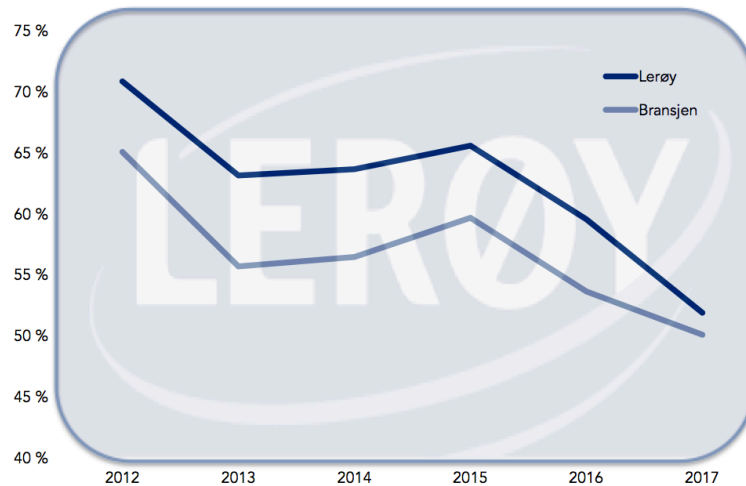
Tabell 8-12: «Common size»-analyse av Lerøy i perioden 2012-2017.

Av tabell 8-12 fremgår det at varekostnader utgjør den største kostnadsposten for oppdrettsselskapene, og at varekostnadene til Lerøy utgjør en større andel av selskapets driftsinntekter enn hos konkurrentene. For alle andre kostnadskomponenter har Lerøy en liten marginfordel relativt til bransjegjennomsnittet. Marginalulempen Lerøy er i besittelse av kan dermed forklares ved at selskapet bruker 5,5 prosentpoeng mer på varekostnader enn bransjen for øvrig. For at Lerøy skal redusere eller eliminere den nåværende marginulempen, er det essensielt at selskapet enten reduserer varekostnadene eller at selskapet ytterligere forbedrer de nåværende kostnadsfordelene.

I de kommende avsnitt vil de ulike kostnadskomponentene analyseres i detalj. Analysen vil identifisere og kartlegge underliggende årsaker til hvorfor de forskjellige kostnadspostene gir opphav til marginfordeler eller marginulemper for Lerøy.

Varekostnader

Oppdrettsaktørenes varekostnader består hovedsakelig av kostnader knyttet til fiskefôr. Korrigert for tidsvekting, utgjør varekostnader i gjennomsnitt 61,4 % av driftsinntekter for Lerøy og 55,9 % for bransjen, hvor varekostnadene gradvis har blitt redusert over analyseperioden, se figur 8-6.



Figur 8-6: Varekostnader i prosent av driftsinntekter for Lerøy og bransjen i perioden 2012-2017.

I år hvor driftsinntektene til Lerøy har vært relativt lave, observeres det at varekostnadsandelen har vært forholdsvis høy. For årene 2016 og 2017, som var preget av høye laksepriser og dermed høye driftsinntekter for oppdrettsaktørene, observeres det at varekostnadene i prosent av driftsinntektene var betydelig lavere enn i foregående år. Til tross for lavere varekostnadsandeler i 2016 og 2017, var Lerøys varekostnader vesentlig høyere i de to årene. De relativt lave varekostnadsandelene til Lerøy i 2016 og 2017 skyldes dermed i hovedsak vekst i driftsinntekter snarere enn at selskapet er blitt betydelig mer kostnadseffektivt. Det påpekes imidlertid at Lerøy i 2017 oppnådde både høyere omsetning og lavere varekostnader enn i 2016, noe som kan tyde på at selskapet faktisk er blitt mer kostnadseffektivt. Ved sammenligning av Lerøys varekostnadsandel mot bransjesnittet kommer det likevel frem at bransjens varekostnader i prosent av driftsinntektene var lavere enn Lerøys andel også i 2017. Dermed er det nærliggende å fastslå at den lave varekostnadsandelen i 2017 i større grad skyldes generelle forhold ved bransjen enn selskapspecifikke forhold ved Lerøy.

Tabell 8-12 viser at Lerøys varekostnadsandel i gjennomsnitt er 5,5 prosentpoeng høyere enn bransjens andel. Videre undersøkes det hvordan Lerøys varekostnadsandel skiller seg fra hver enkelt konkurrent i oppdrettsbransjen, se tabell 8-13.

VAREKOSTNADER - BRANSJEOVERSIKT	2012	2013	2014	2015	2016	2017	TIDSVEKTET GJENNOMSNIITT
Tidsvekt	10 %	15 %	15 %	20 %	20 %	20 %	100 %
Varekostnader - Lerøy	0,708	0,630	0,636	0,655	0,594	0,518	0,614
Varekostnader - Marine Harvest	0,625	0,521	0,536	0,569	0,508	0,463	0,529
Varekostnader - SalMar	0,553	0,489	0,442	0,486	0,443	0,437	0,468
Varekostnader - Grieg Seafood	0,579	0,400	0,559	0,589	0,503	0,529	0,526
Varekostnader - NRS	0,883	0,821	0,837	0,843	0,765	0,788	0,816

Tabell 8-13: Varekostnadsandeler for Lerøy og konkurrentene i perioden 2012-2017.

Av tabell 8-13 fremgår det at det er store variasjoner i varekostnadsandeler mellom oppdrettsselskapene i bransjeutvalget. Det er kun NRS som har et høyere tidsvektet gjennomsnitt enn Lerøy. SalMar, Marine Harvest og Grieg Seafood har alle en vesentlig lavere varekostnadsandel enn Lerøy. At NRS har en høy varekostnadsandel skyldes i hovedsak at selskapet kjøper store mengder ferdig oppdrettslaks som deretter selges videre. For SalMar sin del skyldes trolig marginfordelen at selskapet over lengre tid har fokusert på å bli den mest kostnadseffektive aktøren i bransjen. SalMars marginfordel skyldes sannsynligvis også at selskapet utelukkende driver med oppdrett av laks og ørret, og at all produksjon foregår langs norskekysten.

I likhet med SalMar, fokuserer Grieg Seafood utelukkende på produksjon av laks og ørret. Noe som imidlertid skiller selskapene er at Grieg Seafood, i tillegg til å ha produksjon i Norge, har produksjon lokalisert i utlandet. Grunnet forskjeller i naturgitte forhold, vil det være store variasjoner i fôrkostnader mellom aktører i ulike produksjonsland. Variasjoner i fôrkostnader skyldes forskjeller i fôrfaktor, det vil si hvor mye fôr som går med for å produsere én kilo fisk, og fôrpriser. Fôrprisene påvirkes i stor grad av internasjonale råvaremarkeder, innholdet i fôret, valutafluktuasjoner, konkurransesituasjonen mellom fôrprodusentene samt tilbuds- og etterspørselsforhold i ulike land (Iversen, Hermansen, Brandvik, Marthinussen & Nystøyl, 2016, s. 1-2). En stor del av den utenlandske produksjonen til Grieg Seafood foregår i Canada. Produksjon i Canada vil medføre en ulempe for selskapet dersom de canadiske fôrkostnadene er høyere enn de norske fôrkostnadene. Til tross for at fôrfaktoren er marginalt høyere i Canada, er fôrprisene lavere enn i Norge (Iversen et al., 2016, s. 13). Fôrkostnadene i Canada og i Norge har således ligget på omtrent samme nivå de siste seks årene. Grieg Seafood vil følgelig ikke ha en marginulempe sammenlignet med SalMar, og lave fôrpriser i Canada er med på å forklare hvorfor Grieg Seafood har oppnådd lave varekostnadsandeler over analyseperioden.

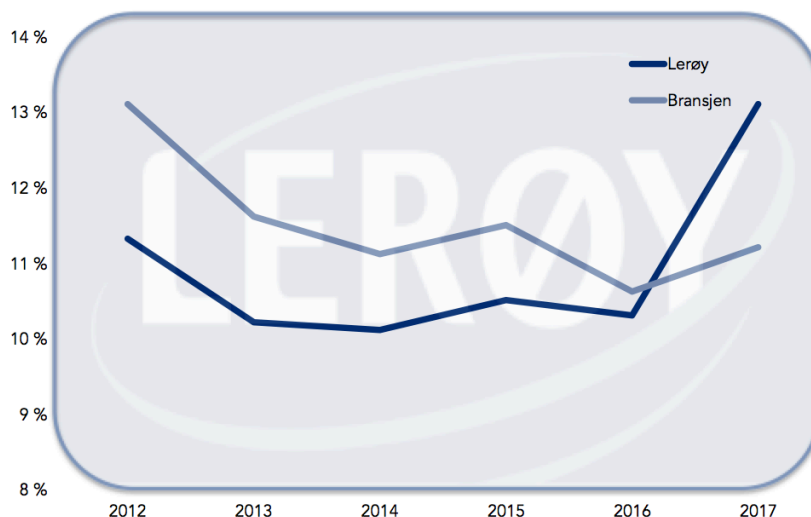
I likhet med Grieg Seafood, har Marine Harvest en betydelig andel av totalproduksjonen lokalisert utenfor Norge. Til tross for at fôrprisene er ulike på tvers av produksjonsland, vil forskjellene bare i liten grad ha innvirkning på Marine Harvest. Årsaken er at selskapet står for majoriteten av egen fiskefôrproduksjon. Dermed er det hovedsakelig variasjoner i fôrfaktor som forklarer hvorfor Marine Harvest har en høyere varekostnadsandel enn SalMar og Grieg Seafood. Fôrfaktoren påvirkes av biologisk fôrutnyttelse og dødeligheten i produksjonen (Iversen et al., 2016, s. 3). Marine Harvest har store deler av utenlandsproduksjonen lokalisert i Chile, der fôrfaktoren har vært vesentlig høyere enn i Norge. At Marine Harvest har høyere varekostnadsandel relativt til SalMar og Grieg Seafood, kan dermed forklares ved høy fôrfaktor i Chile.

Til tross for at Lerøy har produksjonen sin utelukkende lokalisert langs norskekysten, og følgelig har en lavere fôrfaktor enn Marine Harvest, har Lerøys varekostnadsandel vært betydelig høyere enn andelen til Marine Harvest over analyseperioden. Forskjellene i varekostnadsandeler mellom selskapene kan derfor i stor grad tilskrives variasjoner i priser på fiskefôr. Marine Harvest oppnår lavere fôrkostnader ved å ha egen fôrproduksjon. Lerøy, SalMar og Grieg Seafood har imidlertid ikke egen fôrproduksjon. Lerøys relativt svake varekostnadsandel kan dermed forklares ved at selskapet har dårligere fôrkontrakter enn konkurrentene. Dårlige fôrkontrakter innebærer videre at Lerøy må betale mer for fôr enn de øvrige aktørene. Etersom Lerøy er den nest største lakseprodusenten i utvalget, virker det derimot unaturlig at selskapet er i besittelse av betydelig dårligere fôrkontrakter enn konkurrentene. En annen mulig forklaring på Lerøys marginulempe kan tilskrives selskapets brede produktportefølje. I motsetning til konkurrentene, driver Lerøy med omfattende hvitfisk- og skalldyrvirksomhet. Marginene på hvitfisk og skalldyr har, spesielt de siste årene, vært vesentlig lavere enn marginene på laks og ørret. Det er derfor nærliggende å påstå at Lerøys marginulempe knyttet til varekostnader hovedsakelig skyldes selskapets brede produktsortiment, og ikke dårlige fôrkontrakter.

Lønn og andre personalkostnader

Figur 8-7 viser utviklingen i lønn og andre personalkostnader for Lerøy og bransjen gjennom analyseperioden. Lerøy har hatt en lavere andel lønn og andre personalkostnader enn bransjegjennomsnittet i perioden 2012-2016. I 2017 oversteg imidlertid Lerøys andel bransjens andel. Tabell 8-12 viser likevel at Lerøy i analyseperioden samlet sett har hatt en lavere lønnskostnadsandel enn bransjen for øvrig. Lerøys tidsvektede gjennomsnitt har vært

på 11,0 % mot bransjens 11,4 %, noe som innebærer at Lerøy er i besittelse av en liten marginfordel relativt til bransjen. Det presiseres imidlertid at fordelene er blitt redusert i løpet av analyseperioden.



Figur 8-7: Lønn og andre personalkostnader i prosent av driftsinntekter for Lerøy og bransjen i perioden 2012-2017.

Selv om Lerøy utelukkende har virksomhet i Norge, og kostnadsnivået i Norge er høyere enn i andre land der det drives lakseoppdrett, har Lerøy en marginfordel knyttet til lønn og andre personalkostnader. For å undersøke potensielle kilder til avviket, sammenlignes Lerøy med hver enkelt konkurrent, se tabell 8-14.

LØNN OG ANDRE PERS. KOSTN. - BRANSJEØVERSIKT	2012	2013	2014	2015	2016	2017	TIDSVEKTET GJENNOMSNITT
Tidsvekt	10 %	15 %	15 %	20 %	20 %	20 %	100 %
Lønn og andre pers.kostn. - Lerøy	0,113	0,102	0,101	0,105	0,103	0,131	0,110
Lønn og andre pers.kostn. - Marine Harvest	0,156	0,139	0,130	0,137	0,125	0,131	0,135
Lønn og andre pers.kostn. - SalMar	0,115	0,100	0,099	0,105	0,095	0,086	0,098
Lønn og andre pers.kostn. - Grieg Seafood	0,133	0,125	0,088	0,088	0,073	0,069	0,091
Lønn og andre pers.kostn. - NRS	0,041	0,033	0,040	0,035	0,037	0,028	0,035

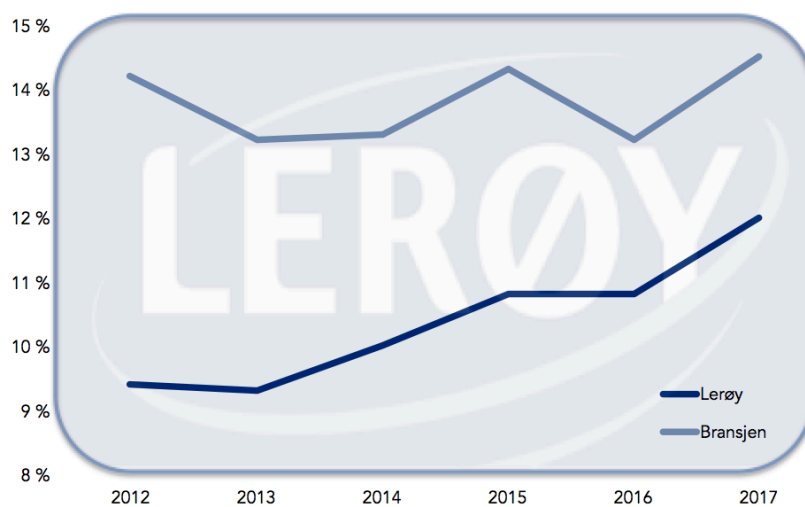
Tabell 8-14: Lønnskostnadsandeler for Lerøy og konkurrentene i perioden 2012-2017.

Av tabell 8-14 fremkommer det at Lerøy, SalMar og Grieg Seafood har hatt et forholdsvis likt tidsvektet gjennomsnitt over analyseperioden. Grieg Seafood og SalMar har imidlertid en noe lavere lønnsandel enn Lerøy. Videre har NRS en betydelig lavere lønnskostnadsandel enn konkurrentene. Årsaken til NRS sin lave andel er at selskapet kjøper en stor andel ferdig oppdrettslaks, som følgelig gjør behovet for ansatte mindre. Lerøys marginfordel skyldes derfor at Marine Harvest, som står for nesten 50 % av bransjen, har en vesentlig høyere lønnskostnadsandel enn de øvrige aktørene i utvalget. Siden Marine Harvest har virksomhet i mange land der lønnsnivået er lavere enn i Norge, kan det antas at selskapet ikke evner å

utnytte sine organisatoriske ressurser like effektivt som konkurrentene. Iversen et al. (2016, s. 22) hevder at forskjeller i lønnskostnadsandel kan forklares ved at utenlandsk oppdrettsnæring er mer arbeidsintensiv enn norsk oppdrettsnæring. Selv om arbeidskraft er rimeligere i for eksempel Chile enn i Norge, er det flere faktorer som taler for at den chilenske oppdrettsnæringen er betydelig mer arbeidsintensiv enn den norske. Årsaken er at det i Chile blant annet blir brukt mindre produksjonsenheter og at det blir brukt mye arbeidskraft til vakthold. Oppdrettsanleggene i Chile er dessuten vanligvis laget i stål, som er mer vedlikeholdskrevende enn tradisjonelle anlegg laget i plast. En høyere arbeidsintensiv oppdrettsnæring i utlandet, særlig i Chile, kan følgelig resultere i høyere lønnskostnader per kilo produsert laks, og forklarer videre hvorfor Marine Harvest har en høyere lønnskostnadsandel enn konkurrentene.

Andre driftskostnader

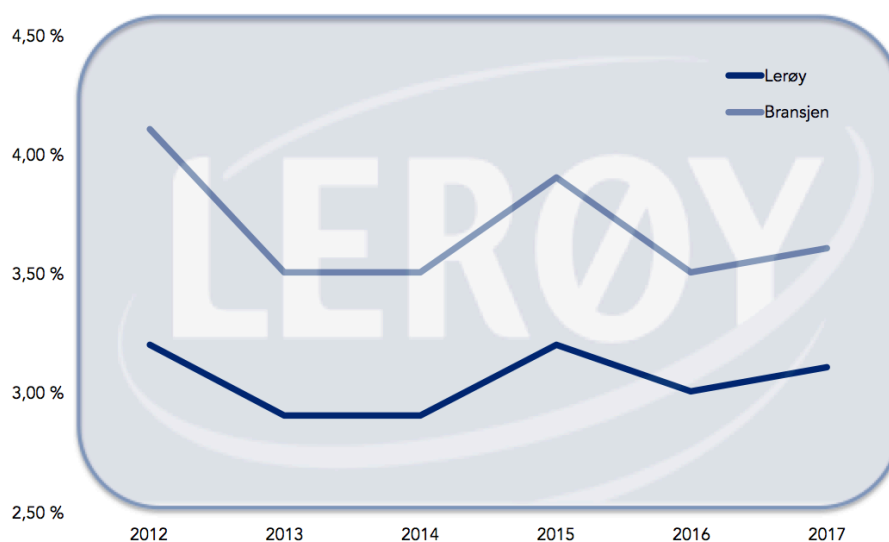
Andre driftskostnader er en samlepost som for oppdrettselskaper typisk består av kostnader knyttet til vedlikehold, direkte innsatsfaktorer, frakt- og leveringskostnader samt øvrige driftsomkostninger (SalMar, 2017). Av tabell 8-12 fremgår det at Lerøy over analyseperioden har hatt en marginfordel tilknyttet andre driftskostnader relativt til bransjen. Figur 8-8 viser utviklingen i andre driftskostnader i perioden 2012-2017. Lerøys marginfordel er blitt redusert gjennom seksårsperioden, men selskapet er fortsatt i besittelse av en betydelig fordel. Grunnet mangelfull noteinformasjon knyttet til posten andre driftskostnader i årsrapportene til både Lerøy og øvrige oppdrettsaktører, er det vanskelig å analysere Lerøys marginfordel nærmere.



Figur 8-8: Andre driftskostnader i prosent av driftsinntekter for Lerøy og bransjen i perioden 2012-2017.

Avskrivninger

Avskrivninger utgjør den minste kostnadskomponenten både for Lerøy og bransjegjennomsnittet. Figur 8-9 viser utviklingen i avskrivninger gjennom analyseperioden. Lerøy har hatt marginalt lavere avskrivninger enn konkurrentene i samtlige år i perioden. Marginfordelen har vært omtrent like høy i alle år. Likevel er Lerøys tidsvektede gjennomsnittlige avskrivningsandel kun 0,6 prosentpoeng lavere enn bransjens andel. Avviket mellom Lerøy og bransjen kan forklares ved forskjeller i driftsmidlenes levetid, utraneringsverdi eller at selskapene benytter seg av ulike avskrivningsmetoder. Informasjonsgrunlaget for kostnadsposten avskrivninger er imidlertid begrenset, og det er derfor krevende å presentere en nøyaktig forklaring for Lerøys marginfordel. Fordelen er riktignok marginal, og det kan dessuten antas at den vil falle bort over tid.



Figur 8-9: Avskrivninger i prosent av driftsinntekter for Lerøy og bransjen i perioden 2012-2017.

Oppsummering av Lerøys marginulempe

Tabell 8-15 oppsummerer marginulempen til Lerøy i forhold til bransjegjennomsnittet gjennom analyseperioden. Mens Lerøy er i besittelse av en liten marginfordel hva gjelder lønn og andre personalkostnader, andre driftskostnader og avskrivninger, har selskapet en betydelig marginulempe knyttet til varekostnader. Marginulempen tilknyttet varekostnadene skyldes i hovedsak Lerøys brede produktportefølje. I motsetning til konkurrentene, driver Lerøy, i tillegg til produksjon av laks og ørret, også med hvitfisk- og skalldyrvirksomhet. At prisene på hvitfisk og skalldyr relativt sett har vært betydelig lavere enn prisene på laks og ørret de siste årene, resulterer i at Lerøys varekostnader utgjør en større andel av selskapets driftsinntekter sammenlignet med konkurrentene.

OPPSUMMERING AV MARGINFORDEL	2012	2013	2014	2015	2016	2017	TIDSVEKTET GJENNOMSNIITT	VEKTET	VEKTET
Tidsvekt	10 %	15 %	15 %	20 %	20 %	20 %	100 %	onde	Marginfordel
Driftsinntekter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	1,146	0,000
- Varekostnader	0,058	0,074	0,072	0,059	0,058	0,018	0,055	1,146	0,063
- Lønn og andre personalkostnader	-0,018	-0,014	-0,010	-0,011	-0,002	0,019	-0,004	1,146	-0,005
- Andre driftskostnader	-0,048	-0,039	-0,032	-0,035	-0,024	-0,025	-0,032	1,146	-0,037
- Avskrivninger	-0,009	-0,007	-0,005	-0,007	-0,005	-0,004	-0,006	1,146	-0,007
= Driftsresultat fra egen virksomhet	0,016	-0,014	-0,025	-0,007	-0,026	-0,008	-0,012	1,146	-0,014
- Driftsrelatert skattekostnad	0,003	-0,006	-0,008	-0,003	-0,009	-0,005	-0,005	1,146	-0,006
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	0,013	-0,008	-0,016	-0,004	-0,017	-0,003	-0,007	1,146	-0,007
+ Nettoresultat fra tilknyttede selskaper	-0,004	0,003	0,000	-0,002	-0,002	0,005	0,000	1,146	0,000
= Netto driftsresultat	0,009	-0,005	-0,016	-0,005	-0,019	0,002	-0,007	1,146	-0,007

Tabell 8-15: Oppsummering av marginfordel til Lerøy i perioden 2012-2017.

8.3.4.2 Omløpsfordel

Videre dekomponeres den driftsrelaterte rentabilitetsfordelen i en omløpsfordel. Et selskap er i besittelse av en omløpsfordel dersom det har ressurser som genererer høyere driftsinntekter per krone investert, eller lavere kapitalbinding per krone omsatt, enn bransjen for øvrig. Omløpet til netto driftseiendeler måler følgelig et selskaps evne til å skape driftsinntekter per krone investert, og representerer et mål på selskapets effektivitet (Knivsfå, 2018f). For å estimere Lerøys omløpsfordel tas det utgangspunkt i differansen mellom omløpet til netto driftseiendeler for Lerøy og bransjen, og deretter vektet avviket med bransjens netto driftsmargin, se formel 8-8. Tabell 8-16 viser den årlige utviklingen i Lerøys omløpsfordel over analyseperioden.

OMLØPSFORDEL	2012	2013	2014	2015	2016	2017	TIDSVEKTET GJENNOMSNIITT
Tidsvekt	10 %	15 %	15 %	20 %	20 %	20 %	100 %
Omløpet til netto driftseiendeler - Lerøy	1,145	1,183	1,237	1,202	1,102	1,036	1,146
- Omløpet til netto driftseiendeler - Bransjen	0,976	0,969	1,047	1,042	1,176	1,121	1,068
= Uvektet omløpsfordel	0,169	0,215	0,191	0,160	-0,073	-0,086	0,078
* Netto driftsmargin til bransjen	0,034	0,135	0,126	0,086	0,161	0,167	0,125
= Vektet omløpsfordel	0,007	0,028	0,022	0,015	-0,004	-0,015	0,008

Tabell 8-16: Omløpsfordel til Lerøy i perioden 2012-2017.

Tabell 8-16 viser at Lerøy over analyseperioden har oppnådd en marginal omløpsfordel. De siste to årene i seksårsperioden har Lerøy imidlertid vært i besittelse av en marginal omløpsulempe, som hovedsakelig skyldes at selskapet gjennomførte tunge investeringer i 2016 som enda ikke har gitt full inntektseffekt. Til tross for omløpsulemper i 2016 og 2017, bidrar omløpsfordeler i årene 2013-2015 til at Lerøy i perioden samlet sett har oppnådd en omløpsfordel relativt til bransjen. Omløpsfordelen innebærer at Lerøy over analyseperioden har vært noe mer effektiv i kapitalbruken enn bransjegjennomsnittet. I henhold til Knivsfå (2018p) har selskaper med marginulemper ofte lavere kapitalbinding. Analysen i delkapittel

8.3.4.1 avdekket at Lerøy er i besittelse av en marginulempe i forhold til konkurrentene, og det forventes følgelig at selskapet har en omløpsfordel.

For å finne ut hvorfor Lerøy har oppnådd en omløpsfordel, blir omløpsfordelen dekomponert. I det påfølgende dekomponeres omløpsfordelen på enhetsnivå, der Lerøys driftsinntekter og driftskostnader blir analysert opp mot antall kilo produsert fisk. Tabell 8-17 viser utvikling i driftsinntekter per kilo for Lerøy og bransjegjennomsnittet over analyseperioden.

DRIFTSINNTEKTER PER KILO	2012	2013	2014	2015	2016	2017	TIDSVEKTET GJENNOMSNITT
Tidsvekt	10 %	15 %	15 %	20 %	20 %	20 %	100 %
Driftsinntekter - Lerøy	9 097 146	10 764 714	12 579 465	13 450 725	17 269 278	18 623 515	14 280 045
Slaktevolum (tonn) - Lerøy	153 403	144 784	158 258	157 697	150 182	157 768	153 926
Driftsinntekter - Bransjen	32 587 985	41 237 942	51 998 813	56 521 763	69 700 626	75 454 545	57 579 699
Slaktevolum (tonn) - Bransjen	739 871	686 808	805 223	807 546	737 948	757 830	758 457
Driftsinntekter per kilo - Lerøy	59,30	74,35	79,49	85,29	114,99	118,04	92,67
Driftsinntekter per kilo - Bransjen	44,05	60,04	64,58	69,99	94,45	99,57	75,90

Tabell 8-17: Driftsinntekter per kilo produsert fisk for Lerøy og bransjen i perioden 2012-2017 (Tall i 1000 NOK).

Av tabell 8-17 fremgår det at Lerøy i samtlige år i analyseperioden har oppnådd en betydelig høyere driftsinntekt per kilo produsert fisk enn bransjen. Det tidsvektede gjennomsnittet til Lerøy er over analyseperioden på 92,67 kroner per kilo, om lag 22 % høyere enn bransjens snitt på 75,90 kroner per kilo. Det er flere mulige årsaker til hvorfor Lerøy har en høyere driftsinntekt per kilo produsert fisk. En mulig forklaring er at Lerøy har en bredere produktportefølje enn bransjen. I løpet av analyseperioden har i gjennomsnitt ca. 10 % av Lerøys driftsinntekter kommet fra hvitfiskvirksomhet, men beregningene i tabell 8-17 tar utelukkende hensyn til slaktevolum fra lakse- og ørretvirksomhet. Dermed blir Lerøys driftsinntekter delt på færre antall kilo enn det som Lerøy faktisk har produsert årlig. En annen forklaring til Lerøys høye driftsinntekt per kilo er at selskapet fokuserer mer på videreforedling enn konkurrentene. Videreforedledede fiskeprodukter kan selges for høyere priser per kilo enn hel fisk. I gjennomsnitt utgjør bearbeidet fisk 30 % av Lerøys driftsinntekter over analyseperioden. Sammenlignet med Marine Harvest, bransjeutvalgets dominerende aktør, selger imidlertid Lerøy en marginalt lavere andel bearbeidede fiskeprodukter. På den andre siden selger Lerøy en betydelig større andel bearbeidede produkter enn de øvrige selskapene i utvalget. Samlet sett kan det derfor argumenteres for at Lerøys fokus på videreforedling forklarer bare noe av selskapets høye driftsinntekt per kilo produsert fisk. Avviket mellom Lerøy og bransjen hva gjelder driftsinntekter per kilo kan i

tillegg tilskrives at oppdrettsaktørene selger sine produkter i ulike geografiske markeder og land. Laksepriser varierer på tvers av land og regioner, hvilket påvirker prisene selskapene kan oppnå, noe som igjen har innvirkning på deres driftsinntekter.

Videre analyseres forholdet mellom netto driftseiendeler og antall kilo produsert fisk, se tabell 8-18.

DRIFTSEIENDELER PER KILO	2012	2013	2014	2015	2016	2017	TIDSVEKTET GJENNOMSNIITT
Tidsvekt	10 %	15 %	15 %	20 %	20 %	20 %	100 %
Netto driftseiendeler - Lerøy	7 943 162	9 098 700	10 166 183	11 189 772	15 665 967	17 984 598	12 652 116
Slaktevolum (tonn) - Lerøy	153 403	144 784	158 258	157 697	150 182	157 768	153 926
Netto driftseiendeler - Bransjen	33 376 579	42 575 248	49 678 063	54 240 920	59 277 365	67 281 698	53 335 651
Slaktevolum (tonn) - Bransjen	739 871	686 808	805 223	807 546	737 948	757 830	758 457
Driftseiendeler per kilo - Lerøy	51,78	62,84	64,24	70,96	104,31	113,99	82,09
Driftseiendeler per kilo - Bransjen	45,11	61,99	61,69	67,17	80,33	88,78	70,32

Tabell 8-18: Netto driftseiendeler per kilo produsert fisk for Lerøy og bransjen i perioden 2012-2017 (Tall i 1000 NOK).

Tabell 8-18 indikerer at Lerøy har hatt høyere netto driftseiendeler per kilo produsert fisk enn bransjegjennomsnittet. Lerøys relativt høye netto driftseiendel per kilo tilsier at selskapet er mindre effektivt enn bransjen, og at Lerøy følgelig har produsert et mindre volum for et gitt investeringsnivå. Avviket mellom Lerøy og bransjegjennomsnittet er ikke-signifikant i perioden 2012-2015, men avviket er betydelig større i 2016 og 2017. Økningen i Lerøys driftseiendeler per kilo produsert fisk i 2016 og 2017 skyldes hovedsakelig selskapets ekspanderende hvitfiskvirksomhet. Ekspanderende hvitfiskvirksomhet resulterte blant annet i en markant økning i immaterielle eiendeler og varige driftsmidler i 2016 og 2017, som i stor grad har ført til en økning i selskapets netto driftseiendeler. Dessuten blir ikke Lerøys produksjonsvolum fra hvitfiskvirksomheten tatt hensyn til i beregningene. Det er derfor nærliggende at Lerøys brede produktportefølje, og spesielt dets hvitfiskvirksomhet, er årsaken til forskjellen i netto driftseiendeler per kilo produsert fisk mellom Lerøy og bransjen. Til tross for at tabell 8-18 viser noe annet, kan det argumenteres for at Lerøy trolig er omtrent like effektiv som bransjesnittet.

8.3.5 Oppsummering av strategisk driftsfordel

Med utgangspunkt i diskusjonene i delkapittel 8.3, oppsummerer tabell 8-19 kildene til Lerøys strategiske driftsfordel på 11,9 %.

OPPSUMMERING AV STRATEGISK DRIFTSFORDEL	2012	2013	2014	2015	2016	2017	TIDSVEKTET GJENNOMSNIITT
Tidsvekt	10 %	15 %	15 %	20 %	20 %	20 %	100 %
Bransjefordel drift	-0,005	0,124	0,118	0,067	0,187	0,191	0,125
Marginfordel	0,011	-0,007	-0,021	-0,006	-0,014	0,002	-0,007
+ Omløpsfordel	0,007	0,028	0,022	0,015	-0,004	-0,015	0,008
= Rentabilitetsfordel drift	0,018	0,021	0,001	0,009	-0,018	-0,013	0,001
+ Kravfordel drift	-0,006	-0,006	-0,006	-0,007	-0,007	-0,007	-0,007
= Ressursfordel drift	0,012	0,015	-0,005	0,002	-0,025	-0,021	-0,006
Strategisk driftsfordel	0,007	0,139	0,114	0,069	0,162	0,171	0,119

Tabell 8-19: Oppsummering av strategisk driftsfordel til Lerøy i perioden 2012-2017.

Den strategiske driftsfordelen skyldes i hovedsak en høy bransjefordel. Bransjefordelen har gjennom analyseperioden utviklet seg i takt med svingningene i lakseprisen. Lakseprisen påvirkes av forhold både på tilbuds- og etterspørselssiden, og begrenset tilbud kombinert med sterk etterspørselsvekst har bidratt til høye laksepriser, særlig i 2016 og 2017. De høye lakseprisene har resultert i at oppdrettselskapene har oppnådd høye driftsinntekter og gode marginer. Til tross for at lakseprisen er volatil, og sannsynligvis ikke vil være like høy i tiden fremover som den var på toppnivået fra 2016, taler høye inngangsbarrierer i oppdrettsnæringen for at bransjefordelen vil være relativt høy også i fremtiden. Videre har Lerøy oppnådd en marginal driftsrelatert rentabilitetsfordel i forhold til bransjegenomsnittet. Mens Lerøy er i besittelse av en liten omløpsfordel, som i hovedsak er forårsaket av at selskapet har en høyere bearbeidingsgrad enn bransjesnittet, har Lerøy en marginulempe relativt til bransjen. «Common size»-analysen avdekket at den underliggende kilden til marginulempen er at Lerøy bruker en relativt større andel av omsetningen på varekostnader enn konkurrentene. Hovedårsaken til høy varekostnadsandel tilskrives Lerøys brede produktportefølje. «Common size»-analysen viser imidlertid at Lerøy er mer kostnadseffektiv enn konkurrentene hva gjelder andre kostnadskomponenter. I tråd med den interne ressursorienterte analysen fra kapittel 4 er Lerøy i besittelse av en marginal rentabilitetsfordel, og det ventes at fordelen trolig vil utlignes på lengre sikt. Grunnet høyere egenkapitalkrav for Lerøy enn bransjen, har dessuten Lerøy vært i besittelse av en kravulempe. Kravulempen er dog liten, og det kan hevdes at også den vil utlignes over tid.

8.4 Gearingfordel drift

I tillegg til en strategisk driftsfordel, består et selskaps samlede driftsfordel av en driftsrelatert gearingfordel. Gearingfordelen representerer fordelen selskapet kan oppnå ved å finansiere egen drift med andre kilder enn egenkapital (Knivsflå, 2018n). I det påfølgende vil det vurderes hvorvidt Lerøy har en gearingfordel tilknyttet drift.

Gearingfordel i driften uttrykkes ved differansen mellom netto driftsrentabilitet og netto driftskrav, multiplisert med en «gearingfaktor», se formel 8-10. Gearingfaktoren representerer summen av netto finansiell gjeldsgrad og minoritetsgrad (Knivsflå, 2018n). I tilfelle et selskap har en netto driftsrentabilitet høyere enn tilhørende krav, det vil si at selskapet har en strategisk driftsfordel, vil driftsfordelen øke med gearingen. Siden Lerøy er i besittelse av en positiv strategisk driftsfordel, vil selskapets driftsfordel øke i takt med gearingfaktoren. Det presiseres likevel at verdien på et selskap trolig ikke vil øke som følge av økt gearing. Årsaken er at økt gearing gir større risiko knyttet til selskapets egenkapital, som videre medfører at aksjonærene vil kreve høyere avkastning (Knivsflå, 2018n).

$$\text{Gearingfordel} = (\text{Netto driftsrentabilitet} - \text{Netto driftskrav}) \cdot \left(\frac{\text{Netto finansiell gjeld}}{\text{Egenkapital}} + \frac{\text{Minoritetsinteresser}}{\text{Egenkapital}} \right)$$

Formel 8-10: Gearingfordel.

GEARINGFORDEL DRIFT	2012	2013	2014	2015	2016	2017	TIDSVEKTET GJENNOMSNIITT
Tidsvekt	10 %	15 %	15 %	20 %	20 %	20 %	100 %
Netto driftsrentabilitet	0,051	0,179	0,154	0,108	0,200	0,207	0,158
- Netto driftskrav	0,043	0,040	0,040	0,038	0,037	0,036	0,038
= Strategisk driftsfordel	0,007	0,139	0,114	0,070	0,163	0,171	0,119
* Netto finansiell gjeldsgrad	0,433	0,346	0,244	0,332	0,291	0,147	0,286
+ Strategisk driftsfordel	0,007	0,139	0,114	0,070	0,163	0,171	0,119
* Minoritetsgrad	0,128	0,129	0,109	0,113	0,082	0,059	0,099
= Gearingfordel drift	0,004	0,066	0,040	0,031	0,061	0,035	0,042

Tabell 8-20: Driftsrelatert gearingfordel til Lerøy i perioden 2012-2017.

Tabell 8-20 viser utviklingen i Lerøys gearingfordel i perioden 2012-2017. Lerøy har oppnådd en tidsvektet gjennomsnittlig gearingfordel på 4,2 % i løpet av seksårsperioden. Etersom både netto finansiell gjeldsgrad og minoritetsgrad har vært lav gjennom perioden, er det hovedsakelig Lerøys høye strategiske driftsfordel som danner grunnlag for selskapets gearingfordel. At Lerøy har en positiv gearingfordel i samtlige år tilsier at det vil være hensiktsmessig for selskapet å «geare» opp driften ytterligere. Hvorvidt gearingen faktisk vil resultere i økt verdi for aksjonærene er imidlertid usikkert. Ved økt gearing vil selskapets gjeldsandel øke, som igjen vil øke risikoen for mislighold og konkurs. Økt risiko medfører videre at aksjonærene vil kreve kompensasjon og dermed høyere avkastning på sine investeringer. Totaleffekten ved økt gearing anses følgelig å være tilnærmet lik 0.

8.5 Oppsummering av samlet driftsfordel

Tabell 8-21 oppsummerer kildene til den samlede driftsfordelen til Lerøy gjennom analyseperioden. Den tidsvektede gjennomsnittlige gearingfordelen på 4,2 % legges til den strategiske driftsfordelen på 11,9 %, hvilket medfører at Lerøys samlede driftsfordel i perioden 2012-2017 har vært på 16,1 %. Den samlede driftsfordelen skyldes primært fordelene som kan tilskrives oppdrettsbransjen. Bransjefordelen kommer imidlertid alle aktørene i bransjen til gode, slik at Lerøy vil ikke være i stand til å differensiere seg fra konkurrentene bare med utgangspunkt i fordelene. Videre fremkommer det av tabell 8-21 at Lerøy har en marginal ressursulempe, som i hovedsak skyldes kravulempen selskapet er i besittelse av. Til tross for ressursulempen, er den strategiske fordelene stor, og således bidrar en positiv gearingfordel til at den samlede driftsfordelen øker ytterligere.

SAMLET DRIFTSFORDEL	2012	2013	2014	2015	2016	2017	TIDSVEKTET GJENNOMSNITT
Tidsvekt	10 %	15 %	15 %	20 %	20 %	20 %	100 %
Bransjefordel drift	-0,005	0,124	0,118	0,067	0,187	0,191	0,125
+ Ressursfordel drift	0,012	0,015	-0,005	0,002	-0,025	-0,021	-0,006
= Strategisk driftsfordel	0,007	0,139	0,114	0,069	0,162	0,171	0,119
+ Gearingfordel drift	0,004	0,066	0,040	0,031	0,061	0,035	0,042
= Samlet driftsfordel	0,011	0,205	0,154	0,100	0,222	0,206	0,161

Tabell 8-21: Samlet driftsfordel til Lerøy i perioden 2012-2017.

8.6 Finansieringsfordel

Selv om finansiering vanligvis ikke er en betydelig kilde til et selskaps strategiske fordel, kan en finansieringsfordel eller -ulempe i noen tilfeller ha innvirkning på den strategiske fordelene. I motsetning til driftsfordelen, deles ikke finansieringsfordelen opp i en bransje- og ressursfordel. Begrunnelsen er at det i finansieringsanalysen er avkastningskravet, og ikke bransjegjennomsnittet, som utgjør målestokken (Knivsflå, 2018p). En finansieringsfordel kan oppstå enten som en fordel knyttet til netto finansiell gjeld eller knyttet til minoritetsinteresser, se formel 8-11.

$$\begin{aligned}\text{Finansieringsfordel} &= (\text{Netto finansielt gjeldskrav} - \text{Netto finansiell gjeldsrente}) \cdot \text{Netto finansiell gjeldsgrad} \\ &= (\text{Minoritetsinteressekrav} - \text{Minoritetsinteresserentabilitet}) \cdot \text{Minoritetsinteressegrad} \\ &= (\text{nfgk} - \text{nfgr}) \cdot \text{nfgg} + (\text{mik} - \text{mir}) \cdot \text{mig}\end{aligned}$$

Formel 8-11: Finansieringsfordel.

Et selskap kan skaffe seg en finansieringsfordel knyttet til netto finansiell gjeld på to måter: Enten ved å betale en lavere rente enn avkastningskravet til finansiell gjeld, eller ved å oppnå en avkastning som er større enn kravet for finansielle eiendeler. I det påfølgende vil først finansieringsfordeler knyttet til finansiell gjeld og finansielle eiendeler analyseres. Med bakgrunn i de to fordelene, vil det videre være mulig å undersøke om Lerøy er i besittelse av en netto finansiell gjeldsfordel. Delkapittelet avsluttes med en analyse av hvorvidt Lerøy har finansieringsfordeler knyttet til minoritetsinteresser.

8.6.1 Finansieringsfordel - Finansiell gjeld

Finansieringsfordel knyttet til finansiell gjeld kalkuleres ved å multiplisere differansen mellom finansielt gjeldskrav og finansiell gjeldsrente med finansiell gjeldsgrad (Knivsflå 2018p), se formel 8-12. Av formelen fremgår det at det vil være fordelaktig for Lerøy å finansiere driften med finansiell gjeld dersom kravet er høyere enn lånerenten.

$$\begin{aligned}
 \text{Finansieringsfordel finansiell gjeld} &= (\text{Finansielt gjeldskrav} - \text{Finansiell gjeldsrente}) \cdot \text{Finansiell gjeldsgrad} \\
 &= (fgk - fgr) \cdot fgg \\
 \text{Finansielt gjeldskrav} &= \text{Risikofri rente} + \text{kredittrisikopremie} \\
 \text{Finansiell gjeldsrente} &= \frac{\text{Netto finanskostnader}}{\text{Finansiell gjeld}_B + \frac{(\Delta \text{Finansiell gjeld} - \text{Netto finanskostnader})}{2}} \\
 \text{Finansiell gjeldsgrad} &= \frac{\text{Finansiell gjeld}_B + \frac{(\Delta \text{Finansiell gjeld} - \text{Netto finanskostnader})}{2}}{\text{Egenkapital}_B + \frac{(\Delta \text{Egenkapital} - \text{Nettoresultat til egenkapital})}{2}}
 \end{aligned}$$

Formel 8-12: Finansieringsfordel tilknyttet finansiell gjeld.

FINANSIERINGSFORDEL FINANSIELL GJELD	2012	2013	2014	2015	2016	2017	TIDSVEKTET GJENNOMSNITT
Tidsvekt	10 %	15 %	15 %	20 %	20 %	20 %	100 %
Finansielt gjeldskrav	0,024	0,018	0,018	0,016	0,015	0,014	0,017
- Finansiell gjeldsrente	0,029	0,028	0,029	0,026	0,024	0,034	0,028
= Finansiell gjeldsrentefordel	-0,005	-0,010	-0,011	-0,011	-0,009	-0,020	-0,012
* Finansiell gjeldsgrad	0,610	0,622	0,498	0,489	0,547	0,481	0,532
= Finansieringsfordel finansiell gjeld	-0,003	-0,006	-0,006	-0,005	-0,005	-0,010	-0,006

Tabell 8-22: Finansieringsfordel tilknyttet finansiell gjeld til Lerøy i perioden 2012-2017.

Tabell 8-22 viser utviklingen i Lerøys finansieringsfordel knyttet til finansiell gjeld over analyseperioden. Lerøy har oppnådd en marginal tidsvektet gjennomsnittlig finansiell gjeldsrenteulempen i perioden. Årsaken er at Lerøys finansielle gjeldsrente har vært høyere enn selskapets finansielle gjeldskrav. Dersom gjeldsrenteulempen vektet med finansiell gjeldsgrad, har Lerøy en finansieringsulempen tilknyttet finansiell gjeld på -0,6 %. Lerøy har hatt en ulempe i samtlige år i analyseperioden, hvor ulempen gradvis er blitt større. Av Lerøys noteinformasjon fremgår det at selskapet tok opp store lån i 2011, 2012 og 2013 (Lerøy Seafood Group, 2017). Gjennom treårsperioden var lakseprisene lave, og følgelig var også lønnsomheten blant oppdrettsaktørene lavere. Således var usikkerheten knyttet til selskapene større, noe som videre resulterte i høyere lånerenter. I perioden fra 2013 til 2017 økte imidlertid lakseprisene og oppdrettsselskapenes lønnsomhet signifikant. Samtidig er det generelle rentenivået i Norge blitt gradvis redusert, der styringsrenten har gått fra 2,25 % til 0,5 % (Norges Bank, 2018b). Momentene tilsier at Lerøys finansieringsulempen i stor grad skyldes at selskapet inngikk langsiktige låneavtaler på et tidspunkt der rentenivået var betydelig høyere og lakseprisene var vesentlig lavere enn tilfellet har vært de siste årene.

8.6.2 Finansieringsfordel - Finansielle eiendeler

Finansieringsfordel tilknyttet finansielle eiendeler er definert som differansen mellom finansiell eiendelsrentabilitet og finansielt eiendelskrav, multiplisert med finansiell eiendelsgrad (Knivsflå 2018p), se formel 8-13. Formelen indikerer at det vil være fordelaktig for Lerøy at eiendelsrentabiliteten er større enn kravet til finansielle eiendeler.

$$\begin{aligned}
 \text{Finansieringsfordel finansielle eiendeler} &= (\text{Finansiell eiendelsrentabilitet} - \text{Finansielt eiendelskrav}) \cdot \text{Finansiell eiendelsgrad} \\
 &= (f_{er} - f_{ek}) \cdot f_{eg} \\
 \text{Finansielt eiendelskrav} &= r_f + \beta_{FE} \cdot m_{rp} \\
 \text{Finansiell eiendelsrentabilitet} &= \frac{\text{Netto finansinntekter}}{\text{Finansielle eiendeler}_{t_{IB}} + \frac{(\Delta \text{Finansielle eiendeler} - \text{Netto finansinntekter})}{2}} \\
 \text{Finansiell eiendelsgrad} &= \frac{\text{Finansielle eiendeler}_{t_{IB}} + \frac{(\Delta \text{Finansielle eiendeler} - \text{Netto finansinntekter})}{2}}{\text{Egenkapital}_{t_{IB}} + \frac{(\Delta \text{Egenkapital} - \text{Nettoresultat til egenkapital})}{2}}
 \end{aligned}$$

Formel 8-13: Finansieringsfordel tilknyttet finansielle eiendeler.

FINANSIERINGSFORDEL FINANSIELLE EIENDELER	2012	2013	2014	2015	2016	2017	TIDSVEKTET GJENNOMSNIITT
Tidsvekt	10 %	15 %	15 %	20 %	20 %	20 %	100 %
Finansiell eiendelsrentabilitet	0,019	0,014	0,015	0,007	0,008	0,014	0,012
- Finansielt eiendelskrav	0,011	0,008	0,008	0,006	0,005	0,004	0,007
= Finansiell eiendelsrentabilitetsfordel	0,008	0,005	0,007	0,001	0,002	0,009	0,005
* Finansiell eiendelsgrad	0,258	0,198	0,184	0,186	0,209	0,251	0,213
= Finansieringsfordel finansielle eiendeler	0,002	0,001	0,001	0,000	0,001	0,002	0,001

Tabell 8-23: Finansieringsfordel tilknyttet finansielle eiendeler til Lerøy i perioden 2012-2017.

Tabell 8-23 viser utviklingen i Lerøys finansieringsfordel knyttet til finansielle eiendeler i perioden 2012-2017. Lerøy har hatt en finansiell eiendelsrentabilitet som har vært høyere enn eiendelskravet i samtlige år. At rentabiliteten har vært høyere enn kravet har resultert i at Lerøy har oppnådd en marginal finansieringsfordel. Den tidsvektede gjennomsnittlige finansieringsfordelen tilknyttet finansielle eiendeler har over analyseperioden vært på 0,1 %. Fordelen er imidlertid liten, noe som samsvarer med antagelsen om at finansieringsfordelen som regel er tilnærmet lik 0. At finansieringsfordelen er tilnærmet lik 0 skyldes at majoriteten av Lerøys finansielle eiendeler består av kontanter. Kontanter gir vanligvis verken opphav til fordeler eller ulemper, og følgelig vil Lerøys finansielle eiendeler ikke gi aksjonærene signifikante finansieringsfordeler.

8.6.3 Finansieringsfordel - Netto finansiell gjeld

Med utgangspunkt i finansieringsfordelen knyttet til finansiell gjeld og finansielle eiendeler, er det mulig å tallfeste finansieringsfordelen relatert til netto finansiell gjeld. Finansieringsfordel knyttet til netto finansiell gjeld kan beregnes ved summen av finansieringsfordelen relatert til finansiell gjeld og finansielle eiendeler. I utredningen vil imidlertid finansieringsfordelen knyttet til netto finansiell gjeld uttrykkes ved differansen mellom netto finansielt gjeldskrav og netto finansiell gjeldsrente, vektet med netto finansiell gjeldsgrad. For Lerøy vil det være fordelaktig å benytte netto finansiell gjeld dersom gjeldskravet er større enn gjeldsrenten, ettersom netto finansiering dermed anses som rimelig (Knivsflå, 2018p). Formelen for beregning av netto finansiell gjeld er gitt ved formel 8-14.

$$\begin{aligned} \text{Finansieringsfordel netto finansiell gjeld} &= (\text{Netto finansielt gjeldskrav} - \text{Netto finansiell gjeldsrente}) \cdot \text{Netto finansiell gjeldsgrad} \\ \text{Netto finansielt gjeldskrav} &= \frac{\text{Finansielt gjeldskrav} \cdot \text{Finansiell gjeld}}{\text{Netto finansiell gjeld}} - \frac{\text{Finansielt eiendelskrav} \cdot \text{Finansielle eiendeler}}{\text{Netto finansiell gjeld}} \\ \text{Netto finansiell gjeldsrente} &= \frac{\text{Netto finanskostnader} - \text{Netto finansinntekter}}{\text{Netto finansiell gjeld}_{IB} + (\Delta \text{Netto finansiell gjeld} - \text{Netto finanskostnader} + \text{Netto finansinntekter})} \\ \text{Netto finansiell gjeldsgrad} &= \frac{\text{Netto finansiell gjeld}_{IB} + (\Delta \text{Netto finansiell gjeld} - \text{Netto finanskostnader} + \text{Netto finansinntekter})}{\text{Egenkapital}_{IB} + (\Delta \text{Egenkapital} - \text{Nettoresultat til egenkapital})} \end{aligned}$$

Formel 8-14: Finansieringsfordel tilknyttet netto finansiell gjeld.

FINANSIERINGSFORDEL NETTO FINANSIELL GJELD	2012	2013	2014	2015	2016	2017	TIDSVEKTET GJENNOMSNIITT
Tidsvekt	10 %	15 %	15 %	20 %	20 %	20 %	100 %
Netto finansielt gjeldskrav	0,031	0,022	0,025	0,021	0,022	0,029	0,024
- Netto finansiell gjeldsrente	0,036	0,034	0,037	0,039	0,034	0,056	0,040
= Netto finansiell gjeldsrentefordel	-0,006	-0,012	-0,012	-0,018	-0,012	-0,027	-0,016
* Netto finansiell gjeldsgrad	0,352	0,423	0,314	0,302	0,338	0,229	0,320
= Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	-0,001	-0,005	-0,004	-0,005	-0,004	-0,007	-0,005

Tabell 8-24: Finansieringsfordel tilknyttet netto finansiell gjeld til Lerøy i perioden 2012-2017.

Av tabell 8-24 fremkommer det at Lerøy har hatt en marginal tidsvektet gjennomsnittlig finansieringsulempe tilknyttet netto finansiell gjeld på -0,5 % i løpet av analyseperioden. Analysene fra delkapittel 8.6.1 og 8.6.2 har vist at det i hovedsak er finansieringsulempen tilknyttet finansiell gjeld som gjør at Lerøy er i besittelse av en liten finansieringsulempe relatert til netto finansiell gjeld. En naturlig antagelse er imidlertid at finansieringsulempen tilknyttet finansiell gjeld, som skyldes at Lerøy inngikk langsiktige låneavtaler på en tid der rentenivået var høyere enn dagens nivå, neppe vil vedvare over tid. Det er heller ikke forventet at Lerøys marginale finansieringsfordel knyttet til finansielle eiendeler vil vedvare på lang sikt. Årsaken er at konkurransen i finansmarkedet er stor, og følgelig vil det være vanskelig å oppnå meravkastning utover kravet over tid.

8.6.4 Finansieringsfordel - Minoritetsinteresser

I tillegg til at et selskap kan ha en finansieringsfordel relatert til netto finansiell gjeld, kan det ha en finansieringsfordel tilknyttet minoritetsinteresser. Finansieringsfordel knyttet til minoritetsinteresser beregnes ved å multiplisere differansen mellom minoritetskrav og

minoritetsrentabilitet med minoritetsgraden, se formel 8-15. Det vil være en fordel for majoritetsseierne i Lerøy å ha minoritetsinteresser dersom minoritetskravet er større enn rentabiliteten. Årsaken er at de kan dele eventuelle tap i datterselskaper. Likevel er det forventet at finansieringsfordelen relatert til minoritetsinteresser vil være tilnærmet lik 0, ettersom majoriteten har mulighet til «skvise» minoriteten for eventuell merrentabilitet (Knivsflå, 2018p).

$$\begin{aligned}
 \text{Finansieringsfordel minoritetsinteresser} &= (\text{Minoritetsinteressekrav} - \text{Minoritetsinteresserentabilitet}) \cdot \text{Minoritetsinteressegrad} \\
 \text{Minoritetsinteressekrav} &= \text{Egenkapitalkrav} + \text{Illikviditetspremie}_{MI} \\
 \text{Minoritetsinteresserentabilitet} &= \frac{\text{Netto minoritetsresultat}}{\text{Minoritetsinteresser}_{IB} + (\Delta \text{Minoritetsinteresser} - \text{Netto minoritetsresultat})} \\
 &\qquad\qquad\qquad 2 \\
 \text{Minoritetsinteressegrad} &= \frac{\text{Minoritetsinteresser}_{IB} + (\Delta \text{Minoritetsinteresser} - \text{Netto minoritetsresultat})}{\text{Egenkapital}_{IB} + (\Delta \text{Egenkapital} - \text{Nettoresultat til egenkapital})} \\
 &\qquad\qquad\qquad 2
 \end{aligned}$$

Formel 8-15: Finansieringsfordel tilknyttet minoritetsinteresser.

FINANSIERINGSFORDEL MINORITETSINTERESSER	2012	2013	2014	2015	2016	2017	TIDSVEKTET GJENNOMSNIITT
Tidsvekt	10 %	15 %	15 %	20 %	20 %	20 %	100 %
Minoritetskrav	0,066	0,064	0,061	0,061	0,059	0,056	0,060
- Minoritetsrentabilitet	0,019	0,237	0,062	0,065	0,388	0,000	0,137
= Minoritetsrentabilitetsfordel	0,047	-0,174	-0,001	-0,004	-0,328	0,056	-0,077
* Minoritetsgrad	0,112	0,128	0,126	0,115	0,089	0,078	0,105
= Finansieringsfordel minoritetsinteresser	0,005	-0,022	0,000	0,000	-0,029	0,004	-0,008

Tabell 8-25: Finansieringsfordel tilknyttet minoritetsinteresser til Lerøy i perioden 2012-2017.

Tabell 8-25 viser utviklingen i Lerøys finansieringsfordel relatert til minoritetsinteresser gjennom analyseperioden. Lerøy har hatt en liten tidsvektet finansieringsulempe tilknyttet minoritetsinteresser på -0,8 %. Ulempen indikerer at det vil være fordelaktig for Lerøy å redusere minoritetsandelen, ettersom minoritetsinteressene betraktes å være en kostbar kilde til finansiering for selskapet. Det påpekes likevel at ulempen er liten, og at den på lang sikt forventes å være tilnærmet lik 0. At ulempen over tid vil bevege seg mot 0 begrunnes med at majoritetsseiere sannsynligvis vil presse ut minoritetseiere i tilfelle minoriteten genererer merrentabilitet.

8.6.5 Oppsummering av finansieringsfordel

Tabell 8-26 oppsummerer Lerøys samlede finansieringsfordel over analyseperioden. Lerøy har i perioden 2012-2017 oppnådd en tidsvektet gjennomsnittlig samlet finansieringsulempen på -1,3 %. Lerøy har finansieringsulempen tilknyttet både netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser, og begge bidrar til den samlede ulempen. I forhold til Lerøys driftsfordel, fremstår imidlertid ulempen knyttet til finansiering som ikke-signifikant. Grunnet stor konkurranse i finansmarkedet, i tillegg til at majoritetseiere i Lerøy har mulighet til å presse ut minoritetseiere, er det antatt at ulempen over tid vil bevege seg mot 0.

SAMLET FINANSIERINGSFORDEL	2012	2013	2014	2015	2016	2017	TIDSVEKTET GJENNOMSNITT
Tidsvekt	10 %	15 %	15 %	20 %	20 %	20 %	100 %
Finansieringsfordel finansiell gjeld	-0,003	-0,006	-0,006	-0,005	-0,005	-0,010	-0,006
+ Finansieringsfordel finansielle eiendeler	0,002	0,001	0,001	0,000	0,001	0,002	0,001
= Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	-0,001	-0,005	-0,004	-0,005	-0,004	-0,007	-0,005
+ Finansieringsfordel minoritetsinteresser	0,005	-0,022	0,000	0,000	-0,029	0,004	-0,008
= Samlet finansieringsfordel	0,004	-0,027	-0,004	-0,005	-0,034	-0,003	-0,013

Tabell 8-26: Samlet finansieringsfordel til Lerøy i perioden 2012-2017.

8.7 Oppsummering av strategisk fordel

I kapittel 8 er Lerøys strategiske fordel belyst fra to ulike perspektiver. Innledningsvis i kapittelet ble selskapets strategiske fordel over analyseperioden dekomponert basert på egenkapitalrentabilitet og egenkapitalkrav. Videre ble Lerøys strategiske fordel dekomponert i en driftsfordel og en finansieringsfordel. Hovedfunnene fra analysen er oppsummert i tabell 8-27 og figur 8-10.

STRATEGISK FORDEL	2012	2013	2014	2015	2016	2017	TIDSVEKTET GJENNOMSNITT
Tidsvekt	10 %	15 %	15 %	20 %	20 %	20 %	100 %
Bransjefordel drift	-0,005	0,124	0,118	0,067	0,187	0,191	0,125
+ Ressursfordel drift	0,012	0,015	-0,005	0,002	-0,025	-0,021	-0,006
+ Gearingfordel drift	0,004	0,066	0,040	0,031	0,061	0,035	0,042
= Driftsfordel	0,011	0,205	0,154	0,100	0,222	0,206	0,161
+ Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	-0,001	-0,005	-0,004	-0,005	-0,004	-0,007	-0,005
+ Finansieringsfordel minoritetsinteresser	0,005	-0,022	0,000	0,000	-0,029	0,004	-0,008
= Strategisk fordel	0,015	0,178	0,150	0,095	0,189	0,204	0,148

Tabell 8-27: Oppsummering av strategisk fordel til Lerøy i perioden 2012-2017.



Figur 8-10: Oppsummering av tidsvektet gjennomsnittlig strategisk fordel til Lerøy.

Rentabilitetsanalysene avdekker at Lerøy har hatt en tidsvektet gjennomsnittlig strategisk fordel på 14,8 % over analyseperioden. Den viktigste kilden til Lerøys strategiske fordel er den driftsrelaterte bransjefordelen. Bransjefordelen har vært utsatt for store svingninger i løpet av seksårsperioden, og har utviklet seg i takt med lakseprisutviklingen. Høy laksepris, særlig i 2016 og 2017, har vært med på å øke den gjennomsnittlige bransjefordelen. En underliggende faktor for bransjefordelen er høye inngangsbarrierer i oppdrettsnæringen, som igjen bidrar til økt lønnsomhet blant aktørene i bransjen. I tillegg sørger høye inngangsbarrierer for at det trolig vil eksistere en bransjefordel på lengre sikt, selv om lakseprisen skulle stabilisere seg på et lavere nivå. Det påpekes imidlertid at Lerøys strategiske fordel virker å være noe overvurdert grunnet lave avkastningskrav. De lave avkastningskravene skyldes forutsetninger som er lagt til grunn i Knivslås anvendte rammeverk. Den strategiske analysen fra kapittel 4 avdekket videre at oppdrettsnæringen står overfor trusler knyttet til blant annet biologiske utfordringer, handelspolitiske konflikter, prisutvikling på innsatsfaktorer samt landbasert oppdrett, som kan gjøre bransjefordelen lavere i fremtiden. Totalt sett er det likevel antatt at det vil eksistere en driftsrelatert fordel i oppdrettsbransjen fremover, men at fordelene vil være lavere enn i de foregående årene.

Videre har Lerøy hatt en marginal driftsrelatert ressursulempe over analyseperioden. Mens Lerøy i perioden har hatt en omløpsfordel, har en marginulempe og en kravulempe bidratt til at selskapet har oppnådd en liten samlet ressursulempe. Marginulempen knytter seg først og fremst til Lerøys varekostnader, som relativt til selskapets omsetning er høyere enn hos konkurrentene. Lerøys brede produktportefølje er identifisert som hovedårsaken til marginulempen. Den samlede ressursulempen er dog liten, og det forventes at den vil utlignes over tid. Selv om ressursulempen gjør driftsfordelen til Lerøy mindre, bidrar en høy gearingfordel til at den samlede driftsfordelen forblir høy. Gearingfordelen avhenger imidlertid av den strategiske driftsfordelen. Gitt at den strategiske driftsfordelen antas å bli lavere i fremtiden, er det også forventet at gearingfordelen vil reduseres over tid. Momentene tatt i betraktning trekker dermed i retning av at Lerøys nåværende driftsfordel på 16,1 % vil bli lavere i tiden fremover.

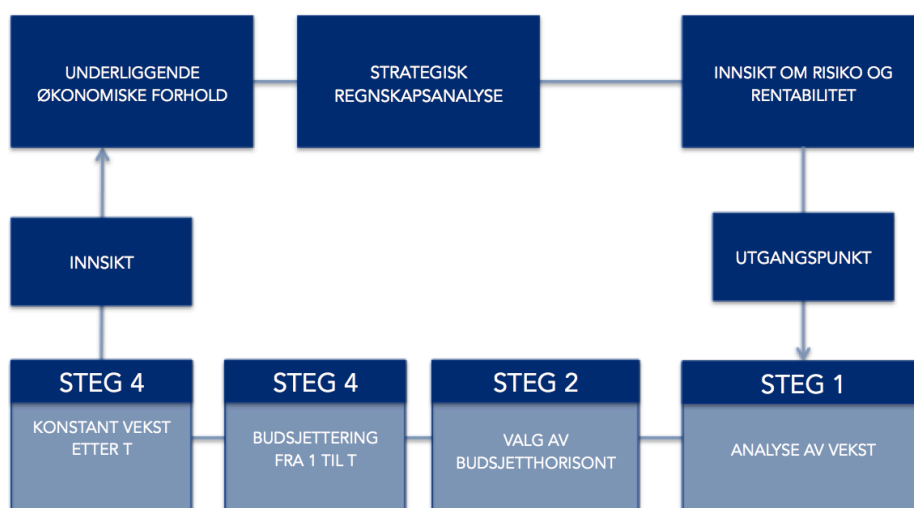
Analysene fra kapittel 8 har i tillegg avdekket at Lerøy har oppnådd en marginal finansieringsulempe relatert til netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser. Ulempen er derimot tilnærmet ubetydelig, hvilket samsvarer med forventningen om at finansieringsfordeler som regel er i nærheten av 0. På sikt ventes Lerøys finansieringsulempe å bevege seg mot 0, noe som bidrar til å øke selskapets strategiske fordel. Likevel forventes driftsfordelen å stabilisere seg på et lavere nivå, slik at Lerøys samlede strategiske fordel reduseres over tid.

9 FREMTIDSREGNSKAP

Etter å ha gjennomført en kvantitativ regnskapsanalyse og vurdert fremtidsutsiktene gjennom en strategisk kvalitativ analyse, skal Lerøys fremtidige inntjening kvantifiseres. Formålet med fremtidsregnskapet er å utarbeide prognoser for Lerøys resultatregnskap, balanser og kontantstrømmer. Sammen med fremtidskrav, som presenteres i kapittel 10, danner fremtidsregnskapet et viktig grunnlag for den fundamentale verdivurderingen av Lerøy som finner sted i kapittel 11.

9.1 Rammeverk for fremtidsregnskap

Rammeverket for fremtidsregnskapet består av fire steg og er presentert i figur 9-1.



Figur 9-1: Rammeverk for fremtidsregnskapet (Knivsflå, 2018q).

Innsikt fra regnskapsanalysen og den strategiske analysen danner fundamentet for rammeverket. Steg 1 i utarbeidelsen av fremtidsregnskapet omhandler analyse av historisk vekst, og gir verdifull innsikt om fremtidig vekst i Lerøy. Den grunnleggende budsjettdriveren er driftsinntektsveksten, da den avgjør fremtidig størrelse på Lerøy. I steg 2 velges lengden på budsjettperioden. Lengden på budsjettperioden angir hvor mange år det tar før Lerøy når «steady state». «Steady state» defineres som tidspunktet der veksten i budsjettdriverne antas å være konstante (Knivsflå, 2018q). I steg 3 velges budsjett drivere, og deretter gjennomføres budsjettering frem til Lerøy er i konstant vekst. I steg 4 blir Lerøys konstante vekst i «steady state» bestemt. Etter at samtlige steg er utført, presenteres Lerøys fullstendige fremtidsregnskap.

9.2 Vekstanalyse

For å vurdere utviklingen i et selskaps fremtidige vekst, er det avgjørende å ha kunnskap om selskapets historiske vekst. Det er vanlig å skille mellom to typer vekstanalyse: Analyse av resultatvekst og analyse av kapitalvekst. I analyse av resultatvekst inngår driftsinntektsvekst. Resultatvekst er nært tilknyttet rentabilitet, som er grunnlaget for kapitalvekst (Knivsfå, 2018q). Det blir videre gjennomført analyser av Lerøys historiske vekst i driftsinntekter og egenkapital.

9.2.1 Analyse av historisk driftsinntektsvekst

I henhold til Knivsfå (2018q) er vekst i driftsinntektene den fremste årsaken til vekst i et selskaps resultat. Analyse av historisk driftsinntektsvekst er nødvendig for å estimere fremtidig vekst i Lerøys driftsinntekter. Analysen innledes med en presentasjon av historisk driftsinntektsvekst for Lerøy og bransjen. Formelen for å beregne driftsinntektsvekst er gitt ved formel 9-1.

$$\text{Driftsinntektsvekst} = \frac{\Delta \text{Driftsinntekter}_t}{\text{Driftsinntekter}_{t-1}}$$

Formel 9-1: Driftsinntektsvekst.



Figur 9-2: Driftsinntektsvekst til Lerøy og bransjen i perioden 2012-2017.

Figur 9-2 viser utviklingen i driftsinntektsveksten for Lerøy og bransjegjennomsnittet gjennom analyseperioden. Driftsinntektsveksten til Lerøy og bransjen har fulgt samme trend. At Lerøy og bransjen har lik trendutvikling indikerer at de påvirkes av samme type forhold. Oppdrettsselskapene har opplevd store variasjoner i driftsinntekter i løpet av seksårsperioden. Det er hovedsakelig lakseprisendringer som er årsaken til variasjonene i driftsinntektsveksten. I 2012 opplevde både Lerøy og bransjen et marginalt fall i driftsinntekter grunnet lave laksepriser. Resterende år i analyseperioden er imidlertid preget av driftsinntektsvekst. Bransjen har over analyseperioden hatt en gjennomsnittlig driftsinntektsvekst på 15,9 %, mens Lerøys vekst har vært på 13,8 %. Lerøy har derimot hatt en høyere vekst enn bransjesnittet de to siste årene. Årsaken til Lerøys høye inntektsvekst i 2016 og 2017 er at selskapet har foretatt større investeringer og oppkjøp enn gjennomsnittet i bransjen. I toårsperioden gjennomførte Lerøy blant annet oppkjøpene av Havfisk og Norway Seafoods Group. Oppkjøpene gjorde det mulig for Lerøy å utvikle hvitfiskvirksomheten, noe som igjen bidro til å øke selskapets driftsinntekter markant.

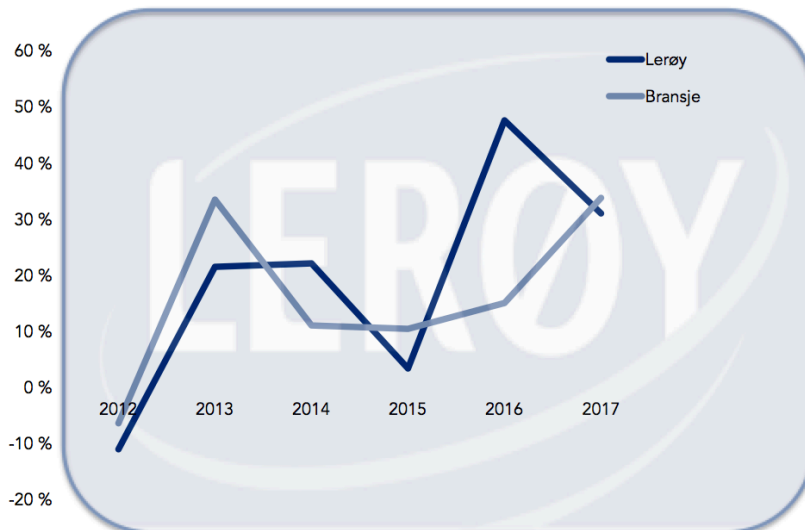
9.2.2 Analyse av historisk egenkapitalvekst

Som et resultat av at investorer i prinsippet kjøper seg inn i et selskaps egenkapital når de investerer i selskapet, utgjør egenkapital et viktig måltall for aksjonærer. Følgelig kan en analyse av egenkapitalens historiske vekst i Lerøy gi en pekepinn på hvordan veksten i selskapet vil bli i fremtiden.

Et selskaps egenkapitalvekst kan uttrykkes både som fullstendig egenkapitalvekst og normalisert egenkapitalvekst. Det som skiller metodene, er at fullstendig vekst i egenkapital inkluderer unormale regnskapsposter, mens den normaliserte metoden ekskluderer de unormale postene. Siden det er vanskelig å anta hvordan unormale regnskapsposter utvikler seg, er det normale poster som blir lagt til grunn i utarbeidelsen av fremtidsregnskapet. Unormale regnskapsposter er imidlertid inkludert i den historiske egenkapitalveksten til Lerøy, og av konsistenshensyn blir det derfor tatt høyde for unormale poster i beregningen av selskapets historiske fullstendige egenkapitalvekst. Formelen for fullstendig egenkapitalvekst er gitt ved formel 9-2.

$$\text{Fullstendig egenkapitalvekst} = \frac{\Delta \text{Egenkapital}_t}{\text{Egenkapital}_{t-1}}$$

Formel 9-2: Fullstendig egenkapitalvekst.



Figur 9-3: Fullstendig egenkapitalvekst til Lerøy og bransjen i perioden 2012-2017.

Figur 9-3 viser utviklingen i Lerøy og bransjens fullstendige egenkapitalvekst over analyseperioden. Over analyseperioden har Lerøy oppnådd en fullstendig egenkapitalvekst på 21,6 % mot bransjens vekst på 17,7 %. Veksten til Lerøy og bransjegjennomsnittet har kun til en viss grad fulgt hverandre i perioden. Med unntak av i 2016, kan likevel forskjellene i Lerøy og bransjens fullstendige egenkapitalvekst karakteriseres som forholdsvis små. Det er primært to hovedårsaker til at Lerøys egenkapitalvekst i 2016 er betydelig høyere enn bransjens vekst. Den ene årsaken er at det i 2016 ble betalt ut et langt mindre beløp i utbytte i Lerøy sammenlignet med bransjegjennomsnittet. Lerøy utgjør i gjennomsnitt om lag 25 % av den totale bransjen, mens Lerøys utbytte i 2016 sto bare for ca. 10 % av bransjens totale utbytte. Den andre årsaken er at det i forbindelse med oppkjøpene av Havfisk og Norway Seafoods Group ble gjennomført en rettet emisjon med utstedelse av 5 millioner nye aksjer. Emisjonen tilførte Lerøy mer enn 2 milliarder i ekstra likviditet. Til sammenligning ble det ikke gjennomført noen store innbetalinger av ny egenkapital i de øvrige selskapene i bransjeutvalget. De to nevnte momentene bidro til at veksten i egenkapitalen var signifikant høyere for Lerøy enn for bransjen i 2016.

Dersom årene 2016 og 2017 ekskluderes fra analysen, er utviklingen i Lerøys egenkapitalvekst relativt lik utviklingen i selskapets driftsinntektsvekst. Avviket i 2016 skyldes Lerøys signifikante økning i egenkapital. At egenkapitalveksten var betydelig høyere enn driftsinntektsveksten i 2017 skyldes i hovedsak at Lerøys driftsinntekter, grunnet høy laksepris og ekspansjon av hvitfiskvirksomheten, var unormalt høye i 2016. Til tross for at

lakseprisen var høy også i 2017, var Lerøys driftsinntektsvekst beskjeden. Solide resultater i 2017 medførte samtidig at selskapets egenkapital økte markant.

Videre er Lerøys normaliserte egenkapitalvekst analysert, hvor unormale regnskapsposter er ekskludert. Ved kalkulering av normalisert vekst i egenkapital blir Lerøys egenkapitalrentabilitet vektet med årlig tilbakeholdsgrad. I formel 9-3 representerer egenkapitalrentabiliteten den rentabiliteten som blir generert internt i selskapet, mens tilbakeholdsgraden uttrykker hvor mye av selskapets nettoresultat til egenkapital som blir igjen i selskapet etter at utbytte til aksjonærer er betalt (Knivsflå, 2018q).

$$\begin{aligned} \text{Normalisert egenkapitalvekst} &= \text{Egenkapitalrentabilitet} \cdot (1 - \text{Utdelingsforholdet}) \\ &= \text{Egenkapitalrentabilitet} \cdot \text{Tilbakeholdsgrad} \end{aligned}$$

Formel 9-3: Normalisert egenkapitalvekst.

NORMALISERT EGENKAPITALVEKST	2012	2013	2014	2015	2016	2017	TIDSVEKTET GJENNOMSNIITT
Tidsvekt	10 %	15 %	15 %	20 %	20 %	20 %	100 %
Egenkapitalrentabilitet	0,061	0,222	0,191	0,136	0,228	0,239	0,189
* Tilbakeholdsgrad	-0,224	0,675	0,564	0,315	0,680	0,742	0,511
= Egenkapitalvekst	-0,014	0,150	0,108	0,043	0,155	0,178	0,112

Tabell 9-1: Normalisert egenkapitalvekst til Lerøy i perioden 2012-2017.

Tabell 9-1 viser Lerøys normaliserte egenkapitalvekst gjennom analyseperioden. Lerøys tidsvektede gjennomsnittlige normaliserte egenkapitalvekst har vært 11,2 %. Den normaliserte veksten er betydelig lavere enn den fullstendige egenkapitalveksten på 21,6 %. Avviket mellom fullstendig og normalisert egenkapitalvekst indikerer at Lerøy samlet sett har hatt et positivt unormalt nettoresultat i analyseperioden.

9.3 Forberedelser til utarbeidelse av fremtidsregnskapet

Før utarbeidelsen av fremtidsregnskapet, avklares det hvor lang budsjettperioden skal være, hvor detaljert analysen skal være samt hvilken fremskrivningsteknikk som skal benyttes.

9.3.1 Valg av budsjettperiode

Budsjettperioden i utredningen strekker seg fra 2018 og frem til et forhåndsbestemt tidspunkt T. Tidspunkt T, eller terminalåret, representerer det tidspunktet der budsjetteringen går fra en fullstendig fremskrivning til en enkel fremskrivning med konstant vekst (Knivsflå, 2018q). Budsjettperioden dekker således tiden frem til Lerøy befinner seg i «steady state», det vil si det tidspunktet der selskapet ikke lenger vil oppnå meravkastning på fremtidige ekspansjonsinvesteringer (Kaldestad & Møller, 2016, s. 118).

Hvor lang tid det tar før et selskap når «steady state» varierer, og avhenger i stor grad av hvilken bransje selskapet opererer i, og av forhold internt i selskapet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 118). Dersom et selskap opererer i en moden bransje eller dersom det er krevende for selskapet å vokse ytterligere, bør budsjettperioden være kort, ettersom selskapet i løpet av kort tid vil oppnå konstant vekst. Dersom selskapet derimot befinner seg i en vekstbransje eller dersom det er gode muligheter for videre ekspansjon, bør budsjettperioden være lenger.

Møller og Kaldestad (2016, s. 118) sier at selskaper som befinner seg i sykliske bransjer, i bransjer der det forventes stor vekst eller i bransjer med høy superprofitt, bør ha en budsjettperiode på mer enn fem år. Oppdrettsbransjen karakteriseres som en syklisk bransje, noe som innebærer at oppdrettsselskaperenes omsetning og marginer i stor grad varierer i takt med skiftende konjunkturer og markedsforhold. Ettersom en lang budsjettperiode tar hensyn til både opp- og nedgangskonjunkturer, er det naturlig å velge en lang budsjettperiode for Lerøy. At det tar omtrent tre år å produsere slakteklar oppdrettslaks gjør det vanskelig å fastslå hvilke effekter nylige eller fremtidige tildelte konsesjoner vil få for oppdrettsselskaperenes produksjonsvolum. Usikkerheten i fremtidig produksjonsvolum reduseres dersom en lang budsjettperiode blir lagt til grunn. I kapittel 8 ble det avdekket at superrentabiliteten i oppdrettsbransjen er høy, og at bransjen de siste årene har opplevd stor vekst. Oppdrettsnæringens høye superrentabilitet trekker også i retning av at en lengre budsjettperiode bør velges. Imidlertid forventes veksten i oppdrettsbransjen å bli noe lavere i årene som kommer, og det er derfor essensielt at budsjettperioden ikke blir så lang at usikkerheten i de prognostiserte kontantstrømmene reduserer informasjonsverdien.

Knivsflå (2018q) påpeker at valget av budsjettperiode også avhenger av kvaliteten på regnskapsføringen. En kort budsjettperiode kan forsvares dersom et selskap prioriterer

verdibasert regnskapsføring. Årsaken er at ved verdibasert regnskapsføring fanges verdiendringer opp raskt, noe som igjen øker kvaliteten på regnskapsføringen. Lerøy rapporterer i henhold til reglene i IFRS, hvilket tilsier at rapporteringen i stor grad er verdibasert. Lerøys verdibaserte regnskapsrapportering taler for å benytte en relativt kort budsjettperiode.

Til tross for høy kvalitet på regnskapsføringen, er det med utgangspunkt i drøftede momenter nærliggende å velge en lang budsjettperiode for Lerøy. Det er derfor besluttet å benytte en budsjettperiode på ti år, det vil si fra 2018 til 2027. Året 2027 representerer tidspunkt T. Det vil også bli lagt inn to ekstra år med konstant vekst etter 2027, som følgelig uttrykkes som T+1 og T+2. Prognoseperioden utgjør dermed perioden 2018-2029.

9.3.2 Valg av detaljnivå

Etter at lengden på budsjettperioden er bestemt, velges et passende detaljnivå for fremskrivningsprosessen. Det er normalt å skille mellom fokusert og detaljert detaljnivå, der et fokusert detaljnivå inkluderer få budsjett drivere, mens et detaljert detaljnivå fokuserer på mange budsjett drivere. Valget avhenger i betydelig grad av lengden på budsjettperioden. Dersom budsjettperioden er kort, er det mest hensiktsmessig med et høyt detaljnivå. Årsaken er at de enkelte regnskapspostene på kort sikt kan budsjetteres med relativt høy presisjon. Det er imidlertid vanskelig å ha en sterk forventning om fremtiden på detaljnivå, og derfor vil ikke et høyt detaljnivå være egnet dersom budsjettperioden er lang. Usikkerheten i estimatene vil likevel trolig reduseres dersom et fokusert detaljnivå blir benyttet (Knivsflå, 2018q). Siden budsjettperioden i utredningen på ti år karakteriseres som relativt lang, er det besluttet som mest hensiktsmessig å fokusere på de ni viktigste budsjett driverne.

9.3.3 Valg av fremskrivningsteknikk

I tillegg til valg av budsjettperiode og detaljnivå, må valg av fremskrivningsteknikk avklares før utarbeidelsen av fremtidsregnskapet. I utredningen vil utarbeidelsen av fremtidsregnskapet skje ved å fastsette verdier på ulike budsjett drivere på fire forhåndsbestemte tidspunkter, som utvikler seg lineært mellom hvert av de fire tidspunktene (Knivsflå, 2018q). De to første tidspunktene er 2018 og 2019. Det tredje tidspunktet representerer et år i midten av budsjettperioden, og settes følgelig til 2023. Videre representerer det fjerde tidspunktet det siste året i budsjettperioden, det vil si 2027.

På kort sikt er det mulig å oppnå forholdsvis god presisjon på estimatene. Ettersom produksjonstiden på oppdrettslaks er lang, og fordi det i dag er kjent hvor mange smolt oppdrettsaktørene er i besittelse av, vil det for eksempel med relativt god presisjon være mulig å predikere hvor stort tilbud det vil være av oppdrettslaks på kort sikt. Det kan derfor være aktuelt å justere enkelte budsjett drivere på kort sikt. På lengre sikt er det derimot rimelig å anta at veksten i budsjett driverne vil konvergere mot den langsiktige veksten i økonomien, som er beregnet til å være på om lag 5 % (Knivsflå, 2018q).

I henhold til Knivsflå (2018q) blir det ofte tillagt for liten vekt på at et selskap kan gå konkurs ved budsjettering av forventet verdi. Det anbefales derfor å budsjettere forventet verdi under forutsetning om fortsatt drift, og samtidig behandle konkurssannsynligheten separat. I det påfølgende anses det som mest hensiktsmessig å utarbeide kun ett fremtidsregnskap for Lerøy. Fremtidsregnskapet har følgelig til hensikt å reflektere den forventede utviklingen i selskapet, og tar utgangspunkt i den gjennomførte strategiske regnskapsanalysen. Usikkerheten i budsjett driverne blir tatt høyde for i kapittel 11, der verdiestimatet justeres for underestimert konkurssannsynligheten.

Siden det i fundamental verdivurdering forutsettes at alle kontantstrømmer blir realisert mot slutten av året, altså 31.12, blir budsjett driverne i samtlige år i budsjettperioden beregnet basert på inngående kapital. Det presiseres at det i lønnsomhetsanalysen i kapittel 8 ble benyttet gjennomsnittlig kapitalbinding for å beregne de ulike rentabilitetene, og følgelig vil det ikke være konsistens mellom rentabilitetsanalysen og fremskrivningsanalysen (Knivsflå, 2018q). Forskjeller i beregningsmetode øker usikkerheten knyttet til utarbeidet fremtidsregnskap, og bidrar dermed også til økt usikkerhet i det endelige verdiestimatet på Lerøys egenkapital.

9.4 Budsjett drivere i budsjettperioden

I delkapittel 9.4 blir de ni valgte budsjett driverne som danner grunnlaget for Lerøys fremtidsregnskap presentert. Utviklingen i budsjett driverne foregår i tre tidsperioder, henholdsvis på kort, mellomlang og lang sikt. Kort sikt representerer perioden 2018-2020, mellomlang sikt utgjør perioden fra 2021 til 2024, mens lang sikt defineres som perioden 2025-2027. Etter år 2027 antas det at Lerøy har nådd «steady state», der veksten er konstant.

9.4.1 Driftsinntektsvekst

Den første budsjettdriveren som predikeres er driftsinntektsveksten. Ettersom driftsinntektsvekst avgjør hvor stort et selskap vil bli i fremtiden, og fordi mange av de andre budsjettdriverne avhenger av veksten i driftsinntektene, anses driftsinntektsveksten som den viktigste budsjettdriveren (Knivsflå, 2018q). Den budsjetterte veksten i driftsinntektene baseres både på den strategiske analysen fra kapittel 4 og den påfølgende regnskapsanalysen fra kapittel 5 til 8. Formelen for budsjettering av et selskaps fremtidige driftsinntekter er gitt ved formel 9-4.

$$\text{Driftsinntekter}_t = (1 + \text{Driftsinntektsvekst}) \cdot \text{Driftsinntekter}_{t-1}$$

Formel 9-4: Budsjettering av driftsinntekter.

Gjennom analyseperioden har Lerøy hatt en tidsvektet gjennomsnittlig driftsinntektsvekst på 13,8 %, marginalt lavere enn bransjegjennomsnittets vekst. Likevel er det besluttet å karakterisere Lerøys historiske driftsinntektsvekst som høy. Det er avdekket flere årsaker til Lerøys sterke vekst i driftsinntekter. En viktig del av årsaken kan tilskrives forhold ved oppdrettsbransjen, hovedsakelig høy laksepris. Korrigert for tidsvekting, har lakseprisen i gjennomsnitt økt med 16,1 % i løpet av de siste seks årene. Lakseprisøkningen har gjort det mulig for oppdrettsaktørene å selge laks til høyere priser, som igjen har bidratt til økte driftsinntekter og marginer. En annen årsak til Lerøys høye historiske driftsinntektsvekst skyldes oppkjøp. Gjennom oppkjøp har Lerøy fått tilgang på et økende antall konsesjoner, noe som igjen har gjort det mulig for selskapet å øke produksjonsvolumet og følgelig driftsinntektene. Ideelt burde historisk driftsinntektsvekst skilt mellom organisk og uorganisk vekst, men grunnet manglende regnskapsinformasjon ville en slik inndeling vært tilnærmet umulig å utarbeide.

De drøftede momentene tilsier at hovedkildene til vekst i driftsinntekter er prisvekst og vekst i volum. Det antas at Lerøy på kort sikt vil oppnå relativt høy driftsinntektsvekst. Gjennom driftsmessige forbedringer, mer effektiv utnyttelse av eksisterende hvitfiskvirksomhet og ytterligere investeringer, er det ventet at Lerøy vil oppnå stor organisk volumvekst i samtlige regioner hvor konsernet har havbruksaktivitet. Til tross for at Lerøy har gjennomført flere store oppkjøp de siste par årene, er det vanskelig å predikere hvordan effektene av mulige

oppkjøp vil være i fremtiden. Det kan i tillegg argumenteres for at hensikten med de siste årenes oppkjøp har vært å styrke Lerøys posisjon som en global totalleverandør av sjømat, og at Lerøy de neste årene heller vil fokusere på å forbedre og effektivisere nåværende virksomhet enn å prioritere ytterligere oppkjøp. Uorganisk vekst gjennom oppkjøp vil derfor ikke bli tatt hensyn til i den videre analysen.

Også forhold ved bransjen kan forklare hvorfor driftsinntektsveksten trolig vil være positiv på kort sikt. Strengt politiske reguleringer gjør at det sjeldent utdeles nye konsesjoner, noe som bidrar til at de eksisterende oppdrettsaktørene vil ha vanskeligheter med å øke produksjonen. Konsesjonssystemet, samt krav til store investeringer for å drive med lakseoppdrett, gjør dessuten at det vil være vanskelig for potensielle nye aktører å etablere seg i bransjen. Forutsetningen om gunstige naturgitte vann- og vekstforhold innebærer videre at det bare er et fåtall geografiske områder som egner seg for oppdrettsvirksomhet. Momentene trekker i retning av at det vil være vanskelig for oppdrettsselskapene å øke det samlede produksjonsvolumet i stor skala. Samtidig avdekket den strategiske analysen i kapittel 4 at etterspørselen etter laks vil fortsette å øke de neste årene. Begrenset tilbudsvekst og stor etterspørselsvekst medfører høye laksepriser, og sammen med volumvekst tilsier faktorene at Lerøy vil oppnå positiv driftsinntektsvekst på kort sikt.

Selv om Lerøy trolig vil oppnå positiv driftsinntektsvekst på kort sikt, er det flere argumenter som tilsier at veksten sannsynligvis blir lavere på lengre sikt. Til tross for at landbaserte oppdrettsanlegg ikke er lønnsomme per i dag, kan teknologisk utvikling og mer kunnskap medføre at landbasert oppdrett blir en reell trussel for tradisjonell sjøbasert oppdrett i fremtiden. Fordelene med landbaserte anlegg er at de representerer liten miljømessig risiko, og dersom anleggene blir mer lønnsomme i tiden fremover, vil sannsynligvis flere aktører investere i dem. Selv om landbaserte anlegg vil legge beslag på betydelig areal, er det nærliggende å forvente at aktører i mange forskjellige land har muligheten til å starte med konkurransedyktig lakseproduksjon på land. Videre er konsesjoner for landbaserte anlegg vederlagsfrie og uten antallsbegrensninger. Momentene tilsier at landbaserte oppdrettsanlegg på lang sikt representerer en kilde til global volumvekst.

På lengre sikt er det i tillegg nærliggende å anta at det globale tilbudet vil øke som følge av redusert biologisk risiko. Ettersom oppdrettsaktørene investerer enorme beløp hvert år for å løse de biologiske utfordringene næringen står overfor, vil problemene høyst sannsynlig

reduseres og kanskje til og med elimineres i et lengre tidsperspektiv. I henhold til Marine Harvest (2017b, s. 31) forklarer endringer på tilbudssiden om lag 80 % av den totale variasjonen i lakseprisene. Økt tilbudsvekst vil derfor resultere i lavere laksepriser. Noe av effekten vil imidlertid elimineres ved en økende fremtidig etterspørselsvekst. Likevel er det besluttet å anta at prisnivået på lang sikt vil reduseres. Til tross for et lavere prisnivå, er det derimot ventet at Lerøy gjennom organisk vekst og investeringer vil oppnå en sterk volumvekst. Totaleffekten antas å være at driftsinntektene vil fortsette å øke, dog med en lavere vekstrate enn på kort sikt.

I det påfølgende blir det gjennomført en mer detaljerte analyse vedrørende mulig utvikling av Lerøys driftsinntekter på kort, mellomlang og lang sikt.

9.4.1.1 *Driftsinntekter på kort sikt - 2018-2020*

Driftsinntektsveksten til Lerøy i perioden fra 2018 til 2020 avhenger i stor grad av lakseprisutviklingen og selskapets volumutvikling i treårsperioden. Det er mye som tyder på at lakseprisen vil ligge på et forholdsvis høyt og stabilt nivå de kommende årene. På den ene siden ventes det at den globale etterspørselen etter laks vil øke. Årsakene til den økte etterspørselen skyldes hovedsakelig tre forhold: Befolkningsvekst, et økende fokus på å spise stadig mer sunn og næringsrik mat og at middelklassen i vekstmarkeder, hovedsakelig i Asia, er forventet å øke i årene som kommer. Med bakgrunn i momentene forventes det en årlig global etterspørselsvekst på ca. 6 % i perioden 2018-2020, marginalt høyere enn gjennomsnittet for de siste 10 årene på 5,7 % (Marine Harvest, 2017b, s. 29). Videre vil trolig tilbudsveksten de neste årene være relativt beskjeden. I henhold til Mereghetti (2018) og Marine Harvest (2018) vil tilbudsveksten i snitt øke med henholdsvis 4 % i 2018 og 5 % i 2019, og det er derfor besluttet at en vekst i tilbudet i den gitte størrelsesordenen de kommende to årene legges til grunn videre i analysen. I 2020 forventes det at tilbudsveksten vil øke til et nivå tilsvarende historisk etterspørselsvekst. Av den grunn settes tilbudsveksten i 2020 til 6 %. Grunnet sterk etterspørselsvekst kombinert med noe lavere tilbudsvekst er det forventet at lakseprisen de neste to årene vil ligge på omtrent dagens prisnivå. På grunn av at tilbudsvekst er den viktigste determinanten for utviklingen i lakseprisen, er det antatt at den forventede tilbudsveksten i 2019 og 2020 resulterer i lavere laksepriser. I henhold til Fish Pool (2018b) vil den gjennomsnittlige lakseprisen for 2018 være på om lag 63 kroner per kilo. I 2019 forventes det at lakseprisen reduseres til 60 kroner per kilo, mens i 2020 forventes

kiloprisen å være på ca. 52 kroner. Prisestimatene til Fish Pool legges til grunn videre i analysen.

Driftsinntektsveksten de neste tre årene avhenger også av forhold ved Lerøy. Produksjonsvolumet til Lerøy vil avhenge av organisk vekst, i hvilken grad selskapet rammes av problemer knyttet til lakselus og annen sykdom, samt hvorvidt selskapet tar eller taper markedsandeler. Det er forventet at Lerøy vil oppleve organisk volumvekst de kommende tre årene. Ifølge ledelsen i Lerøy vil allerede gjennomførte investeringer bidra til et høyere produksjonsvolum. Lerøy forventer å øke produksjonen av laks og ørret med 7 % i 2018, mens produksjonen av hvitfisk er ventet å øke med 2 % (Lerøy Seafood Group, 2017). Videre forventes det at biologiske utfordringer knyttet til lakselus og annen sykdom er avtakende i årene som kommer. Dessuten er det lite som tyder på at Lerøy vil tape betydelige markedsandeler til konkurrentene. Konesjonssystemet begrenser trusselen fra nyetablerte aktører. Den interne rivaliseringen i oppdrettsbransjen vil trolig fortsette å være relativt lav på kort sikt, ettersom dagens gjeldende reguleringer gjør at aktørene ikke vil ha mulighet til å øke produksjonen for å kjempe om markedsandeler. Momentene trekker i retning av at Lerøy vil være i stand til å øke produksjonen i perioden 2018-2020.

I lys av den ovennevnte drøftingen forventes driftsinntektene til Lerøy å øke med 8 % i 2018. I 2019 forventes driftsinntektsveksten å halveres til 4 %, mens det i 2020 antas en reduksjon i driftsinntektene på 10 %. Reduksjonen i 2020 skyldes i stor grad det forventede store fallet i lakseprisen fra 60 til 52 kroner per kilo. Til tross for at lakseprisen i 2020 er ventet å falle med om lag 13 %, vil økt produksjon dempe fallet i Lerøys driftsinntekter noe. Det presiseres likevel at det er knyttet usikkerhet til estimatene, og at det særlig er sjokk på tilbudssiden i form av problemer med lakselus og annet sykdomsutbrudd som vil kunne påvirke den fremtidige kortsiktige driftsinntektsveksten.

9.4.1.2 *Driftsinntekter på mellomlang sikt - 2021-2024*

Det finnes argumenter som taler for både positiv og negativ driftsinntektsvekst i perioden 2021-2024. På den ene siden er den globale etterspørselen etter laks forventet å øke ytterligere i fireårsperioden grunnet befolkningsvekst og en voksende middelklasse i vekstmarkeder. Momentet taler isolert sett for en økning i lakseprisen. Imidlertid investerer oppdrettsselskapene store beløp for å løse de biologiske utfordringene bransjen står overfor, og det er således rimelig å anta at næringen i perioden 2021-2024 har utviklet ny teknologi og

nye metoder som tilnærmet har eliminert problemene knyttet til lakselus og annen sykdom. Redusert biologisk risiko bidrar til å øke det globale tilbudet av laks. På mellomlang sikt er det i tillegg nærliggende å anta at landbaserte og lukkede oppdrettsanlegg vil kunne øke det samlede tilbudet. Teknologisk utvikling vil trolig gjøre landbaserte anlegg mer lønnsomme og effektive. Da vil trolig enda flere aktører investere i landbaserte anlegg, og konsekvensene vil være økt global produksjon. Til tross for etterspørselsvekst, vil tilbudsveksten sannsynligvis medføre at lakseprisene stabiliserer seg på et noe lavere nivå enn i 2020. Det antas derfor at kiloprisen på laks vil være 50 kroner i 2021, 48 kroner i 2022, 47 kroner i 2023 og 46 kroner i 2024.

Selv om mindre problemer med lus og annet sykdomsutbrudd medfører økt globalt tilbud, som isolert er negativt for Lerøy på grunn av redusert laksepris, vil Lerøy kunne profitere på å øke eget produksjonsvolum. I tillegg er det mye som tyder på at selskapet i løpet av relativt kort tid vil få tildelt utviklingskonsesjoner for konseptet «Pipefarm», som er et lukket oppdrettsanlegg. Dersom Lerøy får innvilget sine søknader, kan det forventes å ha en fullskala kommersiell drift fra 2020. Tatt i betraktning at det tar om lag tre år før laks er slakteklar, vil Lerøy generere inntekter fra anlegget i 2023 og 2024. I tillegg foreligger det et betydelig potensiale til verdiskapning gjennom økt satsing på hvitfisk. På sikt forventer Lerøy å utnytte kapasiteten bedre i hvitfiskvirksomheten, noe som igjen øker selskapets samlede produksjonsvolum signifikant. En økende hvitfiskvirksomhet gjør videre Lerøy mindre sårbar dersom lakseprisen skulle stabilisere seg på et lavere nivå.

Med bakgrunn i den ovennevnte drøftelsen er det nærliggende å påstå at Lerøy vil oppnå en marginal økning i driftsinntektene i perioden 2021-2024. Til tross for lavere laksepriser, vil volumvekst gjøre at Lerøys driftsinntekter ventes å vokse med 1 % i 2021 og 1,5 % i 2022. Et mindre fall i lakseprisene i perioden 2022-2024, i tillegg til at Lerøy vil begynne å høste gevinster fra utviklingskonsesjoner, bidrar til at driftsinntektsveksten i 2023 og 2024 er satt til henholdsvis 2 % og 2,1 %. Likevel er det verdt å påpeke at det er knyttet betydelig mer usikkerhet til estimatene på mellomlang sikt enn på kort sikt. De største kildene til usikkerhet på mellomlang sikt henføres til forhold på tilbudssiden. Sentrale faktorer vil være hvor konkurransedyktige landbaserte oppdrettsanlegg vil bli, i hvilken grad tilbudsveksten påvirkes av nye konsesjonstildelinger samt hvor godt Lerøy klarer å utnytte potensialet i hvitfiskvirksomheten.

Tidligere i kapitlet ble det nevnt at verdier for ulike budsjett drivere i utgangspunktet utvikler seg lineært mellom fire bestemte tidspunkter. Basert på informasjon som foreligger per i dag, er det imidlertid mye som tyder på at en manuell fastsettelse av driftsinntektsveksten vil gi et mer rettviseende bilde av den faktiske utviklingen i Lerøys driftsinntekter på kort og mellomlang sikt. Til tross for det alltid vil være knyttet usikkerhet til fremtiden, er det besluttet at en manuell fastsettelse av fremtidig driftsinntektsvekst bør legges til grunn på kort og mellomlang sikt.

9.4.1.3 *Driftsinntekter på lang sikt - 2025-2027 og «steady state»*

På lang sikt forventes lakseprisen å stabilisere seg på et nivå omtrent tilsvarende år 2024. Det forventes også at volumveksten vil ligge på et forholdsvis stabilt nivå. Oppdrettsbransjen vil trolig bevege seg inn i en moden fase, og i perioden 2025-2027 antas det at Lerøys driftsinntektsvekst gradvis vil konvergere mot en vekst i «steady state» på 2,5 %. Grunnet stabil laksepris og en marginal volumøkning settes Lerøys driftsinntektsvekst til om lag 2,3 % i 2025, 2,4 % i 2026 og 2,5 % i 2027.

Knivsflå (2018q) peker på at et selskaps vekst på sikt ikke kan overstige den forventede veksten i verdensøkonomien. Årsaken er at dersom et selskap på sikt er i stand til å vokse raskere enn den samlede økonomien, vil selskapet til slutt utgjøre hele verdensøkonomien, noe som åpenbart er en urealistisk antagelse. Den forventede veksten i økonomien består av to komponenter: Forventet realvekst i verdensøkonomien i tillegg til forventet global inflasjon. Forventet realvekst er anslått å være ca. 3 %, mens inflasjonstillegget er ventet å være på 2 %. Den maksimale veksten som kan legges til grunn når Lerøy når konstant vekst i «steady state» er dermed på om lag 5 %.

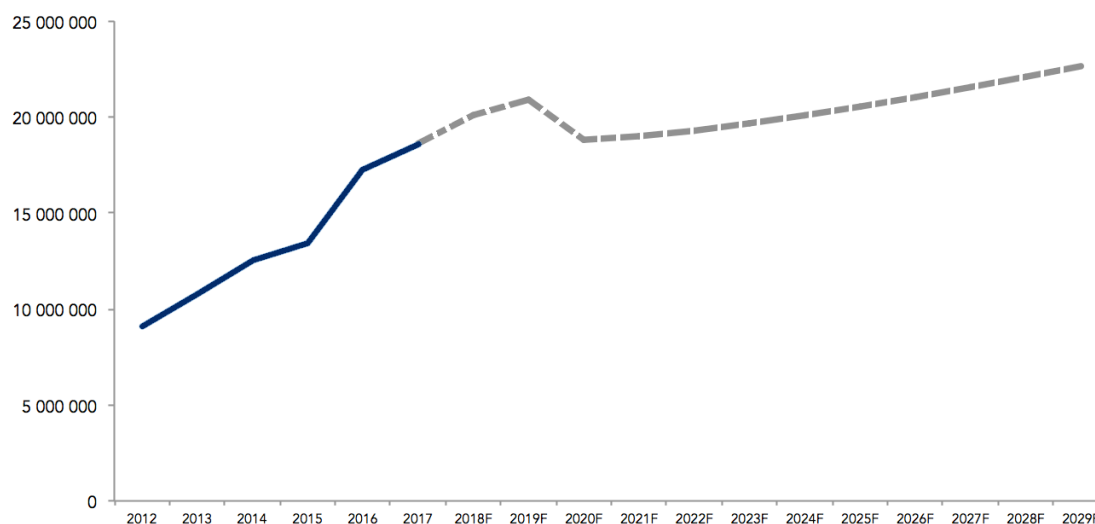
Likevel anses det som nærliggende å sette driftsinntektsveksten til Lerøy i «steady state» noe lavere enn den forventede veksten i verdensøkonomien. Årsaken er at den forventede veksten gjenspeiler den totale veksten i alle bransjer i verden. Det forventes lavere vekst i modne bransjer som oppdrettsbransjen enn i næringer som er nyetablerte eller enda ikke etablert. Følgelig vil høyst sannsynlig oppdrettsnæringen oppleve noe lavere vekst enn den forventede veksten i verdensøkonomien. Med utgangspunkt i de drøftede momentene settes driftsinntektsveksten i «steady state» til 2,5 %. Av veksten på 2,5 % er realveksten forventet å utgjøre 0,5 %, mens inflasjonstillegget ventes å være på 2 %.

9.4.1.4 Oppsummering av driftsinntektsvekst

Med unntak av i 2020, er det forventet at Lerøy vil oppleve vekst i driftsinntektene i samtlige år i budsjettperioden. Vekstraten er derimot ventet å være lavere enn det den har vært i løpet av analyseperioden, der den har vært unormalt høy. På kort sikt er det forventet en liten reduksjon i lakseprisen, men samtidig høy volumvekst for Lerøy. Totaleffekten vil være forholdsvis høy driftsinntektsvekst i 2018 og 2019. Økt forventet tilbudsvekst i 2020 bidrar derimot til en signifikant reduksjon i lakseprisen, noe som igjen resulterer i en vesentlig reduksjon i Lerøys driftsinntekter. På mellomlang sikt er det forventet at redusert biologisk risiko samt landbaserte oppdrettsanlegg vil resultere i en betydelig økning i globalt tilbud. Til tross for høy etterspørselsvekst, er det forventet at lakseprisene reduseres ytterligere. Det er imidlertid antatt at Lerøy vil øke egen produksjon, og det antas at selskapet totalt sett klarer å oppnå driftsinntektsvekst, men at den vil være noe lavere enn på kort sikt. På lang sikt forventes det at både lakseprisen og volumveksten vil stabilisere seg, og at Lerøys driftsinntektsvekst gradvis konvergerer mot veksten i «steady state» på 2,5 %. Tabell 9-2 viser forventet utvikling i Lerøys driftsinntektsvekst og driftsinntekter for perioden 2018-2029, mens figur 9-4 viser historisk og forventet utvikling i selskapets driftsinntekter.

LERØY	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Driftsinntektsvekst	0,080	0,040	-0,100	0,010	0,015	0,020	0,021	0,023	0,024	0,025	0,025	0,025
LERØY	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Driftsinntekter t-1	18 623 515	20 105 947	20 910 185	18 819 166	19 007 358	19 292 468	19 678 318	20 096 482	20 548 653	21 036 683	21 562 600	22 101 665
* (1+Driftsinntektsvekst)	1,080	1,040	0,900	1,010	1,015	1,020	1,021	1,023	1,024	1,025	1,025	1,025
= Driftsinntekter t	20 105 947	20 910 185	18 819 166	19 007 358	19 292 468	19 678 318	20 096 482	20 548 653	21 036 683	21 562 600	22 101 665	22 654 207

Tabell 9-2: Driftsinntektsvekst og driftsinntekter til Lerøy i perioden 2018-2029 (Tall i 1000 NOK).



Figur 9-4: Historisk og forventet utvikling i driftsinntektene til Lerøy i perioden 2012-2029 (Tall i 1000 NOK).

9.4.2 Netto driftsresultat

Den andre budsjettdriveren som predikeres er netto driftsresultat. For å beregne netto driftsresultat over budsjettperioden multipliseres forventet driftsinntekt med forventet netto driftsmargin (Knivsflå, 2018r), se formel 9-5. Etersom Lerøys fremtidige driftsinntekter er beregnet, vil selskapets netto driftsmargin i perioden 2018-2019 bli prognostisert.

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

Formel 9-5: Budsjettering av netto driftsresultat.

Lønnsomhetsanalysen fra kapittel 8 avdekket at både Lerøy og bransjegenomsnittets netto driftsmargin har beveget seg i takt med lakseprisutviklingen gjennom analyseperioden. Lønnsomhetsanalysen avdekket videre at Lerøy hadde en tidsvektet gjennomsnittlig netto driftsmargin på 11,9 %, marginalt lavere enn bransjens margin på 12,5 %. Marginulempen skyldes i hovedsak at Lerøys varekostnader utgjør en større prosentandel av selskapets omsetning enn hos øvrige aktører i bransjen. Når det gjelder andre kostnadskomponenter enn varekostnader, har Lerøy hatt tilnærmet samme kostnadsstruktur som konkurrentene over analyseperioden. Det er ventet at Lerøy verken vil ha fordeler eller ulemper tilknyttet andre kostnadskomponenter i fremtiden. For enkelhets skyld er det videre antatt at regnskapspostene lønn og andre personalkostnader, nettoresultat fra tilknyttede selskaper samt avskrivninger, i prosent av Lerøys driftsinntekter, ikke vil oppleve noen signifikante endringer sammenlignet med 2017. Det er imidlertid nærliggende å forvente at Lerøys varekostnader og andre driftskostnader i større grad vil variere over tid. I tillegg vurderer regjeringen å innføre en ekstraskatt på lakse- og ørretoppdrett i form av en grunnrenteskatt. Grunnrenteskatten er imidlertid kun under utredning, og vil tidligst bli innført i 2020 (Finansdepartementet, 2018). Ved en eventuell innførelse av skatten vil oppdrettsaktørenes marginer bli negativt påvirket.

Det er hovedsakelig to måter et selskap kan forbedre marginene sine på: Enten ved å øke driftsinntektene eller ved redusere driftskostnadene. Til tross for at lakseprisendringer utvilsomt spiller en sentral rolle for utviklingen i et selskaps netto driftsmargin, er utviklingen i lakseprisen allerede blitt tatt høyde for i analysen av driftsinntektsvekst. For å unngå at effekten av lakseprissvingninger tas med to ganger, er det i analysen av netto driftsmargin sett bort fra prisendringer på laks. Derfor vil videre analyse utelukkende fokusere på utvikling i Lerøys varekostnader og andre driftskostnader.

9.4.2.1 Netto driftsmargin på kort sikt - 2018-2020

Parallelt med de siste årenes økning i lakseprisen, har oppdrettselskapenes fôrkostnader økt signifikant. I kapittel 4 ble det avdekket at leverandørene har betydelig forhandlingsmakt, hovedsakelig på grunn av at oppdrettsaktørene er avhengig av fiskefôr for å kunne drive med oppdrett og fordi det er tid- og kostnadskrevende for selskapene å starte egen fôrproduksjon. På kort sikt er det lite som tyder på at nye aktører vil starte egen produksjon av fiskefôr, og derfor forutsettes det at lakseprisen vil påvirke fôrleverandørenes marginer i tiden fremover. I den videre analysen antas det følgelig at dersom lakseprisen er høy vil leverandørene sette høyere priser, mens dersom lakseprisen er lav vil de akseptere lavere marginer.

Relativt høye laksepriser i 2018 og 2019 vil bidra til høye marginer for fôrleverandørene. Siden lakseprisen i 2018 og 2019 trolig vil være omtrent på samme nivå som i 2017, er det imidlertid lite som tyder på at leverandørene vil kreve en høyere margin de neste to årene sammenlignet med 2017. Videre forventer Lerøy i 2018 å redusere kostnadsnivået i Region Midt og i Region Vest. Det er særlig i Region Vest det er et stort effektivitetspotensial. For å gjøre den biologiske produksjonen i Region Vest mer robust i tiden fremover, har Lerøy iverksatt en rekke tiltak, deriblant bygging av et av verdens største anlegg for postsmolt. Anlegget skal stå klart i 2019, og forventes å bidra til en betydelig reduksjon i produksjonskostnadene (Lerøy Seafood Group, 2018). På den andre siden taler økt hvitfiskproduksjon i perioden 2018-2020 for en reduksjon i marginer. Årsaken er at det er lavere marginer knyttet til hvitfiskvirksomhet sammenlignet med tradisjonell lakseoppdrettsvirksomhet. Ettersom det forventes at lakseprisen vil reduseres signifikant i 2020, vil hvitfiskvirksomhet utgjøre en større del av Lerøys driftsinntekter enn i foregående år. Således vil Lerøys marginer reduseres. På kort sikt forventes det i tillegg at Lerøy vil ha problemer med å få tilstrekkelig redusert sine variable enhetskostnader i takt med det antatte lakseprisfallet. Dersom grunnrenteskatten blir innført i 2020, vil dessuten Lerøys marginer reduseres.

I lys av ovennevnte momenter forventes det at Lerøy oppnår en netto driftsmargin i 2018 på 15 %, omtrent på samme nivå som i 2017. Marginen er ventet å være på 16 % i 2019. Lakseprisfallet i 2020 og en eventuell grunnrenteskatt vil påvirke Lerøys netto driftsmargin negativt, og det forventes at Lerøy vil oppnå en driftsmargin på 11 %. Til tross for effektivitetsforbedringer i Region Midt og Region Nord, forventes det at Lerøy i perioden 2018-2020 vil oppnå marginalt lavere marginer sammenlignet med 2016 og 2017. Det er

videre nærliggende å forvente at Lerøys netto driftsmargin fortsatt vil være noe lavere enn bransjesnittet, og at Lerøys marginulempet relatert til varekostnader vil vedvare.

9.4.2.2 *Netto driftsmargin på mellomlang sikt - 2021-2024*

På mellomlang sikt vil trolig den forventede etterspørselsøkningen i globale vekstmarkeder resultere i ytterligere lavere marginer for oppdrettsaktørene. Årsaken er at kundenes betalingsvilje i vekstmarkedene antas å være lavere enn i tradisjonelle markeder. I tillegg er det ventet at Lerøy, og øvrige oppdrettsselskaper, på mellomlang sikt vil oppleve økende konkurranse fra landbasert oppdrett. Økende konkurranse vil medføre reduserte marginer for de eksisterende oppdrettsaktørene. Videre vil en voksende hvitfiskvirksomhet bidra til å øke Lerøys kostnader i prosent av selskapets omsetning, noe som tilsier en reduksjon i Lerøys samlede marginer. Siden lakseprisen imidlertid forventes å bli redusert, mens prisen på hvitfisk forventes å være omtrent like høy i tiden fremover, kan det på den andre siden argumenteres for at Lerøys diversifiserte produktportefølje likevel ikke vil bidra til en signifikant marginreduksjon. Lavere laksepris vil dessuten bidra til å redusere Lerøys varekostnader ved at leverandørene vil akseptere lavere priser og marginer. I tillegg vil trolig ytterligere driftsmessige forbedringer bidra til mer effektiv drift og dermed lavere kostnader.

Selv om det eksisterer argumenter som taler for at Lerøy vil oppleve høye marginer på mellomlang sikt, er det, hovedsakelig med utgangspunkt i at hvitfiskvirksomheten er ventet å utgjøre en større andel av total omsetning, ventet at Lerøy på mellomlang sikt vil oppnå en marginal reduksjon i netto driftsmargin. I 2021 og i 2022 forventes det at Lerøy vil oppnå en netto driftsmargin på henholdsvis 10,2 % og 9,3 %, mens driftsmarginen i 2023 og 2024 forventes å ligge på henholdsvis 8,5 % og 8,2 %.

9.4.2.3 *Netto driftsmargin på lang sikt - 2025-2027 og «steady state»*

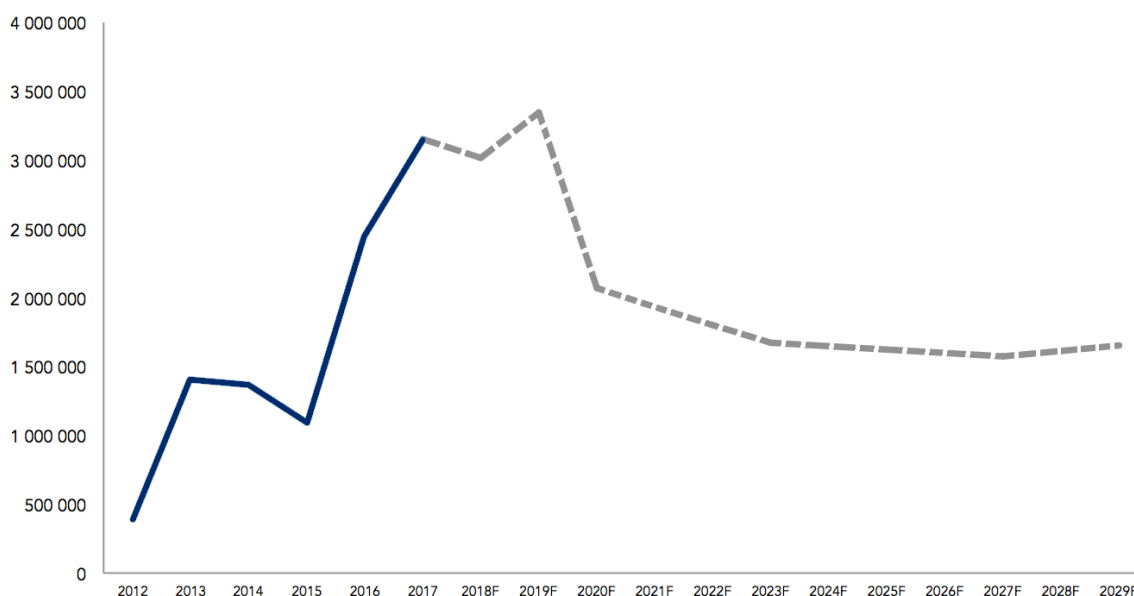
På lang sikt er det forventet at Lerøys netto driftsmargin vil stabilisere seg på et nivå som tilsvarer det langsiktige bransjegjennomsnittet. Til tross for at Lerøy også på lang sikt trolig vil skille seg ut fra konkurrentene ved å tilby hvitfiskprodukter i stor skala, vil selskapets varekostnader relativt til omsetning sannsynligvis være omtrent på nivå med konkurrentene. Årsaken er at lakseprisene vil stabilisere seg på et betydelig lavere nivå enn tilfelle er i dag, slik at marginforskjellen mellom laks og hvitfisk reduseres vesentlig. Det er videre forventet at Lerøy på lang sikt vil være i stand til å imitere viktige ressurser som i dag gir andre

oppdrettsselskap midlertidige konkurransefortrinn. Ved at oppdrettsaktørene i større grad imiterer hverandre, vil selskapenes marginforskjeller over tid reduseres, noe som igjen kan resultere i sterkere konkurranse i markedet. På lang sikt ventes det i tillegg at oppdrettsselskapene møter økt konkurranse fra landbasert oppdrett. Sterkere konkurranse vil føre til prispress, og følgelig til en reduksjon i marginer. På bakgrunn av drøftede momenter antas det at det langsiktige bransjegjennomsnittet vil være lavere enn det historiske snittet. Det antas derfor at Lerøys netto driftsmargin i perioden 2025-2027 vil gradvis reduseres, og deretter stabilisere seg på 7,3 % i «steady state». Lerøys netto driftsmargin i «steady state» er beregnet som forholdet mellom netto driftskapitalkrav i konstant vekst, tillagt en varig forventet driftsrelatert strategisk fordel på 2,9 %, og omløpet til netto driftseiendeler i konstant vekst. Lerøys netto driftskapitalkrav for prognoseperioden blir kalkulert i delkapittel 10.3. Metoden for beregning av netto driftsmargin i «steady state» er i samsvar med rammeverket til Knivsflå (2018r).

Tabell 9-3 viser budsjettert netto driftsmargin og netto driftsresultat for Lerøy i perioden 2018-2029, mens figur 9-5 viser historisk og forventet fremtidig netto driftsresultat for selskapet.

LERØY	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Driftsinntekter t	20 105 947	20 910 185	18 819 166	19 007 358	19 292 468	19 678 318	20 096 482	20 548 653	21 036 683	21 562 600	22 101 665	22 654 207
* Netto driftsmargin t	0,150	0,160	0,110	0,102	0,093	0,085	0,082	0,079	0,076	0,073	0,073	0,073
= Netto driftsresultat t	3 015 892	3 345 630	2 070 108	1 932 421	1 800 643	1 672 657	1 647 912	1 623 344	1 598 788	1 574 070	1 613 422	1 653 757

Tabell 9-3: Netto driftsmargin og netto driftsresultat til Lerøy i perioden 2018-2029 (Tall i 1000 NOK).



Figur 9-5: Historisk og forventet utvikling i netto driftsresultat til Lerøy i perioden 2012-2029 (Tall i 1000 NOK).

9.4.3 Netto driftseiendeler

Videre vil Lerøys netto driftseiendeler prognostiseres. Utviklingen i et selskaps netto driftseiendeler avhenger av den underliggende utviklingen i selskapets driftsinntekter og av omløpet til netto driftseiendeler (Knivsflå, 2018r), se formel 9-6. Ettersom Lerøys forventede fremtidige driftsinntekter allerede er estimert, vil omløpet til selskapets netto driftseiendeler bli prognostisert i de påfølgende avsnitt. Omløpet til Lerøys netto driftseiendeler predikeres basert på innsikt fra den strategiske regnskapsanalysen.

$$\text{Netto driftseiendeler}_t = \frac{\text{Driftsinntekter}_{t+1}}{\text{Omløpet til netto driftseiendeler}_{t+1}}$$

Formel 9-6: Budsjettering av netto driftseiendeler.

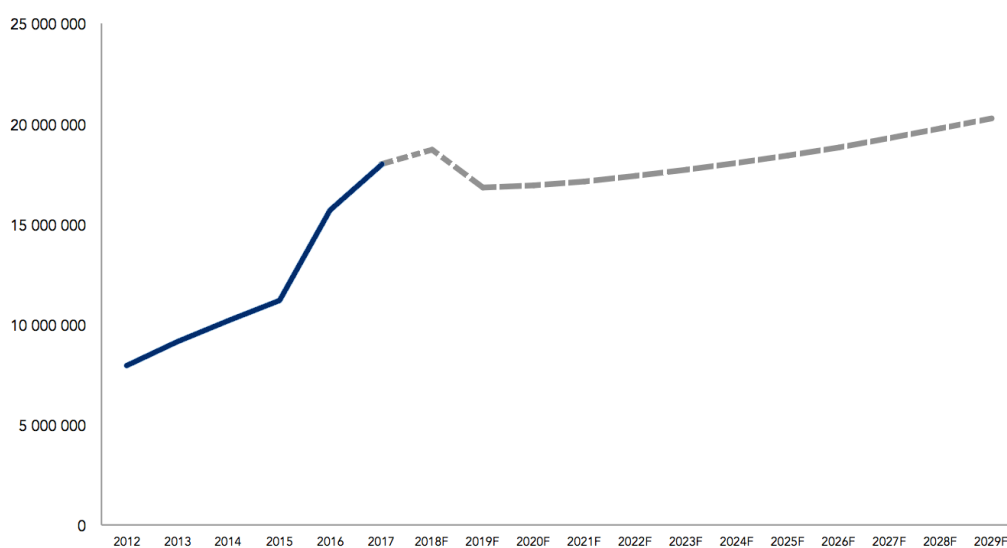
Det påpekes at omløpet til netto driftseiendeler i budsjettperioden kalkuleres på basis av inngående kapital, i motsetning til i analysen av historisk lønnsomhet fra kapittel 8, der omløpet til netto driftseiendeler ble estimert basert på gjennomsnittlig kapital. Årsaken til forskjellen er at det ved budsjettering og verdivurdering forutsettes at kontantstrømmene blir realisert i slutten av hver periode (Knivsflå, 2018r). Formelen for budsjettering av netto driftseiendeler forutsetter implisitt at et selskaps driftseiendeler vokser i takt med dets underliggende driftsinntekter. Det presiseres at forutsetningene som legges til grunn er teoretiske. Driftseiendelene avhenger i virkeligheten av investeringsnivå og av hvordan selskapet er finansiert. Ettersom det er utfordrende å forutse fremtidige investeringer samt finansieringsstruktur, er det besluttet at formel 9-6 likevel skal legges til grunn for den videre analysen.

Analysen av historisk lønnsomhet avdekket at Lerøy hadde et tidsvektet gjennomsnittlig omløp til netto driftseiendeler på 1,146 over analyseperioden. Til sammenligning hadde bransjen et snitt på 1,068. Gjennom analyseperioden hadde dermed Lerøy en marginal omløpsfordel i forhold til konkurrentene. Den mest plausible forklaringen på Lerøys omløpsfordel er at selskapet fokuserer noe mer på videreforedling enn bransjegjennomsnittet. Prisen på videreforedlet fisk er betydelig høyere enn prisen på hel slaktet fisk, og følgelig vil en høy bearbeidingsgrad gjør at Lerøy kan oppnå høyere driftsinntekter per kilo produsert fisk enn øvrige oppdrettsaktører.

En naturlig antagelse i rammeverket til Knivsflå (2018r) er at omløpet til et selskap vil konvergere mot bransjesnittet på sikt. Siden Lerøy skiller seg fra konkurrentene blant annet når det gjelder bearbeidingsgrad, er det nærliggende å forvente at Lerøys fremtidige omløpshastighet heller vil konvergere mot selskapets tidsvektede historiske gjennomsnittlige omløpshastighet over tid. Grunnet store investeringer som enda ikke har gitt full inntektseffekt, har Lerøys omløpshastighet de siste par årene blitt redusert til en nivå under det historiske snittet. Økt effektivisering av allerede gjennomførte investeringer tilsier at Lerøys omløpshastighet gradvis vil øke mot det langsiktige likevektsnivået på 1,146 i «steady state». Tabell 9-4 viser utviklingen i omløpet til Lerøys netto driftseiendeler samt utviklingen i selskapets netto driftseiendeler for perioden 2018-2029. Figur 9-6 illustrerer historisk og forventet utvikling i Lerøys netto driftseiendeler.

LERØY	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Driftsinntekter t+1	20 910 185	18 819 166	19 007 358	19 292 468	19 678 318	20 096 482	20 548 653	21 036 683	21 562 600	22 101 665	22 654 207	23 220 562
Omløpet til netto driftseiendeler / t+1	1,118	1,119	1,123	1,127	1,131	1,135	1,139	1,142	1,146	1,146	1,146	1,146
= Netto driftseiendeler t	18 703 206	16 817 843	16 925 519	17 118 428	17 399 043	17 706 151	18 046 251	18 415 560	18 815 533	19 285 921	19 768 069	20 262 271

Tabell 9-4: Omløpet til netto driftseiendeler og netto driftseiendeler til Lerøy i perioden 2018-2029 (Tall i 1000 NOK).



Figur 9-6: Historisk og forventet utvikling i netto driftseiendeler til Lerøy i perioden 2012-2029 (Tall i 1000 NOK).

9.4.4 Netto finansiell gjeld

Videre prognostiseres Lerøys netto finansielle gjeld. I analysen av netto finansiell gjeld predikeres to budsjett drivere: Først estimeres fremtidig utvikling i Lerøys finansiell gjeld, deretter gjennomføres en tilsvarende analyse av finansielle eiendeler.

9.4.4.1 Finansiell gjeldsdel

For å kalkulere Lerøys finansielle gjeld over budsjettperioden multipliseres selskapets fremskrevne finansielle gjeldsdel med netto driftseiendeler (Knivsflå, 2018r), se formel 9-7.

$$\text{Finansiell gjeld}_t = \text{Finansiell gjeldsdel}_t \cdot \text{Netto driftseiendeler}_t$$

Formel 9-7: Budsjettering av finansiell gjeld.

I formel 9-7 er netto driftseiendeler allerede fremskrevet. Derfor er det kun Lerøys fremtidige finansielle gjeldsdel som blir analysert i det påfølgende avsnittet.

Gjennom analyseperioden har Lerøy hatt en tidsvektet gjennomsnittlig finansiell gjeldsdel på 34 %, noe lavere enn bransjens snitt på 39 %. Lerøys relativt lave gjeldsdel indikerer at selskapet er mindre gjeldsfinansiert enn bransjen for øvrig. Det forventes imidlertid store investeringer både innenfor selskapets oppdretts- og hvitfiskvirksomhet på sikt, og følgelig antas det at Lerøys finansielle gjeldsdel over budsjettperioden vil øke noe. Det ventes derfor at Lerøys finansielle gjeldsdel gradvis over tid vil konvergere mot bransjens historiske tidsvektede gjennomsnitt på 39 %. Gjeldsdelen på 39 % som er lagt til grunn for videre beregninger er betydelig lavere enn snittet på Oslo Børs, som er på om lag 50 %. Ettersom oppdrettsnæringen er kapitalintensiv, er det likevel rimelig å anta at oppdrettselskapenes finansielle gjeldsdel vil være lavere enn gjennomsnittet på børsen. Tabell 9-5 viser utviklingen av Lerøys finansielle gjeldsdel for perioden 2018-2029.

LERØY	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Finansiell gjeldsdel	0,330	0,334	0,341	0,348	0,354	0,361	0,368	0,376	0,383	0,390	0,390	0,390

Tabell 9-5: Finansiell gjeldsdel til Lerøy i perioden 2018-2029.

9.4.4.2 Finansiell eiendelsdel

Over budsjettperioden beregnes de finansielle eiendelene ved å multiplisere finansiell eiendelsdel med netto driftseiendeler (Knivsflå, 2018r), se formel 9-8. Netto driftseiendeler er allerede fremskrevet, og derfor er fokuset i de neste avsnittene på Lerøys fremskrevne finansielle eiendelsdel.

$$\text{Finansielle eiendeler}_t = \text{Finansiell eiendelsdel}_t \cdot \text{Netto driftseiendeler}_t$$

Formel 9-8: Budsjettering av finansielle eiendeler.

Gjennom analyseperioden har Lerøy hatt en tidsvektet gjennomsnittlig eiendelsdel på 14 %, som er betydelig høyere enn bransjesnittets andel på 8 %. De siste to årene har imidlertid Lerøys finansielle eiendelsdel økt signifikant som følge av en stor økning i kontanter og kontantekvivalenter. Økningen i kontanter og kontantekvivalenter skyldes i stor grad innbetalinger ved opptak av ny langsiktig gjeld samt kapitalinnskudd. Bakgrunnen for innbetalingene var oppkjøp og investeringer for å ekspandere Lerøys hvitfiskvirksomhet. Selv om det ventes store investeringer i tiden fremover, er det nærliggende å anta at Lerøys finansielle eiendelsdel vil falle noe over tid sammenlignet med nivåene fra 2016 og 2017, ettersom det i analysen ikke tas hensyn til uorganisk vekst gjennom oppkjøp. Til tross for at Lerøy tilsynelatende har verdsatt høy likviditet gjennom analyseperioden, forventes det ikke at selskapet vil sitte på unødig mye overskuddslikviditet i fremtiden. I lys av ovennevnte momenter anses det som mest sannsynlig at den finansielle eiendelsdelen til Lerøy over budsjettperioden gradvis vil konvergere mot det historiske tidsvektede gjennomsnittet på 14 %. Tabell 9-6 viser utviklingen i Lerøys finansielle eiendelsdel for perioden 2018-2029.

LERØY	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Finansiell eiendelsdel	0,196	0,187	0,180	0,173	0,166	0,159	0,154	0,150	0,145	0,140	0,140	0,140

Tabell 9-6: Finansiell eiendelsdel til Lerøy i perioden 2018-2029.

9.4.4.3 Oppsummering av netto finansiell gjeld

Etter at Lerøys finansielle gjeldsdel og finansielle eiendelsdel er fremskrevet over budsjettperioden, er det mulig å estimere selskapets fremtidige finansielle gjeld og finansielle eiendeler. Differansen mellom finansiell gjeld og finansielle eiendeler uttrykker netto finansiell gjeld. Fremskrivningen av finansiell gjeld, finansielle eiendeler og netto finansiell gjeld for perioden 2018-2029 er presentert i tabell 9-7.

NETTO FINANSIELL GJELD	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Netto driftseiendeler	18 703 206	16 817 843	16 925 519	17 118 428	17 399 043	17 706 151	18 046 251	18 415 560	18 815 533	19 285 921	19 768 069	20 262 271
* Finansiell gjeldsdel	0,330	0,334	0,341	0,348	0,354	0,361	0,368	0,376	0,383	0,390	0,390	0,390
= Finansiell gjeld	6 172 058	5 617 160	5 767 371	5 948 654	6 163 611	6 391 921	6 645 532	6 915 043	7 201 645	7 521 509	7 709 547	7 902 286
Netto driftseiendeler	18 703 206	16 817 843	16 925 519	17 118 428	17 399 043	17 706 151	18 046 251	18 415 560	18 815 533	19 285 921	19 768 069	20 262 271
* Finansiell eiendelsdel	0,196	0,187	0,180	0,173	0,166	0,159	0,154	0,150	0,145	0,140	0,140	0,140
= Finansielle eiendeler	3 665 828	3 144 937	3 046 593	2 961 488	2 888 241	2 815 278	2 783 634	2 753 126	2 723 548	2 700 029	2 767 530	2 836 718
Netto finansiell gjeld	2 506 230	2 472 223	2 720 777	2 987 166	3 275 370	3 576 643	3 861 898	4 161 917	4 478 097	4 821 480	4 942 017	5 065 568

Tabell 9-7: Finansiell gjeld, finansielle eiendeler og netto finansiell gjeld til Lerøy i perioden 2018-2029 (Tall i 1000 NOK).

9.4.5 Netto finansresultat

Netto finansresultat predikeres videre. I likhet med analysen av netto finansiell gjeld, vil analysen av netto finansresultat deles inn i to budsjett drivere: Først beregnes fremtidig utvikling i Lerøys netto finanskostnader, deretter gjennomføres en tilsvarende prediksjon av selskapets netto finanskostnader.

9.4.5.1 Netto finanskostnader

Netto finanskostnad kalkuleres over budsjettperioden ved å multiplisere finansiell gjeldsrente med inngående finansiell gjeld (Knivsflå, 2018r), se formel 9-9. Ettersom Lerøys forventede fremtidige finansielle gjeld allerede er estimert, vil det i det påfølgende fokuseres på hvordan selskapets finansielle gjeldsrente vil utvikle seg.

$$\text{Netto finanskostnader}_t = \text{Finansiell gjeldsrente}_t \cdot \text{Finansiell gjeld}_{t-1}$$

Formel 9-9: Budsjettering av netto finanskostnader.

I lønnsomhetsanalysen fra kapittel 8 ble det avdekket at Lerøy har hatt en tidsvektet gjennomsnittlig finansiell gjeldsrenteulempe på -1,2 % over analyseperioden. Ulempen innebærer at den finansielle gjeldsrenten i snitt har vært 1,2 prosentpoeng høyere enn det finansielle gjeldskravet. Til tross for at Lerøy historisk har hatt en finansieringsulempe tilknyttet finansiell gjeld, er det rimelig å anta at selskapet verken vil ha fordeler eller ulemper tilknyttet finansiering på sikt. Det er forventet at effektive kapitalmarkeder og verdibasert rapportering etter reglene i IFRS vil gjøre at forskjeller mellom oppdrettselskapene over tid elimineres. Følgelig vil den årlige fremtidige finansielle gjeldsrenten settes lik det årlige fremtidige finansielle gjeldskravet. For enkelhets skyld, og av konsistenshensyn til Knivsflå (2018r) sitt rammeverk, forutsettes det at renten settes lik kravet fra 2018. Finansielle gjeldskrav over budsjettperioden er estimert i delkapittel 10.2.2. Det påpekes at prognostiserte finansielle gjeldskrav, og følgelig også finansielle gjeldsrenter er lave, og skyldes samme årsaker som diskutert i delkapittel 7.3.1. Tabell 9-8 viser utviklingen i Lerøys netto finanskostnader for perioden 2018-2029.

LERØY	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Finansiell gjeld t-1	5 776 263	6 172 058	5 617 160	5 767 371	5 948 654	6 163 611	6 391 921	6 645 532	6 915 043	7 201 645	7 521 509	7 709 547
* Finansiell gjeldsrente t	0,016	0,017	0,018	0,019	0,020	0,022	0,024	0,027	0,029	0,032	0,032	0,032
= Netto finanskostnad t	93 344	104 493	101 586	110 964	121 323	132 826	153 742	176 472	200 934	227 284	237 379	243 313

Tabell 9-8: Netto finanskostnader til Lerøy i perioden 2018-2029 (Tall i 1000 NOK).

9.4.5.2 Netto finansinntekter

Netto finansinntekt beregnes over budsjettperioden ved å multiplisere finansiell eiendelsrentabilitet med inngående finansielle eiendeler (Knivsflå, 2018r), se formel 9-10. Lerøys fremskrevne finansielle gjeld er allerede kalkulert, og derfor vil de neste avsnittene ta for seg Lerøys fremtidige finansielle eiendelsrentabilitet.

$$\text{Netto finansinntekter}_t = \text{Finansiell eiendelsrentabilitet}_t \cdot \text{Finansielle eiendeler}_{t-1}$$

Formel 9-10: Budsjettering av netto finansinntekter.

I kapittel 8 ble det avdekket at Lerøy har vært i besittelse av en finansieringsfordel tilknyttet finansielle eiendeler på 0,1 % over analyseperioden. Tilsvarende som for finansiell gjeldsrente, antas det at effektive kapitalmarkeder vil resultere i at eiendelsrentabiliteten er lik kravet til finansielle eiendeler. Siden Lerøys finansieringsfordel relatert til finansielle eiendeler er tilnærmet lik 0, vil antagelsen om at rentabiliteten er lik kravet påvirke utviklingen i selskapets fremtidige finansinntekter i liten grad. Igjen forutsettes det at rentabiliteten settes lik kravet allerede fra 2018. Finansielle eiendelskrav over budsjettperioden er estimert i delkapittel 10.2.3. Utviklingen i Lerøys netto finansinntekter for perioden 2018-2029 er vist i tabell 9-9.

LERØY	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Finansielle eiendeler t-1	3 588 4523	665 828	3 144 937	3 046 593	2 961 488	2 888 241	2 815 278	2 783 634	2 753 126	2 723 548	2 700 029	2 767 530
Finansiell												
* eiendelsrentabilitet t	0,007	0,008	0,010	0,011	0,013	0,015	0,018	0,021	0,024	0,027	0,027	0,027
=Netto finansinntekt t	24 194	29 398	30 449	34 563	38 523	42 374	49 783	57 609	65 274	72 684	72 057	73 858

Tabell 9-9: Netto finansinntekter til Lerøy i perioden 2018-2029 (Tall i 1000 NOK).

9.4.5.3 Oppsummering av netto finansresultat

Ettersom netto finanskostnader og netto finansinntekter er estimert, kan Lerøys netto finansresultat for perioden 2018-2029 budsjetteres, se tabell 9-10.

LERØY	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Netto finanskostnad	93 344	104 493	101 586	110 964	121 323	132 826	153 742	176 472	200 934	227 284	237 379	243 313
- Netto finansinntekt	24 194	29 398	30 449	34 563	38 523	42 374	49 783	57 609	65 274	72 684	72 057	73 858
=Netto finansresultat	69 150	75 095	71 137	76 401	82 800	90 452	103 959	118 863	135 660	154 600	165 322	169 455

Tabell 9-10: Netto finansresultat til Lerøy i perioden 2018-2029 (Tall i 1000 NOK).

9.4.6 Minoritetsinteresser

Utvikling i Lerøys minoritetsinteresser i budsjettperioden estimeres ved å multiplisere selskapets fremskrevne minoritetsinteressedel med forventede netto driftseiendeler, se formel 9-11. Minoritetsinteressedelen uttrykkes som forholdet mellom Lerøys minoritetsinteresser og dets netto driftseiendeler. Den budsjetterte minoritetsdelen fastsettes basert på innsikt fra den strategiske regnskapsanalysen (Knivsflå, 2018r).

$$\text{Minoritetsinteresser}_t = \text{Minoritetsinteressedel}_t \cdot \text{Netto driftseiendeler}_t$$

Formel 9-11: Budsjettering av minoritetsinteresser.

Over analyseperioden har Lerøy hatt en tidsvektet gjennomsnittlig minoritetsinteressedel på 7 %, som er signifikant høyere enn bransjens snitt på 2 %. I henhold til Knivsflå (2018r) benyttes bransjensnittet eller et selskaps tidsvektede historiske gjennomsnitt som et passende mål på optimal langsiktig minoritetsinteressedel. At Lerøy har en høyere minoritetsinteressedel enn bransjen skyldes i hovedsak at selskapet driver virksomhet innen flere forretningsområder. Lerøys minoritetsinteressedel har vært relativt stabil gjennom analyseperioden, og det er lite som tyder på at andelen vil endre seg vesentlig i fremtiden. Momentene indikerer at Lerøys tidsvektede gjennomsnitt bør brukes som målestokk for langsiktig minoritetsinteressedel. Det er derfor besluttet at minoritetsinteressedelen i «steady state» skal være på 7 %, og at andelen skal utvikle seg lineært over budsjettperioden. Utviklingen i Lerøys minoritetsinteresser for perioden 2018-2029 er vist i tabell 9-11.

MINORITETSINTERESSER	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Netto driftseiendeler	18 703 206	16 817 843	16 925 519	17 118 428	17 399 043	17 706 151	18 046 251	18 415 560	18 815 533	19 285 921	19 768 069	20 262 271
* Minoritetsdel	0,052	0,054	0,056	0,058	0,059	0,061	0,063	0,066	0,068	0,070	0,070	0,070
= Minoritetsinteresser	972 567	908 164	943 598	984 310	1 030 893	1 080 075	1 141 425	1 206 219	1 274 752	1 350 014	1 383 765	1 418 359

Tabell 9-11: Minoritetsinteresser til Lerøy i perioden 2018-2029 (Tall i 1000 NOK).

9.4.7 Netto minoritetsresultat

Utviklingen i Lerøys netto minoritetsresultat gjennom budsjettperioden beregnes ved å multiplisere fremskrevne minoritetsrentabilitet med inngående minoritetsinteresser (Knivsflå, 2018r), se formel 9-12.

$$\text{Netto minoritetsresultat}_t = \text{Minoritetsrentabilitet}_t \cdot \text{Minoritetsinteresser}_{t-1}$$

Formel 9-12: Budsjettering av netto minoritetsresultat.

Dersom majoriteten klarer å presse ut minoriteten, eller dersom minoritetsinteressene er balanseført til tilnærmet virkelig verdi, vil det i henhold til Knivsflå (2018r) være rimelig å anta at minoritetsrentabiliteten er lik minoritetskravet hvert år i budsjettperioden. I lønnsomhetsanalysen fra kapittel 8 ble det avdekket at Lerøy har hatt en tidsvektet gjennomsnittlig minoritetsrentabilitetsulempe over analyseperioden på -7,7 %. Ulempen skyldes at Lerøys minoritetsrentabilitet i snitt har vært 7,7 prosentpoeng høyere enn minoritetskravet. Til tross for at lønnsomheten i Lerøys datterselskaper over analyseperioden har vært høy, og selv om Lerøy følgelig ville vært tjent med å presse ut minoritetsinteressene for å beholde en større andel av fortjenesten, tilsier ulempen at Lerøy historisk ikke har vært i stand til å presse ut minoriteten. Siden Lerøys datterselskaper forventes å være lønnsomme også i nær fremtid, anses det som lite sannsynlig at Lerøy vil klare å fjerne minoriteten på kort sikt. Lønnsomheten i Lerøys datterselskaper vil trolig være noe lavere på lengre sikt, og derfor forutsettes det at Lerøy vil være i stand å presse ut minoriteten på lang sikt.

At minoritetsrentabiliteten er større enn minoritetskravet indikerer at virkelig verdi av minoritetsinteressene har vært større enn de balanseførte verdiene på minoritetsinteressene (Knivsflå, 2018p). Av den grunn har de balanseførte verdiene på minoritetsinteressene vært undervurdert. Derfor forutsettes det at budsjettert minoritetsrentabilitet tilsvarer tilhørende minoritetskrav, tillagt en strategisk fordel tilknyttet minoritet på 3 % på horisonten (Knivsflå, 2018r). Fremskrevne minoritetskrav er kalkulert i delkapittel 10.1.5. For enkelhets skyld antas det at Lerøys minoritetsrentabilitet vil utvikle seg lineært gjennom budsjettperioden. Utviklingen i Lerøys netto minoritetsresultat for perioden 2018-2029 er illustrert i tabell 9-12.

NETTO MINORITETSRESULTAT	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Minoritetsinteresser t-1	874 828	972 567	908 164	943 598	984 310	1 030 893	1 080 075	1 141 425	1 206 219	1 274 752	1 350 014	1 383 765
* Minoritetsrentabilitet t	0,218	0,206	0,194	0,182	0,170	0,158	0,145	0,133	0,121	0,109	0,109	0,109
= Netto minoritetsresultat t	190 806	200 345	176 080	171 524	167 004	162 424	157 093	152 193	146 225	139 255	147 477	151 164

Tabell 9-12: Netto minoritetsresultat til Lerøy i perioden 2018-2029 (Tall i 1000 NOK).

9.5 Presentasjon av fremtidsregnskap

Basert på beregningene fra foregående delkapitler er det mulig å utarbeide Lerøys forventede fremtidsregnskap for perioden 2018-2029. Fremtidsregnskapet inkluderer resultatregnskap, balanseoppstilling og fri kontantstrøm for hvert enkelt år i prognoseperioden. Fremtidsregnskapet inneholder ingen unormale regnskapsposter på grunn av manglende informasjon og mulighet til å predikere fremtidige unormale omstendigheter.

9.5.1 Fremtidsregnskap

Lerøys fremtidsregnskap for perioden 2018-2029 er presentert i tabell 9-13. Årlig netto betalt utbytte er fastsatt residualt som differansen mellom fullstendig nettoresultat og endring i egenkapital. Endring i egenkapital er hentet fra fremtidsbalansen. Metoden som er lagt til grunn for beregning av netto betalt utbytte resulterer i en betydelig høyere utbetalingsprosent i prognoseperioden enn i analyseperioden. I tabell 9-13 fremstår eksempelvis Lerøys netto betalte utbytte i 2019 som særlig høyt. En av hovedårsakene er at Lerøys netto driftsresultat og øvrige resultater i 2019 er på sitt høyeste nivå i prognoseperioden. I tillegg gjør rammeverkets metodikk og forutsetninger at Lerøys egenkapital i 2019 reduseres betydelig. De budsjetterte netto betalte utbyttene er signifikant høyere enn målsettingen til Lerøy om at selskapets utbytteandel over tid skal ligge på mellom 30-40 % av resultatet. Momentene trekker i retning av at Lerøys fremskrevne netto betalte utbytte over budsjettperioden er overvurdert. Av konsistenshensyn er det likevel besluttet å følge Knivsflås rammeverk, men det tas i betraktning at anvendelse av rammeverket medfører unormalt høye utbytter.

FREMTIDSREGNSKAP	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Driftsinntekter	20 105 947	20 910 185	18 819 166	19 007 358	19 292 468	19 678 318	20 096 482	20 548 653	21 036 683	21 562 600	22 101 665	22 654 207
Netto driftsresultat	3 015 892	3 345 630	2 070 108	1 932 421	1 800 643	1 672 657	1 647 912	1 623 344	1 598 788	1 574 070	1 613 422	1 653 757
+ Netto finansinntekt	24 194	29 398	30 449	34 563	38 523	42 374	49 783	57 609	65 274	72 684	72 057	73 858
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	3 040 086	3 375 028	2 100 558	1 966 984	1 839 166	1 715 031	1 697 695	1 680 953	1 664 061	1 646 754	1 685 478	1 727 615
- Netto finanskostnad	93 344	104 493	101 586	110 964	121 323	132 826	153 742	176 472	200 934	227 284	237 379	243 313
- Netto minoritetsresultat	190 806	200 345	176 080	171 524	167 004	162 424	157 093	152 193	146 225	139 255	147 477	151 164
= Nettoresultat til egenkapital	2 755 936	3 070 190	1 822 891	1 684 496	1 550 839	1 419 781	1 386 860	1 352 287	1 316 902	1 280 215	1 300 623	1 333 138
+ Unormalt nettoresultat til egenkapital	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig nettoresultat	2 755 936	3 070 190	1 822 891	1 684 496	1 550 839	1 419 781	1 386 860	1 352 287	1 316 902	1 280 215	1 300 623	1 333 138
- Netto betalt utbytte	2 453 485	4 857 143	1 999 203	1 798 688	1 605 012	1 463 128	1 393 365	1 347 791	1 301 643	1 228 473	972 762	997 081
= Endring i egenkapital	302 451	-1 786 953	-176 312	-114 192	-54 173	-43 346	-6 506	4 496	15 259	51 743	327 861	336 057

Tabell 9-13: Fremtidsregnskap til Lerøy i perioden 2018-2029 (Tall i 1000 NOK).

9.5.2 Fremtidsbalanse

Videre er Lerøys fremtidsbalanse for sysselsatt kapital og netto driftskapital presentert i tabell 9-14 og 9-15 for perioden 2018-2029. I tabellene er egenkapitalen beregnet residualt ved å subtrahere minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld fra netto driftseiendeler for de enkelte årene.

FREMTIDSBALANSE	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Netto driftseiendeler	18 703 206	16 817 843	16 925 519	17 118 428	17 399 043	17 706 151	18 046 251	18 415 560	18 815 533	19 285 921	19 768 069	20 262 271
+ Finansielle eiendeler	3 665 828	3 144 937	3 046 593	2 961 488	2 888 241	2 815 278	2 783 634	2 753 126	2 723 548	2 700 029	2 767 530	2 836 718
= Sysselsatte eiendeler	22 369 035	19 962 780	19 972 112	20 079 916	20 287 284	20 521 429	20 829 885	21 168 686	21 539 081	21 985 950	22 535 598	23 098 988
Egenkapital	15 224 410	13 437 456	13 261 144	13 146 953	13 092 780	13 049 434	13 042 928	13 047 424	13 062 683	13 114 426	13 442 287	13 778 344
+ Minoritetsinteresser	972 567	908 164	943 598	984 310	1 030 893	1 080 075	1 141 425	1 206 219	1 274 752	1 350 014	1 383 765	1 418 359
+ Finansiell gjeld	6 172 058	5 617 160	5 767 371	5 948 654	6 163 611	6 391 921	6 645 532	6 915 043	7 201 645	7 521 509	7 709 547	7 902 286
= Sysselsatt kapital	22 369 035	19 962 780	19 972 112	20 079 916	20 287 284	20 521 429	20 829 885	21 168 686	21 539 081	21 985 950	22 535 598	23 098 988

Tabell 9-14: Fremtidsbalanse til Lerøy i perioden 2018-2029 - Sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital (Tall i 1000 NOK).

FREMIDTSBALANSE	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Netto driftseiendeler	18 703 206	16 817 843	16 925 519	17 118 428	17 399 043	17 706 151	18 046 251	18 415 560	18 815 533	19 285 921	19 768 069	20 262 271
Egenkapital	15 224 410	13 437 456	13 261 144	13 146 953	13 092 780	13 049 434	13 042 928	13 047 424	13 062 683	13 114 426	13 442 287	13 778 344
+ Minoritetsinteresser	972 567	908 164	943 598	984 310	1 030 893	1 080 075	1 141 425	1 206 219	1 274 752	1 350 014	1 383 765	1 418 359
+ Netto finansiell gjeld	2 506 230	2 472 223	2 720 777	2 987 166	3 275 370	3 576 643	3 861 898	4 161 917	4 478 097	4 821 480	4 942 017	5 065 568
- Netto driftskapital	18 703 206	16 817 843	16 925 519	17 118 428	17 399 043	17 706 151	18 046 251	18 415 560	18 815 533	19 285 921	19 768 069	20 262 271

Tabell 9-15: Fremtidsbalanse til Lerøy i perioden 2018-2029 - Netto driftseiendeler og netto driftskapital (Tall i 1000 NOK).

9.5.3 Fri kontantstrøm

Lerøys forventede fremtidige frie kontantstrøm utarbeides basert på selskapets beregnede fremtidsregnskap og -balanse. Fri kontantstrøm til egenkapital tilsvarer netto betalt utbytte for de ulike årene i budsjettperioden. Tabell 9-16 viser Lerøys frie kontantstrøm for perioden 2018-2029.

FRI KONTANTSTRØM	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Netto driftsresultat	3 015 892	3 345 630	2 070 108	1 932 421	1 800 643	1 672 657	1 647 912	1 623 344	1 598 788	1 574 070	1 613 422	1 653 757
+ Unormalt netto driftsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Endring i netto driftseiendeler	718 608	-1 885 363	107 676	192 909	280 615	307 108	340 100	369 309	399 973	470 388	482 148	494 202
= Fri kontantstrøm fra drift	2 297 284	5 230 993	1 962 432	1 739 512	1 520 028	1 365 549	1 307 812	1 254 035	1 198 815	1 103 682	1 131 274	1 159 555
+ Netto finansinntekt	24 194	29 398	30 449	34 563	38 523	42 374	49 783	57 609	65 274	72 684	72 057	73 858
+ Unormalt netto finansinntekt	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Endring i finansielle eiendeler	77 376	-520 892	-98 343	-85 105	-73 247	-72 963	-31 644	-30 508	-29 578	-23 519	67 501	69 188
Fri kontantstrøm til												
= sysselsatt kapital	2 244 102	5 781 283	2 091 225	1 859 181	1 631 798	1 480 886	1 389 239	1 342 152	1 293 666	1 199 885	1 135 830	1 164 225
- Netto finanskostnad	93 344	104 493	101 586	110 964	121 323	132 826	153 742	176 472	200 934	227 284	237 379	243 313
- Unormalt netto finanskostnad	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Endring i finansiell gjeld	395 795	-554 899	150 211	181 283	214 957	228 310	253 611	269 511	286 602	319 864	188 038	192 739
- Netto minoritetsresultat	190 806	200 345	176 080	171 524	167 004	162 424	157 093	152 193	146 225	139 255	147 477	151 164
Unormalt netto												
- minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Endring i minoritetsinteresser	97 739	-64 403	35 434	40 712	46 584	49 182	61 350	64 794	68 533	75 262	33 750	34 594
Fri kontantstrøm til												
= egenkapital	2 453 485	4 857 143	1 999 203	1 798 688	1 605 012	1 463 128	1 393 365	1 347 791	1 301 643	1 228 473	972 762	997 081

Tabell 9-16: Fri kontantstrøm til Lerøy i perioden 2018-2029 (Tall i 1000 NOK).

10 FREMTIDSKRAV

I kapittel 10 vil fremtidskrav som legges til grunn for verdivurderingen av Lerøy bli beregnet. I verdsettelsessammenheng blir fremtidskrav hovedsakelig benyttet som diskonteringsrente i fremtidige kontantstrømmer. Ettersom et selskaps egenkapitalverdi estimeres ved å neddiskontere selskapets forventede fremtidige kontantstrømmer, er fremtidskrav avgjørende i verdivurderingsprosessen (Knivsflå, 2018s).

I de påfølgende delkapitlene predikeres avkastningskravene som ble presentert i kapittel 7. Avkastningskravene er relatert til egenkapital, minoritetsinteresser, finansiell gjeld, finansielle eiendeler, netto finansiell gjeld, netto driftskapital og sysselsatt kapital. Utarbeidelsen av fremtidskravene bygger på det samme teoretiske grunnlaget som gjaldt for avkastningskravene i kapittel 7. Av den grunn vil utarbeidelsen av fremtidskravene følge tilsvarende fremgangsmåte som de historiske kravene. Siden relevante teorier og fremgangsmåter allerede er gjort rede for i kapittel 7, vil de presenterte utregningene i kapittel 10 ikke være like detaljerte.

Ettersom fremtidskravene i kapittel 10 baserer seg på fremtidsregnskapet fra kapittel 9, beregnes avkastningskravene ved bruk av budsjetterte vekter. Kapittel 10 består av fire hoveddeler. I den første delen vil avkastningskrav knyttet til egenkapital og minoritet beregnes, mens i den andre delen vil finansielle krav bli kalkulert. Del 3 omfatter utarbeidelse av selskapskrav. Basert på tallmateriale hentet fra presentert fremtidsregnskap samt estimerte fremtidskrav, vil det i del 4 utføres en analyse av Lerøys fremtidige strategiske fordel. I motsetning til kravene i kapittel 7, som ble beregnet på basis av gjennomsnittlig kapital, blir fremtidskravene estimert med utgangspunkt i inngående kapital. Ved beregning av historiske avkastningskrav forutsettes det at alle kontantstrømmer skjer midt i året, altså 30.06. Ved estimering av fremtidsregnskap og -krav forutsettes det imidlertid at alle kontantstrømmer blir realisert ved slutten av året, altså den 31.12, slik at diskontering kan skje på vanlig måte, det vil si fra årsslutt til årsslutt (Knivsflå, 2018p; Knivsflå, 2018q).

10.1 Fremtidskrav til egenkapital og minoritet

Tilsvarende som for beregningene av historiske egenkapital- og minoritetskrav, vil fremtidskrav til egenkapital og minoritet kalkuleres med utgangspunkt i kapitalverdimodellen. Ettersom kapitalverdimodellen består av komponentene risikofri rente, markedets

risikopremie, egenkapitalbeta og illikviditetspremie, blir det i de neste delkapitlene predikert verdier for de fire variablene som inngår i modellen. Det forutsettes at fremtidig minoritetsbeta tilsvarer tilhørende egenkapitalbeta. Videre forventes det at illikviditetspremien til majoritet er 0 % og illikviditetspremien til minoritet er 2 %, tilsvarende som i kapittel 7.

10.1.1 Fremtidig risikofri rente

Ved estimering av fremtidig risikofri rente tas det, av konsistenshensyn til Knivsflås rammeverk og beregningene i kapittel 7, utgangspunkt i 3M NIBOR. Det forventes at den risikofrie renten over tid er tilbakevendende til gjennomsnittet, og at den i «steady state» vil være konstant (Knivsflå, 2018s).

Som et resultat av at dagens rentenivå er betydelig lavere enn det historiske gjennomsnittet, er det utfordrende å fremskrive den risikofrie renten. Siden det historiske normalnivået til renten er vesentlig høyere enn dagens nivå, er det nærliggende å forvente at rentenivået i Norge vil øke i tiden fremover. På kort sikt antas renten å øke svakt, men på mellomlang og lang sikt forventes den å øke sterkere. På mellomlang sikt i 2023 antas renten å være på 2 %. For å estimere den risikofrie renten i år T, det vil si i år 2027, tas det utgangspunkt i formelen som fremkommer av rammeverket til Knivsflå (2018s). I formelen vil gjennomsnittlig 3M NIBOR i perioden 1996-2017 tillegges en vekt på 2/3, mens snittet av en 10-årig norsk statsobligasjonsrente og en 30-årig amerikansk statsobligasjonsrente vektet med 1/3, se formel 10-1.

$$\text{Normalrente i år T} = \frac{2}{3} \cdot \text{Gjennomsnittlig 3M NIBOR} + \frac{1}{3} \cdot \frac{(\text{10-årig statsobligasjonsrente} + \text{30-årig amerikansk statsobligasjonsrente})}{2}$$

2

Formel 10-1: Langsiktig normalrente.

I formel 10-1 settes gjennomsnittlig historisk 3M NIBOR til 3,7 % (Knivsflå, 2018s). Den nåværende renten for en 10-årig norsk og 30-årig amerikansk statsobligasjon er på henholdsvis 1,95 % og 3,04 % (Norges Bank, 2018d; Consumer News and Business Channel, 2018). Normalrenten i år T ventes dermed å bli på 3,3 %. Til tross for at en risikofri rente på 3,3 % kan virke rimelig i år 2027 da den høyst sannsynlig vil øke gradvis fra dagens nivå, presiseres det at den estimerte normalrenten i terminalåret er lavere enn gjennomsnittlig

historisk 3M NIBOR på 3,7 %. Dersom den langsiktige renten i «steady state» er for lav, vil avkastningskravene bli kunstig lave. Lave avkastningskrav vil videre gjøre det endelige verdiesimatet av Lerøys egenkapital overvurdert. Det som imidlertid taler for at den predikerte normalrenten ikke er for lav, og at den følgelig kan aksepteres, er at normalrenten er vesentlig høyere enn lange statsobligasjonsrenter. Lange statsobligasjonsrenter forventes å gi en god indikasjon på hvordan rentenivået vil utvikle seg over tid. Det er derfor nærliggende å hevde at en langsiktig risikofri rente på 3,3 % i «steady state» kan forsvares.

For å kalkulere risikofri rente etter skatt over budsjettperioden, er det videre essensielt å predikere fremtidig selskapsskattesats samt fradraget for bankenes kredittrisikopremie. Til tross for at skattesatsen kan bli satt ytterligere ned for at den skal tilpasses et europeisk nivå, anses det i mangel på konkret informasjon som mest nærliggende å forutsette at dagens skattenivå på 23 % vil gjelde i fremtiden. I beregning av bankenes kredittrisikopremie antas det at en gjennomsnittlig bankrating på AA vil gjøre seg gjeldende over prognoseperioden. Tabell 10-1 viser endelig beregning av risikofri rente etter skatt for perioden 2018-2029.

RISIKOFRI RENTE	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
3M NIBOR	0,013	0,014	0,016	0,017	0,019	0,020	0,023	0,027	0,030	0,033	0,033	0,033
- Kredittrisikopremie (AA)	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	0,008	0,009	0,011	0,012	0,014	0,015	0,018	0,022	0,025	0,028	0,028	0,028
- Skatt	0,002	0,002	0,002	0,003	0,003	0,003	0,004	0,005	0,006	0,006	0,006	0,006
= Risikofri rente etter skatt	0,006	0,007	0,008	0,009	0,010	0,012	0,014	0,017	0,019	0,022	0,022	0,022

Tabell 10-1: Risikofri rente etter skatt i perioden 2018-2029.

10.1.2 Fremtidig risikopremie til markedet

Siden det er utfordrende å predikere hvordan markedets risikopremie utvikler seg, anses dagens nivå som den beste prediksjon (Knivsflå, 2018s). Det forutsettes at markedets risikopremie er konstant i fremtiden. I kapittel 7 ble det funnet at markedets risikopremie i 2017 var 5,1 %. Fremtidig risikopremie til markedet antas å ligge på samme nivå som i 2017.

Det er flere årsaker til at en langsiktig risikopremie i størrelsesordenen rundt 5 % virker rimelig. I henhold til PwC (2017, s. 7) er den nåværende risikopremien på 5 %, og ifølge selskapet er det lite som tyder på at den fremtidige risikopremien til markedet vil avvike betydelig fra dagens nivå. Også Kaldestad og Møller (2016, s. 171) samt Knivsflå (2018s) peker på at risikopremien til markedet over tid trolig vil ligge på om lag 5 %. Momentene tilsier at en fremtidig markedsrisikopremie på 5,1 % kan forsvares. Utviklingen i markedets risikopremie for perioden 2018-2029 er vist i tabell 10-2.

	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Markedets risikopremie	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051

Tabell 10-2: Markedets risikopremie etter skatt i perioden 2018-2029.

10.1.3 Egenkapitalbeta

I beregningen av årlig fremtidig egenkapitalbeta tas det utgangspunkt i antagelsen om at netto driftsbeta er konstant over hele budsjettperioden. En tilsvarende antagelse ble lagt til grunn for beregningene av de historiske årlige egenkapitalbetaverdiene i kapittel 7, der netto driftsbeta var konstant over hele analyseperioden. Antagelsen baserer seg på Miller-Modiglianis første proposisjon, som fastslår at verdien av et selskap ikke avhenger av hvordan det er finansiert. I analyseperioden ble Lerøys historiske netto driftsbeta beregnet til 0,542, og følgelig vil også selskapets netto driftsbeta over prognoseperioden være konstant på 0,542. Med utgangspunkt i tallmateriale hentet fra Lerøys fremtidsbalanse, samt beregninger av selskapets netto finansielle gjeldsbeta fra delkapittel 10.2.4, viser tabell 10-3 Lerøys årlige estimerte egenkapitalbetaverdier for perioden 2018-2029.

LERØY	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Egenkapitalbeta	0,626	0,638	0,650	0,663	0,676	0,689	0,701	0,713	0,726	0,739	0,739	0,739
* Egenkapitalvekt	0,814	0,799	0,784	0,768	0,753	0,737	0,723	0,709	0,694	0,680	0,680	0,680
+ Minoritetsbeta	0,626	0,638	0,650	0,663	0,676	0,689	0,701	0,713	0,726	0,739	0,739	0,739
* Minoritetsvekt	0,052	0,054	0,056	0,058	0,059	0,061	0,063	0,066	0,068	0,070	0,070	0,070
+ Netto finansiell gjeldsbeta	-0,004	-0,016	-0,024	-0,031	-0,036	-0,039	-0,043	-0,046	-0,048	-0,049	-0,049	-0,049
* Netto finansiell gjeldsvekt	0,134	0,147	0,161	0,175	0,188	0,202	0,214	0,226	0,238	0,250	0,250	0,250
= Netto driftskapitalbeta	0,542	0,542	0,542	0,542	0,542	0,542	0,542	0,542	0,542	0,542	0,542	0,542

Tabell 10-3: Årlig egenkapitalbeta til Lerøy i perioden 2018-2029.

10.1.4 Illikviditetspremie

Det forutsettes at illikviditetspremiene som ble lagt til grunn i analyseperioden også gjelder for prognoseperioden. Årsaken er at de forhold som ga opphav til illikviditetspremie i perioden 2012-2017 også vil være til stede på lengre sikt. Derfor settes fremtidig illikviditetspremie for majoritet til 0 %, mens illikviditetspremien tilknyttet minoritet settes til 2 %.

10.1.5 Fremtidskrav til egenkapital og minoritet

Med utgangspunkt i beregninger i foregående delkapitler i kapittel 10, er det mulig å estimere Lerøys fremtidskrav til egenkapital og minoritet. Ettersom fri kontantstrøm til egenkapital er beregnet etter selskapsskatt, men før eierskatt, er det essensielt at kravet til egenkapital er kalkulert på tilsvarende måte. Følgelig må det tas stilling til hvorvidt eierskatt skal inkluderes i Lerøys egenkapitalkrav. Siden Lerøy hovedsakelig eies av aksjeselskaper og institusjonelle investorer, vil fritaksmodellen medføre at majoriteten av Lerøys eiere er fritatt for beskatning av aksjeutbytte og gevinst på aksjer. Av den grunn vil den samlede effektive eierskatten være marginal, og det forutsettes derfor at eierskatten settes lik 0 ved beregninger av fremtidskrav til egenkapital og minoritet.

Til tross for at det er besluttet å ignorere eierskatt i den videre analysen, eksisterer det en såkalt treprosentregel som går ut på at 3 % av netto aksjeinntekter som er fritatt for skatt under fritaksmodellen, likevel skal anses som skattepliktig inntekt. En viktig bemerkning er imidlertid at treprosentregelen ikke får anvendelse i konsernforhold, verken for gevinst eller utbytte (Stortinget, 2011). Siden Lerøy i utredningen analyseres på konsernnivå, vil ytterligere påslag ved anvendelse av treprosentregelen ikke tas hensyn til i den påfølgende analysen.

Tabell 10-4 viser utviklingen i Lerøys fremtidskrav knyttet til egenkapital og minoritet for perioden 2018-2029. Av tabellen fremgår det at kravene øker betydelig over budsjettperioden. Hovedårsaken til økningen er at både risikofri rente og Lerøys egenkapitalbeta forventes å øke i løpet av perioden. Risikofri rente øker fordi den over tid antas å konvergere mot det historiske rentenivået, mens egenkapitalbetaen øker som følge av at predikert netto finansiell gjeldsvekt vokser over budsjettperioden. Økt gjeldsdel medfører økt risiko til egenkapitalen, som følgelig innebærer at investorer forventer risikokompensasjon i form av økte avkastningskrav.

KRAV TIL EGENKAPITAL OG MINORITET	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Risikofri rente etter skatt	0,006	0,007	0,008	0,009	0,010	0,012	0,014	0,017	0,019	0,022	0,022	0,022
+ Egenkapitalbeta	0,626	0,638	0,650	0,663	0,676	0,689	0,701	0,713	0,726	0,739	0,739	0,739
* Markedets risikopremie	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051
+ Illikviditetspremie (majoritet)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
= Egenkapitalkrav	0,038	0,039	0,041	0,043	0,045	0,047	0,050	0,053	0,056	0,059	0,059	0,059
+ 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	0,058	0,059	0,061	0,063	0,065	0,067	0,070	0,073	0,076	0,079	0,079	0,079

Tabell 10-4: Egenkapital- og minoritetskrav til Lerøy i perioden 2018-2029.

10.2 Finansielle fremtidskrav

Lerøys fremtidige finansielle avkastningskrav tar utgangspunkt i fremtidsregnskapet, og blir beregnet ved lik fremgangsmåte som de historiske kravene fra kapittel 7. I det påfølgende vil Lerøys syntetiske rating for prognoseperioden fastsettes. Deretter beregnes selskapets fremtidskrav til finansiell gjeld og finansielle eiendeler, samt tilhørende betaverdier. Basert på kravene til finansiell gjeld og finansielle eiendeler, vil fremtidskrav til netto finansiell gjeld kalkuleres. Med utgangspunkt i de fastsatte betaverdiene til finansiell gjeld og finansielle eiendeler, vil det avslutningsvis være mulig å estimere netto finansiell gjeldsbeta. Det er avgjørende å ha tallfestet Lerøys netto finansielle gjeldsbeta før de årlige fremtidige egenkapitalbetaverdiene beregnes residualt.

10.2.1 Syntetisk rating

Den syntetiske ratingen danner grunnlag for beregning av fremtidskrav til finansiell gjeld og finansielle eiendeler. I likhet med den historiske syntetiske ratingen, består den predikerte ratingen av de fire forholdstallene likviditetsgrad 1, rentedeckningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet.

Siden beregning av likviditetsgrad 1 baserer seg på andre balanseposter enn de som er utarbeidet i kapittel 9, forutsettes det at Lerøys fremtidige likviditetsgrad gradvis vil konvergere mot selskapets historiske tidsvektede gjennomsnitt på 2,789. Videre er Lerøys prognostiserte rentedeckningsgrad skjøvet ett år frem i tid for å unngå problemer med endogenitet. Bakgrunnen for tidsforskyvingen er at Lerøys fremtidige netto finanskostnad, som det er nødvendig å estimere før utarbeidelsen av fremtidsregnskapet, avhenger av den predikerte ratingkarakteren. Videre fastsettes nøkkeltallene egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet basert på tall hentet fra Lerøys fremtidsregnskap.

SYNTEISK RATING	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Likviditetsgrad 1	3,324	A 3,240	A 3,183	A 3,125	A 3,068	A 3,010	A 2,961	A 2,911	A 2,862	A 2,812	A 2,789	A 2,789
Rentedekningsgrad	32,568	AAA 32,299	AAA 20,678	AAA 17,726	AAA 15,159	AAA 12,912	AAA 11,043	AAA 9,518	AA 8,269	AA 7,229	AA 7,100	AA 7,100
Egenkapitalprosent	0,561	A 0,556	A 0,551	BBB 0,545	BBB 0,539	BBB 0,533	BBB 0,527	BBB 0,521	BBB 0,515	BBB 0,509	BBB 0,509	BBB 0,509
Netto driftsrentabilitet	0,168	A 0,179	A 0,123	BBB 0,114	BBB 0,105	BBB 0,096	BBB 0,093	BBB 0,090	BBB 0,087	BBB 0,083	BBB 0,084	BBB 0,084
Samlet	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A

Tabell 10-5: Syntetisk rating til Lerøy i perioden 2018-2029.

Tabell 10-5 viser Lerøys syntetiske rating for perioden 2018-2029. Til tross for at Lerøys rentedeckningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet er svekket i løpet av perioden, oppnår selskapet i samtlige år en ratingkarakter på A. En syntetisk ratingkarakter på

A tilsier lav kredittisiko, og i henhold til rammeverket til Knivsflå (2018s) vil kreditorene følgelig forvente en lang kredittisikopremie på 1 %.

10.2.2 Fremtidskrav til finansiell gjeld

Etter å ha gjennomført Lerøys syntetiske rating, er det mulig å tallfeste selskapets fremtidige finansielle gjeldskrav. Tabell 10-6 viser forventet utvikling i Lerøys finansielle gjeldskrav for perioden 2018-2029.

KRAV TIL FINANSIELL GJELD	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Syntetisk rating	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A
Risikofri rente etter skatt	0,006	0,007	0,008	0,009	0,010	0,012	0,014	0,017	0,019	0,022	0,022	0,022
+ Kredittisikopremie (lang)	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
= Finansielt gjeldskrav	0,016	0,017	0,018	0,019	0,020	0,022	0,024	0,027	0,029	0,032	0,032	0,032

Tabell 10-6: Finansielt gjeldskrav til Lerøy i perioden 2018-2029.

Av tabell 10-6 fremkommer det at avkastningskravet til finansiell gjeld dobler seg i løpet av budsjettperioden. At kravet øker betydelig over perioden skyldes at den risikofrie renten forventes gradvis å øke gjennom budsjettperioden.

Videre viser tabell 10-7 utviklingen i Lerøys finansielle gjeldsbeta over prognoseperioden. I beregningen av finansiell gjeldsbeta forutsettes det at markedets fremtidige risikodel forblir uendret sammenlignet med den historiske risikodelen som ble lagt til grunn i kapittel 7.

FINANSIELL GJELDSBETA	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Kredittisikopremie (lang)	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 risikodel	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015
/ Markedets risikopremie	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051
= Finansiell gjeldsbeta	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003

Tabell 10-7: Finansiell gjeldsbeta til Lerøy i perioden 2018-2029.

10.2.3 Fremtidskrav til finansielle eiendeler

Ved utarbeidelse av fremtidskrav til finansielle eiendeler kalkuleres kontantkrav, fordringskrav og investeringskrav på tilsvarende måte som i kapittel 7. Beregning av fremtidig kontantvekt, fordringsvekt og investeringsvekt skiller seg imidlertid ut fra den tidligere fremgangsmåten. Mens Lerøys respektive vektning av kontanter, fordringer og investeringer for de ulike årene ble lagt til grunn for analysene i kapittel 7, antas det at de tre vektene vil være tilbakevendende til de historiske tidsvektede bransjegjennomsnittene i

fremtiden. Det er lagt til grunn en lineær utvikling over budsjettperioden. Gradvis konvergering mot historisk bransjesnitt medfører at Lerøys fremtidige kontantvekt reduseres betydelig, mens selskapets predikerte fordringsvekt og investeringsvekt øker tilsvarende. Effektene av vektingen er at fremtidskravet til finansielle eiendeler øker signifikant i løpet av budsjettperioden. Tabell 10-8 viser forventet utvikling i Lerøys finansielle eiendelskrav for perioden 2018-2029.

KRAV TIL FINANSIELLE EIENDELER	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Kontantkrav	0,006	0,007	0,008	0,009	0,010	0,012	0,014	0,017	0,019	0,022	0,022	0,022
* Kontantvekt	0,979	0,969	0,959	0,949	0,938	0,928	0,918	0,908	0,898	0,887	0,887	0,887
+ Fordringskrav	0,020	0,021	0,022	0,023	0,024	0,026	0,028	0,031	0,033	0,036	0,036	0,036
* Fordringsvekt	0,013	0,013	0,014	0,014	0,015	0,016	0,016	0,017	0,017	0,018	0,018	0,018
+ Investeringskrav	0,057	0,058	0,059	0,060	0,061	0,063	0,065	0,068	0,070	0,073	0,073	0,073
* Investeringsvekt	0,008	0,018	0,027	0,037	0,047	0,057	0,067	0,076	0,086	0,096	0,096	0,096
= Finansielt eiendelskrav	0,007	0,008	0,010	0,011	0,013	0,015	0,018	0,021	0,024	0,027	0,027	0,027

Tabell 10-8: Finansielt eiendelskrav til Lerøy i perioden 2018-2029.

I tabell 10-9 er Lerøys fremtidige finansielle eiendelsbeta beregnet. Tilsvarende som i kapittel 7 forutsettes det at investeringsbetaen settes lik 1, og siden kontanter anses som et risikofritt aktivum settes kontantbetaen til 0. Videre fastsettes fordringsbetaen basert på kredittrisikopremie til fordringene, markedets risikodel og markedets risikopremie. Ettersom Lerøys fordringer i hovedsak har vært langsiktige over analyseperioden, forutsettes det at de også vil være langsiktige i budsjettperioden. Derfor vil en lang kredittrisikopremie tilknyttet fordringer legges til grunn. Det presiseres at kredittrisikopremien beregnes på bakgrunn av motpartens kredittrisiko, og at premien baserer seg på en BBB-rating. En BBB-rating benyttes fordi den tilsvarer normalratingen blant selskapene notert på Oslo Børs.

FINANSIELL EIENDELSBETA	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Kredittrisikopremie (fordring, lang)	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
* Markedets risikodel	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015	0,015
/ Markedets risikopremie	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051	0,051
= Fordringsbeta	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004	0,004
* Fordringsvekt	0,013	0,013	0,014	0,014	0,015	0,016	0,016	0,017	0,017	0,018	0,018	0,018
+ 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	0,979	0,969	0,959	0,949	0,938	0,928	0,918	0,908	0,898	0,887	0,887	0,887
+ 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	0,008	0,018	0,027	0,037	0,047	0,057	0,067	0,076	0,086	0,096	0,096	0,096
= Finansiell eiendelsbeta	0,008	0,018	0,028	0,037	0,047	0,057	0,067	0,076	0,086	0,096	0,096	0,096

Tabell 10-9: Finansiell eiendelsbeta til Lerøy i perioden 2018-2029.

Av tabell 10-9 fremgår det at Lerøys finansielle eiendelsbeta øker signifikant over budsjettperioden. Det er de endrede vektene av selskapets fremtidige finansielle eiendeler som bidrar til de økte finansielle eiendelsbetaverdiene.

10.2.4 Fremtidskrav til netto finansiell gjeld

Basert på beregnede fremtidskrav til finansiell gjeld og finansielle eiendeler, samt vekting av inngående balanseverdier av finansiell gjeld og finansielle eiendeler, er det mulig å estimere fremtidige avkastningskrav til netto finansiell gjeld. Tabell 10-10 viser forventet utvikling i Lerøys krav til netto finansiell gjeld for perioden 2018-2029.

KRAV TIL NETTO FINANSIELL GJELD	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Finansielt gjeldskrav	0,016	0,017	0,018	0,019	0,020	0,022	0,024	0,027	0,029	0,032	0,032	0,032
* Finansiell gjeldsvekt	2,463	2,272	2,120	1,991	1,882	1,787	1,721	1,662	1,608	1,560	1,560	1,560
- Finansielt eiendelskrav	0,007	0,008	0,010	0,011	0,013	0,015	0,018	0,021	0,024	0,027	0,027	0,027
* Finansiell eiendelsvekt	1,463	1,272	1,120	0,991	0,882	0,787	0,721	0,662	0,608	0,560	0,560	0,560
= Netto finansielt gjeldskrav	0,030	0,028	0,027	0,027	0,027	0,027	0,029	0,030	0,032	0,034	0,034	0,034

Tabell 10-10: Netto finansielt gjeldskrav til Lerøy i perioden 2018-2029.

Av tabell 10-10 kommer det frem at Lerøys netto finansielle gjeldskrav holder seg på et forholdsvis stabilt nivå over budsjettperioden. Videre fremkommer det at gjeldskravet kun er 0,4 prosentpoeng høyere i «steady state» enn i budsjettperiodens første år, altså 2018.

Lerøys forventede fremtidige netto finansielle gjeldsbeta er presentert i tabell 10-11. Tabellen viser at betaverdiene er avtakende og negative i samtlige år i prognoseperioden.

NETTO FINANSIELL GJELDSBETA	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Finansiell gjeldsbeta	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003
* Finansiell gjeldsvekt	2,463	2,272	2,120	1,991	1,882	1,787	1,721	1,662	1,608	1,560	1,560	1,560
- Finansiell eiendelsbeta	0,008	0,018	0,028	0,037	0,047	0,057	0,067	0,076	0,086	0,096	0,096	0,096
* Finansiell eiendelsvekt	1,463	1,272	1,120	0,991	0,882	0,787	0,721	0,662	0,608	0,560	0,560	0,560
= Netto finansiell gjeldsbeta	-0,004	-0,016	-0,024	-0,031	-0,036	-0,039	-0,043	-0,046	-0,048	-0,049	-0,049	-0,049

Tabell 10-11: Netto finansiell gjeldsbeta til Lerøy i perioden 2018-2029.

10.3 Fremtidskrav til netto driftskapital og sysselsatt kapital

Etter beregning av egenkapital- og minoritetskrav samt finansielle krav for prognoseperioden, estimeres fremtidige selskapskrav. I det påfølgende vil selskapskravene netto driftskapitalkrav og sysselsatt kapitalkrav kalkuleres.

Krav til avkastning på netto driftskapital beregnes ved å multiplisere kravet til egenkapital, minoritet og netto finansiell gjeld med tilhørende balanseverdier (Knivsfå, 2018s). Tabell 10-12 viser forventet utvikling i Lerøys netto driftskapitalkrav for perioden 2018-2029.

NETTO DRIFTSKAPITALKRAV	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Egenkapitalkrav	0,038	0,039	0,041	0,043	0,045	0,047	0,050	0,053	0,056	0,059	0,059	0,059
* Egenkapitalvekt	0,814	0,799	0,784	0,768	0,753	0,737	0,723	0,709	0,694	0,680	0,680	0,680
+ Minoritetskrav	0,058	0,059	0,061	0,063	0,065	0,067	0,070	0,073	0,076	0,079	0,079	0,079
* Minoritetsvekt	0,052	0,054	0,056	0,058	0,059	0,061	0,063	0,066	0,068	0,070	0,070	0,070
+ Netto finansielt gjeldskrav	0,030	0,028	0,027	0,027	0,027	0,027	0,029	0,030	0,032	0,034	0,034	0,034
* Netto finansiell gjeldsvekt	0,134	0,147	0,161	0,175	0,188	0,202	0,214	0,226	0,238	0,250	0,250	0,250
= Netto driftskapitalkrav	0,038	0,039	0,040	0,041	0,043	0,044	0,047	0,049	0,052	0,054	0,054	0,054

Tabell 10-12: Netto driftskapitalkrav til Lerøy i perioden 2018-2029.

Tabell 10-12 avdekker at Lerøys netto driftskapitalkrav øker jevnt over prognoseperioden, fra 3,8 % i 2018 til 5,4 % i 2029. Bakgrunnen for økningen er at de underliggende avkastningskravene øker i løpet av budsjettperioden.

Videre viser tabell 10-13 Lerøys sysselsatte kapitalkrav for perioden 2018-2029. Krav til avkastning på sysselsatt kapital beregnes ved å multiplisere kravet til egenkapital, minoritet og finansiell gjeld med tilhørende balanseverdier (Knivsfå, 2018s). Av tabellen fremkommer det at fremtidskravet til sysselsatt kapital er stigende over prognoseperioden, der det øker fra 3,3 % i 2018 til 5,1 % i 2029.

SYSSELSATT KAPITALKRAV	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Egenkapitalkrav	0,038	0,039	0,041	0,043	0,045	0,047	0,050	0,053	0,056	0,059	0,059	0,059
* Vekt til egenkapital	0,681	0,673	0,664	0,655	0,645	0,636	0,626	0,616	0,606	0,596	0,596	0,596
+ Minoritetskrav	0,058	0,059	0,061	0,063	0,065	0,067	0,070	0,073	0,076	0,079	0,079	0,079
* Vekt til minoritet	0,043	0,045	0,047	0,049	0,051	0,053	0,055	0,057	0,059	0,061	0,061	0,061
+ Finansielt gjeldskrav	0,016	0,017	0,018	0,019	0,020	0,022	0,024	0,027	0,029	0,032	0,032	0,032
* Vekt til finansiell gjeld	0,276	0,281	0,289	0,296	0,304	0,311	0,319	0,327	0,334	0,342	0,342	0,342
= Sysselsatt kapitalkrav	0,033	0,034	0,036	0,037	0,038	0,040	0,043	0,045	0,048	0,051	0,051	0,051

Tabell 10-13: Sysselsatt kapitalkrav til Lerøy i perioden 2018-2029.

Tabell 10-14 sammenfatter de estimerte fremtidskravene for Lerøy over prognoseperioden. Kravene som fremgår av tabellen er basert på budsjetterte vekter. De budsjetterte vektene vil gjennom en konvergeringsprosess i kapittel 11 omgjøres til virkelige verdivekter. Det er de virkelige vektene som skal benyttes ved beregning av det endelige verdiestimatet på egenkapitalen til Lerøy per 31.12.2017. Grunnet forutsetninger som er lagt til grunn i anvendt rammeverk, påpekes det at de estimerte fremtidskravene fremstår som lave. Av konsistenshensyn til rammeverket er det likevel besluttet å benytte fremtidskravene i den

videre analysen. Det påpekes imidlertid at de lave avkastningskravene er tatt høyde for ved prognostisering av de ni utvalgte budsjettdriverne, noe som gjør at verdiestimatet likevel kan anses som troverdig.

OPPSUMMERING AV FREMTIDSKRAV	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Egenkapitalkrav	0,038	0,039	0,041	0,043	0,045	0,047	0,050	0,053	0,056	0,059	0,059	0,059
Minoritetskrav	0,058	0,059	0,061	0,063	0,065	0,067	0,070	0,073	0,076	0,079	0,079	0,079
Finansielt gjeldskrav	0,016	0,017	0,018	0,019	0,020	0,022	0,024	0,027	0,029	0,032	0,032	0,032
Netto finansielt gjeldskrav	0,030	0,028	0,027	0,027	0,027	0,027	0,029	0,030	0,032	0,034	0,034	0,034
Finansielt eiendelskrav	0,007	0,008	0,010	0,011	0,013	0,015	0,018	0,021	0,024	0,027	0,027	0,027
Netto driftskapitalkrav	0,038	0,039	0,040	0,041	0,043	0,044	0,047	0,049	0,052	0,054	0,054	0,054
Syssele satt kapitalkrav	0,033	0,034	0,036	0,037	0,038	0,040	0,043	0,045	0,048	0,051	0,051	0,051

Tabell 10-14: Oppsummering av fremtidskrav til Lerøy i perioden 2018-2029.

10.4 Fremtidig strategisk fordel

De presenterte fremtidsregnskapene fra kapittel 9 vil sammen med de estimerte fremtidskravene fra de foregående delkapitlene danne grunnlag for å fastslå Lerøys fremtidige strategiske fordel. En rimelig antagelse er at et selskap ikke vil være i besittelse av en varig strategisk fordel. Årsaken er at konkurransen i ulike bransjer på lang sikt forventes å være så intens at selskapene som opererer i den ikke vil være i stand til å oppnå en egenkapitalrentabilitet som er høyere enn egenkapitalkravet. Dersom et selskap imidlertid for eksempel lykkes med effektivt å utestenge nyetableringer eller dersom selskapet innehar unik kjernekompetanse, vil det likevel kunne ha en varig strategisk fordel (Knivsflå, 2018s).

I de videre avsnittene diskuteres det hvorvidt Lerøy er i besittelse av en strategisk fordel som forventes å vedvare. I likhet med i kapittel 8, dekomponeres Lerøys fremtidige strategiske fordel i en ren strategisk driftsfordel, en gearingfordel og en finansieringsfordel. Tabell 10-15 viser Lerøys dekomponerte strategiske fordel for perioden 2018-2029.

STRATEGISK FORDEL	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Netto driftsrentabilitet	0,168	0,179	0,123	0,114	0,105	0,096	0,093	0,090	0,087	0,084	0,084	0,084
- Netto driftskapitalkrav	0,038	0,039	0,040	0,041	0,043	0,044	0,047	0,049	0,052	0,054	0,054	0,054
= Ren strategisk fordel drift	0,130	0,140	0,083	0,073	0,063	0,052	0,047	0,041	0,035	0,029	0,029	0,029
+ Gearingfordel drift	0,030	0,035	0,023	0,022	0,021	0,019	0,018	0,017	0,015	0,014	0,014	0,014
= Samlet driftsfordel	0,159	0,175	0,106	0,095	0,083	0,071	0,064	0,058	0,050	0,043	0,043	0,043
+ Finansieringsfordel	-0,010	-0,010	-0,009	-0,009	-0,008	-0,008	-0,007	-0,006	-0,004	-0,003	-0,003	-0,003
= Strategisk fordel	0,149	0,165	0,096	0,086	0,075	0,063	0,058	0,052	0,046	0,040	0,040	0,040

Tabell 10-15: Strategisk fordel til Lerøy i perioden 2018-2029.

Av tabell 10-5 fremkommer det at Lerøys strategiske fordel gradvis reduseres gjennom budsjettperioden. Videre fremkommer det at Lerøy i «steady state» vil være i besittelse av en

varig strategisk fordel på 4 %. Av fordelene på 4 % utgjør den rene strategiske driftsfordelen 2,9 %, mens gearingfordelen tilknyttet drift utgjør om lag 1,4 %. I tillegg har Lerøy en marginal finansieringsulempe på -0,3 %. Den driftsrelaterte gearingfordelen påvirkes imidlertid i stor grad av størrelsen på den rene strategiske driftsfordelen. Følgelig vil en høy strategisk driftsfordel resultere i en høy gearingfordel, noe som igjen medfører at den samlede driftsfordelen øker ytterligere. En viktig bemerkning er likevel at Lerøys fremtidige strategiske fordel virker å være noe overvurdert på grunn av rammeverkets forutsetninger, som resulterer i blant annet lave netto driftskapitalkrav. Grunnet oppdrettsbransjens sykliske karakter forventes det ikke at den strategiske fordel vil være stabil på lang sikt, men beregningene i «steady state» representerer likevel et fremtidig gjennomsnitt.

Til tross for at lakseprisen over budsjettperioden er ventet å bli redusert fra 63 til om lag 46 kroner per kilo, bidrar en betydelig forventet volumøkning til at Lerøy oppnår en strategisk fordel over hele perioden. Den viktigste faktoren for Lerøys fremtidige volumøkning er mer effektiv utnyttelse av selskapets ekspanderende hvitfiskvirksomhet. I tillegg forventes den biologiske produksjonen å bli mer robust over tid, noe som resulterer i økt produksjonsvolum. Ettersom det er forventet at Lerøys ressursfordeler på lang sikt vil kunne utlignes, vil den varige driftsfordelen i stor grad bestå av en driftsrelatert bransjefordel. Det antas at konsesjonssystemet vil sørge for at tilbudsveksten forblir forholdsvis begrenset. Sammen med sterk etterspørselsvekst medfører begrenset tilbudsvekst at lakseprisene trolig holder seg på et forholdsvis stabilt nivå. Det antas videre at konsesjonssystemet sørger for at bransjens høye inngangsbarrierer vedvarer. Konsesjonssystemet bidrar dermed til å holde konkurransesituasjonen i oppdrettsbransjen på et relativt moderat nivå. Det er imidlertid ventet at oppdrettsselskapene på mellomlang og lang sikt vil møte sterk konkurranse fra landbasert oppdrett. I tillegg forventes det at oppdrettsaktørene på lang sikt vil være i stand til å imitere viktige ressurser som i dag gir andre oppdrettsselskap midlertidige konkurransefortrinn. Landbasert oppdrett og imitasjon av ressurser blant eksisterende aktører bidrar til både høyere konkurranseintensitet og prispress, og følgelig til lavere marginer for Lerøy og konkurrentene på lang sikt.

11 FUNDAMENTAL VERDIVURDERING

I kapittel 3 ble det besluttet at fundamental verddivurdering skulle benyttes som hovedteknikk for verdsettelsen av egenkapitalen til Lerøy. Gjennom de foregående kapitlene er det blitt gjennomført både kvalitative og kvantitative analyser av underliggende økonomiske forhold ved Lerøy. Basert på den strategiske regnskapsanalysen ble det videre utarbeidet fremtidsregnskap med tilhørende fremtidskrav for prognoseperioden. I kapittel 11 vil både produsert tallmateriale og utarbeidede kvalitative analyser benyttes for å estimere Lerøys egenkapitalverdi samt tilhørende aksjeverdi per 31.12.2017.

Det eksisterer to metoder innen fundamental verdsettelse, henholdsvis egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Ved bruk av egenkapitalmetoden estimeres verdien av Lerøys egenkapital direkte ved å neddiskontere fremtidige kontantstrømmer til egenkapitalen med korresponderende fremtidskrav til egenkapitalen. Ved bruk av selskapskapitalmetoden blir verdien av Lerøys egenkapital beregnet indirekte ved først å beregne selskapets verdi, og deretter subtrahere verdien med selskapets gjeld.

De to hovedmetodene for fundamental verdsettelse er ulike i praksis, men gir det samme verdiestimatet dersom metodene baserer seg på like antagelser. Like antagelser innebærer at alle avkastningskrav beregnes ved hjelp av virkelige, og ikke budsjetterte, verdivekter (Knivsflå, 2018b). Ettersom fremtidskravene fra kapittel 10 er estimert basert på budsjetterte vekter, vil de ulike metodene ikke gi samme egenkapitalverdi ved første verdiestimat. For å sikre at metodene gir samme verdi på Lerøys egenkapital, vil det videre i kapitlet gjennomføres en konvergeringsprosess, der de budsjetterte vektene omdannes til virkelige verdivekter. Til tross for at de budsjetterte vektene blir omgjort til virkelige vekter, er det knyttet usikkerhet til robustheten i verdiestimatet. For å vurdere usikkerheten knyttet til kritiske budsjett- og verdidrivere, det vil si de risikofaktorene som i størst grad påvirker verdiestimatet, blir det avslutningsvis i kapittel 11 gjennomført en gjennomgripende analyse av usikkerhet. Usikkerhetsanalysen omfatter både en simuleringsanalyse samt en utvidet sensitivitetsanalyse.

11.1 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden innebærer en direkte verdsettelse av et selskaps egenkapital. Lerøys egenkapitalverdi fastsettes ved bruk av fire forskjellige modeller, henholdsvis utbytte-, fri

kontantstrøm-, superprofitt- og superprofittvekstmodellen. Modellene innenfor egenkapitalmetoden er ekvivalente og gir sammenfallende verdierestimater ved konsistent bruk, også dersom egenkapitalkravet er basert på budsjetterte vekter (Knivsflå, 2018b).

11.1.1 Utbyttmodellen

Utbyttmodellen anses som grunnmodellen for fundamental verdivurdering, hvor verdien av et selskaps egenkapital er definert som nåverdien av forventet fremtidig utbytte, diskontert med egenkapitalkravet (Knivsflå, 2018b), se formel 11-1. Det siste leddet i formelen representerer et horisontledd, som beregner Lerøys egenkapitalverdi i «steady state», altså når veksten i utbytte forventes å være konstant.

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{NBU_t}{(1 + ekk_t) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_t)} + \frac{NBU_{T+1}}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_T) \cdot (ekk - ekv)}$$

Formel 11-1: Utbyttmodellen.

11.1.2 Fri kontantstrømmodellen

Ved bruk av fri kontantstrømmodellen vil verdien av et selskaps egenkapital uttrykkes ved nåverdien av forventet fremtidig fri kontantstrøm til egenkapitalen, diskontert med egenkapitalkravet (Knivsflå, 2018b), se formel 11-2. I likhet med utbyttmodellen, vil det ved fri kontantstrømmodellen bli tillagt et horisontledd som har til hensikt å reflektere verdien av den konstante veksten i Lerøys frie kontantstrøm til egenkapital.

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_t}{(1 + ekk_t) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_t)} + \frac{FKE_{T+1}}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_T) \cdot (ekk - ekv)}$$

Formel 11-2: Fri kontantstrømmodellen.

Ettersom det er forutsatt gjennom både analyse- og budsjettperioden at netto betalt utbytte og fri kontantstrøm til egenkapital skal ha like verdier, vil utbytte- og fri kontantstrømmodellen gi identiske resultater.

11.1.3 Superprofittmodellen

I superprofittmodellen beregnes verdien av et selskaps egenkapital ved balanseført verdi av dagens egenkapital, summert med nåverdien av forventet fremtidig superprofitt til egenkapitalen (Knivsflå, 2018b), se formel 11-3. I formelen uttrykkes superprofitten til egenkapitalen som differansen mellom Lerøys nettoresultat til egenkapital og tilhørende resultatkrav. Resultatkravet tilsvarer det prosentvise kravet til avkastning på egenkapital, multiplisert med balanseført inngående egenkapital (Knivsflå, 2018b). Superprofitten viser dermed hvor stor del av Lerøys nettoresultat til egenkapital som overstiger resultatkravet. Som et resultat av at det forutsettes konstant vekst i superprofitt i «steady state», inneholder også superprofittmodellen et ledd som kalkulerer horisontverdien av Lerøys superprofitt.

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPE_t}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_t)} + \frac{SPE_{T+1}}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_T) \cdot (ekk - ekv)}$$

Formel 11-3: Superprofittmodellen.

11.1.4 Superprofittvekstmodellen

I superprofittvekstmodellen uttrykkes et selskaps egenkapitalverdi som summen av den kapitaliserte verdien av neste års nettoresultat til egenkapital og nåverdien av fremtidig vekst (Knivsflå, 2018b), se formel 11-4. I formelen anses nåverdien av fremtidig vekst som superprofittvekst, som innebærer at veksten bare gir verdi i form av økt superprofitt dersom den er positiv. I likhet med de foregående modellene, inkluderer superprofittvekstmodellen et horisontledd som estimerer egenkapitalverdien i konstant vekst.

$$VEK_0 = \frac{NRE_t}{ek_{k_1}} + \frac{1}{ek_{k_1}} \left(\sum_{t=2}^{T+1} \frac{\Delta SPE_t}{(1 + ekk_1) + \dots + (1 + ekk_{t-1})} + \frac{\Delta SPE_{T+2}}{(1 + ekk_1) \cdot \dots \cdot (1 + ekk_{T+1}) \cdot (ekk - ekv)} \right)$$

Formel 11-4: Superprofittvekstmodellen.

11.2 Selskapskapitalmetoden

Ved bruk av selskapskapitalmetoden beregnes verdien av et selskaps egenkapital indirekte ved først å beregne selskapets verdi, og deretter subtrahere selskapsverdien med verdien av selskapets gjeld. Det finnes to metoder for å verdivurdere egenkapitalen til et selskap ved selskapskapitalmetoden, henholdsvis sysselsatt kapital- og netto driftskapitalmetoden. Ved sysselsatt kapitalmetoden representerer verdien av selskapets gjeld summen av finansiell gjeld og minoritetsinteresser, mens verdien av selskapets gjeld uttrykkes ved netto driftskapitalmetoden som summen av netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser (Knivsflå, 2018c). For hver av de to selskapskapitalmetodene er det mulig å beregne Lerøys egenkapitalverdi ved hjelp av de tre sist presenterte egenkapitalmodellene fra delkapittel 11.1. Årsaken til at utbyttmodellen ikke kan anvendes ved bruk av selskapskapitalmodellen er at modellen utelukkende baserer seg på kontantstrømmer som direkte er knyttet til egenkapitalen.

11.2.1 Netto driftskapitalmetoden

Netto driftskapitalmetoden uttrykker verdien av et selskaps egenkapital som verdien av netto driftskapital, fratrukket verdien av netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser (Knivsflå, 2018c), se formel 11-5. For å sikre konsistens mellom krav og kontantstrømmer, benyttes krav til netto driftskapital som diskonteringsfaktor ved beregning av netto driftskapitalens verdi.

$$VEK_0 = \text{Verdi netto driftskapital}_0 - \text{Verdi netto finansiell gjeld}_0 - \text{Verdi minoritetsinteresser}_0$$

Formel 11-5: Netto driftskapitalmetoden.

Ettersom det i budsjettperioden er forutsatt at netto finansiell gjeldsrente er lik kravet til netto finansiell gjeld, vil netto finansiell gjeld være balanseført til virkelig verdi (Knivsflå, 2018c). Det er dermed ikke nødvendig å foreta ytterligere beregninger for å estimere verdien av Lerøys fremtidige netto finansielle gjeld. Det vil imidlertid være nødvendig å utføre beregninger for å finne virkelig verdi av Lerøys fremtidige minoritetsinteresser. Årsaken er at minoritetsinteressene verdsettes etter egenkapitalmetoden, og den bokførte verdien representerer således ikke virkelig verdi (Knivsflå, 2018c). Virkelig verdi av Lerøys minoritetsinteresser er kalkulert ved hjelp av fri kontantstrøm-, superprofitt- og superprofittvekstmodellen, se tabell 11-1, 11-2 og 11-3.

FKMI-MODELLEN	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Fri kontantstrøm til minoritet		93 067	264 748	140 646	130 812	120 420	113 242	95 743	87 400	77 692	63 993	113 726	116 570
/ Diskonteringsfaktor		1,058	1,121	1,190	1,265	1,347	1,437	1,537	1,649	1,774	1,915	2,067	2,231
=Nåverdi fra 1 til T+1	961 548	87 956	236 165	118 220	103 432	89 416	78 828	62 298	53 003	43 785	33 417	55 027	52 261
+Nåverdi horisontverdi T+2	1 039 849												
=Verdi av minoritetsinteresser	2 001 397												

Tabell 11-1: Verdi av minoritetsinteresser ved fri kontantstrømmodellen (Tall i 1000 NOK).

SPMI-MODELLEN	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Balanseført minoritetsinteresser	874 828												
Superprofitt til minoritet		139 972	142 509	120 452	112 027	103 157	93 673	81 694	68 938	54 451	38 243	40 500	41 513
/ Diskonteringsfaktor		1,058	1,121	1,190	1,265	1,347	1,437	1,537	1,649	1,774	1,915	2,067	2,231
=Nåverdi fra 1 til T+1	756 256	132 286	127 123	101 246	88 579	76 597	65 206	53 157	41 808	30 687	19 970	19 596	18 611
+Nåverdi horisontverdi T+2	370 313												
=Verdi av minoritetsinteresser	2 001 397												

Tabell 11-2: Verdi av minoritetsinteresser ved superprofittmodellen (Tall i 1000 NOK).

SPVMI-MODELLEN	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Nettoreultat til minoritetsinteresser i 1		190 806												
Kapitalisert nettoreultat til minoritet	3 283 731													
Superprofittvekst til minoritet		2 353	-22 414	-8 946	-9 525	-10 238	-12 872	-13 709	-15 397	-16 958	1 465	200	205	
/ Diskonteringsfaktor		1,058	1,121	1,190	1,265	1,347	1,437	1,537	1,649	1,774	1,915	2,067	2,231	
=Nåverdi fra 2 til T+2	-76 336	2 224	-19 994	-7 519	-7 531	-7 602	-8 960	-8 920	-9 337	-9 557	765	97	92	
+Kapitalisert verdi	-1 313 738													
Nåverdi horisontverdi T+3	1 825													
+Kapitalisert verdi	31 404													
=Verdi av minoritetsinteresser	2 001 397													

Tabell 11-3: Verdi av minoritetsinteresser ved superprofittvekstmodellen (Tall i 1000 NOK).

11.2.2 Sysselsatt kapitalmetoden

Ved sysselsatt kapitalmetoden uttrykkes verdien av et selskaps egenkapital som verdien av sysselsatt kapital, fratrukket verdien av finansiell gjeld og minoritetsinteresser (Knivsflå, 2018c), se formel 11-6. For å estimere verdien på sysselsatt kapital benyttes tilsvarende fremgangsmåte som for netto driftskapitalmetoden. Forskjellen er derimot at det ved sysselsatt kapitalmetoden blir brukt kontantstrømmer til sysselsatt kapital samt sysselsatte kapitalkrav. Som et resultat av at det over budsjettperioden er forutsatt at finansiell gjeldsrente er lik kravet til finansiell gjeld, vil balanseført finansiell gjeld representere virkelig verdi.

$$VEK_0 = \text{Verdi sysselsatt kapital}_0 - \text{Verdi finansiell gjeld}_0 - \text{Verdi minoritetsinteresser}_0$$

Formel 11-6: Sysselsatt kapitalmetoden.

11.3 Første verdiestimat ved bruk av budsjetterte vekter

Med utgangspunkt i de presenterte verdivurderingsmetodene fra delkapittel 11.1 og 11.2, vil det første verdiestimatet på Lerøys egenkapital per 31.12.2017 beregnes ved bruk av budsjetterte vekter. For å finne tilhørende verdiestimat per aksje, divideres den estimerte egenkapitalverdien på antall utestående aksjer. I henhold til Lerøy Seafood Group (2018) eksisterer det ved årsslutt i 2017 totalt 595 773 680 aksjer i konsernet, hvorav Lerøy selv eier 297 760 aksjer. Ved å trekke Lerøys aksjer fra det totale aksjeantallet, fremkommer det at antall utestående aksjer per 31.12.2017 er 595 475 920.

Tabell 11-4 til 11-6 viser det første verdiestimatet av Lerøys egenkapital ved bruk av de fire presenterte modellene under egenkapitalmetoden, mens tabell 11-7 til 11-12 illustrerer egenkapitalens verdiestimat ved bruk av modellene under selskapskapitalmetoden.

Det presiseres at det vil være et avvik i Lerøys egenkapitalverdi mellom de to hovedmetodene. Avviket skyldes at verdiestimatet tar utgangspunkt i budsjetterte vekter. Til tross for at budsjetterte vekter er lagt til grunn ved beregning av Lerøys egenkapitalverdi, indikerer tabell 11-4 til 11-12 likevel at de ulike modellene innenfor hver av metodene gir identiske verdiestimater. At metodene gir sammenfallende verdiestimater tyder på at det er konsistens mellom fremtidsregnskapet og fremtidskravene. Nåverdiene i tabell 11-4 til 11-12 er beregnet med utgangspunkt i formel 11-1 til 11-4.

NBU- og FKE-METODEN	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
FKE/NBU		2 453 485	4 857 143	1 999 203	1 798 688	1 605 012	1 463 128	1 393 365	1 347 791	1 301 643	1 228 473	972 762	997 081
/ Diskonteringsfaktor		1,038	1,079	1,124	1,172	1,225	1,282	1,346	1,417	1,496	1,585	1,679	1,778
= Nåverdien fra 1 til T+1	16 842 213	2 363 424	4 501 198	1 779 293	1 534 759	1 310 698	1 141 532	1 035 526	951 295	869 933	775 112	579 443	560 712
+ Nåverdi horisontverdi T+2	17 345 638												
= Verdien av egenkapital	34 187 851												
/ Antall utestående aksjer	595 476												
= Verdiestimat per aksje	57,41												

Tabell 11-4: Første verdiestimat ved fri kontantstrøm-/utbyttmodellen - EK-metoden (Tall i 1000 NOK).

SUPERPROFITMODELLEN	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Balansført egenkapital	14 921 959												
+ Superprofit til egenkapitalen		2 187 316	2 469 320	1 268 545	1 113 568	961 004	808 470	736 885	661 800	585 149	506 371	523 713	536 806
/ Diskonteringsfaktor		1,038	1,079	1,124	1,172	1,225	1,282	1,346	1,417	1,496	1,585	1,679	1,778
= Nåverdien fra 1 til T+1	9 927 396	2 107 025	2 288 361	1 129 006	950 170	784 783	630 768	547 640	467 110	391 076	319 498	311 959	301 875
+ Nåverdi horisontverdi T+2	9 338 496												
= Verdien av egenkapital	34 187 851												
/ Antall utestående aksjer	595 476												
= Verdiestimat per aksje	57,41												

Tabell 11-5: Første verdiestimat ved superprofittmodellen - EK-metoden (Tall i 1000 NOK).

SUPERPROFITVEKSTMODELLEN	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Nettoreultat til egenkapital i 1		2 755 936												
Kapitalisert nettoreultat til egenkapital	72 322 319													
Superprofitvekst til egenkapital			278 770	-1 204 610	-160 257	-158 780	-159 165	-79 799	-84 408	-86 612	-88 882	6 893	2 382	2 442
/ Diskonteringsfaktor			1,038	1,079	1,124	1,172	1,225	1,282	1,346	1,417	1,496	1,585	1,679	1,778
= Nåverdi fra 2 til T+2	-1 495 641		268 537	-1 116 333	-142 629	-135 482	-129 978	-62 259	-62 731	-61 132	-59 403	4 349	1 419	1 373
+ Kapitalisert verdi	-39 249 179													
Nåverdi horisontverdi T+3	42 477													
+ Kapitalisert verdi	1 114 710													
= Verdien av egenkapital	34 187 851													
/ Antall utestående aksjer	595 476													
= Verdiestimat per aksje	57,41													

Tabell 11-6: Første verdierestimat ved superprofitvekstmodellen - EK-metoden (Tall i 1000 NOK).

FKD-MODELLEN	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Fri kontantstrøm fra drift	2 297 284	5 230 993	1 962 432	1 739 512	1 520 028	1 365 549	1 307 812	1 254 035	1 198 815	1 103 682	1 131 274	1 159 555	
/ Diskonteringsfaktor	1,038	1,078	1,122	1,168	1,218	1,272	1,331	1,396	1,468	1,548	1,633	1,721	
= Nåverdi fra 1 til T+1	16 727 140	2 213 073	4 850 553	1 749 455	1 489 061	1 247 929	1 073 930	982 780	898 210	816 385	712 820	692 943	673 620
+ Nåverdi horisontverdi T+2	24 156 419												
= Verdi av netto driftskapital	40 883 559												
- Verdi av netto finansiell gjeld	2 187 811												
- Verdi av minoritetsinteresser	2 001 397												
= Verdi av egenkapital	36 694 351												
/ Antall utestående aksjer	595 476												
= Verdiestimat per aksje	61,62												

Tabell 11-7: Første verdierestimat ved fri kontantstrømmodellen - NDK-metoden (Tall i 1000 NOK).

SPD-MODELLEN	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Balanseført netto driftskapital	17 984 598												
+ Superprofit fra netto driftskapital		2 331 553	2 618 060	1 394 755	1 231 481	1 070 207	908 386	823 791	736 142	645 213	550 452	564 213	578 319
/ Diskonteringsfaktor		1,038	1,078	1,122	1,168	1,218	1,272	1,331	1,396	1,468	1,548	1,633	1,721
= Nåverdien fra 1 til T+1	10 851 146	2 246 087	2 427 654	1 243 386	1 054 175	878 630	714 396	619 053	527 266	439 386	355 513	345 600	335 962
+ Nåverdi horisontverdi T+2	12 047 815												
= Verdi av netto driftskapital	40 883 559												
- Verdi av netto finansiell gjeld	2 187 811												
- Verdi av minoritetsinteresser	2 001 397												
= Verdi av egenkapital	36 694 351												
/ Antall utestående aksjer	595 476												
= Verdiestimat per aksje	61,62												

Tabell 11-8: Første verdierestimat ved superprofitmodellen - NDK-metoden (Tall i 1000 NOK).

SPVD-MODELLEN	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Nettoreultat fra netto driftseiendeler i 1		3 015 892												
Kapitalisert nettoreultat	79 258 429													
Superprofitvekst til netto driftskapital			284 367	-1 226 129	-167 250	-166 014	-166 933	-91 281	-95 445	-99 352	-103 297	5 012	5 137	5 265
/ Diskonteringsfaktor			1,038	1,078	1,122	1,168	1,218	1,272	1,331	1,396	1,468	1,548	1,633	1,721
= Nåverdi fra 2 til T+2	-1 569 906		273 943	-1 136 955	-149 099	-142 111	-137 050	-71 787	-71 724	-71 162	-70 344	3 237	3 147	3 059
+ Kapitalisert verdi	-41 257 547													
Nåverdi horisontverdi T+3	109 690													
+ Kapitalisert verdi	2 882 676													
= Verdi av netto driftskapital	40 883 559													
- Verdi av netto finansiell gjeld	2 187 811													
- Verdi av minoritetsinteresser	2 001 397													
= Verdi av egenkapital	36 694 351													
/ Antall utestående aksjer	595 476													
= Verdiestimat per aksje	61,62													

Tabell 11-9: Første verdierestimat ved superprofitvekstmodellen - NDK-metoden (Tall i 1000 NOK).

FKS-MODELLEN	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital		2 244 102	5 781 283	2 091 225	1 859 181	1 631 798	1 480 886	1 389 239	1 342 152	1 293 666	1 199 885	1 135 830	1 164 225
/ Diskonteringsfaktor		1,033	1,068	1,106	1,147	1,191	1,239	1,291	1,350	1,415	1,487	1,563	1,643
= Nåverdi fra 1 til T+1	18 180 266	2 172 579	5 412 798	1 890 796	1 621 048	1 370 113	1 195 679	1 075 761	994 107	914 106	806 699	726 579	708 605
+ Nåverdi horisontverdi T+2	28 644 900												
= Verdi av sysselsatt kapital	46 825 166												
- Verdi av finansiell gjeld	5 776 263												
- Verdi av minoritetsinteresser	2 001 397												
= Verdi av egenkapital	39 047 505												
/ Antall utestående aksjer	595 476												
= Verdiestimat per aksje	65,57												

Tabell 11-10: Første verdiestimat ved fri kontantstrømmodellen - SSK-metoden (Tall i 1000 NOK).

SPS-MODELLEN	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Balanseført sysselsatt kapital	21 573 050												
+ Superprofitt til sysselsatt kapital		2 329 892	2 613 681	1 391 714	1 228 444	1 067 159	905 312	821 688	734 020	643 067	548 279	564 213	578 319
/ Diskonteringsfaktor		1,033	1,068	1,106	1,147	1,191	1,239	1,291	1,350	1,415	1,487	1,563	1,643
= Nåverdien fra 1 til T+1	11 023 013	2 255 635	2 447 091	1 258 329	1 071 099	896 023	730 956	636 276	543 675	454 392	368 616	360 922	351 993
+ Nåverdi horisontverdi T+2	14 229 102												
= Verdi av sysselsatt kapital	46 825 166												
- Verdi av finansiell gjeld	5 776 263												
- Verdi av minoritetsinteresser	2 001 397												
= Verdi av egenkapital	39 047 505												
/ Antall utestående aksjer	595 476												
= Verdiestimat per aksje	65,57												

Tabell 11-11: Første verdiestimat ved superprofittvekstmodellen - SSK-metoden (Tall i 1000 NOK).

SPVS-MODELLEN	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Nettoreultat til sysselsatt kapital i 1		3 040 086												
Kapitalisert nettoreultat til sysselsatt kapital	92 346 433													
Superprofittvekst til sysselsatt kapital			280 970	-1 225 445	-168 078	-166 964	-167 934	-91 321	-96 472	-100 345	-104 219	6 229	4 157	4 261
/ Diskonteringsfaktor		1,033	1,068	1,106	1,147	1,191	1,239	1,291	1,350	1,415	1,487	1,563	1,643	
= Nåverdi fra 2 til T+2	-1 603 428	272 015	-1 147 338	-151 969	-145 578	-141 003	-73 733	-74 704	-74 324	-73 642	4 188	2 659	2 594	
+ Kapitalisert verdi	-48 706 138													
Nåverdi horisontverdi T+3	104 847													
+ Kapitalisert verdi	3 184 871													
= Verdi av sysselsatt kapital	46 825 166													
- Verdi av finansiell gjeld	5 776 263													
- Verdi av minoritetsinteresser	2 001 397													
= Verdi av egenkapital	39 047 505													
/ Antall utestående aksjer	595 476													
= Verdiestimat per aksje	65,57													

Tabell 11-12: Første verdiestimat ved superprofittvekstmodellen - SSK-metoden (Tall i 1000 NOK).

11.3.1 Oppsummering av første verdiestimat

Tabell 11-13 viser resultatet fra første verdiestimat for de ulike metodene og modellene. Fra tabellen kommer det frem at de tre verdsettelsesmetodene gir et nokså likt verdiestimat på Lerøys egenkapital, der det kun skiller om lag 14 % mellom sysselsatt kapitalmetoden, som gir det høyeste verdiestimatet, og egenkapitalmetoden, som gir det laveste verdiestimatet. De tre metodene satt sammen gir en gjennomsnittlig egenkapitalverdi på 36 643 236 000 kroner, hvilket tilsvarer et verdiestimat per aksje på 61,54 kroner.

LERØY	FK-MODELLEN	SP-MODELLEN	SPV-MODELLEN	GJENNOMSNIITT
EK-metoden	34 187 851	34 187 851	34 187 851	34 187 851
NDK-metoden	36 694 351	36 694 351	36 694 351	36 694 351
SSK-metoden	39 047 505	39 047 505	39 047 505	39 047 505
Gjennomsnittlig EK-verdi	36 643 236	36 643 236	36 643 236	36 643 236
Gjennomsnittlig verdi per aksje	61,54	61,54	61,54	61,54

Tabell 11-13: Oppsummering av første verdiestimat til Lerøy (Tall i 1000 NOK).

11.4 Konvergens mot et felles verdiestimat

Det første verdiestimatet på Lerøys egenkapital ble utarbeidet med utgangspunkt i budsjetterte vekter. Beregninger basert på budsjetterte vekter gir et feilaktig verdiestimat, ettersom det ikke er konsistens mellom kapitaler som representerer budsjettert og virkelig verdi. I det første verdiestimatet er det kun finansiell gjeld og netto finansiell gjeld som vektet ut fra virkelige vekter. Egenkapital og minoritetsinteresser vektet derimot ut fra bokførte verdier. Lerøys egenkapital ble ved det første verdiestimatet verdsatt til ca. 36,6 milliarder, som er om lag 2,5 ganger høyere enn bokført egenkapitalverdi ved årsslutt i 2017. Som et resultat av at Lerøys bokførte egenkapital avviker markant fra reell markedsverdi, vil konsekvensene være at egenkapital- og minoritetsinteressene blir tillagt for liten vekt i det første verdiestimatet, mens gjeldsvekter bli tillagt for høy vekting.

For å sørge for at alle kapitalene representerer virkelig verdi, og med det sikre at egenkapitalen representerer et mer pålitelig verdiestimat, utføres en sekvensiell konvergeringsprosess. Konvergeringsprosessen innebærer å sekvensielt justere de budsjetterte vektene mot virkelige verdivekter. Dersom prosessen repeteres mange nok ganger, vil egenkapital- og selskapskapitalmetoden gi samme verdiestimat på Lerøys egenkapital. I henhold til Knivsflå (2018c) består konvergeringsprosessen av følgende tre hovedsteg:

Steg 1: Benytte det gjennomsnittlige verdiestimatet med budsjetterte vekter fra delkapittel 11.3 til å beregne nye verdivekter, samt tilhørende egenkapital-, netto driftskapital- og sysselsatt kapitalkrav.

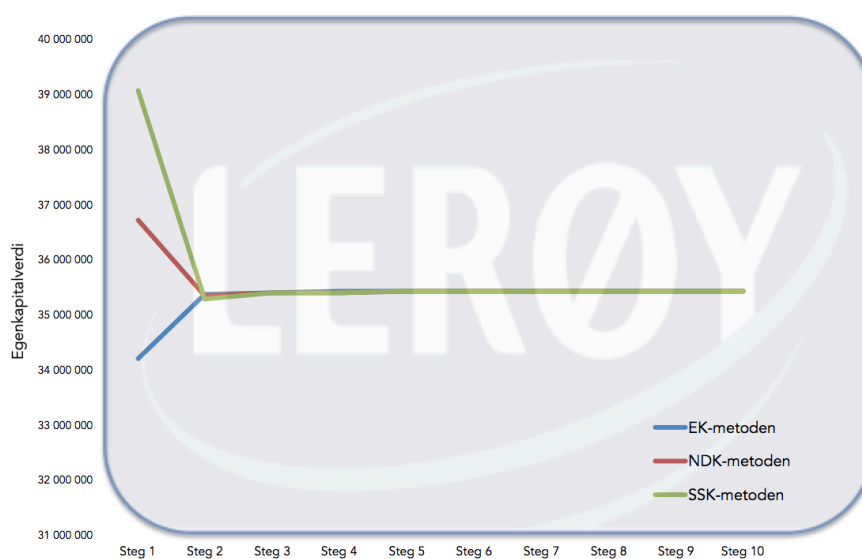
Steg 2: Beregne nytt verdiestimat på egenkapitalen basert på oppdaterte verdivekter og avkastningskrav.

Steg 3: Repetere steg 1 og 2 til differansen på egenkapitalestimatet mellom egenkapital-, netto driftskapital- og sysselsatt kapitalmetoden er lik 0.

Tabell 11-14 og figur 11-1 illustrerer konvergeringsprosessen som er blitt utført for å få et identisk egenkapitalestimat ved bruk av de tre ulike verdsettelsesmetodene.

	STEG 1	STEG 2	STEG 3	STEG 4	STEG 5	STEG 6	STEG 7	STEG 8	STEG 9	STEG 10
EK-metoden	34 187 851	35 341 116	35 391 660	35 397 672	35 398 699	35 398 699	35 398 699	35 398 699	35 398 699	35 398 699
NDK-metoden	36 694 351	35 330 639	35 375 920	35 388 919	35 398 699	35 398 699	35 398 699	35 398 699	35 398 699	35 398 699
SSK-metoden	39 047 505	35 268 763	35 386 556	35 392 555	35 398 699	35 398 699	35 398 699	35 398 699	35 398 699	35 398 699
Gjennomsnitt	36 643 236	35 313 506	35 384 712	35 393 049	35 398 699	35 398 699	35 398 699	35 398 699	35 398 699	35 398 699
Standardavvik	6,632 %	0,111 %	0,023 %	0,012 %	0,000 %	0,000 %	0,000 %	0,000 %	0,000 %	0,000 %

Tabell 11-14: Konvergeringsprosess fra steg 1 til steg 10 (Tall i 1000 NOK).



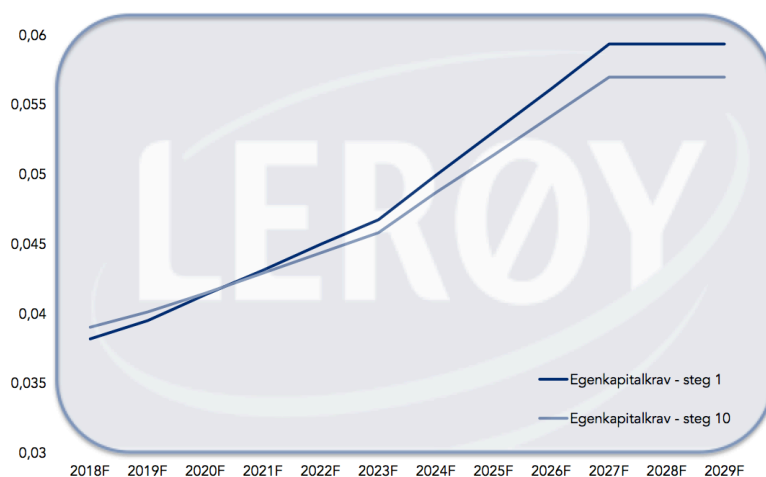
Figur 11-1: Konvergeringsprosess fra steg 1 til steg 10 (Tall i 1000 NOK).

Av tabell 11-14 og figur 11-1 fremgår det at avviket på Lerøys egenkapitalestimat mellom egenkapital-, netto driftskapital- og sysselsatt kapitalmetoden reduseres betydelig fra steg 1 til steg 2, det vil si når de budsjetterte vektene gjøres om til virkelige verdivekter. Dermed gir de tre metodene et forholdsvis sammenfallende resultat allerede fra steg 2. Avviket mellom metodene reduseres ytterligere i steg 3 og 4, før det i steg 5 når 0 %. Konvergeringsprosessen indikerer at verdiestimatet på Lerøys egenkapital er på 35 398 699 000 kroner, noe som tilsvarer et verdiestimat per aksje på 59,45 kroner. Det er imidlertid knyttet stor usikkerhet til verdianslaget, ettersom fremtidsregnskapet er utarbeidet basert på en rekke usikre forutsetninger og forventninger om fremtiden. Usikkerheten blir behandlet i delkapittel 11.5.

Videre fremgår det av tabell 11-14 og figur 11-1 at egenkapitalverdien etter egenkapitalmetoden øker signifikant fra steg 1 til steg 2, og at verdien av Lerøys egenkapital reduseres betydelig fra steg 1 til steg 2 ved netto driftskapital- og sysselsatt kapitalmetoden.

Utviklingen i konvergeringsprosessen påvirkes av hvordan egenkapital-, netto driftskapital- og sysselsatt kapitalkrav endrer seg i løpet av budsjettperioden.

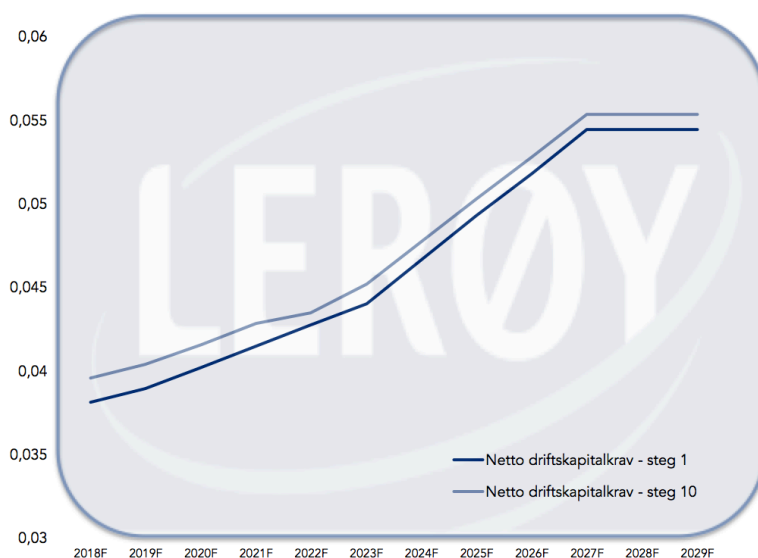
Figur 11-2 viser forventet utvikling i egenkapitalkravet til Lerøy fra steg 1 til steg 10 for perioden 2018-2029. Kravet til egenkapitalen for steg 10 er høyere enn for steg 1 i 2018, men kravene for steg 10 er lavere fra og med 2021. Avvikene i egenkapitalkravet mellom steg 1 og 10 er forholdsvis lite.



Figur 11-2: Konvergering i egenkapitalkrav til Lerøy fra steg 1 til steg 10.

Egenkapitalkravet avhenger av de tre komponentene risikofri rente, egenkapitalbeta og markedets risikopremie. Siden risikofri rente og markedets risikopremie ikke endres i konvergeringsprosessen fra steg 1 til steg 10, må avviket i egenkapitalkravet skyldes endringer i Lerøys egenkapitalbeta. Differansen oppstår ved at netto driftsbeta, som antas å være konstant over budsjettperioden, i steg 1 kalkuleres basert på budsjetterte vekter, mens den i steg 10 estimeres basert på virkelige vekter. Siden egenkapitalens virkelige markedsverdi er signifikant høyere enn bokført verdi, vil følgelig egenkapitalen tillegges betydelig mer vekt i steg 10 enn i steg 1. Parallelt vil Lerøys netto finansielle gjeldsvekt reduseres. Siden Lerøys egenkapitalbeta er høyere enn netto finansiell gjeldsbeta, er konsekvensene av økt egenkapitalvekt i steg 10 at netto driftsbeta øker. Den relative økningen i netto driftsbeta fra steg 1 er høyere enn økningen i egenkapitalbeta i perioden 2018-2020. Således vil egenkapitalkravet i steg 10 være høyere enn i steg 1 gjennom treårsperioden. Etter 2021 vil egenkapitalbetaen, relativt til netto driftsbeta, derimot være høyere. Dermed faller egenkapitalkravet i steg 10 til et nivå under kravet i steg 1. At Lerøys egenkapital ved egenkapitalmetoden kun øker med 3,5 % fra steg 1 til steg 10, indikerer imidlertid at kravene endrer seg forholdsvis lite mellom stegene.

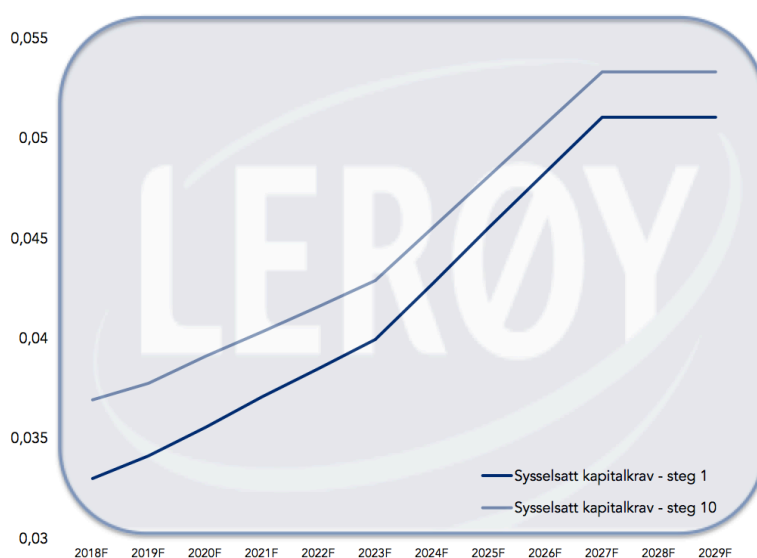
Figur 11-3 viser den forventede utviklingen i Lerøys netto driftskapitalkrav i steg 1 og steg 10 over prognoseperioden. Konvergeringsprosessen gjør at kravene til netto driftskapital blir marginalt høyere enn de opprinnelige netto driftskapitalkravene. Økningen skyldes at egenkapitalen i steg 10 vektet tyngre enn i steg 1. I steg 1 utgjør egenkapitalvekten i gjennomsnitt 73 % av Lerøys totale netto driftskapital. I steg 10 representerer egenkapitalen derimot 85 % av netto driftskapital. Samtidig som at egenkapitalen blir tillagt mer vektning, blir Lerøys netto finansielle gjeldsvekt mindre. Siden egenkapitalkravet er høyere enn kravet til netto finansiell gjeld, innebærer faktorene at Lerøys netto driftskapitalkrav øker. Differansen mellom netto driftskapitalkrav i steg 1 og steg 10 er imidlertid liten, og verdierestimatet justeres med bare 3,5 % mellom stegene.



Figur 11-3: Konvergering i netto driftskapitalkrav til Lerøy fra steg 1 til steg 10.

Figur 11-4 illustrerer forventet utvikling i Lerøys avkastningskrav til sysselsatt kapital mellom steg 1 og steg 10 for perioden 2018-2029. Tilsvarende som for kravene til netto driftskapital, gjør konvergeringsprosessen at Lerøys sysselsatte kapitalkrav øker i forhold til opprinnelige krav. Avviket mellom krav til sysselsatt kapital i steg 1 og steg 10 er imidlertid signifikant høyere enn avviket mellom krav til netto driftskapital. Årsaken er at vektingen av egenkapitalen øker relativt sett mer ved beregning av sysselsatte kapitalkrav enn ved estimering av netto driftskapitalkrav, ettersom sysselsatt kapital inkluderer samlet finansiell gjeld. Siden Lerøy forventes å ha store finansielle eiendeler over budsjettperioden, vil selskapets finansielle gjeld være betydelig høyere enn selskapets netto finansielle gjeld. Avviket resulterer i at Lerøys sysselsatte kapital er markant høyere enn selskapets netto

driftskapital. I steg 1 divideres derfor egenkapitalen på et større beløp enn ved netto driftskapitalmetoden, noe som gir relativt lavere egenkapitalvekter. Når de budsjetterte vektene derimot gjøres om til virkelige vekter, vil den relative økningen i vektingen av egenkapital være høyere ved sysselsatt kapitalmetoden enn ved netto driftskapitalmetoden. Verdiestimatet på Lerøys egenkapital avtar med om lag 9,4 % fra steg 1 til steg 10. Avviket bekrefter at det er kravene til sysselsatt kapital som endres mest gjennom konvergeringsprosessen.



Figur 11-4: Konvergering i sysselsatt kapitalkrav til Lerøy fra steg 1 til steg 10.

11.5 Analyse av usikkerhet

Verdiestimatet som fremkommer fra konvergeringsprosessen utgjør et punkttestimat for forventet verdi. Estimatet er basert på forventet utvikling til de ulike budsjett- og verdidriverne. Ettersom det imidlertid vil være vanskelig å forutse hvordan budsjettdriverne utvikler seg i fremtiden, er det knyttet betydelig usikkerhet til verdiestimatet (Knivsflå, 2018t). For å vurdere hvor sensitiv Lerøys egenkapitalverdi er for endringer i kritiske budsjett- og verdidrivere, vil det i de påfølgende avsnitt gjennomføres simulerings- og sensitivitetsanalyser. Før simulerings- og sensitivitetsanalysene påbegynnes, foretas det en vurdering av Lerøys konkursrisiko.

11.5.1 Konkursrisiko

I henhold til Knivsflå (2018t) er det to måter å behandle konkursrisiko på. Den ene måten er å bygge eventuell konkursrisiko inn i det forventede fremtidsregnskapet. Den andre måten er å

utarbeide fremtidsregnskapet under forutsetning om fortsatt drift, og deretter håndtere konkurrisikoen separat. Siden fremtidsregnskapet i kapittel 9 ble utarbeidet under forutsetning om videre drift, er det nødvendig å justere verdiestimatet fra konvergeringsprosessen for eventuell konkurrisiko. For å inkludere Lerøys konkurrisiko i det endelige verdiestimatet, vil formel 11-7 benyttes.

$$VEK = (1 - p) \cdot FVEK + p \cdot LVEK$$

Formel 11-7: Egenkapitalverdi etter justering for konkurrisiko.

Formel 11-7 viser at den justerte egenkapitalverdien settes lik fundamentalverdi av egenkapital gitt fortsatt drift multiplisert med 1 minus sannsynligheten for fremtidig konkurs, addert med likvidasjonsverdi multiplisert med fremtidig konkurssannsynlighet. Likvidasjonsverdien har til hensikt å reflektere Lerøys substansverdi ved rask verdirealisering. Det forutsettes at likvidasjonsverdien er tilnærmet lik 0. Årsaken er at et selskap i en konkurssituasjon er nødt til å realisere alle sine aktiva i løpet av kort tid til en lav pris for å møte kreditorenes krav. Ved likvidasjon vil kreditorene ha fortrinnsrett ved utdeling av konkursboet, mens egenkapitaleierne, som er sist i utdelingshierarkiet, sjeldent vil sitte igjen med nevneverdig verdi (Knivsflå, 2018t). I den videre analysen forutsettes det at långiverne i beste fall vil oppnå dekning for sine krav dersom Lerøy går konkurs, og derfor settes likvidasjonsverdien til 0.

Videre avhenger sannsynligheten for fremtidig konkurs av Lerøys fremtidige syntetiske rating. Analysene fra kapittel 10 avdekket at Lerøy over prognoseperioden vil oppnå en ratingkarakter på A, hvilket reflekterer en konkurssannsynlighet på 0,1 %. Ved innsetting i formel 11-7 vil Lerøys egenkapitalverdi per 31.12.2017 nedjusteres til **35 363 301 000 kroner**, noe som tilsvarer et verdiestimat per aksje på **59,39 kroner**.

11.5.2 Simuleringsanalyse

Simuleringsanalyser gjennomføres for å synliggjøre usikkerheten i et verdiestimat ved at kritiske budsjett- og verdidrivere gjøres om til usikre eller stokastiske variabler. I fremtidsregnskapet ble det benyttet budsjettpunkter på kort, mellomlang og lang sikt, og det ble forutsatt at budsjettdriverne skulle utvikle seg lineært mellom punktene. Siden verdiene på ulike budsjettpunkter er fastsatt utelukkende på bakgrunn av skjønn samt innsikt fra den

strategiske analysen, vil det være forbundet usikkerhet til de ulike budsjett- og verdidriverne ved de gitte budsjettpunktene. Ved å gjøre punkttestimatene om til stokastiske variabler, er det mulig å få en sannsynlighetsfordeling over verdiestimatet i stedet for et punkttestimat. Den påfølgende simuleringsanalysen gjennomføres ved hjelp av tilleggsprogrammet Crystal Ball i Excel. Simuleringen tar utgangspunkt i det ujusterte verdiestimatet per aksje på 59,45 kroner.

11.5.2.1 *Kritiske risikofaktorer*

Før simuleringsprosessen i Crystal Ball påbegynnes, identifiseres kritiske budsjett- og verdidrivere. De kritiske driverne omgjøres til stokastiske variabler. I utgangspunktet kan samtlige budsjett drivere som påvirker et verdiestimat gjøres om til stokastiske variabler. Kaldestad og Møller (2016, s. 129) anbefaler imidlertid ikke å omdanne for mange av driverne til stokastiske variabler, da det er en fare for at forklaringskraften forsvinner i kompleksiteten. Det er derfor av betydning å identifisere hvilke budsjett- og verdidrivere som i størst grad påvirker det endelige verdiestimatet.

For å sikre at simuleringsanalysen ikke svekker troverdigheten til verdiestimatet, er det besluttet å begrense antall kritiske drivere til seks. Tre av driverne er driftsrelaterte budsjett drivere. De tre driftsrelaterte budsjett driverne som er vurdert til å ha størst innvirkning på Lerøys egenkapitalverdi, og som følgelig vil gjøres om til stokastiske variabler, er driftsinntektsvekst, netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler. Lakseprisen er ikke valgt ut som en av de kritiske risikofaktorene, til tross for at den har vist seg å være en viktig forklaringsfaktor for Lerøys driftsinntekter og resultater. Årsaken til at lakseprisen ekskluderes er at den indirekte blir tatt hensyn til gjennom driftsinntektsvekst og netto driftsmargin. Valget om å droppe inkludering av lakseprisen støttes av Kaldestad og Møller (2016, s. 129), som påpeker at variabler som i stor grad avhenger av hverandre ikke resulterer i økt forklaringskraft dersom de inkluderes i samme simuleringssanalyse. I tillegg til de tre budsjett driverne, er det valgt å inkludere tre verdidrivere. Verdidriverne som omgjøres til stokastiske variabler er risikofri rente, markedets risikopremie og egenkapitalbeta. I de påfølgende avsnitt vil det gjennomføres en drøftelse av hver av de valgte kritiske budsjett- og verdidriverne.

Driftsinntektsvekst

I kapittel 9 ble det argumentert for at veksten i Lerøys driftsinntekter i all hovedsak avhenger av to faktorer, henholdsvis utviklingen i lakseprisen og utviklingen i selskapets

produksjonsvolum. Til tross for at rammeverket til Knivsflå anmoder at ulike budsjett drivere fortrinnsvis bør utvikle seg lineært mellom fire budsjett punkter, representert ved årene 2018, 2019, 2023 og 2027, er det i simuleringsanalysen lagt til grunn seks budsjett punkter tilknyttet Lerøys driftsinntektsvekst. Budsjett punktene inkluderer årene 2018, 2019 og 2023, samt 2020 og 2021. I tillegg er året 2029 inkludert, for å representere langsiktig vekst. Med bakgrunn i informasjon fra Fish Pool og Lerøys kvartalsrapport for fjerde kvartal 2017, anses det som mer hensiktsmessig å foreta eksplisitte fremskrivninger på kort sikt enn å la verdiene bevege seg lineært mellom noen få budsjett punkter. Eksplisitt årlig fremskrivning av Lerøys driftsinntekter i perioden 2018-2021 antas dermed å gjøre verdiestimatet mer nøyaktig.

Lerøys driftsinntektsvekst har over analyseperioden hatt et standardavvik på om lag 10 %. Siden det er knyttet relativt liten usikkerhet til forventet lakseprisutvikling og til Lerøys forventede volumøkning på kort sikt, kan det argumenteres for at veksten i Lerøys driftsinntekter vil være mindre volatil de kommende tre årene sammenlignet med i analyseperioden. Dermed settes standardavviket på kort sikt noe lavere enn det historiske standardavviket. Standardavviket i 2018 og 2019 settes derfor til 5 %, halvparten av det historiske standardavviket på 10 %. Etersom usikkerheten knyttet til estimatene vil øke utover i budsjettperioden, settes standardavviket skjønnsmessig til henholdsvis 6 % og 7 % i 2020 og 2021. På mellomlang sikt, representert ved år 2023, er påliteligheten til estimatene ytterligere redusert. Det er følgelig besluttet å sette standardavviket på mellomlang sikt til 8,5 %, midt mellom standardavviket i 2021 og det historiske standardavviket. På lang sikt, representert ved år 2029 og budsjett punkt S i simuleringsanalysen, forventes det at usikkerheten relatert til fremtidig driftsinntektsvekst er betydelig mindre enn på mellomlang sikt. Årsaken er at et selskaps konstante vekst ikke kan overstige den samlede veksten i verdensøkonomien. Lerøy forventes å ha en langsiktig driftsinntektsvekst på 2,5 %. Siden det likevel eksisterer noe usikkerhet knyttet til hvor høy den langsiktige veksten vil bli, legges det til grunn en uniform sannsynlighetsfordeling mellom 1,5 % og 3,5 %. Den uniforme sannsynlighetsfordelingen tilsier at alle verdier i intervallet [1,5, 3,5] har lik sannsynlighet for å inntreffe. Tabell 11-15 oppsummerer stokastiske variabler, standardavvik og sannsynlighetsfordeling knyttet til Lerøys fremtidige driftsinntektsvekst.

BUDSJETTPUNKT	ÅR	DRIFTSINNTEKTSVEKST	STANDARDVAVIK	SANNSYNLIGHETSFORDELING
Punkt 1	2018	7,96 %	5,00 %	Normalfordelt
Punkt 2	2019	4,00 %	5,00 %	Normalfordelt
Punkt 3	2020	-10,00 %	6,00 %	Normalfordelt
Punkt 4	2021	1,00 %	7,00 %	Normalfordelt
Punkt M	2023	2,00 %	8,50 %	Normalfordelt
Punkt S	2029	2,50 %	[1,50 %; 3,50 %]	Uniform fordelt

Tabell 11-15: Forventningsverdier, standardavvik og sannsynlighetsfordeling for driftsinntektsvekst for ulike budsjettpunkter.

For å sikre at resultatene fra simuleringsanalysen er mest mulig plausible, vil det videre bli tatt hensyn til og justert for korrelasjon mellom ulike budsjett- og verdidrivere. Det er for eksempel naturlig å forvente at det er relativt sterk samvariasjon mellom driftsinntektsvekst og avkastningskrav. Årsaken er at det, med utgangspunkt i økonomisk teori, er naturlig å forvente at høy (lav) økonomisk vekst vil medføre høye (lave) avkastningskrav, ettersom alternativkostnaden til kapital dermed vil være høy (lav) (Knivsflå, 2018t). Sammenhengen mellom økonomisk vekst og størrelse på avkastningskrav indikerer at Lerøys driftsinntektsvekst vil være korrelert med kravene til egenkapital, netto driftskapital og sysselsatt kapital. Som et resultat av at markedets risikopremie utgjør en viktig komponent ved beregning av avkastningskrav, er det nødvendig å ta hensyn til korrelasjonen mellom driftsinntektsvekst og markedets risikopremie. Av den grunn vil det i simuleringsmodellen legges inn en korrelasjonskoeffisient på 0,25 mellom driftsinntektsvekst og risikopremien til markedet i «steady state», der veksten antas å være konstant.

Netto driftsmargin

I likhet med driftsinntektsveksten, avhenger netto driftsmargin av lakseprisene. Ettersom det er forbundet mindre usikkerhet rundt den forventede lakseprisutviklingen på kort sikt enn på mellomlang sikt, er det nærliggende at standardavviket de første årene i budsjettperioden vil være lavere enn lenger ut i prognoseperioden. Til tross for at Lerøys netto driftsmargin, på samme måte som driftsinntektsveksten, påvirkes av både endogene og eksogene faktorer, har standardavviket til netto driftsmargin vært signifikant lavere enn standardavviket til driftsinntektsveksten over analyseperioden. Det historiske standardavviket til Lerøys netto driftsmargin har vært på 4,5 %. Grunnet forholdsvis lav usikkerhet tilknyttet netto driftsmargin på kort sikt, settes standardavviket for de tre første budsjettpunktene lik standardavviket i analyseperioden. På mellomlang sikt vil det være mer usikkerhet relatert til både lakseprisen og Lerøys operasjonelle drift, og standardavviket oppjusteres derfor med en faktor på 1,5. Standardavviket i punkt M settes følgelig til 6,75 %. I «steady state» er det forventet at Lerøys netto driftsmargin er tilnærmet lik bransjegjennomsnittet. Siden «steady

state» har til hensikt å reflektere et normalnivå, det vil si et gjennomsnitt av både opp- og nedgangstider, antas det at det langsiktige standardavviket er lavere enn i de øvrige budsjettpunktene. Det er derfor besluttet å sette standardavviket til 2,25 % i punkt S, halvparten så høyt som i analyseperioden. Tabell 11-16 oppsummerer de stokastiske variablene relatert til netto driftsmargin samt tilhørende standardavvik og sannsynlighetsfordeling.

BUDSJETTPUNKT	ÅR	NETTO DRIFTSMARGIN	STANDARDAVVIK	SANNSYNLIGHETSFORDELING
Punkt 1	2018	15,00 %	4,50 %	Normalfordelt
Punkt 2	2019	16,00 %	4,50 %	Normalfordelt
Punkt 3	2020	11,00 %	4,50 %	Normalfordelt
Punkt M	2023	8,50 %	6,75 %	Normalfordelt
Punkt S	2029	7,30 %	2,25 %	Normalfordelt

Tabell 11-16: Forventningsverdier, standardavvik og sannsynlighetsfordeling for netto driftsmargin for ulike budsjettpunkter.

Videre tas det høyde for korrelasjon mellom netto driftsmargin og andre budsjett- og verdidrivere. I henhold til økonomisk teori vil selskaper som har en høy netto driftsmargin, ha et lavt omløp på netto driftskapital (Knivsflå, 2018t). Over analyseperioden har korrelasjonen mellom netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler vært på -0,54. Omløpet til netto driftseiendeler var imidlertid på et unormalt lavt nivå i 2016 og 2017, grunnet oppkjøpene av Havfisk og Norway Seafoods Group. Oppkjøpene er med på å gi et noe misvisende bilde på den reelle korrelasjonen mellom faktorene. Siden budsjettperioden ikke inkluderer uorganisk vekst gjennom oppkjøp, anses det som hensiktsmessig å ta utgangspunkt i korrelasjonen mellom faktorene over perioden 2012-2015, det vil si en periode som ikke var preget av uvanlig store oppkjøp. Korrelasjonen mellom faktorene i fireårsperioden var 0,60. En høy korrelasjonskoeffisient på 0,60 bryter noe med den initiale antagelsen om at høy netto driftsmargin fører til lavere omløpshastighet. Det vil derfor være naturlig å nedjustere koeffisienten noe. Årsaken er at lakseprisutviklingen, som i stor grad påvirker både netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler i samme retning, i fremtiden antas å stabilisere seg på et lavere nivå. Følgelig vil den påvirke faktorene i noe mindre grad. Det er derfor besluttet å sette korrelasjonen mellom faktorene i simuleringsmodellen til halvparten av nivået fra 2012-2015, det vil si til 0,30.

Det er videre identifisert sterk samvariasjon mellom Lerøys netto driftsmargin og driftsinntektsvekst over analyseperioden, der korrelasjonen mellom faktorene har vært på 0,59. Noe av årsaken til den høye korrelasjonen kan tilskrives at både netto driftsmargin og driftsinntektsvekst påvirkes av utviklingen i lakseprisen. Ettersom Lerøys avhengighet til

lakseprisutviklingen forventes å reduseres noe på sikt, vil det være rimelig å nedjustere korrelasjonskoeffisienten sammenlignet med den historiske korrelasjonen. I lys av ovennevnte momenter settes korrelasjonen mellom netto driftsmargin og driftsinntektsvekst i simuleringsmodellen til 0,3, det vil si til et nivå halvparten så høyt som det historiske snittet.

Omløpet til netto driftseiendeler

Gjennom analyseperioden har omløpet til Lerøys netto driftseiendeler hatt et standardavvik på 7,3 %. I kapittel 9 ble det argumentert for at omløpet til netto driftseiendeler i løpet av budsjettperioden gradvis vil konvergere mot det historiske snittet på 1,146. På sikt kan det derfor antas at usikkerheten til omløpet vil være noe lavere enn i analyseperioden. Usikkerheten vil imidlertid være lavest på kort sikt. For de to første budsjettpunktene settes derfor standardavviket til 5,1 %, om lag 30 % lavere enn det historiske standardavviket. På mellomlang sikt vil usikkerheten knyttet til omløpshastigheten øke noe. Standardavviket settes følgelig til 6,1 %, hvilket representerer en økning på 20 % fra budsjettpunkt 1 og 2. I «steady state» har omløpet til netto driftseiendeler til hensikt å reflektere et normalnivå, noe som indikerer lavere usikkerhet og følgelig lavere standardavvik. Det er derfor valgt å benytte et standardavvik i punkt S på 3,65 %, halvparten så høyt som det historiske snittet. Tabell 11-17 sammenfatter antagelsene om fremtidig verdi, standardavvik og sannsynlighetsfordeling relatert til omløpet til Lerøys netto driftseiendeler.

BUDSJETTPUNKT	ÅR	OMLØPSHASTIGHET	STANDARDAVIK	SANNSYNLIGHETSFORDELING
Punkt 1	2018	1,118	5,10 %	Normalfordelt
Punkt 2	2019	1,119	5,10 %	Normalfordelt
Punkt M	2023	1,135	6,10 %	Normalfordelt
Punkt S	2029	1,146	3,65 %	Normalfordelt

Tabell 11-17: Forventningsverdier, standardavvik og sannsynlighetsfordeling for omløpet til netto driftseiendeler for ulike budsjettpunkter.

Andre kritiske risikofaktorer

Videre viser tabell 11-18 de øvrige kritiske risikofaktorene som omdannes til stokastiske variabler i simuleringsmodellen. Egenkapitalbetaen tilskrives en normal sannsynlighetsfordeling, mens markedets risikopremie og risikofri rente antas å ha en uniform fordeling. At det benyttes en uniform sannsynlighetsfordeling for markedets risikopremie og risikofri rente forklares ved at det er knyttet stor usikkerhet til hvordan faktorene utvikler seg over tid. Til tross for at det også vil være usikkerhet tilknyttet egenkapitalbetaen, antas det som mer sannsynlig at forventningsverdien til den fremtidige betaen vil være nærmere den opprinnelige verdien. Egenkapitalbetaen som benyttes i modellen er den

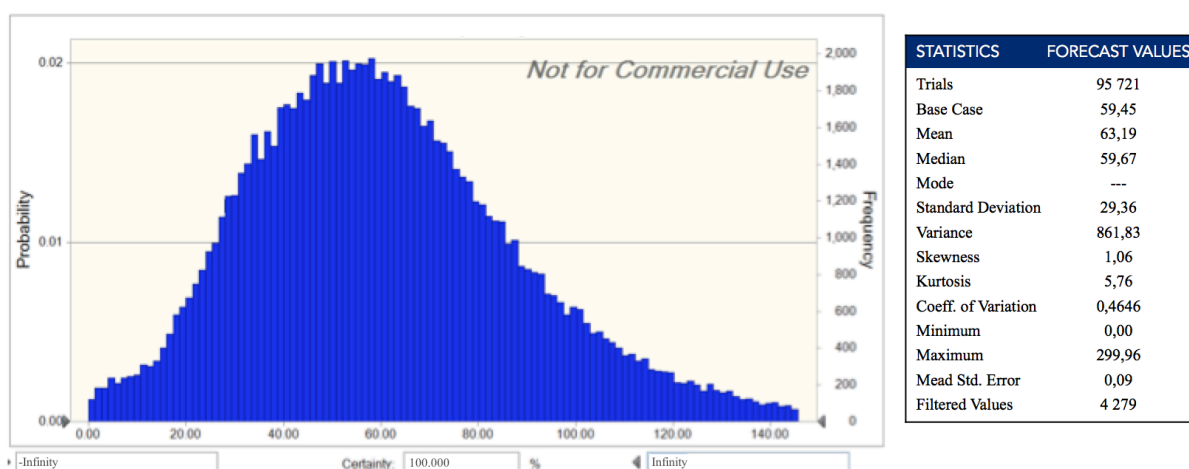
justerte egenkapitalbetaværdien fra 2017. Standardavviket til egenkapitalbetaen settes lik det historiske standardavviket til egenkapitalbetaen gjennom analyseperioden, som har vært på 4,5 %.

ANDRE KRITISKE FAKTORER	FORVENTET VERDI	STANDARDVAVIK	SANNSYNLIGHETSFORDELING
Markedets risikopremie	5,10 %	[4,40 %;5,40 %]	Uniform fordelt
Egenkapitalbeta	0,618	4,50 %	Normalfordelt
Langsiktig risikofri rente	2,20 %	[1,70 %;2,70 %]	Uniform fordelt

Tabell 11-18: Forventningsverdier, standardavvik og sannsynlighetsfordeling for andre kritiske risikofaktorer for ulike budsjettpunkter.

11.5.2.2 Resultater fra simuleringsanalysen

Basert på de stokastiske variablene samt de ovennevnte antagelsene vedrørende standardavvik, sannsynlighetsfordeling og korrelasjon, ble det gjennomført 100 000 trekninger med Monte Carlo-simulering i Excel-programmet Crystal Ball. For at trekningen skulle bli så realistisk som mulig, ble det gjort justeringer av nedre og øvre grense i modellen. Nedre grense ble satt til 0, som representerer forventet aksjeverdi ved konkurs. Videre ble øvre grense satt til 300, som er fem ganger høyere enn verdiestimatet per aksje. Figur 11-5 og tabell 11-19 viser hovedresultatene fra Monte Carlo-simuleringen.



Figur 11-5: Monte Carlosimulering av verdiestimatet per aksje. Tabell 11-19: Statistiske data fra Monte Carlo-simulering.

Av tabell 11-19 fremkommer det at forutsetningen om at den predikerte aksjeverdien må ligge i intervallet mellom 0 og 300 kroner gjør at 4 279 trekninger filtreres ut. Videre fremgår det at det gjennomsnittlige verdiestimatet per aksje er 63,19 kroner, som er 6,3 % høyere enn det opprinnelige fundamentale verdiestimatet på 59,45 kroner. Simuleringen gir en medianverdi på 59,67 kroner, som er bare 0,4 % høyere enn det beregnede estimatet. Kurtoseverdien, som angir et mål på hvordan fordelingen er spredt mellom ytterpunktene, er ifølge simuleringsmodellen på 5,76. Normalfordelingen har en kurtoseverdi på 3, og den høye

verdien på 5,76 antyder at en forholdsvis stor andel ekstremverdier utenfor verdiintervallet er filtrert bort. Skjevhetkoeffisienten, uttrykt ved «Skewness» i simuleringsmodellen, angir i hvor stor grad fordelingen er forskjøvet mot venstre eller høyre. En koeffisient høyere enn 0 indikerer at fordelingen er skjovet mot høyre, noe som kan observeres i figur 11-5. Forskyvingen mot høyre forklarer hvorfor gjennomsnittsverdien er høyere enn det forventede verdiestimatet. Videre indikerer simuleringsmodellen at variasjonskoeffisienten er på 0,465, noe som tyder på at det er knyttet høy usikkerhet til verdiestimatet. Koeffisienten virker likevel troverdig ettersom oppdrettsnæringen er syklisk.

Simuleringsmodellen antyder videre at sannsynligheten for at aksjekursen faller til en verdi lik 0, som følgelig indikerer at Lerøy går konkurs, er på 0,002 %. Dermed indikerer modellen at sannsynligheten for konkurs er enda mindre enn den forventede konkurssannsynligheten på 0,1 % gitt en ratingkarakter på A. Det presiseres likevel at avviket er så lite at det ikke vil ha implikasjoner for den videre analysen.

11.5.2.3 Forklaring av variasjon i verdiestimatet

Etter å ha presentert hovedfunn fra Monte Carlo-simuleringen, vil det analyseres i hvor stor grad de stokastiske variablene påvirker det endelige verdiestimatet per aksje. Tabell 11-20 viser de ulike budsjett- og verdidrivers bidrag til varians, rangert fra høyest til lavest. Det understrekes at de oppgitte variansbidragene tar utgangspunkt i at det kun er de stokastiske variablene som har innvirkning på endelig verdiestimat. I realiteten er det en rekke andre faktorer som vil påvirke verdiestimatet. Å inkludere alle variabler som direkte eller indirekte har innvirkning på verdiestimatet ville imidlertid gjort det vanskelig å synliggjøre hvilke variabler som faktisk har størst påvirkning på estimatet. Det anses derfor som hensiktsmessig bare å inkludere de mest kritiske budsjett- og verdidriverne.

VARIABEL	VARIANSBIDRAG
Netto driftsmargin (S)	36,20 %
Omløpet til netto driftseiendeler (S)	23,50 %
Driftsinntektsvekst (S)	10,10 %
Langsiktig risikofri rente	5,80 %
Egenkapitalbeta	5,10 %
Markedets risikopremie	4,50 %
Netto driftsmargin (M)	3,20 %
Netto driftsmargin (2020)	3,10 %
Driftsinntektsvekst (M)	3,10 %
Netto driftsmargin (2018)	1,70 %
Netto driftsmargin (2019)	1,50 %
Omløpet til netto driftseiendeler (M)	1,00 %
Driftsinntektsvekst (2020)	0,30 %
Driftsinntektsvekst (2021)	0,30 %
Driftsinntektsvekst (2018)	0,20 %
Omløpet til netto driftseiendeler (2019)	0,20 %
Omløpet til netto driftseiendeler (2018)	0,10 %
Driftsinntektsvekst (2019)	0,10 %

Tabell 11-20: Kritiske risikofaktorerers variansbidrag til Lerøys verdiestimat.

Tabell 11-20 viser at verdiestimatet er spesielt sensitivt overfor endringer i budsjett drivere i konstant vekst. Årsaken er at budsjett driverne i «steady state» har stor innvirkning på horisontverdien, som er den viktigste komponenten ved beregning av det endelige verdiestimatet. I påfølgende avsnitt vil driverne som i størst grad har innvirkning på verdiestimatet diskuteres.

Netto driftsmargin

Av tabell 11-20 fremkommer det at netto driftsmargin i «steady state» er den stokastiske variabelen som isolert har størst påvirkning på det endelige verdiestimatet. Netto driftsmargin i konstant vekst forklarer 36,2 % av den totale variasjonen i verdiestimatet. Følgelig vil en liten endring i Lerøys netto driftsmargin i «steady state» resultere i en betydelig endring i endelig verdiestimat. Det er rimelig at netto driftsmargin i konstant vekst forklarer en stor del av den totale variasjonen, ettersom marginen avgjør hvor mye av driftsinntektene som vil utgjøre netto driftsresultat, som igjen er den viktigste enkeltvariabelen for hvor høy horisontverdien vil bli. De øvrige budsjett punktene til netto driftsmargin forklarer vesentlig mindre av den totale variasjonen i verdiestimatet. Netto driftsmargin i budsjett punkt M står for 3,2 % av variansbidraget, mens driftsmarginen i 2020, 2018 og 2019 forklarer henholdsvis 3,1 %, 1,7 % og 1,5 % av den samlede variasjonen. At netto driftsmargin i andre budsjett punkter enn i konstant vekst står for et betraktelig mindre bidrag til totalvariansen virker troverdig, da de øvrige punkttestimatene kun påvirker enkeltår.

Omløpet til netto driftseiendeler

Videre fremkommer det av tabell 11-20 at omløpet til netto driftseiendeler i konstant vekst forklarer 23,5 % av verdiestimatets samlede variasjon. Omløpet til netto driftseiendeler avgjør hvor høye Lerøys balanseførte netto driftseiendeler vil bli i fremtiden. Netto driftseiendeler påvirker videre beregning av minoritetsinteresser, finansiell gjeld og finansielle eiendeler, og således vil også egenkapitalen, som beregnes residualt, påvirkes. I tillegg vil endring i netto driftseiendeler, finansiell gjeld, finansielle eiendeler og minoritetsinteresser i vesentlig grad påvirke Lerøys fremtidige frie kontantstrømmer, som igjen har stor betydning for endelig verdiestimat. De øvrige budsjett punktene til omløpet til netto driftseiendeler forklarer samlet bare om lag 1,3 % av den totale variasjonen i verdiestimatet.

Driftsinntektsvekst

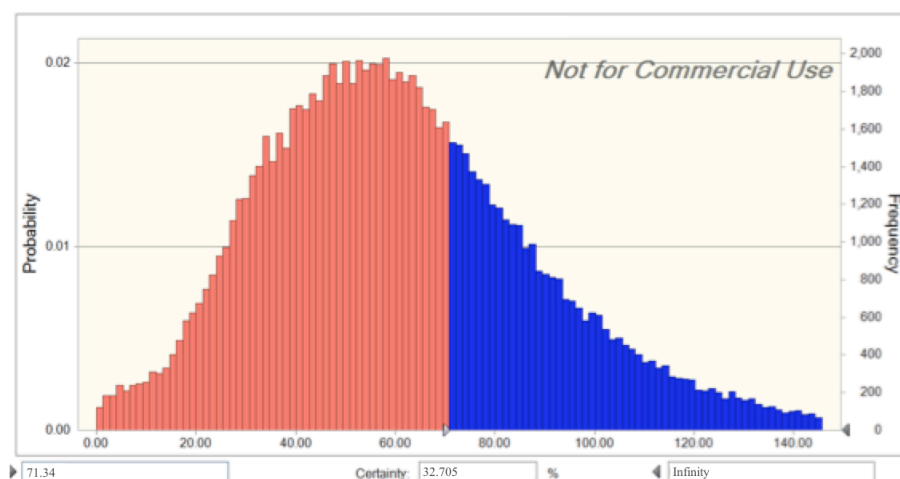
Tabell 11-20 viser at driftsinntektsveksten i konstant vekst og i budsjettpunkt M forklarer henholdsvis 10,1 % og 3,1 % av variasjonen i det endelige verdiestimatet. Sammen med netto driftsmargin, vil Lerøys predikerte driftsinntekter avgjøre hvor høyt netto driftsresultat selskapet vil oppnå i prognoseperioden. Det er dermed nærliggende at driftsinntektsvekst generelt, og driftsinntektsvekst i «steady state» spesielt, står for en betydelig andel av den totale variasjonen i verdiestimatet.

Verdidrivere

I henhold til Monte Carlo-simuleringen påvirker ikke verdidriverne egenkapitalbeta, risikofri rente og markedets risikopremie det endelige verdiestimatet i stor grad. Funnet betraktes som overraskende. Mulige årsaker kan være at ekstremverdier er filtrert ut, at tildelt standardavvik er noe undervurdert og at den innlagte korrelasjonen gjør at utslagene jevnes ut i simuleringsmodellen. Modellen undervurderer dermed betydningen av verdidriverne. De tre verdidriverne, og deres påvirkning på endelig verdiestimat, vil imidlertid bli studert nærmere i en utvidet sensitivitetsanalyse senere i kapittelet.

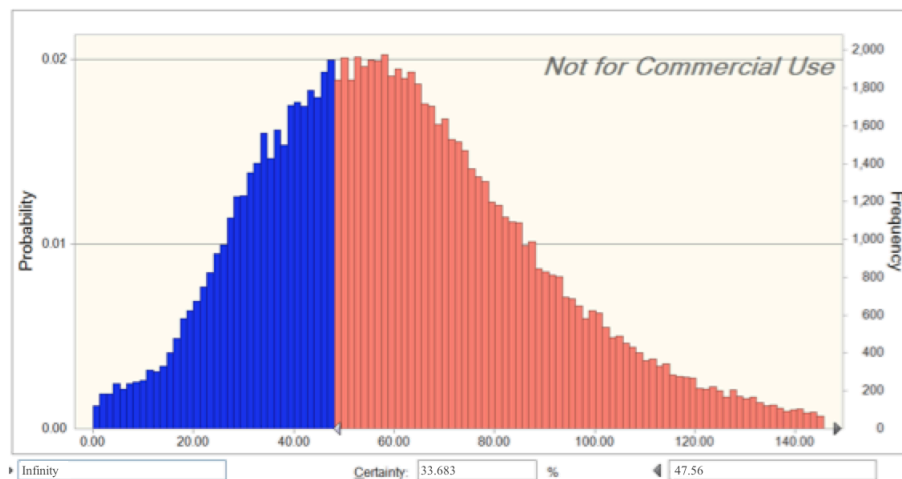
11.5.2.4 Oppsidepotensial og nedsiderisiko

Simuleringsmodellen kan videre benyttes til å vurdere Lerøys oppside- og nedsidepotensial. I henhold til Knivsflå (2018t) representerer Lerøy-aksjens oppsidepotensial sannsynligheten for at aksjens verdi er minst 20 % høyere enn det ujusterte fundamentale verdiestimatet på 59,45 kroner. Dermed settes nedre grense i modellen til 71,34 kroner. Oppsidepotensialet for Lerøys aksje uttrykkes ved det blå skraverte området i figur 11-6. Sannsynligheten for at verdien av Lerøy-aksjen er høyere enn 71,34 kroner er 32,71 %, hvilket innebærer at det er et relativt stort oppsidepotensial knyttet til aksjen.



Figur 11-6: Oppsidepotensial til Lerøy i henhold til Monte Carlo-simulering.

Nedsiderisikoen representerer sannsynligheten for at verdiestimatet per aksje er mindre enn 80 % av den forventede estimerte verdien. Øvre grense fastsettes derfor til 47,56 kroner. Det blå skraverte området i figur 11-7 uttrykker nedsidepotensiale for Lerøy-aksjen, og indikerer at sannsynligheten for at aksjens verdi vil falle til et nivå lavere enn 47,56 kroner er 33,68 %. Nedsiderisikoen er dermed omtrent like høy som oppsidepotensialet, og det er således tilnærmet like sannsynlig at aksjeverdien enten vil øke med minst 20 % eller reduseres med minst 20 %.



Figur 11-7: Nedsiderisiko til Lerøy i henhold til Monte Carlo-simulering.

11.5.2.5 Oppsummering av simuleringsanalyse

Den gjennomførte Monte Carlo-analysen avdekket at det er knyttet betydelig usikkerhet til det endelige verdiestimatet. Usikkerheten bekreftes ved analysen av oppsidepotensial og nedsiderisiko, som indikerer at aksjekursen til Lerøy med stor sannsynlighet vil øke eller falle til et nivå som avviker signifikant fra fundamental verdi. Det endelige verdiestimatet virker troverdig, ettersom det gjennomsnittlige verdiestimatet i simuleringsmodellen i relativt liten grad avviker fra den estimerte verdien. Videre har simuleringsanalysen identifisert netto driftsmargin, omløpet til netto driftseiendeler og driftsinntektsvekst i konstant vekst som de stokastiske variablene som har det høyeste variansbidraget.

Det påpekes at simuleringsanalysen utelukkende tar hensyn til utvalgte kritiske faktorer, og at den baserer seg på en rekke skjønsmessige forutsetninger. Endrede forutsetninger eller inkludering av andre faktorer ville følgelig ha påvirket resultatene fra analysen.

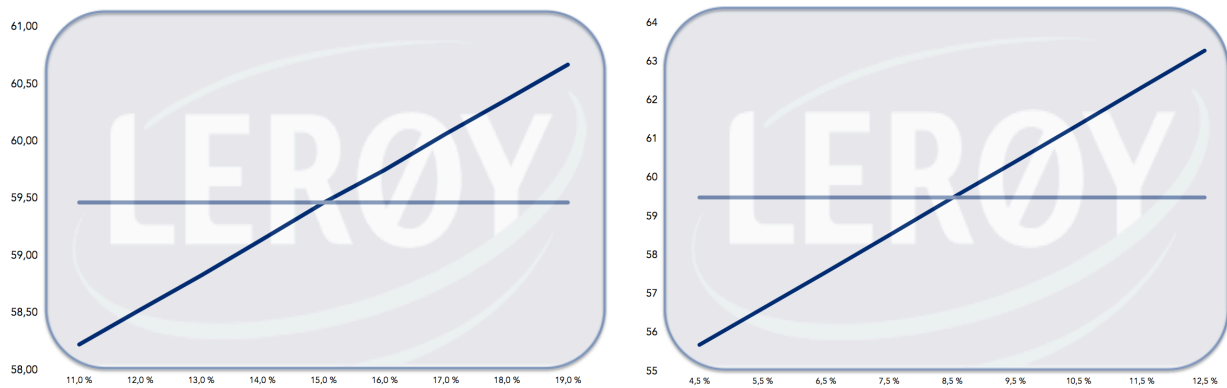
11.5.3 Utvidet sensitivitetsanalyse

For å analysere nærmere hvordan det endelige verdiestimatet påvirkes når kritiske budsjett- og verdidrivere endres, er det hensiktsmessig å gjennomføre en utvidet sensitivitetsanalyse. I motsetning til i simuleringsanalysen, vil det i sensitivitetsanalysen bare bli endret én driver av gangen, mens de andre variablene holdes konstant. En potensiell svakhet ved bare å endre én driver samtidig er at sensitivitetsanalysen da ikke tar høyde for at enkelte av variablene korrelerer sterkt med hverandre. Det anses likevel som hensiktsmessig å utføre analysen, da den gir verdifull innsikt i hvor sensitivt det endelige verdiestimatet vil være overfor endringer i ulike kritiske budsjett- og verdidrivere.

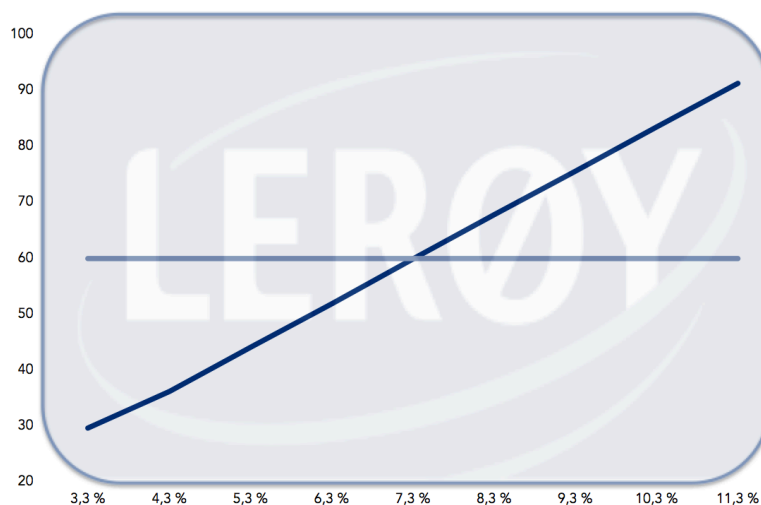
I de påfølgende avsnitt vil de tre utvalgte budsjettdriverne endres på henholdsvis kort, mellomlang og lang sikt. Kort sikt er representert ved år 2018, mellomlang sikt omfatter år 2023, mens lang sikt uttrykker konstant vekst i «steady state» ved år 2029. Til tross for at egenkapitalbeta, langsiktig risikofri rente og markedets risikopremie ikke utgjorde et særlig stort variansbidrag i henhold til simuleringsanalysen, anses det som fornuftig å undersøke de tre verdidrivernes påvirkning på det endelige verdiestimatet når kun én variabel endres samtidig. Videre i delkapittel 11.5 vil samtlige figurer som presenteres ha en mørkeblå strek som representerer det endelige fundamentale verdiestimatet, og en lyseblå strek som illustrerer verdiestimatets sensitivitet overfor endringer i de ulike driverne.

Netto driftsmargin

I simuleringsanalysen ble det avdekket at netto driftsmargin er den driveren som samlet sett påvirker Lerøys fundamentale verdiestimat mest. I henhold til analysen forklarte netto driftsmargin i konstant vekst om lag 36,2 % av den totale variasjonen i verdiestimatet. Figur 11-8 til 11-10 viser det endelige verdiestimatet sin sensitivitet overfor endringer i netto driftsmargin på henholdsvis kort, mellomlang og lang sikt. Av figur 11-8 fremgår det at verdiestimatet er lite sensitivt for endringer i netto driftsmargin på kort sikt. En endring på 1 prosentpoeng i netto driftsmargin i 2018 fører til en endring på 0,5 % i det endelige verdiestimatet.



Figur 11-8 og 11-9: Netto driftsmargins påvirkning på verdiestimatet på henholdsvis kort og mellomlang sikt.



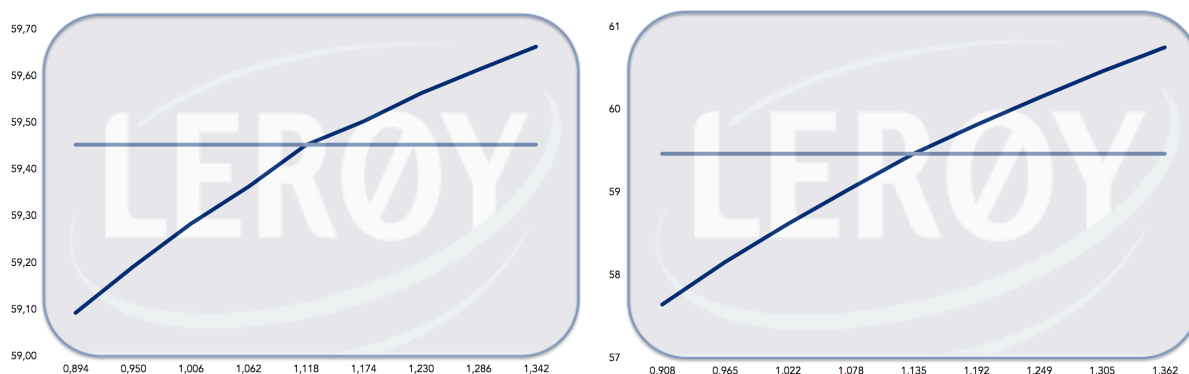
Figur 11-10: Netto driftsmargins påvirkning på verdiestimatet på lang sikt.

Figur 11-9 viser at verdiestimatet på mellomlang sikt er noe mer sensitivt overfor endringer i netto driftsmargin enn på kort sikt, der en 1 prosentpoengs endring påvirker verdiestimatet med om lag 1,6 %. Videre illustrerer figur 11-10 at endringer i netto driftsmargin i konstant vekst medfører store endringer i endelig verdiestimat. Dersom Lerøys langsiktige netto driftsmargin endres med 1 prosentpoeng, justeres verdiestimatet med hele 13,3 %, hvilket tilsvarer en verdiendring per aksje på om lag 8 kroner.

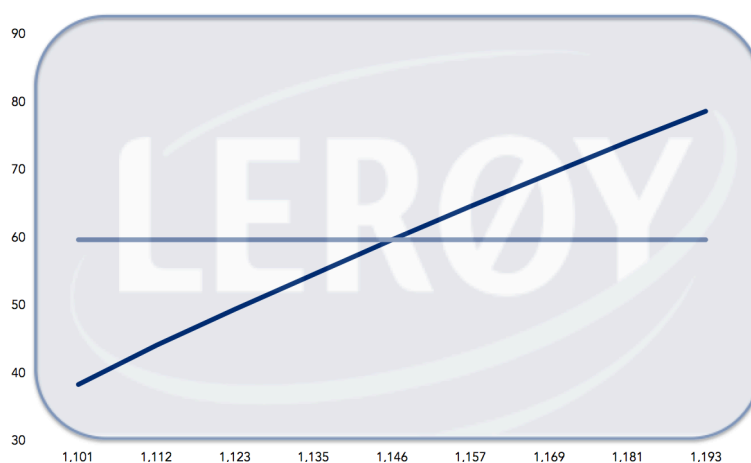
Omløpet til netto driftseiendeler

I henhold til simuleringsanalysen var omløpet til netto driftseiendeler i konstant vekst den driveren som forklarte nest mest av den samlede variasjonen i det endelige verdiestimatet. Simuleringsanalysen avdekket også at omløpet til netto driftseiendeler i de øvrige budsjettpunktene i liten grad påvirket verdiestimatet. Figur 11-11 og 11-12 viser hvordan verdiestimatet påvirkes av endringer i omløpet på kort og mellomlang sikt. Figurene bekrefter at omløpet til netto driftseiendeler i liten grad har innvirkning på aksjeverdien, ettersom en 5

% endring fører til en verdiestimatjustering på 0,1 % og 0,6 % på henholdsvis kort og mellomlang sikt.



Figur 11-11 og 11-12: Omløpet til netto driftseiendeler påvirkning på verdiestimatet på henholdsvis kort og mellomlang sikt.



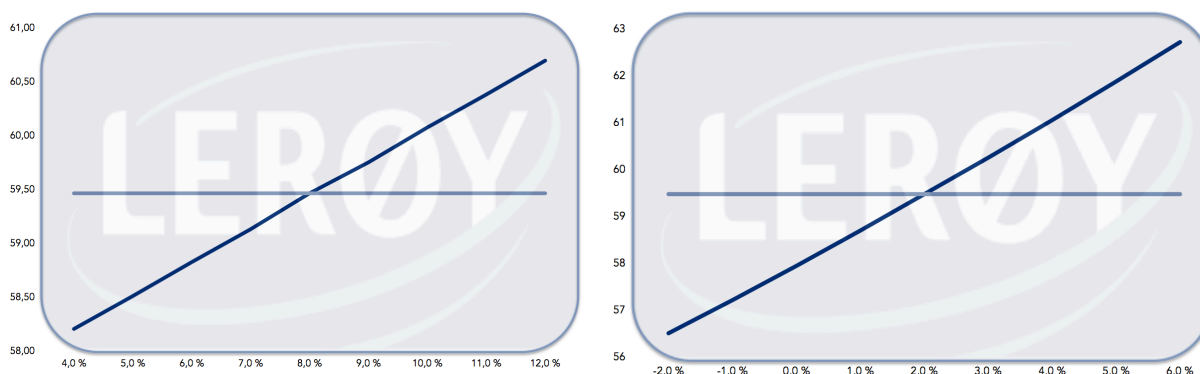
Figur 11-13: Omløpet til netto driftseiendeler påvirkning på verdiestimatet på lang sikt.

Videre fremgår det av figur 11-13 at det endelige verdiestimatet per aksje er sensitivt overfor endringer i omløpet til netto driftseiendeler i konstant vekst. Marginale endringer i omløpet gir følgelig store utslag i verdiestimatet. En endring i omløpet til netto driftseiendeler på 1 % vil påvirke det fundamentale verdiestimatet med om lag 8,2 %. Verdiestimatets høye sensitivitet overfor endringer i omløpet til netto driftseiendeler i konstant vekst bekrefter funnene fra simuleringsanalysen, og fremstår som en av de mest kritiske driverne for endringer i endelig verdiestimat.

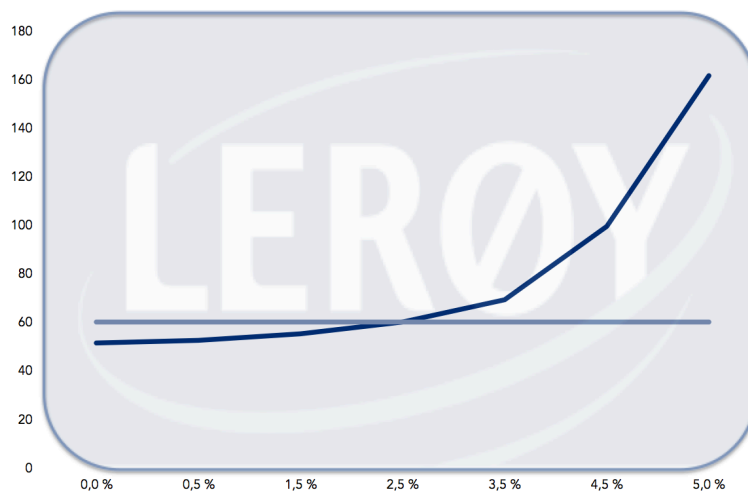
Driftsinntektsvekst

Ifølge simuleringsanalysen er driftsinntektsvekst, i tillegg til netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler, en kritisk faktor som i betydelig grad påvirker det endelige

verdiestimatet. I henhold til simuleringanalysen forklarer Lerøys driftsinntektsvekst i konstant vekst om lag 10,1 % av den totale variasjonen i verdiestimatet. Simuleringsanalysen antyder videre at driftsinntektsveksten i øvrige budsjettpunkter står for et mindre variansbidrag. At det endelige verdiestimatet ikke er spesielt sensitivt overfor endringer i driftsinntektsvekst på kort og mellomlang sikt bekreftes av den utvidede sensitivitetsanalysen, se figur 11-14 og 11-15. Figurene viser at dersom Lerøys driftsinntektsvekst endres med 1 prosentpoeng, vil verdiestimatet justeres med 0,5 % og 1,3 % på henholdsvis kort og mellomlang sikt.



Figur 11-14 og 11-15: Driftsinntektsvekstens påvirkning på verdiestimatet på henholdsvis kort og mellomlang sikt.



Figur 11-16: Driftsinntektsvekstens påvirkning på verdiestimatet på lang sikt.

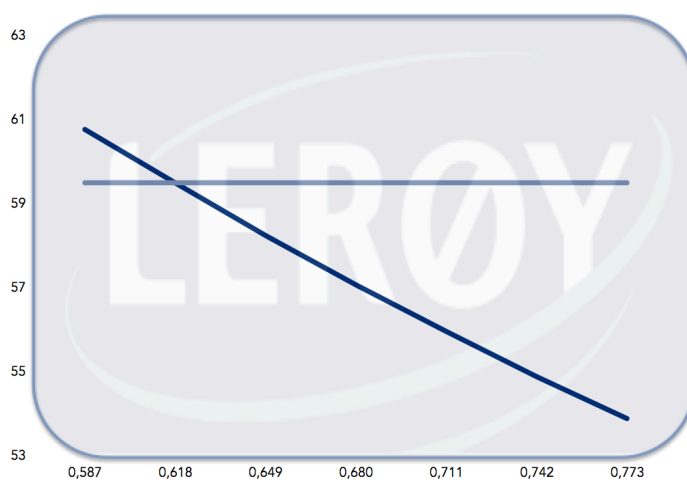
Av figur 11-16 fremkommer det at verdiestimatet er sensitivt overfor endringer i den langsiktige driftsinntektsveksten, som er i samsvar med funn fra simuleringanalysen. Dersom den nåværende driftsinntektsveksten på 2,5 % øker med 1 prosentpoeng til 3,5 %, øker verdiestimatet med ca. 16 %. Verdiestimatets sensitivitet overfor endringer i driftsinntektsvekst i konstant vekst er dermed noe høyere enn det simuleringanalysen gir

uttrykk for. Avviket mellom resultatene fra simulerings- og sensitivitetsanalysen kan forklares ved at det for konstant driftsinntektsvekst i Monte Carlo-analysen ble lagt til grunn en uniform sannsynlighetsfordeling, hvilket medførte at usikkerheten i driveren ble redusert.

Mens sammenhengen mellom driftsinntektsvekst og aksjeverdi på kort og mellomlang sikt er tilnærmet lineær, antyder figur 11-16 at sammenhengen mellom driftsinntektsvekst i konstant vekst og aksjeverdi er nærmere eksponentiell. Momentet innebærer at verdiestimatet er særlig sensitivt overfor endringer i den langsiktige driftsinntektsveksten i tilfeller der veksten er større enn den initiale vekstforventningen på 2,5 %. En økning i driftsinntektsvekst fra for eksempel 3,5 % til 4,5 % vil øke verdiestimatet med om lag 43 %, mens en mindre økning fra 4,5 % til 5,0 % vil resultere i en verdiøkning på hele 63 %. Årsaken til den markante økningen i verdiestimatets sensitivitet når langsiktig driftsinntektsvekst overstiger forventet vekst er at terminalverdien, som utgjør den største andelen av det endelige verdiestimatet, øker etter hvert som driftsinntektsveksten nærmer seg de langsiktige avkastningskravene. At Lerøy vil oppnå en driftsinntektsvekst i «steady state» på mellom 4-5 % virker imidlertid lite sannsynlig, jamfør diskusjon i delkapittel 9.4.1.3.

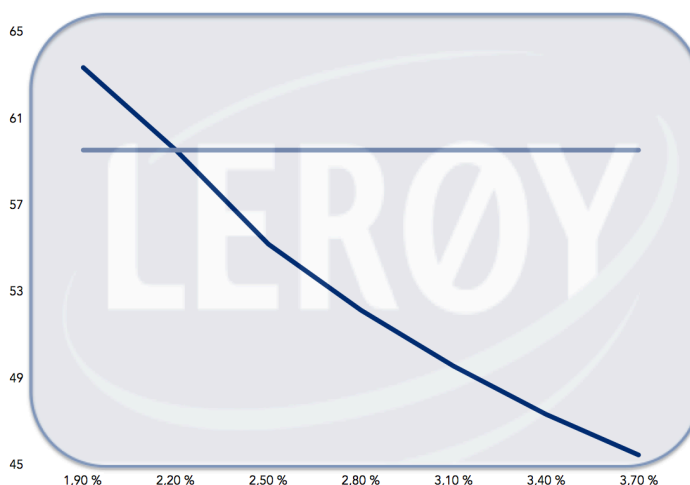
Verdidrivere

Til tross for at simuleringsanalysen antydet at verdiestimatet ikke er spesielt sensitivt overfor endringer i langsiktig risikofri rente, markedets risikopremie og egenkapitalbeta, er det en rimelig antagelse at endringer i verdidriverne vil ha betydning for verdiestimatet. Variablene blir derfor analysert i en sensitivitetsanalyse der kun én driver endres av gangen. Figur 11-17 viser verdiestimatet til Lerøy sin sensitivitet overfor endringer i egenkapitalbeta.



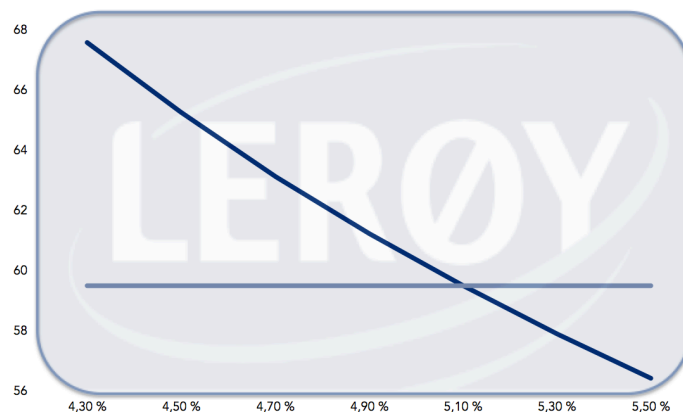
Figur 11-17: Egenkapitalbetaens påvirkning på verdiestimatet.

Figur 11-17 viser at det endelige verdiestimatet er relativt følsomt for endringer i egenkapitalbeta. Dersom egenkapitalbetaen for eksempel øker med 5 % fra 0,618 til 0,649, vil verdiestimatet endres med om lag -2 %. Beta inngår i egenkapitalkravet, og økt beta innebærer større eksponering mot systematisk risiko, noe som igjen fører til høyere avkastningskrav til egenkapitalen. Ettersom egenkapitalkravet inngår i netto driftskapital- og sysselsatt kapitalkrav, vil også de to sistnevnte kravene påvirkes av endringer i egenkapitalbetaverdier. Det kan følgelig argumenteres for at endringer i egenkapitalbeta gir relativt store utslag i det endelige verdiestimatet. Verdiestimatet synes likevel å være mer sensitivt overfor endringer i de tre budsjettdriverne i konstant vekst.



Figur 11-18: Langsiktig risikofri rentes påvirkning på verdiestimatet.

Figur 11-18 illustrerer verdiestimatets sensitivitet overfor endringer i risikofri rente i konstant vekst. Av figuren fremkommer det at endringer i langsiktig risikofri rente har stor innvirkning på aksjeverdien. Dersom risikofri rente øker med 1 prosentpoeng fra 2,2 % til 3,2 %, vil aksjeverdien reduseres med 18 %. En høyere risikofri rente resulterer i høyere fremtidskrav, som videre medfører at verdiestimatet reduseres. Simuleringsmodellen undervurderer således betydningen endringer i den langsiktige risikofrie renten har på verdiestimatet. En mulig forklaring på avviket kan være at risikofri rente i simuleringsanalysen ble antatt å følge en uniform sannsynlighetsfordeling. Den uniforme sannsynlighetsfordelingen bidrar til å redusere usikkerheten knyttet til den risikofrie renten i simuleringsmodellen. Andre forklaringer på avviket kan være at korrelasjoner som ble lagt inn i modellen har bidratt til å utjevne utslagene, at standardavvikene ble satt noe for lavt og at det ble filtrert bort et stort antall ekstremverdier som ikke ble tatt hensyn til i analysen.



Figur 11-19: Markedets risikopremiens påvirkning på verdiestimatet.

Figur 11-19 viser verdiestimatet til Lerøy sin sensitivitet overfor endringer i markedets risikopremie i konstant vekst. Figuren viser at endringer i risikopremien gir utslag i verdiestimatet, men at aksjeverdien til Lerøy er noe mindre sensitiv for justeringer i risikopremien enn for endringer i eksempelvis den langsiktige risikofrie renten. Dersom markedets risikopremie øker med 1 prosentpoeng, vil verdiestimatet reduseres med om lag 14 %. På samme måte som for egenkapitalbeta og risikofri rente, vil en økning i risikopremien medføre høyere avkastningskrav, som igjen fører til at verdiestimatet reduseres. Sensitivitetsanalysen tyder dermed på at markedsrisikopremien er noe undervurdert i simuleringsanalysen, trolig av de samme årsakene som ble diskutert under risikofri rente i forrige avsnitt.

Oppsummering av utvidet sensitivitetsanalyse

I likhet med simuleringsanalysen, bekrefter den utvidede sensitivitetsanalysen at det er knyttet stor usikkerhet til det endelige verdiestimatet på Lerøy-aksjen. Sensitivitetsanalysen bekrefter også at verdiestimatet er sensitivt overfor endringer i netto driftsmargin, omløpet til netto driftseiendeler og driftsinntektsvekst i konstant vekst. Det som skiller sensitivitetsanalysen fra simuleringsanalysen, er at endringer i verdidriverne i større grad påvirker det endelige verdiestimatet når én variabel endres av gangen i sensitivitetsanalysen.

11.6 Drøfting av fundamentalt verdiestimat og usikkerhet

Med utgangspunkt i det utarbeidede fremtidsregnskapet og de estimerte fremtidskravene, er det i kapittel 11 blitt gjennomført en fundamental verdivurdering av egenkapitalen til Lerøy per 31.12.2017. I tillegg er det utarbeidet ulike analyser av usikkerheten i verdiestimatet. I

første del av kapittelet ble det gjort estimater på Lerøys egenkapitalverdi basert på budsjetterte verdivekter. Ved bruk av budsjetterte vekter ga de tre verdivurderingsteknikkene egenkapital-, netto driftskapital- og sysselsatt kapitalmetoden nokså ulike verdiestimer, der aksjeverdien varierte mellom 57,41 og 65,57 kroner. Gjennomsnittet av metodene ga et verdiestimat per aksje på 61,54 kroner. Gjennom en konvergeringsprosess over ti steg ble videre de budsjetterte vektene omgjort til virkelige verdivekter. Etter endt prosess ga de tre metodene et unisont verdiestimat på 59,45 kroner per aksje. Etersom Lerøys konkurrisiko ikke ble tatt høyde for ved utarbeidelsen av verdiestimatet fra konvergeringsprosessen, var det nødvendig å justere verdiestimatet for antatt konkurssannsynlighet. Den syntetiske ratingen antyder at Lerøy har ratingkarakter A, hvilket tilsier at sannsynligheten for konkurs er 0,1 %. Korrigert for konkurrisiko ble verdiestimatet nedjustert til 59,39 kroner per aksje.

Siden den fundamentale verdsettelsen av Lerøys egenkapital avhenger av forutsetninger og forventninger om fremtiden, vil det være forbundet betydelig usikkerhet til verdiestimatet. For å vurdere verdiestimatets usikkerhet, ble det gjennomført en simuleringsanalyse ved hjelp av programmet Crystal Ball i Excel. Usikkerheten i verdiestimatet ble bekreftet av funn fra simuleringsanalysen, der det ble avdekket at verdiestimatet hadde et årlig standardavvik på 46,5 %, hvilket må anses som høyt. Simuleringsanalysen avdekket videre at det er netto driftsmargin, omløpet til netto driftseiendeler og driftsinntektsvekst i konstant vekst som forklarer mesteparten av variasjonen i verdiestimatet. De tre budsjettdriverne forklarte til sammen om lag 70 % av den samlede variasjonen. I simuleringsanalysen ble det i tillegg avdekket at aksjeverdien, med mer enn 66 % sannsynlighet, vil befinne seg innenfor et intervall på henholdsvis +/- 20 % av det endelige verdiestimatet. Simuleringsanalysen bekreftet også at Lerøys konkurssannsynlighet er meget lav, da sannsynligheten for konkurs ble estimert til å være på 0,002 %.

For å undersøke nærmere i hvor stor grad det endelige verdiestimatet påvirkes av endringer i de ulike budsjett- og verdidriverne, ble det i siste del av kapittelet utført en utvidet sensitivitetsanalyse. Sensitivitetsanalysen underbygget hovedfunnene fra simuleringsanalysen, ved at den bekreftet at det er høy usikkerhet knyttet til verdiestimatet og at aksjeverdien er sensitiv overfor endringer i de tre budsjettdriverne i konstant vekst. I motsetning til simuleringsanalysen, avdekket sensitivitetsanalysen at også endringer i verdidriverne påvirker verdiestimatet i betydelig grad.

I tillegg til at verdiestimatet baserer seg på antagelser og forventninger om en usikker fremtid, baserer det seg på en rekke forutsetninger fra rammeverket til Knivsflå. En av forutsetningene som får størst innvirkning på endelig verdiestimat er valget av risikofri rente. Til tross for at 10-årige statsobligasjonsrenter benyttes oftest i det norske markedet, legger rammeverket til grunn 3M NIBOR som risikofri rente. Selv om det, som diskutert i delkapittel 7.2.1, eksisterer fordeler knyttet til bruk av 3M NIBOR som risikofri rente, vil den estimerte risikofrie renten bli betydelig lavere ved valg av en kort NIBOR-rente enn dersom en 10-årig statsobligasjonsrente hadde blitt lagt til grunn. En høyere risikofri rente ville ha bidratt til å øke avkastningskravene, som igjen ville ha redusert verdiestimatet. En viktig bemerkning er derfor at valget av 3M NIBOR medfører at avkastningskravene blir betydelig lavere, og at verdiestimatet følgelig blir vesentlig høyere enn dersom en lang statsobligasjonsrente hadde blitt benyttet i utredningen. Effekten av lave avkastningskrav er imidlertid tatt høyde for ved prognostisering av de ni utvalgte budsjettdriverne, og bidrar til at verdiestimatet likevel kan anses som realistisk.

En annen forutsetning som har innvirkning på det endelige verdiestimatet er antagelsen om at finansiell gjeldsrente er lik finansielt gjeldskrav over budsjettperioden. I analyseperioden har Lerøys netto finansielle gjeldsrente vært 1,1 prosentpoeng lavere enn finansielt gjeldskrav. Forutsetningen om at fremtidig finansiell gjeldsrente skal være lik fremtidig finansielt gjeldskrav fører til at netto finanskostnader undervurderes, som igjen medfører at Lerøy oppnår høyere fri kontantstrøm til egenkapital, og med det et noe høyere endelig verdiestimat. Det er likevel valget av 3M NIBOR som risikofri rente som virker å ha den største innvirkningen på det endelige verdiestimatet.

Ettersom det er, med utgangspunkt i momentene drøftet i delkapittel 11.6, knyttet usikkerhet til verdiestimatet på Lerøys egenkapital, anses det som hensiktsmessig å gjennomføre en supplerende verdivurdering i form av en komparativ verdsettelse. Den komparative verdivurderingen vil tilføre mer robusthet til det endelige verdiestimatet, og vil presenteres i det påfølgende kapitlet.

12 KOMPARATIV VERDIVURDERING

Som et resultat av at den fundamentale verdivurderingen er basert på en rekke utvalgte forutsetninger samt forventninger til en usikker fremtid, er det forbundet stor usikkerhet til det beregnede verdiestimatet på Lerøys egenkapital per 31.12.2017. For å sikre at verdiestimatet fra kapittel 11 er pålitelig, vil en komparativ verdivurdering gjennomføres for å supplere den fundamentale verdivurderingen.

Komparativ verdivurdering er en verdsettelsesteknikk som estimerer verdien av et selskaps egenkapital basert på hva lignende selskaper eller eiendeler omsettes for i markedet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 30). Som presentert i delkapittel 3.1.2, kan den komparative verdsettelsesteknikken deles inn i to ulike modeller, henholdsvis multiplikator- og substansverdimodellen. Substansverdimodellen tar utgangspunkt i verdien av et selskaps eiendeler og hva de kan omsettes for i markedet. Deretter blir gjeld og latent skatt trukket fra for å finne egenkapitalens substansverdi (Kaldestad & Møller, 2016, s. 31). I utredningen er det besluttet ikke å benytte substansverdimodellen for å verdsette Lerøys egenkapitalverdi. Årsaken er at modellen egner seg dårlig for selskaper som har store immaterielle eiendeler, slik som Lerøy. Det vil da være vanskelig å finne klare sammenlignbare verdier, og det vil følgelig være stor sannsynlighet for at egenkapitalverdien vil undervurderes (Kaldestad & Møller, 2016, s. 31).

For å verdivurdere egenkapitalen til Lerøy anses det som mer hensiktsmessig å benytte multiplikatormodellen. I multiplikatormodellen sammenlignes egen- eller selskapskapitalen til et selskap relativt med egen- eller selskapskapitalverdiene til tilsvarende selskaper i samme bransje (Knivsflå, 2018d). Årsaken til at multiplikatormodellen vil egne seg som verdivurderingsteknikk, er at Lerøy har mange sammenlignbare konkurrenter som over en lang tid har vært notert på børs. I motsetning til substansverdimodellen, egner multiplikatormodellen seg for selskaper som har gode utsikter til fortsatt drift, noe utredningen har bekreftet at Lerøy har. Ettersom multiplikatormodellen skal benyttes til å verdsette egenkapitalen til Lerøy, er det viktig å ha kjennskap til ulempene tilknyttet modellen. En ulempe ved multiplikatormodellen er at den er lett å misbruke siden egenkapitalverdien kan påvirkes i en bestemt retning ved å utelate selskaper eller multipler som gir et annet svar enn ønskelig. Modellen er i tillegg blitt kritisert for at det er utfordrende å finne selskaper som i realiteten er sammenlignbare, hvilket vil resultere i misvisende resultater (Kaldestad & Møller, 2016, s. 226-228).

Kapittel 12 deles inn i fire hoveddeler. I del 1 diskuteres hvilke selskaper Lerøy skal sammenlignes med i den komparative verddivurderingen. Videre vil det i del 2 diskuteres hvilke multiplikatorer som skal brukes i verdsettelsen. I del 3 blir de valgte multiplikatorene estimert, og deretter beregnes Lerøys egenkapitalverdi basert på de beregnede multiplene. I del 3 foretas det også en vurdering hvorvidt det endelige verdiestimatet fra den fundamentale verddivurderingen bør justeres. Avslutningsvis i del 4 diskuteres forskjeller mellom verddivurdering basert på rammeverket til Knivsflå og hvordan verddivurderinger utføres i praksis.

12.1 Valg av komparative virksomheter

Siden valg av «riktige» sammenlignbare selskaper er avgjørende for at resultatene fra multiplikatormodellen skal være mest mulig rettvise, må det tas stilling til hvilke selskaper som skal sammenlignes med Lerøy. Komparative virksomheter bør fortrinnsvis være børsnoterte, ettersom de da anses som «korrekt» priset i markedet. Dessuten bør de komparative virksomhetene ikke avvike for mye når det gjelder størrelse, lønnsomhet, geografisk fokus, produktmiks og vekstutsikter (Kaldestad & Møller, 2016, s. 228).

I utredningen har bransjegenomsnittet, i tillegg til Lerøy, bestått av de fire selskapene Marine Harvest, SalMar, Grieg Seafood og NRS. Selv om analysen av lønnsomhet i kapittel 8 avdekket at det historisk har vært små lønnsomhetsforskjeller mellom selskapene, viste analysen at alle oppdrettsselskapene i stor grad påvirkes av bransjespesifikke forhold. Det kan følgelig argumenteres for at avvik i lønnsomhet mellom aktørene er begrenset. Videre er det nærliggende å anta at selskapene ikke avviker signifikant når det gjelder vekstutsikter. Dessuten utgjør produksjon av atlantisk laks hovedproduktet til samtlige selskaper, og majoriteten av selskapenes produksjon er lokalisert langs norskekysten. Oppdrettsselskapene i utvalget skiller seg imidlertid fra hverandre når det gjelder størrelse. Marine Harvest er det desidert største selskapet i bransjeutvalget, og er, målt etter omsetning, nesten syv ganger større enn NRS, som er det minste selskapet i bransjeutvalget. Dermed kan det vurderes hvorvidt Marine Harvest eller NRS bør utelates fra bransjeutvalget. Siden NRS er omtrent på samme størrelse som Grieg Seafood, og bare halvparten så stort som SalMar, anses det som nærliggende å inkludere selskapet i utvalget. Ettersom Marine Harvest, på den andre siden, er den største oppdrettsaktøren i utvalget, og følgelig representerer en viktig del av oppdrettsbransjen, anses det i tillegg som rimelig å inkludere selskapet i bransjeutvalget. Dessuten kan det argumenteres for at det komparative verdiestimatet best vil kunne

sammenlignes med resultatene fra den fundamentale verdivurderingen dersom det samme bransjeutvalget er lagt til grunn ved begge verdsettelsesteknikkene. Selv om de komparative selskapene ikke er identiske, forventes det at oppdrettsaktørenes likhetstrekk vil gjøre at resultatene som fremgår av den påfølgende verdivurderingen gir et forholdsvis presist og pålitelig estimat på Lerøys egenkapitalverdi per 31.12.2017.

12.2 Valg av multiplikatorer

Valg av multiplikatorer handler i utgangspunktet om å foreta to separate valg: Å velge verdigrunnlag og å velge skaleringsfaktor. Verdigrunnlaget representerer som regel prisen på en aksje i et selskap eller verdien av selskapet, mens skaleringsfaktoren vil ofte være et mål på en kritisk ressurs eller en resultat-, balanse- eller kontantstrømstørrelse. Bruk av multiplikatorer ved verdsettelse innebærer å estimere verdien av et selskap, ved å multiplisere en skaleringsfaktor med tilhørende multiplikator (Dyrnes, 2004), se formel 12-1.

$$\begin{aligned} \text{Verdiestimant} &= \text{Komparativ multiplikator} \cdot \text{Skaleringsfaktor} \\ &= \frac{\text{Verdigrunnlag}}{\text{Skaleringsfaktor}} \cdot \text{Skaleringsfaktor} \end{aligned}$$

Formel 12-1: Verdsettelse med bruk av multiplikatorer.

Det er vanlig å skille mellom to hovedgrupper av multiplikatorer som kan benyttes ved verdsettelse, henholdsvis egenkapitalmultiplikatorer og totalkapitalmultiplikatorer. Egenkapitalmultiplikatorer tar utgangspunkt i egenkapitalens markedsverdi, og kjennetegnes ved at telleren i brøken er bokstaven P, som står for «Price» og uttrykker pris per aksje (Dyrnes, 2004). Ved å multiplisere egenkapitalmultiplikatorer med en skaleringsfaktor, blir et selskaps egenkapitalverdi beregnet direkte. I motsetning til egenkapitalmultiplikatorer, tar totalkapitalmultiplikatorer utgangspunkt i en virksomhets selskapsverdi. Selskapsverdien defineres i det påfølgende som summen av egenkapitalens markedsverdi, minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld. Totalkapitalmultiplikatorer kjennetegnes ved at telleren i brøken er EV, som står for «Enterprise Value» og uttrykker selskapsverdien (Dyrnes, 2004). For å estimere et selskaps egenkapitalverdi er det dermed avgjørende å trekke minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld fra selskapsverdien.

I utredningen er det besluttet at følgende fire multiplikatorer skal benyttes:

Multiplikator 1: Pris/Bok (P/B)

Multiplikator 2: Pris/Fortjeneste (P/E)

Multiplikator 3: Selskapsverdi/Driftsresultat (EV/EBIT)

Multiplikator 4: Selskapsverdi/Driftsresultat før av- og nedskrivninger (EV/EBITDA)

De utvalgte multiplikatorene omfatter både egenkapital- og totalkapitalmultiplikatorer. P/E og P/B tar utgangspunkt i markedsverdien av egenkapitalen til Lerøy, uttrykt ved pris per aksje, og representerer følgelig egenkapitalmultiplikatorer. EV/EBIT og EV/EBITDA tar utgangspunkt i Lerøys selskapsverdi, og representerer dermed totalkapitalmultiplikatorer. I henhold til Dyrnes (2004) vil totalkapitalmultiplikatorer gi et mer presist verdiestimat enn egenkapitalmultiplere. Årsaken er at egenkapitalmultiplikatorer, i motsetning til totalkapitalmultiplikatorer, ikke tar hensyn til at selskaper kan ha ulik kapitalstruktur. Siden de komparative virksomhetene har relativt lik kapitalstruktur, er det besluttet at både P/B og P/E inkluderes i den videre analysen.

For å sikre et best mulig sammenligningsgrunnlag mellom fundamental og komparativ verdivurdering, vil det også i den komparative verdsettelsen benyttes normaliserte og omgrupperte regnskapstall. I det påfølgende vil de fire valgte multiplikatorene presenteres og estimeres. Basert på bransjens multiplikatorer utarbeides et anslag på Lerøys aksjeverdi.

12.2.1 Pris/Bok

Pris/Bok-multiplikatoren gir en indikasjon på et selskaps evne til verdiskapning, og uttrykkes enten som forholdet mellom egenkapitalens markedsverdi og bokført verdi av egenkapitalen, eller som forholdet mellom aksjepris og bokført egenkapital per aksje, se formel 12-2. En P/B-ratio over 1 indikerer at markedet forventer at selskapet vil være i stand til å skape merverdi på selskapets eiendeler. En P/B-ratio under 1, som innebærer at egenkapitalens markedsverdi er lavere enn bokført egenkapitalverdi, antyder imidlertid at selskapet forventer å ødelegge verdier for aksjonærene gjennom svak lønnsomhet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 233).

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Bokført verdi av egenkapital}} = \frac{\text{Aksjepris}}{\text{Bokført egenkapital per aksje}}$$

Formel 12-2: Pris/Bok-multiplikatoren.

En fordel med multiplikatoren er at den er enkel å forstå samt anvendelig. Dessuten kan multiplikatoren benyttes på selskaper med negative resultater, noe som indikerer at den egner seg spesielt godt for selskaper som befinner seg i en tidlig fase i livssyklusen. Den største svakheten med multiplikatoren er imidlertid at den er lite relevant for selskaper som har store immaterielle eiendeler. Bokført egenkapital inkluderer ikke verdien av for eksempel varemerke, arbeidsstyrke og internt opparbeidet strukturkapital, og resulterer i at verdien av bokført egenkapital undervurderes. En annen svakhet med P/B-multiplikatoren er at den er sensitiv overfor ulike valg av regnskapsprinsipper. Multiplikatoren tar eksempelvis ikke hensyn til hvordan selskaper har oppnådd historisk vekst. Selskaper som har vokst organisk vil typisk ha bokført eiendelene til historisk kost, mens selskaper som har vokst uorganisk gjennom fusjoner eller oppkjøp vil ha balanseført eiendelene til virkelig verdi (Kaldestad & Møller, 2016, s. 233-234). Ulik regnskapspraksis kan følgelig medføre at to ellers helt like selskaper får ulike multiplikatorer. Etersom det imidlertid er vanskelig å finne ut hvor mye av de komparative virksomhetenes vekst som er organisk og uorganisk, vil det ikke foretas justeringer i den påfølgende analysen.

En ytterligere ulempe med P/B-multiplikatoren er at den ikke tar hensyn til forskjeller i finansiering mellom selskapene som inngår i et bransjeutvalg. Siden de komparative virksomhetene har forholdsvis lik kapitalstruktur, og fordi det inkluderes multiplikatorer i den komparative verdivurderingen som tar hensyn til forskjeller i finansiering, er det besluttet ikke å foreta justeringer av egenkapitalmultiplikatorene. Dersom multiplikatorene justeres for ulikheter i kapitalstruktur, vil det dessuten øke sannsynligheten for at verdiestimatet kan bli feilaktig beregnet.

Etersom P/B er en egenkapitalmultiplikator, er det nødvendig først å estimere markedsverdien til Lerøy og de øvrige oppdrettsselskapene i utvalget. I utredningen beregnes selskapenes markedsverdi ved å multiplisere aksjekursen per 31.12.2017 med antall utestående aksjer på det samme tidspunkt. Tabell 12-1 viser markedsverdiene til selskapene i utvalget.

MARKEDSVERDI	LERØY	MARINE HARVEST	SALMAR	GRIEG SEAFOOD	NRS
Aksjekurs (31.12.2017)	43,98	139,00	240,80	72,25	134,50
* Antall utestående aksjer	595 475 920	490 167 777	112 545 077	110 412 000	43 489 748
= Markedsverdi av egenkapital	26 189 030 962	68 133 321 003	27 100 854 542	7 977 267 000	5 849 371 106

Tabell 12-1: Markedsverdier til Lerøy og de komparative virksomhetene per 31.12.2017.

Med utgangspunkt i de estimerte markedsverdiene, er det mulig å kalkulere P/B-multiplikatoren for de komparative virksomhetene samt tilhørende verdiestimat per aksje for Lerøy, se tabell 12-2.

PRIS/BOK	LERØY	MARINE HARVEST	SALMAR	GRIEG SEAFOOD	NRS	GJENNOMSNIITT	VEKTET SNITT	IMPLISITT - LERØY
Markedsverdi av egenkapital	26 189 030 962	68 133 321 003	27 100 854 542	7 977 267 000	5 849 371 106			
/ Bokført egenkapital	14 921 958 944	24 372 090 643	7 863 104 919	3 360 344 421	1 968 245 726			
= P/B	1,76	2,80	3,45	2,37	2,97	2,67	2,60	2,37
VERDIESTIMAT PRIS/BOK	GJENNOMSNIITT	VEKTET SNITT	GJENNOMSNIITTLIG VERDIESTIMAT					
P/B	2,67x	2,60x	2,64x					
* Bokført egenkapital	14 921 958 944	14 921 958 944	14 921 958 944					
= Markedsverdi av egenkapital	39 820 773 572	38 861 054 197	39 340 913 887					
/ Antall utestående aksjer	595 475 920	595 475 920	595 475 920					
= Verdiestimat per aksje	66,87	65,26	66,07					

Tabell 12-2: P/B-multiplikator til Lerøy og de komparative virksomhetene samt verdiestimat per aksje for Lerøy.

Tabell 12-2 viser at det er store svingninger i P/B-multiplikatoren blant oppdrettsselskapene. Lerøy har utvalgets laveste multiplikator, omtrent halvparten så høy som multiplikatoren til SalMar, som har bransjens høyeste multiplikator. En mulig forklaring på hvorfor Lerøy har utvalgets laveste P/B-multiplikator er at selskapet de siste årene har foretatt store oppkjøp for å utvide hvitfiskvirksomheten, noe som har bidratt til en signifikant økning i bokført egenkapital. Oppkjøpene har enda ikke gitt full inntektseffekt, og det kan derfor argumenteres for at potensialet av oppkjøpene ikke fullt ut er reflektert i aksjeprisen.

Til tross for at Lerøys multiplikator er lavere enn bransjegjennomsnittet, er Lerøys implisitte P/B-multiplikator vesentlig nærmere snittet enn børsmultiplikatoren. Årsaken er at det fundamentale verdiestimatet er høyere enn aksjekursen ved årsslutt i 2017, noe som indikerer at en høyere markedsverdi av egenkapital legges til grunn.

Videre fremgår det av tabell 12-2 at verdiestimatet til Lerøy per aksje basert på P/B-multiplikatoren er på 66,07 kroner. Verdiestimatet er dermed betydelig høyere enn faktisk aksjekurs og om lag 11 % høyere enn verdien fra den fundamentale verdsettelsen.

12.2.2 Pris/Fortjeneste

Pris/Fortjeneste-multiplikatoren er en av de mest anvendte multiplene i praksis, og uttrykker forholdet mellom egenkapitalens markedsverdi og resultat etter skatt (Kaldestad & Møller, 2016, s. 228), se formel 12-3.

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital}}{\text{Resultat etter skatt}} = \frac{\text{Aksjepris}}{\text{Resultat etter skatt per aksje}}$$

Formel 12-3: Pris/Fortjeneste-multiplikatoren.

Hovedfordelen med P/E-multiplikatoren er at den er enkel å anvende og å kommunisere. I tillegg egner den seg for selskaper som har nådd en stabil vekstfase. En av de store ulempene knyttet til multiplikatoren er at den ignorerer sentrale faktorer i verdivurdering som for eksempel forskjeller i risiko og kapitalbehov. Dessuten vil et selskaps resultat etter skatt i større grad være påvirket av ulike regnskapsregler enn av andre resultatstørrelser, noe som kan gjøre verdiestimatet misvisende. Den største svakheten med P/E-multiplikatoren er likevel knyttet til kapitalstruktur. Selskaper som har samme verdi på driften kan ha ulike P/E-multiplikatorer dersom de har forskjellige lånebetingelser eller gjeldsgrad. Den bakenforliggende årsaken er at rentekostnader påvirker resultat etter skatt forskjellig (Kaldestad & Møller, 2016, s. 228-229).

Tabell 12-3 viser Lerøy og bransjeutvalgets P/E-multiplikatorer samt Lerøys verdiestimat per aksje ved bruk av multiplikatoren. Av tabellen fremkommer det at Lerøy har bransjeutvalgets laveste multiplikator. En mulig forklaring til at Lerøy har en lavere multiplikator enn konkurrentene kan være at selskapet har en noe annerledes forretnings sammensetning enn de andre aktørene i utvalget. I motsetning til konkurrentene, som i all hovedsak er rene oppdrettsselskaper, er Lerøy en global totalleverandør av sjømat. At Lerøy-aksjen omsettes for en noe lavere P/E-multippel enn selskapene i bransjeutvalget kan dermed forklares ved at hvitfisk- og annen type ikke-oppdrettsvirksomhet, som i 2017 utgjorde nesten 25 % av Lerøys samlede driftsinntekter, verdsettes lavere i markedet enn ren oppdrettsvirksomhet.

En annen mulig forklaring til Lerøys lave multiplikator er at Lerøys markedsverdi per 31.12 virker å være noe undervurdert. I perioden mellom midten av oktober, da Lerøy-aksjen var på sitt høyeste nivå i 2017, og årsslutt i 2017, opplevde Lerøys-aksjen et verdifall på om lag 19

% . Også sammenlignet med resten av året, virker Lerøys aksjekurs å være noe undervurdert på verddivurderingstidspunktet. Dersom det heller tas utgangspunkt i det fundamentale verdiesimatet fra kapittel 11, fremkommer det at Lerøy har en P/E-multiplikator som er marginalt høyere enn bransjegjennomsnittet.

PRIS/FORTJENESTE	LERØY	MARINE HARVEST	SALMAR	GRIEG SEAFOOD	NRS	GJENNOMSNIITT	VEKTET SNITT	IMPLISITT - LERØY
Markedsverdi av egenkapital	26 189 030 962	68 133 321 003	27 100 854 542	7 977 267 000	5 849 371 106			
/ Resultat etter skatt	3 002 529 565	5 314 364 366	2 482 657 134	664 827 417	529 552 224			
= P/E	8,72	12,82	10,92	12,00	11,05	11,10	11,34	11,78
VERDIESTIMAT PRIS/								
FORTJENESTE	GJENNOMSNIITT	VEKTET SNITT	GJENNOMSNIITTLIG VERDIESTIMAT					
P/E	11,10x	11,34x	11,22x					
* Nettoresultat til egenkapital	3 002 529 565	3 002 529 565	3 002 529 565					
= Markedsverdi av egenkapital	33 330 403 814	34 058 493 610	33 694 448 712					
/ Antall utestående aksjer	595 475 920	595 475 920	595 475 920					
= Verdiestimat per aksje	55,97	57,20	56,58					

Tabell 12-3: P/E-multiplikator til Lerøy og de komparative virksomhetene samt verdiesimat per aksje for Lerøy.

Bruk av P/E-multiplikatoren gir et verdiesimat per aksje på 56,58 kroner. Verdiesimatet er 12,60 kroner høyere enn faktisk aksjepris per 31.12. Derimot skiller det bare 2,81 kroner mellom P/E-estimatet og det fundamentale verdiesimatet. Det kan dermed argumenteres for at verdiesimatet som fremkommer av P/E-multiplikatoren, relativt til P/B-multiplikatoren, gir et bedre bilde på Lerøys reelle egenkapitalverdi per årsslutt 2017.

12.2.3 EV/EBIT

EV/EBIT-multiplikatoren er en total kapitalmultiplikator som gir uttrykk for komparative virksomheters underliggende drift. Multiplikatoren viser forholdet mellom selskapsverdien og driftsresultatet til en virksomhet (Kaldestad & Møller, 2016, s. 232), se formel 12-4.

$$\frac{EV}{EBIT} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Netto finansiell gjeld} + \text{Minoritetsinteresser}}{\text{Driftsresultat}}$$

Formel 12-4: EV/EBIT-multiplikatoren.

En fordel med EV/EBIT-multiplikatoren er at den ikke påvirkes av forskjeller i kapitalstruktur og i hvilken grad komparative selskaper i et utvalg besitter finansielle eiendeler (Dyrnes, 2004). Multiplikatoren egner seg følgelig godt for sammenligning av selskaper eller bransjer med ulik gjeldsgrad. En annen fordel med multiplikatoren er at den tar hensyn til

investeringsbehov ved at den inkluderer avskrivninger i nevneren. Multiplikatoren har imidlertid også noen svakheter knyttet til seg. Siden EBIT representerer driftsresultatet etter avskrivninger, kan forskjeller i av- og nedskrivninger av goodwill og andre eiendeler få innvirkning på verdierestimatet. En annen svakhet med multiplikatoren er at den ignorerer forskjeller i risiko. Dersom det eksempelvis er et betydelig avvik mellom dagens avskrivninger og fremtidig investeringsbehov, vil fremtidig kapitalbehov ignoreres (Kaldestad & Møller, 2016, s. 232).

Tabell 12-4 viser Lerøy og komparative selskapers EV/EBIT-multiplikatorer samt Lerøys verdierestimat per aksje ved bruk av multiplikatoren. Lerøy har en lavere multiplikator enn de øvrige oppdrettsaktørene. Mulige forklaringer kan være at markedet verdsetter ren oppdrettsvirksomhet høyere enn en diversifiserte sjømatportefølje og at Lerøys markedsverdi per 31.12 virker å være noe undervurdert, som diskutert nærmere i delkapittel 12.2.2. Dersom den fundamentale verdien av egenkapitalen til Lerøy legges til grunn for beregning av multiplikatoren, viser tabell 12-4 at Lerøy har en høyere EV/EBIT-multiplikator enn konkurrentene.

EV/EBIT	LERØY	MARINE HARVEST	SALMAR	GRIEG SEAFOOD	NRS	GJENNOMSNIITT VEKTET SNITT IMPLISITT - LERØY		
Markedsverdi av egenkapital	26 189 030 962	68 133 321 003	27 100 854 542	7 977 267 000	5 849 371 106			
+ Minoritetsinteresser	874 828 000	11 193 000	88 100 000	43 541 000	37 762 000			
+ Netto finansiell gjeld	2 187 811 000	8 413 008 058	1 199 214 116	1 774 138 000	617 497 676			
= Enterprise Value	29 251 669 962	76 557 522 061	28 388 168 657	9 794 946 000	6 504 630 782			
/ EBIT	3 720 675 000	7 252 753 000	3 162 200 000	903 704 000	627 859 000			
= EV/EBIT	7,86	10,56	8,98	10,84	10,36	9,72	9,68	10,33
VERDIESTIMAT EV/EBIT	GJENNOMSNIITT	VEKTET SNITT	GJENNOMSNIITTLIG VERDIESTIMAT					
EV/EBIT	9,72x	9,68x	9,70x					
* EBIT	3 720 675 000	3 720 675 000	3 720 675 000					
= EV	36 160 204 317	36 009 138 835	36 084 671 576					
- Minoritetsinteresser	874 828 000	874 828 000	874 828 000					
- Netto finansiell gjeld	2 187 811 000	2 187 811 000	2 187 811 000					
= Markedsverdi av egenkapital	33 097 565 317	32 946 499 835	33 022 032 576					
/ Antall utestående aksjer	595 475 920	595 475 920	595 475 920					
= Verdiestimat per aksje	55,58	55,33	55,45					

Tabell 12-4: EV/EBIT-multiplikator til Lerøy og de komparative virksomhetene samt verdierestimat per aksje for Lerøy.

Etter at EV/EBIT-multiplikatoren for Lerøy og komparative selskaper er estimert, vil Lerøys egenkapitalverdi beregnes ved å multiplisere multiplikatoren med EBIT, og deretter trekke selskapets minoritetsinteresser og netto finansielle gjeld fra virksomhetsverdien.

Verdsettelse basert på EV/EBIT-multiplikatoren gir et verdierestimat per aksje på 55,45 kroner. Verdien er om lag 26 % høyere enn faktisk aksjepris per 31.12, men kun 7 % lavere enn det fundamentale verdierestimatet.

12.2.4 EV/EBITDA

I likhet med EV/EBIT-multiplikatoren, er også EV/EBITDA en totalkapitalmultiplikator som gir uttrykk for komparative selskapers underliggende drift. Det som skiller de to multiplikatorene er imidlertid at EV/EBITDA tar utgangspunkt i driftsresultat før av- og nedskrivninger, mens EV/EBIT baserer seg på fullstendig driftsresultat. EV/EBITDA-multiplikatoren er presentert i formel 12-5.

$$\frac{\text{EV}}{\text{EBITDA}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{Netto finansiell gjeld} + \text{Minoritetsinteresser}}{\text{Driftsresultat før avskrivninger og nedskrivninger}}$$

Formel 12-5: EV/EBITDA-multiplikatoren.

EV/EBITDA-multiplikatoren er mye brukt i praksis, og har flere fordeler. Ettersom driftsresultatet ikke inkluderer av- og nedskrivninger, ekskluderes forskjeller som oppstår på grunn av ulik avkastningsprofil og goodwill, samt tilfeldige finansinntekter. Dessuten egner multiplikatoren seg til å sammenligne virksomheter som har negative resultater. Det er imidlertid ikke bare fordeler tilknyttet multiplikatoren. Multiplikatoren ignorerer blant annet forskjeller i risiko og fremtidig investeringsbehov. To selskaper kan for eksempel ha lik EBITDA til tross for at det ene selskapet har behov for å gjennomføre store investeringer i anleggsmidler for å opprettholde egen drift (Kaldestad & Møller, 2016, s. 231).

Tabell 12-5 illustrerer Lerøy og de komparative selskapenes EV/EBITDA-multiplikatorer samt Lerøys verdiestimat per aksje ved bruk av multiplikatoren. Ettersom av- og nedskrivninger er ekskludert i nevneren, er multiplikatoren for samtlige av bransjeutvalgets selskaper lavere enn aktørenes EV/EBIT-multiplikatorer. Igjen fremgår det at Lerøy har en lavere multiplikator enn konkurrentene. I foregående avsnitt i delkapittel 12.2 er det blitt argumentert for at markedet verdsetter ren oppdrettsvirksomhet høyere enn annen type sjømatvirksomhet, samt at Lerøys markedsverdi per 31.12.2017 trolig er noe undervurdert. Påstandene styrkes ved å sammenligne forholdet mellom oppdrettsaktørenes markedsverdi av egenkapital og EBITDA. Forholdstallet mellom egenkapitalens markedsverdi og EBITDA er signifikant lavere for Lerøy enn for konkurrentene, noe som enten kan tolkes som om at Lerøys børsverdi ved årsslutt i 2017 ikke fullt ut reflekterer selskapets lønnsomhet og

resultater, eller at markedet verdsetter de komparative selskaperes rene oppdrettsvirksomhet høyere enn Lerøys brede produktportefølje.

EV/EBITDA	LERØY	MARINE HARVEST	SALMAR	GRIEG SEAFOOD	NRS	GJENNOMSNIITT	VEKTET SNITT	IMPLISITT - LERØY
Markedsverdi av egenkapital	26 189 030 962	68 133 321 003	27 100 854 542	7 977 267 000	5 849 371 106			
+ Minoritetsinteresser	874 828 000	11 193 000	88 100 000	43 541 000	37 762 000			
+ Netto finansiell gjeld	2 187 811 000	8 413 008 058	1 199 214 116	1 774 138 000	617 497 676			
= Enterprise Value	29 251 669 962	76 557 522 061	28 388 168 657	9 794 946 000	6 504 630 782			
/ EBITDA	4 303 940 000	8 655 549 000	3 580 800 000	1 104 241 000	709 922 000			
= EV/EBITDA	6,80	8,84	7,93	8,87	9,16	8,32	8,23	8,93
Verdiestimat EV/EBITDA	GJENNOMSNIITT	VEKTET SNITT	GJENNOMSNIITTLIG VERDIESTIMAT					
EV/EBITDA	8,32x	8,23x	8,28x					
* EBITDA	4 303 940 000	4 303 940 000	4 303 940 000					
= EV	35 810 530 949	35 425 749 864	35 618 140 407					
- Minoritetsinteresser	874 828 000	874 828 000	874 828 000					
- Netto finansiell gjeld	2 187 811 000	2 187 811 000	2 187 811 000					
= Markedsverdi av egenkapital	32 747 891 949	32 363 110 864	32 555 501 407					
/ Antall utestående aksjer	595 475 920	595 475 920	595 475 920					
= Verdiestimat per aksje	54,99	54,35	54,67					

Tabell 12-5: EV/EBITDA-multiplikator til Lerøy og de komparative virksomhetene samt verdiestimat per aksje for Lerøy.

Bruk av EV/EBITDA-multiplikatoren gir en aksjeverdi på 54,67 kroner, noe som er tilnærmet helt likt verdiestimatet fra EV/EBIT-metoden. Verdiestimatet er 4,72 kroner lavere enn det fundamentale verdiestimatet og 10,69 kroner høyere enn den observerte markedsprisen per 31.12.2017.

12.3 Endelig verdiestimat etter komparativ verdivurdering

Basert på de fire multiplikatorene som er presentert i kapittel 12, viser tabell 12-6 det endelige verdiestimatet for den komparative verdivurderingen. I tabellen er størrelsen *gjennomsnitt* et rent gjennomsnitt av oppdrettsselskaperes multiplikatorer, mens i *vektet snitt* er oppdrettsselskaperes respektive størrelse hensyntatt. *Gjennomsnittlig verdiestimat* er gjennomsnittet av de to tilnærmingene, og gir et samlet verdiestimat per Lerøy-aksje på 58,19 kroner. Det endelige verdiestimatet som fremkommer av multiplikatormodellen er følgelig tilnærmet lik den aksjeverdien som fremkommer fra den fundamentale verdsettelsen. Det skiller bare 1,20 kroner i aksjeverdi mellom verdivurderingsteknikkene. Av tabell 12-6 fremgår det videre at det også skiller lite mellom verdiestimatet basert på rent gjennomsnitt og verdiestimatet basert på vektet gjennomsnitt.

METODE	GJENNOMSNIITT	VEKTET SNITT	GJENNOMSNIITTLIG VERDIESTIMAT
P/B	66,87	65,26	66,07
P/E	55,97	57,20	56,58
EV/EBIT	55,58	55,33	55,45
EV/EBITDA	54,99	54,35	54,67
Gjennomsnittlig verdiestimat	58,36	58,03	58,19

Tabell 12-6: Verdiestimat per aksje for Lerøy basert på de fire multiplikatorene.

Verdsettelse basert på samtlige fire multiplikatorer gir et verdiestimat per aksje som er betydelig høyere enn Lerøys aksjepris per 31.12.2017. Årsaken er at de komparative virksomhetene handles på høyere multipler enn Lerøy. Gjennom kapittelet er det blitt identifisert to mulige hovedforklaringer til at Lerøy har lavere multiplikator-forholdstall enn konkurrentene. Den ene forklaringen er at Lerøys forretnings sammensetning skiller seg noe fra de andre oppdrettsselskapene i utvalget. I motsetning til konkurrentene, som er rene oppdrettsselskaper, er Lerøy en global totalleverandør av sjømat. Selskapet har en diversifisert produktportefølje, som inkluderer blant annet en ekspanderende og omfattende hvitfiskvirksomhet. En forklaring til hvorfor Lerøy-aksjen omsettes for noe lavere multipler enn selskapene i bransjeutvalget kan dermed være at hvitfisk- og annen ikke-oppdrettsvirksomhet verdsettes lavere i markedet enn ren oppdrettsvirksomhet.

Den andre mulige forklaringen til Lerøys gjennomgående lave multiplikator-forholdstall kan være at Lerøy-aksjen var noe underpriset på verdsettelsestidspunktet. Sammenligning av selskapets aksjekurs i månedene før og etter måletidspunktet er med på å støtte påstanden. Ved å studere de komparative selskapenes aksjekurs over den samme tidsperioden, observeres det imidlertid at også konkurrentenes aksjekurs i vesentlig grad følger den samme trenden som Lerøy-aksjen. Enkelte av konkurrentene har til og med opplevd en større prosentvis endring i aksjekurs enn Lerøy i månedene før og etter verdivurderingstidspunktet.

Oppdrettsaktørenes aksjepris avhenger blant annet av lakseprisen og fremtidige forventninger til lakseprisutviklingen. Mens redusert laksepris og svekkede fremtidsforventninger førte til lavere aksjepris for oppdrettsselskapene på senhøsten i 2017, bidro høyere laksepriser og fremtidsforventninger til at oppdrettsaktørenes aksjekurser de første månedene i 2018 økte signifikant (Ripegut, 2018). Etersom aksjekursen til Lerøys konkurrenter følger den samme kursutvikling som Lerøy-aksjen i månedene før og etter verdivurderingstidspunktet, skyldes trolig ikke Lerøys lave multiplikator-forholdstall at selskapet, i forhold til de komparative virksomhetene, virker å være betydelig undervurdert i markedet per 31.12.2017. Det anses derimot som mer nærliggende at hovedårsaken til at Lerøy-aksjen handles til lave multipler skyldes at Lerøys ikke-oppdrettsvirksomhet, som utgjør ca. 25 % av selskapets totalomsetning, verdsettes lavere i markedet enn konkurrentens rene oppdrettsvirksomhet. Følgelig er de komparative virksomhetene priset med en høyere premie enn Lerøy.

Innledningsvis i kapitlet ble det argumentert for at EV-multiplikatorer gir et bedre verdiesimat enn P-multiplikatorer, ettersom det ved bruk av EV-multiplikatorer tas hensyn til forskjeller i kapitalstruktur. Påstanden bekreftes av tabell 12-6, hvor spredningen i verdiesimatet er betydelig mindre ved EV-multiplikatorene enn ved P-multiplikatorene. Til tross for at P/E-multiplikatoren, sett i forhold til den fundamentale aksjeverdien samt verdiesimatene basert på EV-multiplikatorene, gir et fornuftig og troverdig verdiesimat, vil P/B-multiplikatoren gi et betydelig høyere verdiesimat enn de tre øvrige multiplikatorene. Det høye verdiesimatet basert på P/B-multiplikatoren trekker således opp det gjennomsnittlige komparative verdiesimatet. Den høye multiplikatoren bidrar likevel ikke til å øke det endelige gjennomsnittlige verdiesimat med mer enn ca. 2,50 kroner.

Selv om P/B-multiplikatoren gir et noe høyere verdiesimat per aksje enn de tre øvrige multiplikatorene, gir den samlede gjennomsnittlige aksjeverdien et realistisk estimat sett i forhold til den fundamentale verddivurderingen. Det er derfor besluttet å inkludere resultatet fra den komparative verdsettelsen for utarbeidelse av et fullstendig og endelig verdiesimat for Lerøy per 31.12.2017. I verddivurderingen vil det komparative verdiesimatet på 58,19 kroner vektlegges med 25 %, mens det fundamentale verdiesimatet på 59,39 kroner vil vektes med 75 %. Årsaken til at den fundamentale verddivurderingen tillegges en høyere vekt er at metoden er valgt som utredningens hovedteknikk, at de mest kritiske budsjett- og verdidriverne er nøye vurdert og belyst fra et risikoperspektiv og at den, med utgangspunkt i sin detaljerte struktur, i de fleste sammenhenger gir et mer presist og pålitelig verdiesimat enn multiplikatormodellen. I tillegg vil den fundamentale verddivurderingsteknikken i mindre grad enn multiplikatormodellen påvirkes av ulikheter mellom selskaper i et bransjeutvalg. Ved å inkludere den komparative verddivurderingen i det fullstendige verdiesimatet, vil rammeverkets forutsetninger samt de mange og usikre forventningene til fremtiden, som potensielt kan ha bidratt til å overvurdere verdiesimatet ved den fundamentale verddivurderingen, tillegges noe mindre vekt. Inkludering av verdiesimatet fra den komparative verddivurderingen medfører at det endelige verdiesimatet til Lerøy dermed ikke utelukkende baserer seg på skjønsmessige forutsetninger og usikre fremtidsforventninger. Basert på den valgte vektingen er det fullstendige og endelige verdiesimatet til Lerøy på **59,09 kroner** per aksje, hvilket gir en samlet egenkapitalverdi på **35 185 781 000 kroner**.

Det fullstendige og endelige verdiesimatet på 59,09 kroner er om lag 34 % høyere enn Lerøys børskurs per 31.12.2017. Det er flere mulige årsaker til hva som forårsaker avviket

mellom verdiestimatet og børskursen. Det ble tidligere i delkapittel 12.3 argumentert for at hovedårsaken til at Lerøy i 2017 ble handlet for lavere multipler enn konkurrentene sannsynligvis ikke skyldtes at selskapet, i forhold til de øvrige selskapene i bransjeutvalget, virket å være undervurdert i markedet ved årsslutt i 2017. Det kan imidlertid argumenteres for at både Lerøy og de komparative selskapenes egenkapitalverdi på verdsettelsestidspunktet trolig var noe undervurdert. Påstanden kan forklares ved at aksjekursene til samtlige av selskapene i utvalget falt betydelig de siste månedene i 2017. Samtidig har selskapenes aksjekurser økt signifikant hittil i 2018, da deres børskurser i gjennomsnitt har økt med 38 % i perioden fra 31.12.2017 til 04.05.2018. Lerøy-aksjen har i den samme perioden økt med 40 %, og handles per 04.05.2018 for 61,52 kroner, det vil si til en marginalt høyere pris enn det endelige verdiestimatet på 59,09 kroner. Til tross for at det er rimelig at oppdrettselskapenes aksjekurser til nå i 2018 har økt som følge av at lakseprisen har vært noe høyere enn forventet, er det nærliggende å hevde at en gjennomsnittlig aksjekursøkning på hele 38 % indikerer at både Lerøy og de øvrige selskapene i bransjeutvalget virker å være underpriset ved årsslutt i 2017.

En annen mulig forklaring til avviket mellom børskurs og verdiestimatet skyldes de mange forutsetningene som er lagt til grunn i den fundamentale verdivurderingen. Som drøftet i delkapittel 12.6, er en av forutsetningene som får størst innvirkning på det endelige verdiestimat valget av 3M NIBOR som risikofri rente. Bruk av 3M NIBOR bidrar til å gjøre den estimerte risikofrie renten betydelig lavere enn dersom en 10-årig statsobligasjonsrente hadde blitt benyttet. At 3M NIBOR er brukt i den fundamentale verdivurderingen medfører at de beregnede avkastningskravene blir vesentlig lavere, noe som igjen bidrar til at verdiestimatet øker signifikant. De lave avkastningskravene er imidlertid tatt høyde for ved prognostisering av budsjett drivere, slik at verdiestimatet likevel kan forsvares.

Sammenligning av verdiestimatet på 59,09 kroner med meglerhusenes verdiestimer, bekrefter at den endelige aksjeverdien virker realistisk og pålitelig. Konsensuskursmålet til Lerøy-aksjen mellom 11 finansanalytikere er den 04.05.2018 på 59 kroner (DN, 2018). En viktig bemerkning er imidlertid at kursmålet uttrykker hvor høy aksjekursen vil være ett år frem i tid. For å sammenligne utredningens fullstendige og endelige verdiestimat med konsensuskursmålet vil det derfor være essensielt å fremskyve verdiestimatet per 31.12.2017 frem til 04.05.2019. Fremskyvningen gir et kursmål på om lag 62 kroner, altså 3 kroner høyere enn konsensusestimater. Avviket på 3 kroner mellom utredningens kursmål og

konsensus skyldes naturligvis forskjeller i forventninger til Lerøy og bransjen, samt at anvendte verdsettelsesteknikker er basert på ulike forutsetninger.

12.4 Hva skiller verdivurdering basert på anvendt rammeverk fra normal praksis?

Den fundamentale verdivurderingen som er gjennomført i utredningen kjennetegnes ved at den er omfattende og svært grundig i alle steg. I praksis er det imidlertid vanlig å foreta flere forenklinger i verdivurderingsprosessen. I delkapittel 12.4 vil verdivurderingen, som er basert på Knivsflås forholdsvis teoretiske og detaljerte rammeverk, sammenlignes med verdivurdering i praksis. Den videre analysen består av to deler. I del 1 vil verdivurdering basert på Knivsflås anvendte rammeverk sammenlignes med verdivurdering basert på det Knivsflå omtaler som «beste praksis». I del 2 vil det bli analysert hvordan meglerhusene, her representert ved Pareto Securities, verdsetter oppdrettselskaper generelt og Lerøy spesielt.

12.4.1 Anvendt rammeverk vs. «beste praksis»

I henhold til Knivsflå (2018u) er fri kontantstrøm fra drift-modellen med konstant WACC den mest anvendte verdsettelsesmodellen i praksis, se formel 12-6.

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKD_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FKD_{T+1}}{(1+WACC)^T \cdot (WACC - g)} - NFG_0 - VMI_0$$

Formel 12-6: Fri kontantstrøm fra drift-modellen med konstant WACC.

I utredningen er fri kontantstrøm fra drift beregnet som netto driftsresultat fratrukket endring i netto driftseiendeler. For å estimere de to nevnte regnskapskomponentene, er det ved anvendelse av Knivsflås rammeverk kun nødvendig å kalkulere tre budsjett drivere, henholdsvis driftsinntektsvekst, netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler. I praksis blir fri kontantstrøm fra drift beregnet ved å ta utgangspunkt i EBIT, og deretter fratrekke driftsskatt, nyinvesteringer og endring i arbeidskapital, og avslutningsvis legge til avskrivninger. Det er i praksis derfor avgjørende å lage prognoser for de nevnte fem regnskapskomponentene for å estimere fri kontantstrøm fra drift.

Ettersom det må utarbeides prognoser for ulike regnskapskomponenter, vil det, i likhet med anvendt rammeverk, være essensielt å bestemme hvor lang prognoseperioden skal være og hvor detaljert prognosemodellen skal lages. Kaldestad og Møller (2016, s. 118) påpeker at prognoseperioden må være lang nok til å dekke perioden frem til selskapet er i «steady state», det vil si i konstant vekst. Videre er det ifølge Kaldestad og Møller (2016, s. 525) vanlig i praksis å benytte en blanding av såkalte «top-down»- og «bottom-up»-modeller ved utarbeidelse av en prognosemodell. I «top-down»-modeller lages det prognoser på ulike linjer i resultat- og balanseregnskapet på et overordnet nivå. Prognosene som utarbeides ved «bottom-up»-modeller omfatter derimot detaljerte analyser av et selskaps ulike produktlinjer. I praksis er det dermed vanlig at noen faktorer analyseres i detalj, mens andre fremskrives for eksempel som en prosent av driftsinntekter. Kaldestad og Møller (2016, s. 527-528) foreslår at eksempelvis varekostnader og andre driftskostnader i mange tilfeller bør beregnes som en prosent av driftsinntekter, og at prognostisering av lønnskostnader bør ses i sammenheng med generell lønnsvekst og produsert volum.

I praksis er det ofte risiko for at omløpshastigheten på driftsmidler ender på et unaturlig høyt eller lavt nivå utover i prognoseperioden når det utarbeides eksplisitte prognoser for både investeringer og avskrivninger. Kaldestad og Møller (2016, s. 529) hevder at problemet, i alle fall til en viss grad, kan unngås dersom omløpshastigheten på investert kapital prognostiseres først, og at investeringer deretter beregnes indirekte basert på det estimerte anslaget. For å gjennomføre prosessen, foreslås det at driftsmidler og avskrivninger prognostiseres i prosent av driftsinntekter, mens årlige investeringer estimeres som økningen i driftsmidler pluss årlige avskrivninger. For enkelhets skyld antas det ofte at varige driftsmidler og avskrivninger i prosent av driftsinntekter skal være lik det siste året i analyseperioden. En potensiell svakhet med en slik fremgangsmåte er imidlertid at en kan risikere å få meget volatile investeringer siden de baserer seg på fremtidige driftsinntekter. Det forventes at fremtidige driftsinntekter vil variere signifikant som følge av blant annet volatile råvarepriser, produksjonsvolum og valutakurser.

Videre påpeker Kaldestad og Møller (2016, s. 530) at de fleste postene som inngår i arbeidskapital bør prognostiseres i prosent av inntekter. Som et resultat av at varekostnader bestemmer størrelsene på varelager og leverandørgjeld, bør postene fortrinnsvis prognostiseres i prosent av selskapets varekostnader. For enkelhets skyld kan det forutsettes at også postene som inngår i arbeidskapital holder seg på samme relative nivå som i

analyseperiodens siste år. For å beregne forventet fremtidig fri kontantstrøm til drift, estimeres avslutningsvis et selskaps driftsskatt ved å multiplisere skattesatsen med EBIT.

I praksis blir terminalverdien beregnet etter at fri kontantstrøm fra drift er kalkulert for samtlige år i budsjettperioden, og har til hensikt å reflektere all verdiskapning etter at selskapet har nådd konstant vekst. I terminalåret forutsettes det, på samme måte som i anvendt rammeverk, at driftsinntektene og de fleste postene som drives med driftsinntektene skal økes med en valgt faktor fra det siste året i budsjettperioden. Faktoren er i formel 12-6 uttrykt ved «g» og representerer konstant vekst. I utredningen ble det besluttet at konstant vekst skulle være 2,5 %. Den konstante veksten reflekterer langsiktig inflasjon og realvekst i økonomien. Kaldestad og Møller (2016, s. 533) påpeker likevel at det ikke vil være en god idé å la endring i arbeidskapital i terminalåret øke med den konstante vekstfaktoren. Dersom endring i arbeidskapital det siste året i budsjettperioden er høy, vil også endringen i arbeidskapital i terminalåret kunne bli unormalt høy. En måte å løse problemet på er å estimere endringen indirekte ved å kalkulere faktisk nivå på arbeidskapital for det siste året i budsjettperioden samt i terminalåret.

Etter at fri kontantstrøm fra drift er beregnet for hele prognoseperioden, inkludert i konstant vekst, er neste steg i verdsettelsesprosessen å estimere total kapitalavkastningskravet, WACC. Ved beregning av WACC estimeres selskapets krav til egenkapital og netto finansiell gjeld (Knivsflå, 2018u). I praksis brukes, tilsvarende som i Knivsflås rammeverk, CAPM til å estimere egenkapitalavkastningskravet. I egenkapitalkravet inngår følgelig risikofri rente, markedets risikopremie, egenkapitalbeta og illikviditetspremie. Egenkapitalbetaen estimeres i praksis som regel enten på bakgrunn av historiske aksjekurser eller børskopiering (Knivsflå, 2018u). I motsetning til anvendt rammeverk, som benytter 3M NIBOR som risikofri rente, er det i praksis mest vanlig å bruke 10-årige statsobligasjonsrenter som risikofri rente (PwC, 2017, s. 4). Markedets risikopremie beregnes hovedsakelig på tilsvarende måte som i rammeverket til Knivsflå, der historiske premier legges til grunn for estimering av markedets risikopremie. Illikviditetspremien, på sin side, kalkuleres med utgangspunkt i at den skal representere et gjennomsnitt over fremtiden (Knivsflå, 2018u).

Videre inngår risikofri rente og kredittrisikopremie i netto finansielt gjeldskrav (Knivsflå, 2018u). Ved å multiplisere egenkapitalkravet og kravet til netto finansiell gjeld med henholdsvis egenkapital- og gjeldsvekten, blir WACC kalkulert. Dermed tilsvarer det som i

utredningen omtales som netto driftskapitalkrav det som i praksis er WACC. Knivsflå (2018u) påpeker at vektene i praksis er markedsvekter som enten er basert på børsverdi eller såkalte normalvekter. Normalvektene varierer på tvers av ulike bransjer, men bør baseres på gjennomsnittet på Oslo Børs for de siste 20 årene. Med utgangspunkt i gjennomsnittet på børsen, er en passende normalvekt for egenkapital mellom 70-80 %, og normalvekten for netto finansiell gjeld er typisk mellom 20-30 %.

En viktig bemerkning er at netto driftskapitalkravet i utredningen beregnes for hvert år i prognoseperioden, noe som innebærer at avkastningskravet som legges til grunn i diskonteringsfaktoren for de ulike årlige kontantstrømmene varierer. I praksis er det imidlertid vanlig at estimert WACC er konstant over hele prognoseperioden, slik formel 12-6 antyder.

Etter at fri kontantstrøm fra drift for alle år i prognoseperioden, konstant WACC og konstant vekst er kalkulert, vil nåverdien av budsjettperioden og nåverdien av horisontverdien beregnes. Ved å summere nåverdiene, fastsettes verdien av netto driftskapital (Knivsflå, 2018u). Verdien av egenkapitalen vil avslutningsvis, på samme måte som i utredningen, estimeres ved å trekke fra netto finansiell gjeld og verdien av minoritetsinteresser.

12.4.2 Anvendt rammeverk vs. Pareto Securities

For å utarbeide et forventet kursmål, en såkalt «Target Price», gir Pareto Securities (Pareto) et estimat på fortjeneste per aksje, også kjent som «Earnings per share (EPS)», for det kommende året. EPS viser forholdet mellom et selskaps resultat etter skatt og antall utestående aksjer, se formel 12-7.

$$\text{EPS} = \frac{\text{Resultat etter skatt}}{\text{Antall utestående aksjer}}$$

Formel 12-7: Earnings per share.

I henhold til Pareto (2018) er det i hovedsak seks resultatkomponenter som må predikeres for å estimere EPS for det kommende året, 2018. Den første, og kanskje den aller viktigste resultatkomponenten som må prognostiseres, er driftsinntekter. For å beregne fremtidige driftsinntekter, er det nødvendig å estimere fremtidig driftsinntektsvekst. I likhet med rammeverket til Knivsflå, påpeker Pareto viktigheten av å basere forventet driftsinntektsvekst

på en omfattende og grundig strategisk regnskapsanalyse som inkluderer både en ekstern bransjeanalyse, en intern ressursanalyse og en analyse av historisk lønnsomhet.

I motsetning til rammeverket til Knivsflå, der predikert netto driftsmargin inkluderer både fremtidige avskrivninger og skattekostnader, velger Pareto (2018) å predikere komponentene separat. For å beregne EBITDA må følgelig driftsmargin før avskrivninger prognostiseres. I likhet med Knivsflås rammeverk, skal den fremskrevne marginen ta utgangspunkt i hovedfunn fra den strategisk regnskapsanalysen. Når marginen er estimert, vil EBITDA kalkuleres ved å multiplisere den forventede fremtidige marginen med prognostiserte driftsinntekter. For videre å estimere EBIT er det avgjørende å utarbeide et anslag på hvordan avskrivningene til Lerøy vil utvikle seg over tid. Siden avskrivninger avhenger av både allerede gjennomførte investeringer samt nyinvesteringer, lager Pareto, basert på tilgjengelig informasjon, prognoser også for fremtidige investeringer. Kaldestad og Møller (2016, s. 529) påpeker at det i utgangspunktet er fordelaktig å lage eksplisitte prognoser på både avskrivninger og investeringer, men at det i praksis ofte fører til at omløpshastigheten på driftsmidler ender opp på et urealistisk høyt eller lavt nivå utover i prognoseperioden. Ettersom Pareto ved fastsettelse av kursmålet utelukkende tar utgangspunkt i EPS for det kommende året, er det ikke nødvendig å utarbeide langsiktige prognoser. Den valgte oppsplittingen av avskrivninger og investeringer vil således ikke bidra til å over- eller undervurdere Paretos estimater.

Ved videre å lage prognoser for netto finansresultat, tallfestes Lerøys resultat før skatt. Fremtidig skattekostnad blir deretter estimert ved å multiplisere dagens skattesats, som Pareto forventer å være konstant i tiden fremover, med det kalkulerede resultatet før skatt. Avslutningsvis lages det prognoser for forventede fremtidige minoritetsinteresser, og ved å trekke prognostisert skattekostnad og minoritetsinteresser fra resultat før skatt, fremkommer Lerøys resultat etter skatt.

Basert på det estimerte resultatet etter skatt og antall utestående aksjer, beregner Pareto (2018) forventet EPS for Lerøy i 2018 til å være på 5,01. Til sammenligning er EPS-estimatet for 2018 i utredningen estimert til å være 4,63. Avviket i estimatene skyldes at ulike forutsetninger og fremtidsforventninger er lagt til grunn i analysene. For å beregne et kursmål ett år frem i tid, multipliseres EPS for 2018 med en faktor. For 2018 settes faktoren til 11, noe som innebærer at Pareto, med utgangspunkt i historisk informasjon og ved sammenligning

mot gjennomsnittet for bransjen, forventer at Lerøy-aksjen ett år frem i tid vil handles til en pris 11 ganger høyere enn forventet EPS i 2018. Det endelige kursmålet til Pareto på 58 kroner per aksje fastsettes ved å legge til en premie på 5 %. Premien på 5 % har til hensikt å reflektere Lerøys diversifiserte verdikjede. Pareto argumenter videre for at Lerøys børskurs ved årsslutt i 2017 kan karakteriseres som noe underpriset, da Lerøy-aksjen ble omsatt til en pris bare 8,8x forventet EPS for 2018, noe som var om lag 20 % lavere enn konkurrentene.

Til tross for at Paretos kursmål utelukkende tar hensyn til Lerøys utvikling ett år frem i tid, påpeker Knivsflå (2018r) at studier har vist at norske meglerhus sine verdiestimer inneholder til dels store prediksjonsfeil. Hovedfunnene fra studiene viste at meglerhusenes prediksjonsfeil ett år før estimatåret i gjennomsnitt var på om lag 50 %, og at konsensusresultatet rett før offentliggjøring av resultatet hadde en feilmargin på ca. 25 %. Studiene indikerer dermed at det ikke er uvanlig å bomme betydelig på et fremtidig verdiestimat, til tross for at det bare tas utgangspunkt i ett år frem i tid.

13 OPPSUMMERING OG HANDLINGSSTRATEGI

Basert på strategiske regnskapsanalyser samt utarbeidelser av fremtidsregnskap og fremtidskrav, er det i masterutredningen blitt utarbeidet et verdiestimat på egenkapitalen til Lerøy Seafood Group ASA per 31.12.2017 ved bruk av fundamental og komparativ verdivurdering. I kapittel 13 vil de viktigste funnene fra utredningen oppsummeres, og det vil avslutningsvis bli presentert en anbefalt handlingsstrategi for Lerøy-aksjen.

13.1 Oppsummering

Masterutredningen har bestått av tre hoveddeler. Del I omfatter kapitlene 2, 3 og 4. I kapittel 2 ble det gitt en presentasjon av oppdrettsbransjen, selskapet Lerøy og fire utvalgte komparative virksomheter. I kapittel 3 ble det presentert teori og relevante verdsettelsesmetoder, og det ble argumentert for at fundamental verdivurdering skulle utgjøre utredningens hovedteknikk. I kapittel 3 ble det videre argumentert for at komparativ verdivurdering skulle benyttes som supplerende verdsettelsesteknikk for å tilføre verdiestimatet mer robusthet. I kapittel 4 ble det gjennomført en detaljert og omfattende strategisk analyse i form av en ekstern bransjeorientert analyse og en intern ressursorientert analyse. I den eksterne bransjeorienterte analysen ble det avdekket at konkurranseintensiteten i oppdrettsnæringen er moderat, hovedsakelig grunnet restriktiv konsesjonspolitik, høye inngangsbarrierer og begrenset rivalisering. Funnene fra den eksterne bransjeanalysen indikerer dermed at det eksisterer muligheter for å danne og opprettholde varige bransjefordeler for oppdrettsselskapene. Fra den interne ressursorienterte analysen ble det avdekket at Lerøys merkevare, produktportefølje og strategiske samarbeidsavtaler representerer de viktigste konkurransemessige ressursene for selskapet. Det ble argumentert for at de tre nevnte ressursene på kort sikt kunne gjøre det mulig for selskapet å oppnå et midlertidig konkurransefortrinn. Det ble videre argumentert for at tilgang til fiskefôr er en ressurs som gir Lerøy en midlertidig konkurransemessig ulempe. I tillegg ble det argumentert for at Lerøys ressursfordel trolig vil være avtagende på lang sikt.

Del II i utredningen omfatter kapitlene 5, 6, 7 og 8. I kapittel 5 ble Lerøys historiske regnskapstall presentert, omgruppert og justert for målefeil. For å sammenligne Lerøy med konkurrentene, ble tilsvarende omgrupperings- og justeringsprosess gjennomført for de komparative virksomhetene. Kapittel 6 omhandlet analyser av Lerøy og bransjens likviditet og soliditet. Med utgangspunkt i risikoanalysene ble det utarbeidet en syntetisk ratingkarakter for Lerøy, som tidsvektet over analyseperioden 2012-2017 ble vurdert til å være A. Det ble

videre diskutert forhold som kunne ha innvirkning på ratingkarakteren og hvorvidt karakteren var pålitelig, men det ble ikke funnet grunn til å justere ratingestimatet. I kapittel 7 ble relevante historiske avkastningskrav beregnet. Basert på de beregnede avkastningskravene, samt omgrupperte og justerte regnskapstall, ble det i kapittel 8 gjennomført rentabilitetsanalyser. Rentabilitetsanalysene avdekket at Lerøy over analyseperioden har hatt en tidsvektet samlet strategisk fordel på 14,8 %, hovedsakelig grunnet en betydelig driftsrelatert bransjefordel. Analysene indikerte at den strategiske fordel på 14,8 % bestod av en driftsfordel på 16,1 % og en finansieringsfordel på -1,3 %.

Videre omfattet utredningens del III kapitlene 9, 10, 11 og 12. Basert på innsikt fra den strategiske regnskapsanalysen, ble det i kapittel 9 og 10 utarbeidet henholdsvis fremtidsregnskap og fremtidskrav for Lerøy for perioden 2018-2029. Analysene i kapittel 10 avdekket at Lerøy vil ha en varig strategisk fordel på 4 % i «steady state». Fremtidsregnskapet og fremtidskravene ble deretter i kapittel 11 benyttet til å verdsette egenkapitalen til Lerøy ved hjelp av fundamental verdivurderingsteknikk. For å sikre konsistens i verdiestimatet ble den fundamentale egenkapitalverdien til Lerøy kalkulert ved bruk av både egenkapital- og selskapskapitalmetoden. Det første verdiestimatet basert på de to metodene ga en gjennomsnittlig aksjeverdi på 61,54 kroner. Gjennom en konvergeringsprosess over ti steg ble budsjetterte vekter gradvis oppdatert til virkelige verdivekter, og verdiestimatet ble da nedjustert til 59,45 kroner per aksje. Videre ble verdiestimatet nedjustert for konkurrisiko, som tok utgangspunkt i en estimert fremtidig syntetisk ratingkarakter på A. Konkursrisikoen ble dermed satt til 0,1 %, hvilket ga et endelig fundamentalt verdiestimat på 59,39 kroner per aksje.

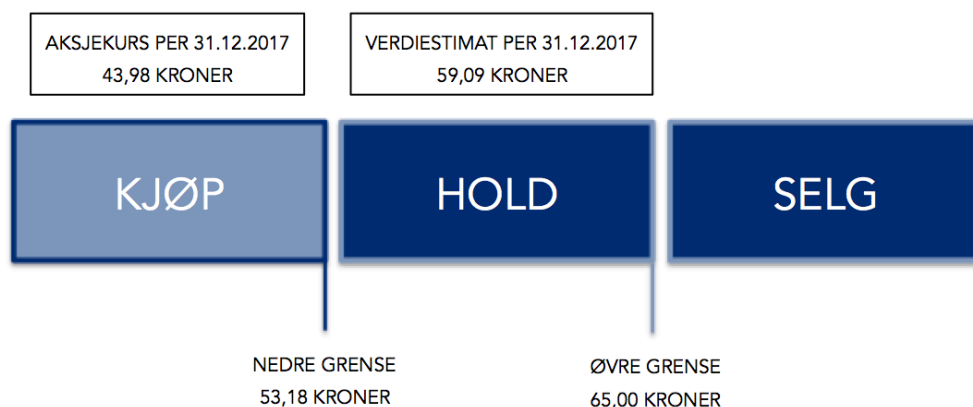
Avslutningsvis i kapittel 11 ble det utført en simulerings- og sensitivitetsanalyse. Analysene avdekket at verdiestimatet var spesielt sensitivt overfor endringer i netto driftsmargin, omløpet til netto driftseiendeler og driftsinntektsvekst i konstant vekst. I tillegg bekreftet analysene at det var betydelig risiko forbundet med verdiestimatet, hvilket indikerte at det var hensiktsmessig å supplere den fundamentale verdivurderingen med en komparativ verdivurdering. I den komparative verdsettelsen ble det besluttet å benytte multiplikatormodellen og de fire multiplikatorene P/B, P/E, EV/EBIT og EV/EBITDA. Basert på de valgte multiplikatorene ble gjennomsnittlig verdiestimat beregnet til å være 58,19 kroner per aksje. Ettersom inkludering av det komparative verdiestimatet til en viss grad ville eliminere svakhetene ved det fundamentale verdiestimatet, ble det besluttet å kalkulere et

fullstendig og endelig verdiestimat basert på begge verdsettelsesteknikkene. I beregningen av det fullstendige estimatet ble det fundamentale og komparative verdiestimatet vektet med henholdsvis 75 % og 25 %, hvilket resulterte i en endelig aksjeverdi på 59,09 kroner.

13.2 Handlingsstrategi

Basert på det fullstendige og endelige verdiestimatet per aksje på 59,09 kroner utarbeides en handlingsstrategi for Lerøy-aksjen. For å vurdere hvorvidt Lerøy-aksjen er over- eller underpriset i markedet per 31.12.2017, vil verdiestimatet sammenlignes med selskapets børskurs på verdsettelsestidspunktet. Som et resultat av at det er knyttet usikkerhet til den estimerte aksjeverdien, er det besluttet å utarbeide handlingsstrategien om kjøp, salg eller hold med et avvik på +/- 10 % av verdiestimatet. Basert på forutsetningen, gir Lerøy-aksjen en hold-anbefaling i intervallet [53,18, 65,00]. Dersom børskursen på verddivurderingstidspunktet er lavere enn den nedre grensen på 53,18 kroner, anbefales kjøp, mens dersom børskursen er høyere enn den øvre grensen på 65,00 kroner, anbefales salg. Dersom børskursen per 31.12.2017 imidlertid befinner seg i intervallet mellom den øvre og nedre grensen, anbefales hold av aksjen.

Figur 13-1 illustrerer grensene for kjøp, salg og hold av Lerøy-aksjen. Lerøys børskurs per 31.12.2017 var på 43,98 kroner. At det endelige verdiestimatet på 59,09 kroner er vesentlig høyere enn børskursen på verdsettelsestidspunktet, indikerer at aksjen ved årsslutt i 2017 var undervurdert i markedet. Aksjekursen på måletidspunktet er lavere enn den nedre grensen, hvilket leder til en **kjøpsanbefaling** på Lerøy-aksjen. Det påpekes at også konsensuskursmålet på 59 kroner indikerer en kjøpsanbefaling på aksjen.



Figur 13-1: Handlingsstrategi.

REFERANSELISTE

Faglitteratur

- Barney, J. B. (2011). *Gaining and Sustaining Competitive Advantage* (4. utg.). New Jersey: Pearson Education.
- Dahl, G. A., Hansen, T., Hoff, R. & Kinserdal, A. (1997). *Verdsettelse i teori og praksis* (1. utg.). Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3. utg.). New Jersey: John Wiley & Sons.
- Hoff, K. G., Voldsund, T. & Hansen, S. K. (2007). *Analyse av finansregnskapet*. Oslo: Universitetsforlaget.
- Kaldestad, Y. & Møller, B. (2016). *Verdivurdering: Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper* (2. utg.). Bergen: Fagbokforlaget.
- Penman, S. H. (2007). *Financial statement analysis and security valuation* (3. utg.). New York: McGraw-Hill.
- Porter, M. E. (1998). *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors: With a new Introduction*. New York: The Free Press.
- Roos, G., von Krogh, G., Roos, J. & Boldt-Christmas, L. (2014). *Strategi - en innføring* (6. utg.). Bergen: Fagbokforlaget.

Forelesningsnotater

- Knivslå, K. H. (2018a). *Førellesning 01 - Rekneskapsanalyse og verdivurdering*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole, 9. januar 2018. Hentet 20. januar 2018 fra: <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2001%20-%202018.pdf>
- Knivslå, K. H. (2018b). *Førellesning 17 - Fundamental verdivurdering: Eigenkapitalmetoden*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole, 13. mars 2018. Hentet 3. februar 2018 fra: <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2017%20-%202018.pdf>

- Knivslå, K. H. (2018c). *Førellesning 18 - SK-metoden og verdikonvergens*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole, 16. mars 2018. Hentet 3. februar 2018 fra:
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2018%20-%202018.pdf>
- Knivslå, K. H. (2018d). *Førellesning 23 - Komparativ verdivurdering*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole. Hentet 4. februar 2018 fra:
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2023%20-%202018.pdf>
- Knivslå, K. H. (2018e). *Førellesning 24 - Opsjonsbasert=Supplement til fundamental verdivurdering*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole. Hentet 4. februar 2018 fra:
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2024%20-%202018.pdf>
- Knivslå, K. H. (2018f). *Førellesning 02 - Strategi, rekneskap og verdi*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole, 12. januar 2018. Hentet 7. februar 2018 fra:
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2002%20-%202018.pdf>
- Knivslå, K. H. (2018g). *Førellesning 03 - Rekneskapsanalyse: Ramme og «Trailing»*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole, 16. januar 2018. Hentet 22. februar 2018 fra:
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2003%20-%202018.pdf>
- Knivslå, K. H. (2018h). *Førellesning 04 - Omgruppering for analyse*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole, 19. januar 2018. Hentet 24. februar 2018 fra:
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2004%20-%202018.pdf>
- Knivslå, K. H. (2018i). *Førellesning 05 - Omgruppering: Balanse og kontantstrøm*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole, 23. januar 2018. Hentet 26. februar 2018 fra:
<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2005%20-%202018.pdf>
- Knivslå, K. H. (2018j). *Førellesning 06 - Rekneskapsbasert måling*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole, 26. januar 2018. Hentet 2. mars 2018 fra:

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2006%20-%202018.pdf>

Knivsfå, K. H. (2018k). *Førellesning 08 - Justering av målefeil*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole, 2. februar 2018. Hentet 2. mars 2018 fra:

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2008%20-%202018.pdf>

Knivsfå, K. H. (2018l). *Førellesning 07 - Målefeil*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole, 30. januar 2018. Hentet 2. mars 2018 fra:

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2007%20-%202018.pdf>

Knivsfå, K. H. (2018m). *Førellesning 09 - Kredittvurdering: Syntetisk rating*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole, 6. februar 2018. Hentet 3. mars 2018 fra:

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2009%20-%202018.pdf>

Knivsfå, K. H. (2018n). *Førellesning 12 - Strategisk driftsanalyse*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole, 16. februar 2018. Hentet 12. mars 2018 fra:

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2012%20-%202018.pdf>

Knivsfå, K. H. (2018o). *Førellesning 10 - Avkastningskrav=Målestokk for rentabilitet*.

Forelesning ved Norges Handelshøyskole, 9. februar 2018. Hentet 14. mars 2018 fra:

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2010%20-%202018.pdf>

Knivsfå, K. H. (2018p). *Førellesning 11 - Strategisk rentabilitetsanalyse*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole, 13. februar 2018. Hentet 19. mars 2018 fra:

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2011%20-%202018.pdf>

Knivsfå, K. H. (2018q). *Førellesning 14 - Framtidsrekneskap: Ramme og driftsinntekter*.

Forelesning ved Norges Handelshøyskole, 23. februar 2018. Hentet 26. mars 2018 fra:

<http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2014%20-%202018.pdf>

Knivsfå, K. H. (2018r). *Førellesning 15 - Framtidsrekneskap: Andre budsjettdriverarar*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole, 6. mars 2018. Hentet 28. mars 2018 fra: <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2015%20-%202018.pdf>

Knivsfå, K. H. (2018s). *Førellesning 16 - Framtidskrav og strategisk rentabilitetsanalyse*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole, 9. mars 2018. Hentet 31. mars 2018 fra: <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2016%20-%202018.pdf>

Knivsfå, K. H. (2018t). *Førellesning 19 - Uvisse i verdiestimatet*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole, 20. mars 2018. Hentet 12. april 2018 fra: <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2019%20-%202018.pdf>

Knivsfå, K. H. (2018u). *Førellesning 22 - Oppsummering: Eksamen og kursevaluering*. Forelesning ved Norges Handelshøyskole, 10. april 2018. Hentet 26. april 2018 fra: <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar/2018/BUS440%20-%2022%20-%202018.pdf>

Årsrapporter og øvrig selskapsinformasjon

Grieg Seafood. (2013). *Årsrapport 2012*. Hentet 26. januar 2018 fra: https://www.griegseafood.no/wp-content/uploads/2016/08/GSF2012_NORSK.pdf

Grieg Seafood. (2014). *Årsrapport 2013*. Hentet 26. januar 2018 fra: <https://www.griegseafood.no/wp-content/uploads/2014/12/GSF2013-NORSK-FINAL.pdf>

Grieg Seafood. (2015). *Årsrapport 2014*. Hentet 26. januar 2018 fra: <http://grieg14.digirapport.no/wp-content/uploads/2015/06/GSF-2014-NORSK-FINAL1.pdf>

Grieg Seafood. (2016). *Årsrapport 2015*. Hentet 26. januar 2018 fra: <https://www.griegseafood.no/wp-content/uploads/2016/06/GSF2015aarsrapportNO3.pdf>

- Grieg Seafood. (2017). *Årsrapport 2016*. Hentet 26. januar 2018 fra:
https://www.griegseafood.no/wp-content/uploads/2017/04/GSF_2016_aarsrapport_NO.pdf
- Grieg Seafood. (2018). *Kvartalsrapport for fjerde kvartal 2017*. Hentet 16. februar 2018 fra:
<https://www.griegseafood.no/wp-content/uploads/2018/02/GSF-Q4-2017-Rapport-NO.pdf>
- Lerøy Seafood Group. (2013). *Årsrapport 2012*. Hentet 23. februar 2018 fra:
<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport2012.pdf>
- Lerøy Seafood Group. (2014). *Årsrapport 2013*. Hentet 27. januar 2018 fra:
<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport2013.pdf>
- Lerøy Seafood Group. (2015) *Årsrapport 2014*. Hentet 27. januar 2018 fra:
<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport2014.pdf>
- Lerøy Seafood Group. (2016). *Årsrapport 2015*. Hentet 26. januar 2018 fra:
<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport2015.pdf>
- Lerøy Seafood Group. (2017). *Årsrapport 2016*. Hentet 26. januar 2018 fra:
<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport2016.pdf>
- Lerøy Seafood Group. (2018). *Kvartalsrapport for fjerde kvartal 2017*. Hentet 27. februar 2018 fra: <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/kvartalsrapporter/q4-2017-rapport.pdf>
- Marine Harvest. (2013). *Annual Report 2012*. Hentet 7. mars 2018 fra:
<http://hugin.info/209/R/1696633/558857.pdf>
- Marine Harvest. (2014). *Annual Report 2013*. Hentet 7. mars 2018 fra:
<http://hugin.info/209/R/1781099/609198.pdf>

- Marine Harvest. (2015). *Annual Report 2014*. Hentet 25. januar 2018 fra:
<http://hugin.info/209/R/1915630/684760.pdf>
- Marine Harvest. (2016). *Annual Report 2015*. Hentet 25. januar 2018 fra:
<http://hugin.info/209/R/1999866/737534.pdf>
- Marine Harvest. (2017a). *Annual Report 2016*. Hentet 23. januar 2018 fra:
<http://hugin.info/209/R/2094101/791700.pdf>
- Marine Harvest. (2017b). *Salmon Farming Industry Handbook*. Hentet 23. januar 2018 fra:
<http://marineharvest.com/globalassets/investors/handbook/salmon-industry-handbook-2017.pdf>
- Marine Harvest. (2018). *Fourth Quarter 2017 Report*. Hentet 16. februar 2018 fra:
<http://hugin.info/209/R/2168591/834978.pdf>
- Norway Royal Salmon. (2013). *Årsrapport 2012*. Hentet 5. mars 2018 fra:
https://norwayroyalsalmon.com/files/9/aarsrapport_nrs2012.pdf
- Norway Royal Salmon. (2014). *Årsrapport 2013*. Hentet 26. januar 2018 fra:
http://norwayroyalsalmon.com/files/9/%C3%85rsberetning_2013-NRS_NO.pdf
- Norway Royal Salmon. (2015). *Årsrapport 2014*. Hentet 26. januar 2018 fra:
https://norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS_Aarsrapport_2014.pdf
- Norway Royal Salmon. (2016). *Årsrapport 2015*. Hentet 26. januar 2018 fra:
https://norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS_Aarsrapport2015.pdf
- Norway Royal Salmon. (2017). *Årsrapport 2016*. Hentet 22. januar 2018 fra:
http://norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS_Aarsrapport2016.pdf
- Norway Royal Salmon. (2018). *Kvartalsrapport for fjerde kvartal 2017*. Hentet 16. februar 2018 fra: https://norwayroyalsalmon.com/files/10/Kvartalsrapport%20NRS%20-%202017-Q4%20_med%20link_%20til%20b%C3%B8rsmelding.pdf
- SalMar. (2013). *Årsrapport 2012*. Hentet 4. mars 2018 fra:
<http://hugin.info/138695/R/1697772/559610.pdf>
- SalMar. (2014). *Årsrapport 2013*. Hentet 26. januar 2018 fra:
<http://hugin.info/138695/R/1781478/609515.pdf>

SalMar. (2015). *Årsrapport 2014*. Hentet 26. januar 2018 fra:

<http://hugin.info/138695/R/1917404/685879.pdf>

SalMar. (2016). *Årsrapport 2015*. Hentet 26. januar 2018 fra:

<http://hugin.info/138695/R/2008392/742847.pdf>

SalMar. (2017). *Årsrapport 2016*. Hentet 25. januar 2018 fra:

<http://hugin.info/138695/R/2099114/799620.pdf>

SalMar. (2018). *Kvartalsrapport for fjerde kvartal 2017*. Hentet 16. februar 2018 fra:

<http://hugin.info/138695/R/2168961/835200.pdf>

Offentlige kilder

Finansdirektoratet. (2018, 27. april). Regjeringen vil utrede og eventuelt foreslå en grunnrenteskatt på havbruk. Hentet 2. juni 2018 fra:

<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/regjeringen-vil-utrede-og-eventuelt-foresla-en-grunnrenteskatt-pa-havbruk/id2599632/>

Fiskeridirektoratet. (2016, 20. september). Biomasse. Hentet 23. januar 2018 fra:

<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Drift-og-tilsyn/Biomasse>

Fiskeridirektoratet. (2017a, 2. november). Lønnsomhetsundersøkelse for laks og regnbueørret: Matfiskproduksjon. Hentet 27. januar 2018 fra:

<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Statistikk-akvakultur/Loenksomhetsundersoekelse-for-laks-og-regnbueoerret/Matfiskproduksjon-laks-og-regnbueoerret>

Fiskeridirektoratet. (2017b, 23. juni). Rømmingsstatistikk. Hentet 27. januar 2018 fra:

<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Statistikk-akvakultur/Roemningsstatistikk>

Fiskeridirektoratet. (2017c, 12. januar). Organisering. Hentet 23. januar 2018 fra:

<https://www.fiskeridir.no/Om-oss/Organisering>

Fiskeridirektoratet. (2017d, 25. august). Grønne tillatelser. Hentet 24. januar 2018 fra:

<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Kommersielle-tillatelser/Laks-oerret-og-regnbueoerret/Groenne-tillatelser>

- Fiskeridirektoratet. (2017e, 20. desember). Produksjonsområder. Hentet 8. februar fra:
<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Kapasitetsoekning-2017-2018/Produksjonsomraader>
- Fiskeridirektoratet. (2017f, 8. august). Utviklingstillatelser. Hentet 8. februar 2018 fra:
<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Saertillatelser/Utviklingstillatelser>
- Fiskeridirektoratet. (2017g, 22. desember). Ny forskrift for landbaserte akvakulturanlegg. Hentet 8. februar 2018 fra:
<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Nyheter/2017/1217/Ny-forskrift-for-landbaserte-akvakulturanlegg>
- Fiskeridirektoratet. (2017h, 2. november). Lønnsomhetsundersøkelser for laks og regnbueørret. Hentet 11. februar 2018 fra:
<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Statistikk-akvakultur/Statistiske-publikasjoner/Loennsomhetsundersoekelser-for-laks-og-regnbueoerret>
- Fiskeri- og havbruksnæringens landsforening (FHL) & Eksportutvalget for fisk (EFF). (2011). *Norsk Havbruk*. Hentet 22. januar 2018 fra: https://sjomatnorge.no/wp-content/uploads/2009/06/eff_fhl_komplett_lowres.pdf
- Fiskeri- og kystdepartementet. (2012a, 4. desember). Videreutvikling av MTB-systemet. Hentet 18. februar 2018 fra:
https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/FKD/Vedlegg/Rapporter/2012/Videreutvikling_MTB04122012rev14012013.pdf
- Fiskeri- og kystdepartementet. (2012b, 9. november). Grønn vekst i lakseoppdrett. Hentet 24. januar 2018 fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/gronn-vekst-i-lakseoppdrett/id707527/>
- Miljødirektoratet. (2015a, 21. januar). Sykdommer hos laksefisk. Hentet 27. januar fra:
<http://www.miljodirektoratet.no/no/Tema/Arter-og-naturtyper/Villaksportalen/Pavirkninger/Sykdommer-hos-laksefisk/>
- Miljødirektoratet. (2015b, 3. desember). Lakselus. Hentet 27. januar 2018 fra:
<http://www.miljostatus.no/lakselus/>

Miljødirektoratet. (2016, 13. september). Utslipp av næringssalter fra fiskeoppdrett. Hentet 27. januar 2018 fra: <http://www.miljostatus.no/tema/hav-og-kyst/overgjodsling/utslipp-av-naringssalter-fra-fiskeoppdrett/>

Miljødirektoratet. (2017, 3. april). Laks. Hentet 22. januar 2018 fra: <http://www.miljodirektoratet.no/no/Tema/Arter-og-naturtyper/Villaksportalen/Slik-lever-laks-sjoorret-og-sjoroye/Laks-/>

Norges Bank. (2018a). Styringsrenten. Hentet 15. mars 2018 fra: <https://www.norges-bank.no/pengepolitikk/Styringsrenten/>

Norges Bank. (2018b). Endringer i styringsrenten. Hentet 25. januar 2018 fra: <https://www.norges-bank.no/pengepolitikk/Styringsrenten/Styringsrenten-Oversikt-over-rentemoter-og-endringer-i-styringsrenten-/>

Norges Bank. (2018c). Valutakurs for euro (EUR). Hentet 16. februar 2018 fra: <https://www.norges-bank.no/Statistikk/Valutakurser/valuta/EUR>

Norges Bank. (2018d). Statsobligasjoner daglige noteringer. Hentet 27. mars 2018 fra: <https://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/>

Nærings- og fiskeridepartementet. (2013, 23. desember). Forskrift om reaksjoner, sanksjoner med mer ved overtredelse av akvakulturloven. Hentet 11. februar 2018 fra: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/forskrift-om-reaksjoner-sanksjoner-med-m/id748571/>

Nærings- og fiskeridepartementet. (2015a, 5. mars). Konsesjonssystemet - generelt. Hentet 18. februar 2018 fra: <https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/fiskeri-og-havbruk/fiskeflaten-listeside/konsesjonssystemet--generelt/id418041/>

Nærings- og fiskeridepartementet. (2015b, 2. september). Klagebehandlingen av grønne konsesjoner er ferdig. Hentet 17. februar 2018 fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/klagebehandlingen-av-gronne-laksekonsesjoner-er-ferdig/id2438033/>

Nærings- og fiskeridepartementet. (2016, 26. september). Fisk og EU. Hentet 27. januar 2018 fra: <https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/fiskeri-og-havbruk/fisk1/id685828/>

Statistisk sentralbyrå. (2018, 15. januar). Utenrikshandel med varer. Hentet 15. februar 2018 fra: <https://www.ssb.no/utenriksokonomi/statistikker/muh/aar>

Stortinget. (2018). Treprosentregelen i fritaksmodellen. Hentet 3. april 2018 fra: <https://www.stortinget.no/no/Saker-og-publikasjoner/Publikasjoner/Innstillinger/Stortinget/2011-2012/inns-201112-004/9/>

Andre kilder

Aandahl, P. T. (2017, 19. juli). Selger laksen seg selv? Hentet 27. januar 2018 fra: <https://seafood.no/aktuelt/Fisketanker/selger-laksen-seg-selv/>

Aarre, E. (2016, 23. mai). Gratis konsesjoner til oppdrettere på land. *Sysla*. Hentet 8. februar 2018 fra: <https://sysla.no/fisk/gratis-konsesjon-til-oppdrettere-pa-land/>

Berge, A. (2016, 5. februar). Her er Lerøys visjon om merkevarer. *iLaks*. Hentet 15. februar 2018 fra: <https://ilaks.no/her-er-lerøys-visjon-om-merkevarer/>

Berglihn, H. (2018, 8. januar). Norge eksporterte sjømat for 94,5 milliarder i 2017. *Dagens Næringsliv*. Hentet 31. januar 2018 fra: <https://www.dn.no/nyheter/2018/01/08/0600/Mat/norge-eksporterte-sjomat-for-945-milliarder-i-2017>

Berglihn, H. & Bjerknes, C. (2018, 8. januar). Bommet på 100 mrd. - Avhengig av Russland for ny mulighet. *Dagens Næringsliv*. Hentet 8. februar 2018 fra: <https://www.dn.no/nyheter/2018/01/08/2057/Havbruk/bommet-pa-100-mrd-avhengig-av-russland-for-ny-mulighet>

Borge, E. (2015, 9. februar). Forskning for havbruksnæringen. Hentet 27. januar 2018 fra: <http://www.fiskerioghavbruk.no/forskning-og-innovasjon/forskning-for-havbruksnringen>

Byberg, Ø. (2016, 26. september). Nytt Lerøy-anlegg kan få konsekvenser for SalMar. *Hegnar*. Hentet 16. februar 2018 fra:

<http://www.hegnar.no/Nyheter/Naeringsliv/2016/09/Nytt-Leroey-anlegg-kan-faar-konsekvenser-for-Salmar>

Christensen, J. (2017, 28. november). Lakseoppdretter vil øke inntektene fra 17,8 millioner til 2,2 milliarder på fem år. *Dagens Næringsliv*. Hentet 8. februar 2018 fra:

<https://www.dn.no/nyheter/2017/11/28/1443/Havbruk/lakseoppdretter-vil-oke-inntektene-fra-178-millioner-til-22-milliarder-pa-fem-ar>

Consumer News and Business Channel. (2018). U.S. 30 Year Treasury (US30Y:U.S.). *CNBC*.

Hentet 27. mars 2018 fra: <https://www.cnbc.com/quotes/?symbol=US30Y>

Dahl, G. A. (2006a). Rentedekningsgrad. Hentet 10. mars 2018 fra:

<https://www.lederkilden.no/tema/rentedekningsgrad>

Dahl, G. A. (2006b). Belåningsreserve (i %). Hentet 11. mars 2018 fra:

https://www.lederkilden.no/tema/okonomi_og_rapportering/regnskap-analyse/belaningsreserve-i-

Dahl, G. A. (2006c). Likviditetsreserve (i %). Hentet 11. mars 2018 fra:

<https://www.lederkilden.no/tema/likviditetsreserve-i->

Dahl, G. A. (2006d). Egenkapitalrentabilitet. Hentet 20. mars 2018 fra:

https://www.lederkilden.no/tema/okonomi_og_rapportering/regnskap-analyse/egenkapitalrentabilitet

Dagens Næringsliv (2018). Lerøy Seafood Group. Hentet 4. mai 2018 fra:

<https://investor.dn.no/#!/Aksje/S140/LSG/Ler%C3%B8ySeafoodGroup>

Dagsavisen. (2014, 7. august). Stanser import av norsk ost og fisk. *Dagsavisen*. Hentet 24.

januar 2018 fra: <https://www.dagsavisen.no/verden/stanser-import-av-norsk-ost-og-fisk-1.288827>

De forente nasjoner (FN). (2017, 6. oktober). Befolkning, migrasjon og urbanisering. Hentet

10. februar 2018 fra: <https://www.fn.no/Tema/Fattigdom/Befolkning>

Dyregrov, S. (2016, 13. januar). Nå kan du få kjøpt narasinfri kylling over hele landet.

Aftenposten. Hentet 12. februar 2018 fra:

<https://www.aftenposten.no/100Sport/sprek/Na-kan-du-fa-kjopt-narasinfri-kylling-over-hele-Norge-217546b.html>

- Dyrevernalliansen. (2017, 23. januar). Fiskeoppdrett i Norge. Hentet 24. januar 2018 fra: https://www.dyrevern.no/andre_dyr/fisk/fiskeoppdrett-i-norge
- Dyrnes, S. (2004). Verdsettelse ved bruk av multiplikatorer. Hentet 18. april 2018 fra: <https://www.lederkilden.no/tema/finans/verdivurdering/verdsettelse-ved-bruk-av-multiplikatorer>
- Ekanger, A. & Johansen, E. N. (2017, 31. oktober). Dette er kartet som avgjør vekst eller kutt i oppdrettsnæringa. *NRK*. Hentet 8. februar 2018 fra: <https://www.nrk.no/hordaland/dette-er-kartet-som-avgjer-vekst-og-kutt-i-oppdrettsnaeringa-1.13758224>
- Fish Pool. (2014). *Fish Pool ABC Norsk*. Hentet 9. februar 2018 fra: <http://fishpool.eu/wp-content/uploads/2014/08/Intro-NO.pdf>
- Fish Pool. (2018a). Price history - weekly, monthly and annual average. Hentet 25. januar 2018 fra: <http://fishpool.eu/price-information/spot-prices/history/>
- Fish Pool. (2018b). Forward prices. Hentet 30. april 2018 fra: <http://fishpool.eu/price-information/forward-prices-3/>
- Fisk Media. (2017, 7. juli). Selskaper på børs. Hentet 27. januar 2018 fra: <https://www.fisk.no/bors/sjomatselskaper-pa-bors.html>
- Guttormsen, A. G. (2013). *Hva påvirker laksepriser*. Hentet 25. januar 2018 fra: <http://www.europharma.no/downloads/lofotseminar/presentasjoner/Guttormsen.pdf>
- Hansen, A. (2017, 3. februar). Selger mindre laks til Europa, men verdien øker. *Folkebladet*. Hentet 24. januar 2018 fra: <http://www.folkebladet.no/nyheter/2017/02/03/Selger-mindre-laks-til-Europa-men-verdien-%C3%B8ker-14159998.ece>
- Heskestad, T. (2015, 17. mars). Røde flagg knyttet til driftsinntekter og varekostnader. Hentet 25. februar 2018 fra: <https://tinyurl.com/y7jw32ny>
- Hjukse, A. V. (2004, 10. oktober). Fast fisk selger best. Hentet 27. januar fra: <https://forskning.no/hav-og-fiske-fisk-oppdrett-mat-biokjemi-stub/2008/02/fast-fisk-selger-best>

- Hovland, E., Haaland, A., Hersoug, B., Kolle, N. & Møller, D. (2010). Band 5: Havbruk. Hentet 22. januar 2018 fra: <https://norges-fiskeri-og-kysthistorie.w.uib.no/bokverket/bind-5-havbrukshistorie/>
- Hovland, K. M. & Nilsen, A. A. (2017, 14. desember). Olsen holder renten i ro. *E24*. Hentet 9. februar 2018 fra: <https://e24.no/makro-og-politikk/norges-bank/olsen-holder-renten-i-ro/24209942>
- Hvitved-Jacobsen, K. (2017, 11. september). Lysegrønt lys for Lerøys «Pipefarm». *Metal Supply*. Hentet 17. februar 2018 fra: https://www.metalsupply.no/article/view/553726/lysegront_lys_for_leroys_pipefarm
- Hægermark, W. A. (2012, 6. februar). Stress ned laksen - øk kvaliteten. Hentet 2. februar 2018 fra: <https://forskning.no/fisk-mat/2012/01/stress-ned-laksen-ok-kvaliteten>
- Iversen, A., Hermansen, Ø., Brandvik, R. K., Marthinussen, A. & Nystøyl, R. (2016). *Kostnader for lakseoppdrett i konkurrentland* (Rapport 40/2016). Hentet 22. mars 2018 fra: <https://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/id/456026/Rapport+40-2016.pdf>
- Johnsen, J. P. (2015, 12. juni). Fiskeoppdrett. I *Store norske leksikon*. Hentet 22. januar 2018 fra: <https://snl.no/fiskeoppdrett>
- Laksefakta. (2016a, 9. mai). Hva er i fôret til laksen? Hentet 21. januar 2018 fra: <https://laksefakta.no/hva-spiser-laksen/hva-er-i-foret-til-laksen/>
- Laksefakta. (2016b, 29. april). Har laksen det bra i oppdrettsanleggene? Hentet 21. januar 2018 fra: <https://laksefakta.no/lakseoppdrett-i-norge/har-laksen-det-bra-i-oppdrettsanleggene/>
- Laksefakta. (2016c, 9. mai). Hvorfor rømmer laksen? Hentet 26. januar 2018 fra: <https://laksefakta.no/laks-og-miljo/romming/>
- Laksefakta. (2016d, 9. mai). Utslipp fra oppdrettsanlegg. Hentet 27. januar 2018 fra: <https://laksefakta.no/laks-og-miljo/utslipp-fra-oppdrettsanlegg/>
- Laksefakta. (2016e, 9. mai). Norske regler for miljø og oppdrett. Hentet 11. februar 2018 fra: <https://laksefakta.no/laks-og-miljo/norske-regler-for-miljo-og-oppdrett/>

- Laksefakta. (2016f, 20. april). Hvor mye omega-3 er det i oppdrettslaks? Hentet 12. februar 2018 fra: <https://laksefakta.no/sunnhet-og-helse/hvor-mye-omega-3-er-det-i-oppdrettslaks/>
- Laksefakta. (2016g, 20. april). Laks til middag? Hentet 12. februar 2018 fra: <https://laksefakta.no/sunnhet-og-helse/laks-til-middag/>
- Ludt, Ø. (2017, 4. januar). Sjømateksport for 91 milliarder. *Moderne Transport*. Hentet 26. januar fra: <http://www.mtlogistikk.no/artikler/sjomateksport-for-91-milliarder/367097>
- Mattilsynet. (2016, 20. september). Fakta om lakselus og lakselusbekjempelse. Hentet 27. januar 2018 fra: https://www.mattilsynet.no/fisk_og_akvakultur/fiskehelse/fiske_og_skjellsykdommer/lakselus/fakta_om_lakselus_og_lakselusbekjempelse.23766
- Mellbye, H. (2015, 20. mai). Lakselus og myndighetskontroll. Hentet 11. februar 2018 fra: <http://fiskejuss.no/2015/05/lakselus-og-myndighetskontroll/>
- Mereghetti, M. (2018, 8. mars). Kontali revises down 2018 global salmon harvest growth outlook. *Undercurrent News*. Hentet 29. april 2018 fra: <https://www.undercurrentnews.com/2018/03/08/kontali-revises-down-2018-global-salmon-harvest-growth-outlook/>
- Moe, T. H. (2017, 5. januar). Strengere regler gjør fiskeoppdrett mer bærekraftig. Hentet 22. januar 2018 fra: <https://forskning.no/2016/12/vi-trenger-et-bindende-regelverk/produsert-og-finansiert-av/uit-norges-arktiske-universitet>
- Myrset, O. (2015, 12. februar). Dette må du vite om oppdrettsanlegg på land. *Sysla*. Hentet 10. februar 2018 fra: <https://sysla.no/fisk/dette-ma-du-vite-om-oppdrettsanlegg-pa-land/>
- Norges sjømatråd. (2017a, 23. februar). Laks- og ørreteksporten tredoblet på 8 år - 6 milliarder i 2016. Hentet 31. januar 2018 fra: <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/laks-og-orreteksporten-tredoblet-pa-8-ar--65-milliarder-i-2016/>
- Norges sjømatråd. (2017b, 8. februar). Nøkkeltall. Hentet 27. januar 2018 fra: <https://seafood.no/markedsinnsikt/nokkeltall/>

- Norges sjømatråd. (2018, 8. januar). Sjømateksport for rekordhøye 94,5 milliarder i 2017. Hentet 31. januar 2018 fra: <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/sjomateksport-for-rekordhoye-945-milliarder-i-2017/>
- Nesfossen Smolt. (2012a). Laksens livssyklus - fra rogn til matfisk. Hentet 21. januar 2018 fra: <http://www.nesfossen.no/?PageID=143&ItemID=87>
- Nesfossen Smolt. (2012b). Laksefôr og fiskefôr. Hentet 27. januar 2018 fra: <http://www.nesfossen.no/?PageID=143&ItemID=16>
- Oslo Børs. (2018a). OSLO Seafood Index. Hentet 25. januar 2018 fra: <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#!/details/OSLSFX.OSE/overview>
- Oslo Børs. (2018b). Marine Harvest. Hentet 26. januar 2018 fra: <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#!/details/MHG.OSE/overview>
- Oslo Børs. (2018c). SalMar. Hentet 26. januar 2018 fra: <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#!/details/SALM.OSE/overview>
- Oslo Børs. (2018d). Grieg Seafood. Hentet 26. januar 2018 fra: <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#!/details/GSF.OSE/overview>
- Oslo Børs. (2018e). Norway Royal Salmon. Hentet 26. januar 2018 fra: <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#!/details/NRS.OSE/overview>
- Oslo Børs. (2018f). Lerøy Seafood Group. Hentet 27. januar 2018 fra: <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#!/details/LSG.OSE/overview>
- Pall, M., Norberg, B., Andersson, E. & Taranger, G. L. (2006). *Kjønnsmodning hos atlantisk laks (Salmo solar)*. Hentet 21. januar fra: https://www.imr.no/filarkiv/2006/03/3.5.5_Kjnnsmodning_hos_atlantisk_laks_Salmo_salar_.pdf/nb-no
- Pareto Securities. (2018, 27. februar). *Equity Research Report - Lerøy Seafood Group, Quarterly Review*.
- PwC. (2017). *Risikopremien i det norske markedet*. Hentet 15. mars 2018 fra: <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-markedsrisikopremie-2017.pdf>

- Rapp, O. M. (2011, 20. oktober). En million fisk er på rømmen. *Aftenposten*. Hentet 27. januar 2018 fra: <https://www.aftenposten.no/norge/i/qWkm0/En-million-fisk-er-pa-rommen>
- Ripegut, H. (2017, 9. januar). Fersk analyse kostet eierne nesten seks milliarder. *Nettavisen*. Hentet 9. februar 2018 fra: <https://www.nettavisen.no/na24/fersk-analyse-kostet-eierne-nesten-seks-milliarder/3423300435.html>
- Qvale, P. Q. (2012, 30. januar). Vi produserer 200 kilo laks per nordmann. *Teknisk Ukeblad*. Hentet 27. januar fra: <https://www.tu.no/artikler/industri-vi-produserer-200-kilo-laks-per-nordmann/243895>
- Reusch, M. (2017, 9. desember). Konesjon. I *Store norske leksikon*. Henter 23. januar 2018 fra: <https://snl.no/konesjon>
- Ripegut, H. (2018, 18. april). Gustav Magnar Witzøe er blitt dobbelt så rik på ett år. *Nettavisen*. Hentet 24. april 2018 fra: <https://www.nettavisen.no/na24/gustav-magnar-wize-%2825%29-er-blitt-dobbelt-sa-rik-pa-et-ar/3423445757.html>
- Risbråthe, M. (2015, 24. januar). Kinesisk boikott av norsk laks virker ikke. Hentet 24. januar 2018 fra: <https://forskning.no/fisk-naeringsliv-utenrikspolitikk/2015/08/kinesisk-boikott-av-norsk-laksenaering-har-ikke-lyktes>
- Rønning, A. (2011, 20. august). Villaks-gener påvirket av oppdrett. Hentet 27. januar 2018 fra: <https://forskning.no/fisk-oppdrett-naturvern-biologisk-mangfold-marinbiologi-molekylaerbiologi-genteknologi/2011/08>
- Sander, K. (2016, 4. mars). Omgruppering av regnskapsanalysen for investororientert analyse. Hentet 23. februar 2018 fra: <https://estudie.no/hva-pavirker-valutakursen/>
- Sander, K. (2017a, 14. august). Hva påvirker valutakursen? Hentet 20. februar 2018 fra: <https://estudie.no/hva-pavirker-valutakursen/>
- Sander, K. (2017b, 19. august). Ressurser og ressursforvaltning. Hentet 14. februar 2018 fra: <https://estudie.no/ressurs/>
- Sander, K. (2017c, 14. august). Hvilken effekter og fordeler gir en merkevare kunden? Hentet 15. februar 2018 fra: <https://estudie.no/fordeler-merkevarer/>

Sjømat Norge. (2016, 6. januar). Om lakselus. Hentet 27. januar 2018 fra:

<http://lusedata.no/om-lakselus/>

Solberg, M. F., Skaala, Ø. & Glover, K. A. (2016). *Hvordan blir villaks påvirket av rømt oppdrettsfisk?* Hentet 26. januar fra:

https://www.imr.no/filarkiv/2016/03/hvordan_blr_villaks_pavirket_av_romt_oppdrettsfisk.pdf/nb-no

Strand, H. B. A. (2017, 22. oktober). No-fish-Sandberg setter sjøbein. *Adresseavisen*. Hentet

8. februar 2018 fra: <https://www.adressa.no/meninger/kommentarer/2017/10/22/No-fish-Sandberg-setter-sj%C3%B8bein-15481728.ece>

Takla, E. (2018, 25. januar). Norges Bank holder styringsrenten uendret på 0,5 prosent.

Dagens Næringsliv. Hentet 26. januar 2018 fra:

<https://www.dn.no/nyheter/2018/01/25/1000/Makroekonomi/norges-bank-holder-styringsrenten-uendret-pa-05-prosent>

Yahoo Finance. (2018a). Lerøy Seafood Group ASA (LSG.OL). Hentet 16. mars 2018 fra:

<https://finance.yahoo.com/quote/LSG.OL/history?period1=1033336800&period2=1521154800&interval=1mo&filter=history&frequency=1mo>

Yahoo Finance. (2018b). Oslo Bors Benchmark Index_GI (OSEBX.OL). Hentet 16. mars 2018 fra:

<https://finance.yahoo.com/quote/OSEBX.OL/history?period1=410396400&period2=1521241200&interval=1mo&filter=history&frequency=1mo>

TABELL-, FIGUR- OG FORMELOVERSIKT

Tabeller

Tabell 2-1: Lerøy og komparative virksomheters produksjonsvolum av norsk laks samt matfiskkonsesjoner i 2016	26
Tabell 2-2: Finansielle nøkkeltall for Marine Harvest i perioden 2012-2017	28
Tabell 2-3: Finansielle nøkkeltall for SalMar i perioden 2012-2017	29
Tabell 2-4: Finansielle nøkkeltall for Grieg Seafood i perioden 2012-2017	30
Tabell 2-5: Finansielle nøkkeltall for Norway Royal Salmon i perioden 2012-2017	31
Tabell 2-6: Finansielle nøkkeltall for Lerøy i perioden 2012-2017	36
.....	
Tabell 4-1: Konkurransenintensiteten i oppdrettsbransjen basert på Porters femkraftsmodell	69
Tabell 4-2: VRIO-rammeverket	70
Tabell 4-3: Oppsummering av VRIO-rammeverket av Lerøy sine interne ressurser	76
.....	
Tabell 5-1: Resultatregnskap til Lerøy i perioden 2011-2017	83
Tabell 5-2: Balanseoppstilling til Lerøy i perioden 2011-2017	83
Tabell 5-3: Endring i egenkapital til Lerøy i perioden 2011-2017	84
Tabell 5-4: Fullstendig nettoresultat til Lerøy i perioden 2011-2017	85
Tabell 5-5: Fullstendig driftsresultat før skatt til Lerøy i perioden 2011-2017	87
Tabell 5-6: Fullstendig finansresultat før skatt til Lerøy i perioden 2011-2017	87
Tabell 5-7: Unormalt driftsresultat til Lerøy i perioden 2011-2017	89
Tabell 5-8: Unormalt finansresultat til Lerøy i perioden 2011-2017	90
Tabell 5-9: Finansinntektsskattesats til Lerøy i perioden 2011-2017	91
Tabell 5-10: Driftsinntektsskattesats til Lerøy i perioden 2011-2017	92
Tabell 5-11: Unormal driftsskattesats til Lerøy i perioden 2011-2017	92
Tabell 5-12: Fordeling av skattekostnad til Lerøy i perioden 2011-2017	92
Tabell 5-13: Omgruppert resultatregnskap til Lerøy i perioden 2011-2017	93
Tabell 5-14: Omgruppert balanse til Lerøy i perioden 2011-2017 - Sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital	99
Tabell 5-15: Omgruppert balanse til Lerøy i perioden 2011-2017 - Netto driftseiendeler og netto driftskapital	99
Tabell 5-16: Omgruppert kontantstrøm til Lerøy i perioden 2012-2017	100
Tabell 5-17: Effekter av justeringer av målefeil i resultatregnskapet til Lerøy i perioden 2011-2017	103
Tabell 5-18: Effekter av justeringer av målefeil i balansen til Lerøy i perioden 2011-2017	103
Tabell 5-19: Omgruppert og justert resultatregnskap til Lerøy i perioden 2011-2017	104
Tabell 5-20: Omgruppert og justert balanse til Lerøy i perioden 2011-2017 - Sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital	104
Tabell 5-21: Omgruppert og justert balanse til Lerøy i perioden 2011-2017 - Netto driftseiendeler og netto driftskapital	105
Tabell 5-22: Tidsvekting av de ulike årene i analyseperioden	106
.....	
Tabell 6-1: Vekting i bransjen basert på omsetning i perioden 2012-2017	108
Tabell 6-2: Dekningsprosent for ulike eiendeler	119
Tabell 6-3: Finansieringsmatrise for Lerøy per 31.12.2017 i absolutte verdier	125
Tabell 6-4: Finansieringsmatrise for Lerøy per 31.12.2017 i prosent	125
Tabell 6-5: Finansieringsmatrise for bransjen per 31.12.2017 i prosent	125

Tabell 6-6: Syntetisk rating basert på grenseverdier for fire forholdstall.....	126
Tabell 6-7: Syntetisk rating for Lerøy og bransjen i perioden 2012-2017	127
.....	
Tabell 7-1: Risikofri rente etter skatt i perioden 2012-2017	132
Tabell 7-2: Markedets risikopremie etter skatt i perioden 2012-2017	134
Tabell 7-3: Regresjonsanalyse av Lerøy mot OSEBX i perioden 2012-2017.....	135
Tabell 7-4: Ujusterte og justerte egenkapitalbetaverdier for Lerøy og bransjen	136
Tabell 7-5: Kredittrisikopremie basert på syntetisk rating	139
Tabell 7-6: Finansielt gjeldskrav til Lerøy i perioden 2012-2017	139
Tabell 7-7: Finansielt eiendelskrav til Lerøy i perioden 2012-2017	141
Tabell 7-8: Netto finansielt gjeldskrav til Lerøy i perioden 2012-2017.....	142
Tabell 7-9: Finansiell eiendelsbeta til Lerøy i perioden 2012-2017.....	143
Tabell 7-10: Finansiell gjeldsbeta til Lerøy i perioden 2012-2017	144
Tabell 7-11: Netto finansiell gjeldsbeta til Lerøy i perioden 2012-2017	144
Tabell 7-12: Årlig egenkapitalbeta og netto driftskapitalbeta til Lerøy i perioden 2012-2017.....	145
Tabell 7-13: Egenkapital- og minoritetskrav til Lerøy i perioden 2012-2017.....	147
Tabell 7-14: Netto driftskapitalkrav til Lerøy i perioden 2012-2017	148
Tabell 7-15: Sysselsatt kapitalkrav til Lerøy i perioden 2012-2017.....	148
Tabell 7-16: Oppsummering av avkastningskrav til Lerøy og bransjen i perioden 2012-2017	149
.....	
Tabell 8-1: Egenkapitalrentabilitet til Lerøy i perioden 2012-2017	154
Tabell 8-2: Superrentabiliteten til Lerøy i perioden 2012-2017	155
Tabell 8-3: Superrentabiliteten til bransjen i perioden 2012-2017	156
Tabell 8-4: Rentabilitetsfordel til Lerøy i perioden 2012-2017.....	157
Tabell 8-5: Egenkapitalfordel til Lerøy i perioden 2012-2017.....	158
Tabell 8-6: Strategisk fordel til Lerøy i perioden 2012-2017.....	159
Tabell 8-7: Strategisk driftsfordel til Lerøy i perioden 2012-2017	160
Tabell 8-8: Driftsrelatert bransjefordel i perioden 2012-2017	161
Tabell 8-9: Driftsrelatert rentabilitetsfordel til Lerøy i perioden 2012-2017	162
Tabell 8-10: Driftsrelatert kravfordel til Lerøy i perioden 2012-2017	163
Tabell 8-11: Marginfordel til Lerøy i perioden 2012-2017	165
Tabell 8-12: «Common size»-analyse av Lerøy i perioden 2012-2017	166
Tabell 8-13: Varekostnadsandeler for Lerøy og konkurrentene i perioden 2012-2017	168
Tabell 8-14: Lønnskostnadsandeler for Lerøy og konkurrentene i perioden 2012-2017	170
Tabell 8-15: Oppsummering av marginfordel til Lerøy i perioden 2012-2017.....	173
Tabell 8-16: Omløpsfordel til Lerøy i perioden 2012-2017	173
Tabell 8-17: Driftsinntekter per kilo for Lerøy og bransjen i perioden 2012-2017.....	174
Tabell 8-18: Netto driftseiendeler per kilo for Lerøy og bransjen i perioden 2012-2017	175
Tabell 8-19: Oppsummering av strategisk driftsfordel til Lerøy i perioden 2012-2017	176
Tabell 8-20: Driftsrelatert gearingfordel til Lerøy i perioden 2012-2017	177
Tabell 8-21: Samlet driftsfordel til Lerøy i perioden 2012-2017	178
Tabell 8-22: Finansieringsfordel tilknyttet finansiell gjeld til Lerøy i perioden 2012-2017	179
Tabell 8-23: Finansieringsfordel tilknyttet finansielle eiendeler til Lerøy i perioden 2012-2017	181
Tabell 8-24: Finansieringsfordel tilknyttet netto finansiell gjeld til Lerøy i perioden 2012-2017.....	182
Tabell 8-25: Finansieringsfordel tilknyttet minoritetsinteresser til Lerøy i perioden 2012-2017	183
Tabell 8-26: Samlet finansieringsfordel til Lerøy i perioden 2012-2017	184
Tabell 8-27: Oppsummering av strategisk fordel til Lerøy i perioden 2012-2017.....	184
.....	

Tabell 9-1: Normalisert egenkapitalvekst til Lerøy i perioden 2012-2017	191
Tabell 9-2: Driftsinntektsvekst til Lerøy i perioden 2018-2029	201
Tabell 9-3: Netto driftsmargin og netto driftsresultat til Lerøy i perioden 2018-2029	205
Tabell 9-4: Omløp til netto driftseiendeler og netto driftseiendeler til Lerøy i perioden 2018-2029	207
Tabell 9-5: Finansiell gjeldsdel til Lerøy i perioden 2018-2029	208
Tabell 9-6: Finansiell eiendelsdel til Lerøy i perioden 2018-2029	209
Tabell 9-7: Finansiell gjeld, finansielle eiendeler og netto finansiell gjeld til Lerøy i perioden 2018-2029	209
Tabell 9-8: Netto finanskostnader til Lerøy i perioden 2018-2029	210
Tabell 9-9: Netto finansinntekter til Lerøy i perioden 2018-2029	211
Tabell 9-10: Netto finansresultat til Lerøy i perioden 2018-2029	211
Tabell 9-11: Minoritetsinteresser til Lerøy i perioden 2018-2029	212
Tabell 9-12: Netto minoritetsresultat til Lerøy i perioden 2018-2029	213
Tabell 9-13: Fremtidsregnskap til Lerøy i perioden 2018-2029	214
Tabell 9-14: Fremtidsbalanse til Lerøy i perioden 2018-2029 - Sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital	214
Tabell 9-15: Fremtidsbalanse til Lerøy i perioden 2018-2029 - Netto driftseiendeler og netto driftskapital	215
Tabell 9-16: Fri kontantstrøm til Lerøy i perioden 2018-2029	215
.....	
Tabell 10-1: Risikofri rente etter skatt i perioden 2018-2029	218
Tabell 10-2: Markedets risikopremie etter skatt i perioden 2018-2029	219
Tabell 10-3: Årlig egenkapitalbeta til Lerøy i perioden 2018-2029	219
Tabell 10-4: Egenkapital- og minoritetskrav til Lerøy i perioden 2018-2029	220
Tabell 10-5: Syntetisk rating til Lerøy i perioden 2018-2029	221
Tabell 10-6: Finansielt gjeldskrav til Lerøy i perioden 2018-2029	222
Tabell 10-7: Finansiell gjeldsbeta til Lerøy i perioden 2018-2029	222
Tabell 10-8: Finansielt eiendelskrav til Lerøy i perioden 2018-2029	223
Tabell 10-9: Finansiell eiendelsbeta til Lerøy i perioden 2018-2029	223
Tabell 10-10: Netto finansielt gjeldskrav til Lerøy i perioden 2018-2029	224
Tabell 10-11: Netto finansiell gjeldsbeta til Lerøy i perioden 2018-2029	224
Tabell 10-12: Netto driftskapitalkrav til Lerøy i perioden 2018-2029	225
Tabell 10-13: Sysselsatt kapitalkrav til Lerøy i perioden 2018-2029	225
Tabell 10-14: Oppsummering av fremtidskrav til Lerøy i perioden 2018-2029	226
Tabell 10-15: Strategisk fordel til Lerøy i perioden 2018-2029	226
.....	
Tabell 11-1: Verdi av minoritetsinteresser ved fri kontantstrømmodellen	232
Tabell 11-2: Verdi av minoritetsinteresser ved superprofittmodellen	232
Tabell 11-3: Verdi av minoritetsinteresser ved superprofittvekstmodellen	232
Tabell 11-4: Første verdierestimert ved fri kontantstrøm-/utbyttmodellen - EK-metoden	233
Tabell 11-5: Første verdierestimert ved superprofittmodellen - EK-metoden	233
Tabell 11-6: Første verdierestimert ved superprofittvekstmodellen - EK-metoden	234
Tabell 11-7: Første verdierestimert ved fri kontantstrømmodellen - NDK-metoden	234
Tabell 11-8: Første verdierestimert ved superprofittmodellen - NDK-metoden	234
Tabell 11-9: Første verdierestimert ved superprofittvekstmodellen - NDK-metoden	234
Tabell 11-10: Første verdierestimert ved fri kontantstrømmodellen - SSK-metoden	235
Tabell 11-11: Første verdierestimert ved superprofittmodellen - SSK-metoden	235
Tabell 11-12: Første verdierestimert ved superprofittvekstmodellen - SSK-metoden	235

Tabell 11-13: Oppsummering av første verdiestimat til Lerøy	236
Tabell 11-14: Konvergeringsprosess fra steg 1 til steg 10	237
Tabell 11-15: Forventningsverdier, standardavvik og sannsynlighetsfordeling for driftsinntektsvekst for ulike budsjettpunkter	244
Tabell 11-16: Forventningsverdier, standardavvik og sannsynlighetsfordeling for netto driftsmargin for ulike budsjettpunkter	245
Tabell 11-17: Forventningsverdier, standardavvik og sannsynlighetsfordeling for omløpet til netto driftseiendeler for ulike budsjettpunkter	246
Tabell 11-18: Forventningsverdier, standardavvik og sannsynlighetsfordeling for andre kritiske risikofaktorer for ulike budsjettpunkter	247
Tabell 11-19: Statistiske data fra Monte Carlo-simulering	247
Tabell 11-20: Kritiske risikofaktorens variansbidrag til Lerøys verdiestimat	248
.....	
Tabell 12-1: Markedsverdier til Lerøy og de komparative virksomhetene per 31.12.2017	266
Tabell 12-2: P/B-multiplikator til Lerøy og de komparative virksomhetene samt verdiestimat per aksje for Lerøy	266
Tabell 12-3: P/E-multiplikator til Lerøy og de komparative virksomhetene samt verdiestimat per aksje for Lerøy	268
Tabell 12-4: EV/EBIT-multiplikator til Lerøy og de andre komparative virksomhetene samt verdiestimat per aksje for Lerøy	269
Tabell 12-5: EV/EBITDA-multiplikator til Lerøy og de andre komparative virksomhetene samt verdiestimat per aksje for Lerøy	271
Tabell 12-6: Verdiestimat per aksje for Lerøy basert på de fire multiplikatorene	271

Figurer

Figur 2-1: Eksportutvikling av norsk laks i perioden 2008-2017	14
Figur 2-2: Markedsandeler for tilbud og etterspørsel etter atlantisk laks i 2016	15
Figur 2-3: Verdikjeden i oppdrettsnæringen	15
Figur 2-4: Kostnadsfordeling per kilo produsert fisk i 2016	16
Figur 2-5: Antall rømte oppdrettslaks i perioden 2003-2017	19
Figur 2-6: Utvikling i laksepris i norske kroner i perioden 2008-2017	23
Figur 2-7: Styringsrenten i Norge i perioden 2012-2018 samt prognoser frem til 2021	25
Figur 2-8: Lerøy sin segmentinndeling	33
Figur 2-9: Lerøy sin omsetningsfordeling av produkter	35
Figur 2-10: Lerøy sin omsetningsfordeling mellom ulike markeder	35
Figur 2-11: Aksjekursutvikling for Lerøy i perioden januar 2013-januar 2018	36
.....	
Figur 3-1: Rammeverk for fundamental verdsettelse	47
.....	
Figur 4-1: Rammeverk for strategisk analyse	50
Figur 4-2: PESTEL-rammeverket	51
Figur 4-3: Porters femkraftsmodell	60
Figur 4-4: SWOT-analyse av Lerøy	77
.....	
Figur 5-1: Rammeverk for regnskapsanalyse	78
Figur 5-2: Fordeling av fullstendig nettoresultat	86
Figur 5-3: Omgruppering av balansen for å skille mellom drift og finans	94

Figur 5-4: Overgangen fra totalkapital til sysselsatt kapital.....	98
Figur 5-5: Overgangen fra sysselsatt kapital til netto driftskapital.....	98
Figur 5-6: Rammeverk for forholdstallanalyse.....	105
.....	
Figur 6-1: Likviditetsgrad 1 til Lerøy og bransjen i perioden 2012-2017.....	110
Figur 6-2: Likviditetsgrad 2 (utradisjonell) til Lerøy og bransjen i perioden 2012-2017.....	112
Figur 6-3: Likviditetsgrad 2 (tradisjonell) til Lerøy og bransjen i perioden 2012-2017.....	113
Figur 6-4: Gjeldsdekningsgrad til Lerøy og bransjen i perioden 2012-2017.....	114
Figur 6-5: Rentedekningsgrad til Lerøy og bransjen i perioden 2012-2017.....	116
Figur 6-6: Belåningsreserve til Lerøy og bransjen i perioden 2012-2017.....	119
Figur 6-7: Likviditetsreserve til Lerøy og bransjen i perioden 2012-2017.....	121
Figur 6-8: Egenkapitalprosent til Lerøy og bransjen i perioden 2012-2017.....	122
Figur 6-9: Netto driftsrentabilitet til Lerøy og bransjen i perioden 2012-2017.....	123
.....	
Figur 7-1: Avkastning til Lerøy mot OSEBX i perioden 2012-2017.....	135
.....	
Figur 8-1: Egenkapitalrentabilitet og egenkapitalkrav til Lerøy i perioden 2012-2017.....	155
Figur 8-2: Egenkapitalrentabilitet og egenkapitalkrav til bransjen i perioden 2012-2017.....	156
Figur 8-3: Egenkapitalrentabilitet til Lerøy og bransjen i perioden 2012-2017.....	157
Figur 8-4: Rammeverk for strategisk drifts- og finansieringsanalyse.....	159
Figur 8-5: Netto driftsmargin til Lerøy og bransjen i perioden 2012-2017.....	165
Figur 8-6: Varekostnader i prosent av driftsinntekter for Lerøy og bransjen i perioden 2012-2017.....	167
Figur 8-7: Lønn og andre personalkostnader i prosent av driftsinntekter for Lerøy og bransjen i perioden 2012-2017.....	170
Figur 8-8: Andre driftskostnader i prosent av driftsinntekter for Lerøy og bransjen i perioden 2012-2017.....	171
Figur 8-9: Avskrivninger i prosent av driftsinntekter for Lerøy og bransjen i perioden 2012-2017.....	172
Figur 8-10: Oppsummering av tidsvektet gjennomsnittlig strategisk fordel til Lerøy.....	185
.....	
Figur 9-1: Rammeverk for fremtidsregnskapet.....	187
Figur 9-2: Driftsinntektsvekst og driftsinntekter til Lerøy og bransjen i perioden 2012-2017.....	188
Figur 9-3: Fullstendig egenkapitalvekst til Lerøy og bransjen i perioden 2012-2017.....	190
Figur 9-4: Historisk og forventet utvikling i driftsinntektene til Lerøy i perioden 2012-2029.....	201
Figur 9-5: Historisk og forventet utvikling i netto driftsresultat til Lerøy i perioden 2012-2029.....	205
Figur 9-6: Historisk og forventet utvikling i netto driftseiendeler til Lerøy i perioden 2012-2029.....	207
.....	
Figur 11-1: Konvergeringsprosess fra steg 1 til steg 10.....	237
Figur 11-2: Konvergering i egenkapitalkrav til Lerøy fra steg 1 til steg 10.....	238
Figur 11-3: Konvergering i netto driftskapitalkrav til Lerøy fra steg 1 til steg 10.....	239
Figur 11-4: Konvergering i sysselsatt kapitalkrav til Lerøy fra steg 1 til steg 10.....	240
Figur 11-5: Monte Carlo-simulering av verdiestimatet per aksje.....	247
Figur 11-6: Oppsidepotensial til Lerøy i henhold til Monte Carlo-simulering.....	250
Figur 11-7: Nedsiderisiko til Lerøy i henhold til Monte Carlo-simulering.....	251
Figur 11-8: Netto driftsmargins påvirkning på verdiestimatet på kort sikt.....	253
Figur 11-9: Netto driftsmargins påvirkning på verdiestimatet på mellomlang sikt.....	253
Figur 11-10: Netto driftsmargins påvirkning på verdiestimatet på lang sikt.....	253
Figur 11-11: Omløpet til netto driftseiendeler påvirkning på verdiestimatet på kort sikt.....	254
Figur 11-12: Omløpet til netto driftseiendeler påvirkning på verdiestimatet på mellomlang sikt.....	254

Figur 11-13: Omløpet til netto driftseiendeleres påvirkning på verdierestimatet på lang sikt	254
Figur 11-14: Driftsinntektsvekstens påvirkning på verdierestimatet på kort sikt.....	255
Figur 11-15: Driftsinntektsvekstens påvirkning på verdierestimatet på mellomlang sikt.....	255
Figur 11-16: Driftsinntektsvekstens påvirkning på verdierestimatet på lang sikt	255
Figur 11-17: Egenkapitalbetaens påvirkning på verdierestimatet	256
Figur 11-18: Langsiktig risikofri rentes påvirkning på verdierestimatet.....	257
Figur 11-19: Markedets risikopremiens påvirkning på verdierestimatet.....	258
.....	
Figur 13-1: Handlingsstrategi.....	283

Formler

Formel 5-1: Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen.....	84
Formel 5-2: Finansinntektsskattesatsen.....	91
Formel 5-3: Driftsskattesatsen.....	91
.....	
Formel 6-1: Likviditetsgrad 1	109
Formel 6-2: Likviditetsgrad 2 - utradisjonell.....	111
Formel 6-3: Likviditetsgrad 2 - tradisjonell.....	113
Formel 6-4: Finansiell gjeldsdekningsgrad	114
Formel 6-5: Rentedekningsgrad	115
Formel 6-6: Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm	117
Formel 6-7: Belåningsreserve i % av belåningsgrunnetaget	118
Formel 6-8: Likviditetsreserve i % av salgsinntekter	120
Formel 6-9: Egenkapitalprosent	122
Tabell 6-10: Netto driftsrentabilitet.....	123
.....	
Formel 7-1: Faktormodellen.....	129
Formel 7-2: Kapitalverdimodellen	130
Formel 7-3: Kapitalverdimodellen med justeringer	131
Formel 7-4: Egenkapitalbeta.....	134
Formel 7-5: Justert beta	136
Formel 7-6: Finansielt gjeldskrav	138
Formel 7-7: Finansielt eiendelskrav	140
Formel 7-8: Netto finansielt gjeldskrav	141
Formel 7-9: Finansiell eiendelsbeta.....	142
Formel 7-10: Fordringsbeta	143
Formel 7-11: Finansiell gjeldsbeta	144
Formel 7-12: Netto finansiell gjeldsbeta	144
Formel 7-13: Netto driftskapitalbeta	145
Formel 7-14: Årlig egenkapitalbeta.....	146
Formel 7-15: Netto driftskapitalkrav	147
Formel 7-16: Sysselsatt kapitalkrav.....	148
.....	
Formel 8-1: Rentabilitet.....	152
Formel 8-2: Etterskuddsrentabilitet	152
Formel 8-3: Egenkapitalrentabilitet.....	153
Formel 8-4: Superrentabilitet til egenkapital.....	154

Formel 8-5: Dekomponert superrentabilitet til egenkapitalen.....	156
Formel 8-6: Ren strategisk driftsfordel.....	160
Formel 8-7: Netto driftsrentabilitet.....	160
Formel 8-8: «Du Pont»-modellen.....	164
Formel 8-9: Netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler.....	164
Formel 8-10: Gearingfordel.....	177
Formel 8-11: Finansieringsfordel.....	178
Formel 8-12: Finansieringsfordel tilknyttet finansiell gjeld.....	179
Formel 8-13: Finansieringsfordel tilknyttet finansielle eiendeler.....	180
Formel 8-14: Finansieringsfordel tilknyttet netto finansiell gjeld.....	182
Formel 8-15: Finansieringsfordel tilknyttet minoritetsinteresser.....	183
.....	
Formel 9-1: Driftsinntektsvekst.....	188
Formel 9-2: Fullstendig egenkapitalvekst.....	189
Formel 9-3: Normalisert egenkapitalvekst.....	191
Formel 9-4: Budsjettering av driftsinntekter.....	195
Formel 9-5: Budsjettering av netto driftsresultat.....	202
Formel 9-6: Budsjettering av netto driftseiendeler.....	206
Formel 9-7: Budsjettering av finansiell gjeld.....	208
Formel 9-8: Budsjettering av finansielle eiendeler.....	208
Formel 9-9: Budsjettering av netto finanskostnader.....	210
Formel 9-10: Budsjettering av netto finansinntekter.....	211
Formel 9-11: Budsjettering av minoritetsinteresser.....	212
Formel 9-12: Budsjettering av netto minoritetsresultat.....	212
.....	
Formel 10-1: Langsiktig normalrente.....	217
.....	
Formel 11-1: Utbyttmodellen.....	229
Formel 11-2: Fri kontantstrømmodellen.....	229
Formel 11-3: Superprofittmodellen.....	230
Formel 11-4: Superprofittvekstmodellen.....	230
Formel 11-5: Netto driftskapitalmetoden.....	231
Formel 11-6: Sysselsatt kapitalmetoden.....	232
Formel 11-7: Egenkapitalverdi etter justering for konkurrisiko.....	241
.....	
Formel 12-1: Verdsettelse med bruk av multiplikatorer.....	263
Formel 12-2: Pris/Bok-multiplikatoren.....	265
Formel 12-3: Pris/Fortjeneste-multiplikatoren.....	267
Formel 12-4: EV/EBIT-multiplikatoren.....	268
Formel 12-5: EV/EBITDA-multiplikatoren.....	270
Formel 12-6: Fri kontantstrøm fra drift-modellen med konstant WACC.....	275
Formel 12-7: Earnings per share.....	278

FORKORTELSER

AFR	Annet fullstendig resultat	FDSP	Finansielt dirty
AM	Anleggsmidler		surplus
BFD	Bransjefordel drift	FE	Finansielle eiendeler
CAPM	Capital Asset Pricing Model (Kapitalverdimodellen)	fed	Finansiell eiendelsdel
		feg	Finansiell eiendelsgrad
DAFR	Driftsrelatert annet fullstendig resultat	fek	Finansielt eiendelskrav
DAK	Driftsrelatert arbeidskapital	fer	Finansiell eiendelsrentabilitet
DAM	Driftsrelaterte anleggsmidler	FF	Finansieringsfordel
DDSP	Driftsrelatert dirty surplus	FFFE	Finansieringsfordel finansielle eiendeler
DE	Driftsrelaterte eiendeler		
DF	Driftsfordel	FFFG	Finansieringsfordel finansiell gjeld
DG	Driftsrelatert gjeld		
DI	Driftsinntekter	FFMI	Finansieringsfordel
div	Driftsinntektsvekst		minoritetsinteresser
DK	Driftskostnader	FFNFG	Finansieringsfordel netto finansiell gjeld
DOM	Driftsrelaterte omløpsmidler		
DR	Driftsresultat	FFR	Fullstendig finansresultat før skatt
DSP	Dirty surplus		
dss	Driftsskattesats	FG	Finansiell gjeld
EBIT	Earning Before Interest and Taxes (Driftsresultat fra egen virksomhet)	fgd	Finansiell gjeldsdel
		fgg	Finansiell gjeldsgrad
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (Driftsresultat før avskrivninger og nedskrivninger)	fgk	Finansielt gjeldskrav
		fgr	Finansiell gjeldsrente
		FI	Finansinntekt
		fiss	Finansinnteksskattesats
EK	Egenkapital	FK	Finanskostnad
ekk	Egenkapitalkrav	fk	Fordringskrav
ekp	Egenkapitalprosent	FKD	Fri kontantstrøm fra drift
ekr	Egenkapitalrentabilitet	FKE	Fri kontantstrøm fra egenkapital
eku	Egenkapitalutdeling		
ekv	Egenkapitalvekst	FKS	Fri kontantstrøm fra sysselsatt kapital
EV	Enterprise Value		
FAFR	Finansielt annet fullstendig resultat	fkss	Finanskostnadsskattesats
FAM	Finansielle anleggsmidler	FNR	Fullstendig nettoresultat
FDR	Fullstendig driftsresultat	FOM	Finansielle omløpsmidler

FOR	Finansielle fordringer	ndk	Netto drifts(kapital)krav
g	Konstant vekst	ndm	Netto driftsmargin
GFD	Gearingfordel drift	NDR	Netto driftsresultat
IAS	International Accounting Standards	ndr	Netto driftsrentabilitet
IB	Inngående balanse	ndss	Normalisert driftsskattesats
IFRS	International Financial Reporting Standards	NFG	Netto finansiell gjeld
ik	Investeringskrav	nfgg	Netto finansiell gjeldsgrad
ilp	Illikviditetspremie	nfgk	Netto finansiell gjeldskrav
INV	Investeringer	nfgr	Netto finansiell gjelds- rente
KDG	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	NFI	Netto finansinntekt
KF	Kravfordel	NFK	Netto finanskostnad
KFG	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	NGRS	Norsk god regnskapsskikk
KG	Kortsiktig gjeld	NMR	Netto minoritetsresultat
kk	Kontantkrav	NRE	Nettoresultat til egenkapitalen
KON	Kontanter og kontantekvivalenter	NRS	Norway Royal
krp	Kredittrisikopremie		Salmon ASA
LDG	Langsiktig driftsrelatert gjeld	NSK	Netto skattekostnad
LFG	Langsiktig finansrelatert gjeld	OCI	Øvrige resultatelementer
LG	Langsiktig gjeld	OF	Omløpsfordel
lg1	Likviditetsgrad 1	OM	Omløpsmidler
lg2	Likviditetsgrad 2	onde	Omløpet til netto drifts- eiendeler
LVEK	Likvidasjonsverdi av egenkapital	OSEBX	Oslo Børs Hovedindeks
MF	Marginfordel	p	Konkurssannsynlighet
MI	Minoritetsinteresser	PESTEL	Political, Economic, Social, Technological, Environmental and Legal
mid	Minoritetsinteressedel	PwC	Pricewaterhouse Coopers
mig	Minoritetsinteressegrad	RD	Resultat diskontinuerlig virksomhet
mik	Minoritetsinteressekrav	RDF	Ren driftsfordel
mir	Minoritetsinteresserentabilitet	rdg	Rentedekningsgrad
MR	Minoritetsresultat	RE	Resultat til egenkapital
mrd	Markedets risikodel	r _f	Risikofri rente
mrp	Markedets risikopremie	r _F	Faktoravkastning
MTB	Maksimalt tillatt biomasse		
NAM	Netto driftsrelaterte anleggsmidler		
NBU	Netto betalt utbytte		
NDE	Netto driftseiendeler		
NDK	Netto driftskapital		

RF	Rentabilitetsfordel
RFD	Ressursfordel drift
r_m	Markedets avkastning
s	Skattesats
SF	Strategisk fordel
SFD	Strategisk fordel drift
SK	Skattekostnad
skk	Sysselsatt kapitalkrav
SPE	Superprofitt til egenkapitalen
SSE	Sysselsatte eiendeler
SSK	Sysselsatt kapital
sss	Selskapsskattesats
SWOT	Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats
T	Budsjetthorisont (2027)
TE	Totale eiendeler
TK	Totalkapital
UB	Utgående balanse
UDR	Unormalt driftsresultat
UFR	Unormalt finansresultat
ufrss	Skattesats til unormalt finansresultat
UNDR	Unormalt netto driftsresultat
UNFR	Unormalt netto finansresultat
UNMR	Unormalt netto minoritetsresultat
VEK	Verdien til egenkapitalen
VFG	Verdien til finansiell gjeld
VMI	Verdien til minoritetsinteresser
VFG	Verdien til finansiell gjeld
VMI	Verdien til minoritetsinteresser
VNDK	Verdien til netto driftskapital
VNFG	Verdien til netto finansiell gjeld
VRIO	Verdifull, sjelden, ikke-imiterbar og organisert
VSSK	Verdien til sysselsatt kapital
WACC	Weighted Average Cost of Capital
ÅRE	Rapportert årsresultat