



Lerøy Seafood Group ASA

Strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering

Kristoffer Frich Hanøy og Einius Smolskas

Veileder: Gunnar A. Dahl

Selvstendig arbeid – Masterstudiet i regnskap og revisjon

NORGES HANDELSHØYSKOLE

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

Sammendrag

I denne utredningen gjennomføres strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering av Lerøy Seafood Group ASA, der formålet er å estimere verdien av egenkapitalen i selskapet. Verdiestimatet sammenlignes med børskurs på balansedagen for å utarbeide en handlingsstrategi.

Utredningen er delt inn i tre hoveddeler. I del I presenteres Lerøy, de komparative virksomhetene og de mest sentrale omgivelsene. Det gjennomføres en strategisk analyse som indikerer at bransjen har en strategisk fordel på grunn av restriktiv konsesjonspolitik. I tillegg har Lerøy en forbigående ressursfordel i form av strategiske samarbeidsavtaler og merkevarebygging.

I del II presenteres Lerøys omgrupperte og justerte regnskap som brukes til å avdekke kredittrisiko og å utarbeide historiske avkastningskrav. Deretter gjennomføres strategisk regnskapsanalyse med fokus på avvik fra avkastningskrav og bransjegjennomsnitt. Resultatet av regnskapsanalysen bekrefter antakelsene fra den strategiske analysen og indikerer at Lerøy over analyseperioden har oppnådd en strategisk fordel på 10,9 prosent, hvilket er marginalt over bransjegjennomsnittet.

I del III presenteres Lerøys fremtidsregnskap og fremtidige avkastningskrav som benyttes til å utarbeide verdiestimat på selskapets egenkapital. Første fundamentale verdiestimat er på 288 og 333 per aksje etter henholdsvis egenkapital- og selskapskapitalmetoden. Gjennom konvergeringsprosessen oppdateres vektene i avkastningskravet og de to metodene viser samme verdiestimat på 311 per aksje. Endelig verdiestimat justert for konkurrisiko er 310,284 per aksje. Gjennom simulerings- og sensitivitetsanalyse avdekkes det at verdiestimatet er svært følsomt for endringer i budsjett drivere i konstant vekst. I tillegg utarbeides det et komparativt verdiestimat ved bruk av multiplikatormodellen. Det komparative verdiestimatet på 321 per aksje støtter opp under det endelige fundamentale verdiestimatet.

Det endelige verdiestimatet sammenlignes med børskurs som på verdsettelsestidspunktet 2. januar som var 278 per aksje. Det settes en nedre og øvre grense som skiller hold- fra kjøp- og salg anbefaling. Grensen settes til ± 10 prosent av det fundamentale verdiestimatet. Det fundamentale verdiestimatet gir opphav til en kjøpsanbefaling av aksjen per 2. januar 2015.

Forord

Denne utredningen er skrevet som obligatorisk del av vår mastergrad i regnskap og revisjon ved Norges Handelshøyskole. Hensikten med selvstendig arbeid er å anvende teoretisk kunnskap innen ulike fagfelt som vi har tilegnet oss.

Vi valgte å gjennomføre strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering av et børsnotert selskap. Dette var et naturlig valg siden vi kunne anvende teori fra flere ulike fagfelt. I tillegg er utredningen praktisk rettet og relevant for fremtidig arbeidsliv. Oppdrettsnæringen regnes som en av de viktigste næringene for Norge i fremtiden, og vi bestemte oss tidlig for å gjennomføre strategisk analyse og verdivurdering av et selskap i denne næringen.

Arbeidet med utredningen har vært spennende og lærerikt, hvor vi har tilegnet oss kunnskap om oppdrettsnæringen og verdivurdering i praksis. Utredningen baserer seg på offentlig tilgjengelig informasjon, og mangel på relevant informasjon har bidratt til å gjøre arbeidet med utredningen krevende.

Vi ønsker å takke vår veileder Gunnar A. Dahl for verdifulle tilbakemeldinger og innspill vedrørende utredningens form og innhold.

Bergen, juni 2015

Einius Smolskas

Kristoffer Frich Hanøy

Innhold

Sammendrag	3
Forord	4
1 Introduksjon	10
1.1 Valg av tema	10
1.2 Formål og avgrensning	10
1.3 Struktur	11
2 Presentasjon av oppdrettsnæringen og Lerøy Seafood Group ASA	13
2.1 Havbrukshistorikk	13
2.2 Makroforhold	14
2.3 Oppdrettsnæringen i Norge	21
2.3.1 Verdikjeden	21
2.3.2 Norske oppdrettsselskap	23
2.4 Presentasjon av Lerøy	27
2.5 Hvordan skiller Lerøy seg fra konkurrentene	31
3 Verdssettelsesteknikker	33
3.1 Presentasjon av verdssettelsesteknikker	33
3.1.1 Fundamental verdivurdering	33
3.1.2 Komparativ verdivurdering	34
3.1.3 Opsjonsbasert verdivurdering	35
3.2 Valg av verdivurderingsteknikk	35
3.3 Rammeverk for fundamental verdivurdering	36
4 Strategisk analyse	39
4.1 Ekstern bransjeorientert analyse	39
4.1.1 Analyse av makroforhold	39
4.1.2 Analyse av bransjeforhold	44
4.1.3 Oppsummering - Ekstern bransjeorientert analyse	48
4.2 Intern ressursorientert analyse	49
4.2.1 VRIO-analyse	49
4.2.2 Oppsummering - Intern ressursorientert analyse	53

4.3 Oppsummering – strategisk fordel og risiko	55
5 Regnskapsanalyse	56
5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse	56
5.2 Forberedelse til regnskapsanalyse	56
5.2.1 Valg av analysenivå	56
5.2.2 Valg av analyseperiode	57
5.2.3 Valg av komparative virksomheter	57
5.3 Presentasjon av rapporterte tall	58
5.4 Omgruppering for analyse	60
5.4.1 Omgruppering av resultatregnskapet	60
5.4.2 Omgruppering av balansen	66
5.4.3 Omgruppert resultatregnskap og balanse	70
5.5 Analyse og justering av målefeil	71
5.5.1 Justering av målefeil	72
5.5.2 Omgruppert og justert resultatresultat og balanse	73
5.6 Rammeverk for forholdstallsanalyse	74
6 Analyse av risiko	76
6.1 Analyse av likviditet	76
6.1.1 Likviditetsgrad 1	77
6.1.2 Likviditetsgrad 2	78
6.1.3 Finansiell gjeldsdekningsgrad	79
6.1.4 Rentedekningsgrad	80
6.1.5 Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm	81
6.2 Analyse av soliditet	81
6.2.1 Analyse av egenkapitalprosent	81
6.2.2 Analyse av kapitalstruktur	82
6.2.3 Analyse av netto driftsrentabilitet	84
6.3 Syntetisk rating	85
7 Historiske avkastningskrav	88
7.1 Krav til egenkapital og minoritet	88
7.1.1 Risikofri rente	89

7.1.2	Markedets risikopremie.....	89
7.1.3	Gjennomsnittlig egenkapitalbeta for analyseperioden	90
7.1.4	Illikviditetspremie.....	91
7.1.5	Årlig egenkapitalbeta.....	92
7.1.6	Krav til egenkapital og minoritet.....	92
7.2	Finansielle krav.....	93
7.2.1	Krav til finansiell gjeld	93
7.2.2	Krav til finansielle eiendeler.....	94
7.2.3	Krav til netto finansiell gjeld	95
7.3	Krav til netto driftskapital.....	96
7.4	Oppsummering - avkastningskrav	97
8	Analyse av lønnsomhet– strategisk fordel.....	98
8.1	Egenkapitalrentabilitet.....	98
8.1.1	Superrentabilitet til egenkapital.....	99
8.1.2	Ekstern bransjefordel.....	100
8.1.3	Internressursfordel.....	100
8.1.4	Strategisk fordel	102
8.2	Rammeverk for strategisk drifts- og finansieringsanalyse	102
8.3	Driftsfordel - bransje, ressurs og gearing	103
8.3.1	Bransjefordel drift.....	103
8.3.2	Ressursfordel drift.....	104
8.3.3	Marginfordel.....	105
8.3.4	Omløpsfordel.....	107
8.3.5	Oppsummering - driftsfordel.....	109
8.4	Gearingfordel drift.....	109
8.5	Finansieringsanalyse.....	110
8.5.1	Finansieringsfordel - Finansiell gjeld	111
8.5.2	Finansieringsfordel - Finansielle eiendeler.....	111
8.5.3	Finansieringsfordel - Netto finansiell gjeld.....	111
8.5.4	Finansieringsfordel - Minoritetsinteresser	112
8.6	Oppsummering - Strategisk fordel.....	113

9 Fremtidsregnskap	115
9.1 Vekstanalyse	116
9.1.1 <i>Analyse av historisk driftsinntektsvekst</i>	116
9.2 Forberedelser til utarbeidelse av fremtidsregnskap	118
9.2.1 <i>Valg av budsjettperiode</i>	118
9.2.2 <i>Valg av detaljnivå</i>	118
9.3 Andre budsjett drivere fra 2015 til 2022.....	119
9.3.1 <i>Driftsinntektsvekst</i>	119
9.3.2 <i>Netto driftseiendeler</i>	122
9.3.3 <i>Netto driftsresultat</i>	124
9.3.4 <i>Netto finansiell gjeld</i>	125
9.3.5 <i>Netto finanskostnad</i>	126
9.3.6 <i>Minoritetsinteresser</i>	126
9.3.7 <i>Netto minoritetsresultat</i>	127
9.4 Fremtidsregnskap.....	128
10 Fremtidskrav og strategisk fordel	130
10.1 Egenkapital- og minoritetskrav.....	130
10.1.1 <i>Risikofri rente</i>	130
10.1.2 <i>Markedsrisikopremie</i>	131
10.1.3 <i>Årlig egenkapitalbeta</i>	131
10.1.4 <i>Illikviditetspremie</i>	131
10.1.5 <i>Egenkapital- og minoritetskrav</i>	132
10.2 Finansielle krav	132
10.2.1 <i>Finansielt gjeldskrav</i>	132
10.2.2 <i>Finansielt eiendelskrav</i>	133
10.2.3 <i>Netto finansielt gjeldskrav</i>	134
10.3 Fremtidig selskapskrav	134
10.4 Fremtidig strategisk fordel.....	135
11 Fundamental verdivurdering	136
11.1 Egenkapitalmetoden	136
11.2 Selskapskapitalmetoden.....	137

11.3 Første estimat.....	138
11.4 Konvergens mot endelig verdiestimat	140
11.5 Analyse av usikkerhet.....	141
<i>11.5.1 Konkursrisiko</i>	<i>141</i>
<i>11.5.2 Simuleringsanalyse</i>	<i>142</i>
<i>11.5.3 Sensitivitetsanalyse</i>	<i>147</i>
11.6 Oppsummering – verdiestimat og usikkerhet	149
12 Komparativ verdivurdering	150
12.1 Komparative virksomheter	150
12.2 Utvalgte multiplikatorer.....	150
12.3 Komparativ verdiestimat	153
12.4 Verdiintervall.....	154
12.5 Oppsummering	154
13 Oppsummering og handlingsstrategi.....	155
13.1 Oppsummering	155
13.2 Handlingsstrategi	156
14 Referanseliste	157
15 Ordliste	170

1 Introduksjon

1.1 Valg av tema

Vi valgte i vår masterutredning innen regnskap og revisjon å gjennomføre strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering. Valget oppfyller våre ønsker for utredningen, som innebærer at den er praktisk orientert, relevant for fremtidig arbeidsliv og dagsaktuell. Gjennom arbeidet med utredningen ønsker vi å anvende kunnskap som vi har tilegnet oss gjennom studiet, samt å få verdifull erfaring med verdivurdering i praksis.

Strategisk regnskapsanalyse og verdivurdering som tema for vår utredning innebar at vi i tillegg til erfaring med verdivurdering har mulighet til å tilegne oss inngående kunnskap om bransjespesifikke forhold. Vi bestemte oss for å skrive om et selskap innen oppdrettsnæringen siden vi anser dette for å være en spennende næring i vekst med stor betydning for norsk økonomi i fremtiden.

Lerøy Seafood Group ASA, heretter omtalt som Lerøy, ble valgt som vårt verdsettelsesobjekt. Bakgrunnen for valg av Lerøy var at vi ønsket å analysere og verdsette en relativt stor børsnotert norsk aktør som kan vise til historisk lønnsomhet. Videre fremsto Lerøy som et interessant objekt på grunn av sin sterke merkevare og satsing på utvikling av nye produkter.

1.2 Formål og avgrensning

Formålet med utredningen er å estimere egenkapitalverdien i Lerøy ved bruk av aktuelle verdivurderingsteknikker. Vi skal utarbeide et verdiestimat som tar sikte på å reflektere Lerøys underliggende økonomiske forhold og fremtidsutsikter. Verdiestimatet er vår oppfatning av selskapets virkelige verdi, og skal sammenlignes med børskurs for å utarbeide en handlingsstrategi.

Å gjennomføre strategisk analyse og verdivurdering av en virksomhet er en tidkrevende prosess. Den strategiske analysen er nødvendig for å få en dypere forståelse av bransjespesifikke forhold som har betydning for verdivurderingen. Analysen kan gjennomføres svært inngående, men på grunn av begrensninger i utredningen og hovedfokus på verdivurdering velger vi å konsentrere oss om de mest sentrale forholdene. Utredningen baserer seg på offentlig tilgjengelig informasjon som i stor grad består av hel- og delårsrapporter fra aktuelle selskap. Utredningen begrenses derfor på enkelte punkt ved at vi ikke har tilstrekkelig informasjon til å utføre ønskede inndelinger eller beregninger. Gjennomføring av strategisk regnskapsanalyse krever mye kunnskap og erfaring om

bransjespesifikke forhold og verdivurdering. Den kunnskap og erfaring vi har med oppdrettsbransjen og verdivurdering har vi tilegnet oss i forbindelse med arbeidet med utredningen, og læringskurven har slik sett vært bratt.

1.3 Struktur

Utredningen er delt inn i tre hoveddeler som skal presenteres i det følgende. Del I består av kapittel 2, 3 og 4. I kapittel 2 skal vi presentere hvilke makroforhold som er relevante for oppdrettsnæringen, samt Lerøy og de andre mest sentrale aktørene som opererer i den. Kapittel 3 omhandler presentasjon av de ulike verdsettelsesteknikkene som kan være aktuelle å bruke i utredningen. I dette kapitlet skal vi begrunne valg av verdsettelsesteknikk og presentere rammeverket for valgt hovedteknikk. I kapittel 4 skal vi gjennomføre en strategisk analyse som kan deles inn i ekstern bransjeorientert og intern ressursorientert analyse. Den eksterne bransjeorienterte analysen består av analyse av makroforhold i form av en PESTEL-analyse, og analyse av bransjeforhold ved bruk av Porters fem konkurransekrefter. I tillegg gjennomføres en VRIO-analyse for å vurdere Lerøys interne ressurser. Den strategiske analysen oppsummeres i form av en SWOT-analyse.

Del II består av kapittel 5, 6, 7, og 8. Kapittel 5 omfatter regnskapsanalyse hvor rapporterte tall presenteres, omgrupperes og justeres for målefeil. I kapittel 6 brukes de omgrupperte og justerte tallene for å avdekke kort-, og langsiktig risiko knyttet til Lerøy. Risikoen blir oppsummert ved å gi Lerøy en syntetisk rating. I kapittel 7 presenteres først relevant teori for beregning av historisk avkastningskrav, deretter beregnes relevante historiske avkastningskrav. Kapittel 8 omfatter strategisk lønnsomhetsanalyse der kildene til Lerøys strategiske fordel avdekkes.

Del III består av kapittel 9, 10, 11, 12 og 13. I kapittel 9 bruker vi vår innsikt fra den strategiske analysen til å utarbeide fremtidsregnskap for Lerøy. Kapittel 10 inneholder beregning av relevante fremtidige avkastningskrav for budsjettperioden. Kapitlet avsluttes med analyse av fremtidsregnskap og fremtidig strategisk fordel. I kapittel 11 benyttes fremtidsregnskapet og fremtidige avkastningskrav for å estimere verdien av Lerøys egenkapitalverdi ved bruk av fundamental verdivurdering. Endelig verdiestimat fremkommer etter konvergeringsprosessen og justering for konkurrisiko. Kapitlet avsluttes med analyse av usikkerhet i verdiestimatet ved hjelp av simulerings-, og sensitivitetsanalyse. Kapittel 12 omfatter supplerende verdivurdering i form av komparativ verdivurderingsteknikk. Utredningen avsluttes med kapittel 13 hvor vi oppsummerer

resultatene fra fundamental og komparativ verdivurdering. Deretter utarbeider vi en handlingsstrategi basert på sammenligning mellom vårt verdiestimat og børskurs.

2 Presentasjon av oppdrettsnæringen og Lerøy Seafood Group ASA

Dette kapittelet starter med presentasjon av viktige hendelser i oppdrettsnæringens historie. Deretter beskrives viktige makroforhold som i dag preger oppdrettsnæringen. Videre redegjøres det for produksjonsprosessen og de ulike delene av verdikjeden i næringen. Til slutt omtales ulike aktører i bransjen der fokuset er på å finne likheter og ulikheter mellom Lerøy og de andre aktørene i næringen.

2.1 Havbrukshistorikk

Havbrukshistorien startet på Hitra i Midt-Norge i 1970 og siden den gang har den utviklet til å bli en av de største og viktigste næringene i Norge. Det er ikke tilfeldig at næringen startet i Norge siden landet har gunstige topografiske og klimatiske forhold, i tillegg er infrastrukturen langs kysten forholdsvis bra utbygget. Oppdrettsnæringen har siden starten hatt sine hovedområder på Vestlandet, Trøndelag og Nordland. I disse områdene var vekstforholdene og tilgjengelig kapital bedre sammenlignet med andre deler av landet. Helt siden starten har næringen vært underlagt krav med hensyn til konsesjon, miljøpåvirkning og fiskevelferd. Det kan vises til den første midlertidige oppdrettsloven som ble vedtatt i 1973 hvor det ble satt inn krav om konsesjon for å drive med oppdrett. Formålet med denne loven var å ta hensyn til norske kyst- og fjordsamfunn. Dette var også formålet med den endelige oppdrettsloven av 1981 der målet var å spre næringen langs kysten, for å skape arbeidsplasser i distriktene og hindre for store industrialiserte anlegg (Jakobsen et al., 2003).

Staten har med sin forvaltning gjennom ulike organ vært en aktiv og sentral aktør for å utvikle norsk oppdrettsnæring, som i dag befinner seg blant de ledende i verden. Forklaringen fremgår delvis av formålet med akvakulturloven som regulerer bransjen i Norge, der formålet med loven er å «fremme akvakulturnæringens lønnsomhet og konkurransekraft innenfor rammene av en bærekraftig utvikling, og bidra til verdiskapning på kysten» (Akvakulturloven § 1, 2005).

Kravene for å få konsesjon til fiskeoppdrett har endret seg betraktelig fra årene mellom 1973 og 1977 frem til i dag. I den perioden fikk nærmest alle søkere konsesjon, og det ble innført konsesjonsstopp på grunn av den sterke tilstrømmingen til næringen. Konsesjonsstoppen ble opprettholdt frem til den endelige oppdrettsloven ble vedtatt i 1981. Siden den gang har konsesjoner blitt utdelt etter såkalte “konsesjonsrunder”, det vil si at oppdrettsselskapene må konkurrere om et

bestemt antall konsesjoner som utdeles i hver region. Den hittil siste konsesjonsrunden var i 2013, da de mye omdiskuterte “grønne konsesjonene” ble utdelt. Konsesjonene fikk navnet sitt siden det i tillegg til distriktpolitiske hensyn, også ble stilt krav til nyskaping innenfor rømmingssikkerhet og sykdomsbekjempelse.

2.2 Makroforhold

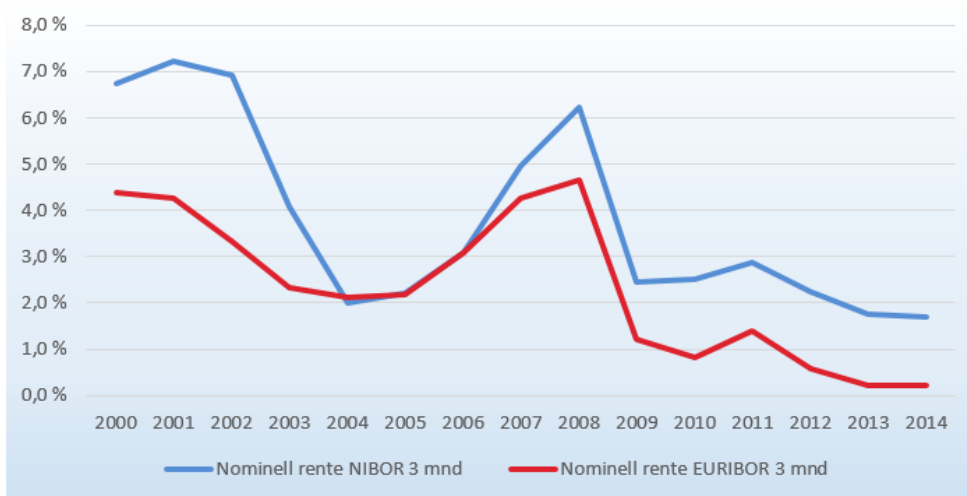
Makroforhold kan defineres som eksterne forhold som virksomheten kun har begrenset innflytelse på. Forholdene er lik for alle virksomheter som opererer i samme bransje, og fungerer som deres rammebetingelser. Vi velger å dele opp makroforhold inn i ulike kategorier som gjør det enklere å beskrive og drøfte dem senere i oppgaven. Skillet mellom de ulike kategoriene er noe uklart, så vi har valgt å plassere de enkelte forholdene der vi mener de passer best i oppdrettsnæringens perspektiv. Vi endte med følgende kategorier; økonomiske forhold, politiske og juridiske forhold, miljømessige og teknologiske forhold, samt sosiokulturelle forhold.

Økonomiske forhold

Det er hensiktsmessig å dele de økonomiske forholdene inn i to ulike nivåer: det globale og det lokale nivået. Med det globale nivået mener vi de eksterne økonomiske forholdene som gjelder i hele verden. Med det lokale nivået mener vi de eksterne økonomiske forholdene som gjelder i Norge for virksomheter innen oppdrettsnæringen.

Verdensøkonomien har de senere år vært preget av høy arbeidsledighet, lav prisvekst og lavt rentenivå. Selv om utviklingen går rett vei bærer økonomien i mange land fremdeles sterkt preg av finanskrisen som rammet dem i 2008. Eurosonen, med Sør-Europa i spissen er dem som sliter hardest seks år etter krisen. Den europeiske sentralbanken (ECB, 2015) annonserte januar 2015 at de vil kjøpe statsgjeld for 60 milliarder euro i måneden frem til høsten 2016. Formålet med å kjøpe statsgjeld er å stimulere økonomien ved å få frisk kapital inn i økonomien, og ECB håper med det å øke sysselsettingen og veksten i økonomien, samt å unngå deflasjon i eurosonen. Norge ble ikke rammet like hardt av finanskrisen, og økonomien her har vært bra de siste årene hvilket skyldes høy aktivitet i oljenæringen. Oppdrettsnæringen i Norge blir likevel påvirket av eurosonens svake økonomiske stilling. Lerøy (2015) eksporterte for eksempel 58,4 prosent av produksjonen i fjerde kvartal 2014 til land i Europa, og 17,2 prosent ble solgt i Norge. Dette viser at oppdrettsnæringen er svært avhengig av det globale markedet, og dets økonomiske situasjon.

Virksomhetene i oppdrettsnæringen er avhengig av lakseprisen for å sikre inntekter. Lakseprisen dannes i utgangspunktet ved hjelp av tilbud og etterspørsel, hvor den enkelte virksomhet er pristaker. Norske virksomheter får dermed stort sett betalt i euro eller dollar, og prisen i kroner avhenger dermed av kronekursen på oppgjørstidspunktet. Kort forklart avhenger kronekursen av blant annet rentenivået i Norge sammenlignet med verden, samt oljeprisen. Rentnivået internasjonalt har vært svært lavt de senere årene, noe som også har presset det norske rentnivået ned for å hindre at kronen styrkes for mye. Figur 2-1 illustrerer utviklingen i 3 måneders NIBOR og EURIBOR de siste 14 årene, og viser at rentnivåene i dag er betydelig lavere enn ved forrige topp rett før finanskrisen.



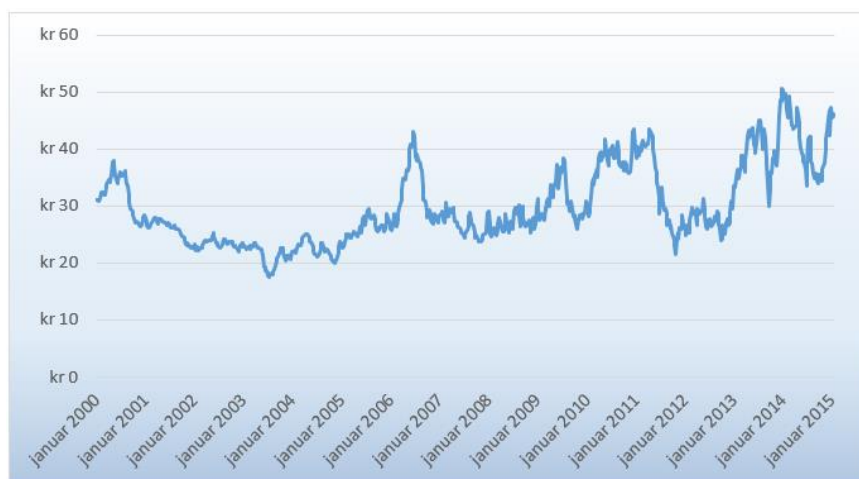
Figur 2-1: Utvikling i 3 måneders NIBOR og EURIBOR (ECB, 2015b)

Høsten 2014 falt oljeprisen kraftig, hvilket førte til at den norske kronen ble betydelig svekket. Figur 2-2 viser utviklingen til den norske kronen mot euro der svingningen har vært stor de siste månedene og eurokursen nå er på sitt høyeste nivå siden finanskrisen. Kursen var 2.1.2015 9,04 mot 8,40 ett år tidligere (Norges Bank, 2015a). Gjennom de siste 14 årene har kursen imidlertid holdt seg relativt jevn, med et normalt nivå på mellom 7,5 og 8,5 kroner.



Figur 2-2: Utvikling til den norske kronen mot euro (Norges Bank, 2015b)

Lakseprisen har de siste 14 årene variert mellom ca. 20 og 50 kroner per kilo fersk laks slaktet med hode. Prisen er i stor grad drevet av tilbud og etterspørsel, for eksempel viser figur 2-3 fallet i prisen på norsk laks i 2011, da den ble nektet adgang til det kinesiske markedet. Den norske oppdrettsnæringen mistet da et stort marked uten at tilbudet endret seg, resultatet ble et kraftig fall i prisen. De største utslagene i prisen kommer av slike uventede restriksjoner. Russland har flere ganger stanset import av norsk laks av ulike årsaker, senest sommeren 2014. For å redusere markedsvirkningene av blokaden vedtok regjeringen blant annet å tillate inntil 6 prosent større biomasse i oppdrettsanleggene (Nærings- og fiskeridepartementet, 2014).



Figur 2-3: Utvikling i pris på norsk laks (SSB, 2015)

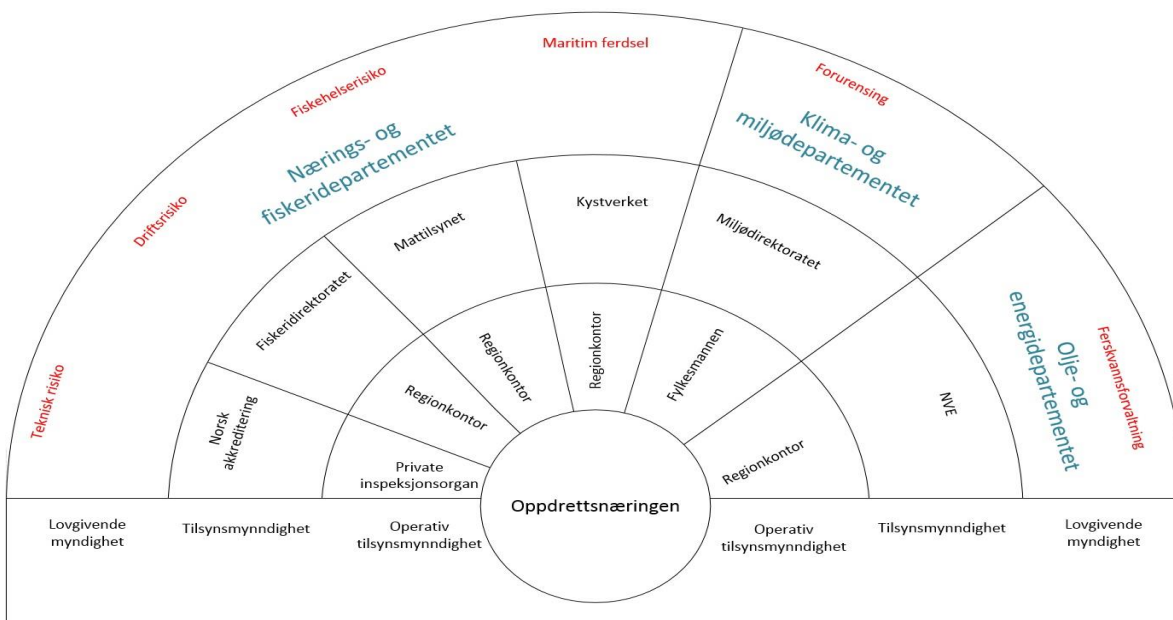
De to neste årene forventer norske aksjeanalytikere ifølge Riisnæs (2015) at prisen på laks vil falle, samtidig som kostnadene vil øke. Forventningen begrunnes med at chilenske oppdrettsvirksomheter

antas å øke eksporten, samtidig som restriksjonene mot norsk laks opprettholdes i Russland og Kina.

Historisk sett har oppdrettsnæringen vært kapitalkrevende, og det kreves store investeringer i konsesjoner, anleggsmidler og biomasse for å utøve virksomheten på en rasjonell måte. Store inngangsbarrierer kan forklare hvorfor få store aktører i dag eier en stor andel av konsesjonene, og næringen fremstår i dag som moden. Rentene er som nevnt over for tiden på historisk lavt nivå, og det er god tilgang på fremmedkapital for etablerte aktører. Det lave rentenivået fører også til at avkastningskravet til eierne blir lavere, slik at de vil oppnå tilfredsstillende avkastning selv om de til nå høye resultatene skulle avta noe. Dette vil ha direkte innvirkning på verdivurderingen av selskapet.

Politiske og juridiske forhold

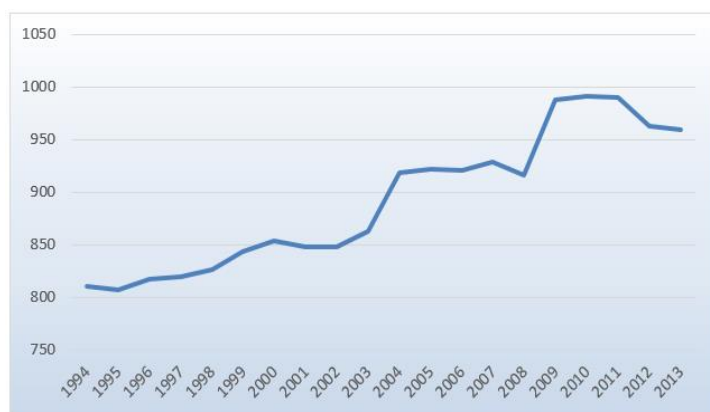
Oppdrettsnæringen har siden oppstarten på 70-tallet endret seg betydelig. I dag er det store barrierer for aktører å etablere seg, og mye skyldes politiske reguleringer, som for eksempel konsesjonsplikt. Vi vil nå beskrive de politiske og juridiske rammebetingelsene som aktørene må forholde seg til. Figur 2-4 viser en grov oversikt over ulike forhold som reguleres, og hvilke departement ansvar er underlagt. Videre viser den hvilke aktører som har tilsynsmyndighet overfor oppdrettsnæringen, for å påse at aktiviteten ikke går utover gjeldende lovverk.



Figur 2-4: Oversikt over ulike tilsynsorgan (Fritt etter Alsaker, 2013)

Oversikten viser at aktørene i oppdrettsnæringen har mange ulike tilsynsorgan å forholde seg til vedrørende de ulike risikofaktorene oppdrettsvirksomheten medfører. Den enkelte tilsynsmyndighet har utarbeidet en rekke rapporteringsregler og utøver kontrollvirksomhet for at gjeldende regelverk skal overholdes. De viktigste delene av regelverket omfatter matsikkerhet, fiskevelferd samt miljømessige konsekvenser.

På grunn av næringens enorme vekst på 70-tallet så politikerne seg nødt til å innføre restriksjoner for å hindre at næringen utviklet seg utover det bærekraftige. Figur 2-5 viser at det har vært en moderat økning i antall konsesjoner de siste 20 årene. Gjeldende lov, akvakulturloven, med tilhørende forskrifter bygger i dag på de samme



Figur 2-5: Utvikling i antall tillatelser for matfiskanlegg (SSB, 2014)

prinsippene som den første oppdrettsloven. Lovverkets formål er at næringen skal være bærekraftig, konkurransedyktig samt at virksomheten skal være spredt langs hele landet, og på den måten bidra til å sikre verdiskaping langs kysten. Konsesjonene blir i dag utdelt i konsesjonsrunder der formålet er å fordele tilgjengelige konsesjoner i tråd med akvakulturlovens formål. I de to siste konsesjonsrundene, i 2009 og 2013 har det vært spesielt stort fokus på eierskapsspredning og miljømessige nyvinninger. Samtlige tildelte konsesjoner i 2009 gikk til mindre aktører, det vil si aktører med mindre enn 20 konsesjoner, da dette var et av tildelingskriteriene (Andreassen og Robertsen, 2014, s. 6).

Konsesjonsrunden i 2013 var den første av sin type, der det ble utdelt totalt 45 såkalte “grønne konsesjoner” (Fiskeri- og kystdepartementet, 2012) som ble fordelt på tre ulike grupper, med ulike kriterier for tildeling. Felles for de tre ulike gruppene var at det ble stilt krav til at konsesjonen skulle utnyttes ved hjelp av ny teknologi som sikrer redusert fare for sykdom og rømming. Gruppe A bestod av 20 konsesjoner i Troms og Finnmark, derav 5 i hvert fylke forbeholdt mindre aktører. Gruppe B bestod av 15 konsesjoner som ble tildelt etter en lukket budrunde, der prisen per konsesjon varierte mellom 55 og 66 millioner kroner (Furuset, 2014). Gruppe C bestod av 10 konsesjoner som ble solgt til fastpris på 10 millioner kroner, men konsesjoner i denne gruppen ble

bare tildelt de aktørene som hadde innovasjoner som sikret vesentlig lavere sykdomsnivå og rømmingsfare enn tidligere nivå. I gruppe A og B krevdes det i tillegg at en konsesjon måtte innleveres for hver nye tildeling, hvilket betyr at en tildeling innebar at søker fikk to grønne konsesjoner. Reguleringen av oppdrettsnæringen i Norge skiller seg på enkelte områder vesentlig fra de andre store lakseeksportørene, som Chile og Skottland. Forskjellen viser seg særlig gjeldende for reguleringen av konsesjoner, da det i disse landene ikke kreves konsesjon (Liabø, et al., 2007, s. 70).

Oppdrettsnæringen i Norge har flere ganger siden starten av 90-tallet blitt skadelidende av restriksjoner som er innført mot norsk laks i andre land. Ulike tiltak har ifølge Utenriksdepartementet (2007) vært iverksatt, blant annet straffetoll, subsidie- og antidumpingsavgift, minstepris og utestengelse fra markedet. De senere årene har EU lempet på sine restriksjoner, men andre store markeder som Russland og Kina har redusert kraftig eller stanset import av norsk laks og ørret. Restriksjonene fra Russland ble sett på som et direkte svar på sanksjonene mot dem vedrørende deres involveringer i Ukraina. Lakseeksporten til Kina sank kraftig fra 497 til 200 millioner kroner i 2011 etter at Liu Xiaobo ble tildelt Nobels fredspris (Wernersen og Skille, 2014). I 2013 gikk eksporten opp igjen til 383 millioner, men mot slutten av 2014 ble norsk laks utestengt fra det kinesiske markedet på grunn av mistanke om en virusinfeksjon. Russland og Kina er eksempel som illustrerer at deler av eksportmarkedet for laks kan være noe ustabil på bakgrunn av betente politiske forhold og bidrar derfor til svingninger i laksepriser.

Miljømessige og teknologiske forhold

De miljømessige og teknologiske forholdene blir her omtalt samlet siden de i stor grad utfyller hverandre. Når oppdrettsnæringen står overfor miljømessige utfordringer er løsningen ofte teknologiske nyvinninger, for eksempel lukkede anlegg for å hindre rømming. I dag er de største miljømessige utfordringene for oppdrettsnæringen sykdom, lus, fiskevelferd, rømming og lokal forurensing.

Oppdrettsnæringen kjemper for å unngå ulike typer sykdom på oppdrettsfisken, både med hensyn til fiskens velferd, men også for å sikre sine egne interesser i form av tilgang til markeder og mindre svinn. Det finnes mange typer sykdom som kan ramme laksen på ulike måter, mange av dem er alvorlige og medfører høy dødelighetsrate for fisken. I tillegg er de fleste sykdommene smitt-

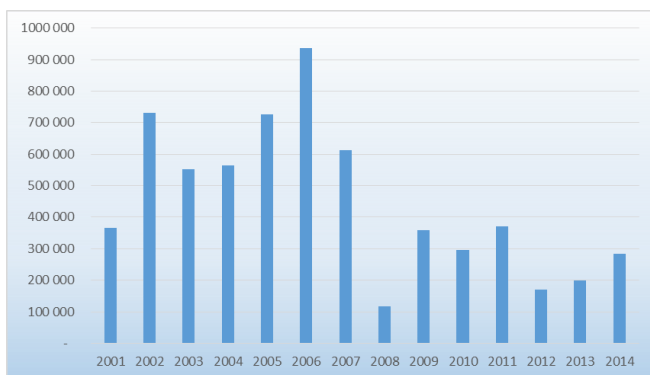
somme, spesielt i oppdrettsanlegg, men også i naturen om fisken skulle rømme. Mattilsynet (2015a) fører tilsyn vedrørende sykdom, og aktørene i bransjen har meldeplikt dersom de oppdager utbrudd av kjente sykdommer eller massedød.

Lakselus regnes for å være et av oppdrettsnæringens største problem. Lakselus er ifølge Mattilsynet (2015b) en parasitt som er skadelig for fisken ved at den fester seg og spiser av den. Resultatet kan bli store åpne sår, eller i verste fall død. Den store konsentrasjonen av oppdrettsfisk fører til enorm formering av lakselusen dersom det ikke iverksettes tiltak. Det finnes et bredt spekter av mulige tiltak, for eksempel vaksinasjon, leppefisk, «snorkelmerd» og planktonduk. Over tid har lakselusen utviklet resistens mot ulike vaksinasjonsmetoder og det pågår derfor en løpende utvikling for å finne nye effektive metoder for bekjemping. Ved rømming er skadepotensialet til lakselusen ekstra stort da den kan spre seg til villfisk. Problemet er så alvorlig at mattilsynet har myndighet til å kreve avlusning, eller i verste fall slakt av all utestående fisk ved en lokasjon.

I likhet med krav til dyrevelferd innen landbruk stilles det krav til hvordan oppdrettsfisken blir behandlet gjennom produksjonsprosessen. Fiskevelferd fra settefisk-anlegg til slakteri er ikke bare viktig for fisken og dens helse, men fører også til bedre kvalitet, lønnsomhet og omdømme for oppdrettsselskapet (Mattilsynet, 2014). Det arbeides derfor med å finne nye løsninger som kan bedre prosessen med hensyn til fiskevelferd. I tillegg arbeides det med å kartlegge optimal størrelse på notmaske for å hindre ytre skader, og med metoder som bedøver og beroliger fisken før slakting.

Rømming av oppdrettsfisk er et stort miljømessig problem, siden den kan formere seg med den ville bestanden og spre sykdommer, i tillegg gir det et økonomisk tap for oppdretteren. De viktigste årsakene til rømming er teknisk svikt, feil bruk av utstyr, skade på not fra fartøy eller propeller og ekstremt uvær (Laksefakta, 2014a). Det arbeides aktivt med å redusere antall rømte fisk. Figur 2-6

illustrerer at antall rømte fisk fra 2006 til 2014 har gått ned fra 936 000 til 284 500. I oppdrettsnæringen arbeider aktørene ut ifra en visjon om at de ikke skal ha noen tilfeller av rømming. Det er derfor satt i gang ulike tiltak, som økt beredskap, forsterket forskningsinnsats, strenge krav til rutiner og



Figur 2-6: Antall rømte laks og regnbueørret (Fiskeridirektoratet, 2014a)

utstyr samt incentivordninger for å utvikle nye teknologiske løsninger for å hindre rømming.

Matfiskanleggene langs kysten medfører relativt store utslipp av næringssalter og organisk stoff. Anleggene bør derfor lokaliseres på steder med god vannkvalitet og vannutskifting slik at miljøpåvirkningen blir minimal. Det stilles også krav til at anleggene må stå tom en periode mellom hver produksjonssyklus, dette av hensyn til både lokale bunnforhold og smittefare (Sjømat Norge og Eksportutvalget for fisk, 2011, s. 12).

2.3 Oppdrettsnæringen i Norge

2.3.1 Verdikjeden

Den norske oppdrettsnæringen består i dag av relativt få store aktører som bedriver helintegrert virksomhet. Verdikjeden består av ulike deler som i utgangspunktet kan utøves separat, men som i praksis ofte utøves av en og samme aktør. Figur 2-7 illustrerer ulike faser i verdikjeden som vi nå skal beskrive nærmere.



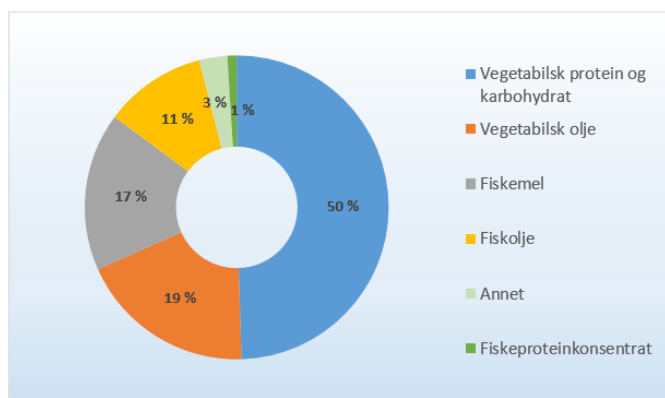
Figur 2-7: Ulike faser i verdikjeden

Produksjon av fiskefôr

Fiskefôr består av vegetabiliske og marine råvarer, omtrent en tredjedel av råstoffet kommer fra marine råvarer (havet), mens de resterende to tredjedeler kommer fra vegetabiliske råvarer (planteriket).

Det går med omlag 1,15 kilo tørrfôr til å produsere en kilo laks, hvilket betyr at laksen er det husdyret som utnytter fôret

mest effektivt. Fôrkostnader utgjør den største delen av oppdrettselskapenes totale kostnader. Med hensyn til lønnsomhet, fiskevelferd og miljø er det derfor viktig å utnytte fôret optimalt. De største aktørene som leverer fôr til den norske oppdrettsnæringen er i dag EWOS, Skretting og Biomar, der alle de tre selskapene har spesialisert seg på fôrproduksjon og innovasjon. I tredje kvartal 2014 startet Marine Harvest (2013) produksjon av fiskefôr til egen bruk.



Figur 2-8: Produksjon av fiskefôr (Fritt etter Laksefakta, 2014b)

Smoltproduksjon

Fisken som settes ut i saltvann kalles for smolt og er av en størrelse på omlag 100 gram. For å komme til dette stadiet må den gjennom ulike faser på omtrent 10-16 måneder. Prosessen starter i ferskvann ved at stamfiskens rogn strykes og befruktes. Rognen klekkes og blir til yngel, og etter en tid begynner fôringen. I løpet av tiden i ferskvann vaksineres smolten for å beskytte den mot kjente sykdommer. Til slutt fraktes smolten med brønnbåt til et matfiskanlegg i saltvann (Nesfossen, smolt, 2012).

Matfiskproduksjon

Prosessen der smolten vokser og blir til slakteklar fisk på 4-6 kilo tar mellom 14 og 22 måneder (Laksefakta, 2014c). I løpet av tiden i oppdrettsmerden fôres laksen med jevne mellomrom for å sikre hurtig vekst. Det føres strengt tilsyn med fiskens velferd der blant annet fisketetthet, antall lus og vanntemperatur rapporteres til mattilsynet.

Bearbeiding

Bearbeiding av oppdrettsfisk kan deles inn i de to hovedkategoriene, slakting og videreforedling. Slakteprosessen reguleres av akvakulturdriftsforskriften (2008), hvor det stilles strenge krav til at slakting foregår under tilfredsstillende forhold. Selve prosessen foregår ved at fisken hentes av en brønnbåt og leveres til ventemerden ved slakteriet. Fisken sulteføres den siste perioden før slakting i tråd med gjeldende forskrift. Videre bedøves den før avlivning, både med hensyn til dens egen velferd og for å hindre unødig stress, hvilket bidrar til bedre kvalitet på fiskekjøttet. Selve slakteprosessen foregår ofte i slaktemaskiner, deretter må fisken gjennom en kvalitetskontroll før den kan pakkes i esker med is.

Det neste steget i produksjonsprosessen er videreforedling, som innebærer at slaktet fisk brukes som innsatsfaktor i produksjon av ulike fiskeprodukt. Videreforedlingsprosessen kan være svært forskjellig avhengig av hvilket produkt som skal lages, for eksempel fiskefilet, røkt laks og gravet laks. Videreforedling skjer i noen utstrekning i Norge, men mye av fisken eksporteres etter slakting og videreforedles eventuelt i utlandet. Noen av årsakene til at fisken ikke i større grad videreforedles i Norge kan være det høye kostnadsnivået her, samt høyere tollsatser på foredlet fisk (Nærings- og fiskeridepartementet, 2013).

Salg og distribusjon

Norsk oppdrettslaks eksporteres i hovedsak til land i Europa og Asia (Nærings- og fiskeridepartementet, 2013). Fisken fraktes til markedet ved bruk av lastebil, tog, fly og skip, avhengig av produkttype og destinasjon. De ulike aktørene i næringen har i stor grad opprettet egne salgskontor i de ulike markedene. I tillegg betaler alle norske sjømateksportører en avgift til Norges sjømatråd (2012) som er tilstedeværende i hele verden for å opprettholde det gode omdømmet til norsk sjømat. En viktig aktør i forbindelse med prissettingen av fersk laks er “FishPool ASA”, som fungerer som en børs for kjøp og salg av finansielle laksekontrakter. Deres aktivitet gjør at det dannes et “forward” marked hvor produsentene kan sikre hele eller deler av produksjonen til avtalt pris, hvilket bidrar til reduksjon av produsentenes eksponering for prisrisiko.

2.3.2 Norske oppdrettsselskap

I Norge eksisterer det mange oppdrettsselskaper i ulik størrelse. I forbindelse med analyse og verdsettelse av Lerøy, som er et børsnotert selskap, velger vi å avgrense det komparative utvalget til andre børsnoterte selskap. På Oslo Børs er det notert åtte selskap som driver med oppdrett: Marine Harvest, Lerøy Seafood Group, SalMar, Bakkafrost, Grieg Seafood, Austevoll Seafood, Norway Royal Salmon og The Scottish Salmon Company. Når vi skal velge selskap til analyseformål for å ha sammenligningsgrunnlag for Lerøy må vi vurdere hvorvidt selskapene har likhetstrekk. Austevoll Seafood utelukkes på bakgrunn av at de i stor utstrekning driver med fangst av villfisk, og i tillegg har betydelige eierinteresser i Lerøy. Videre utelukker vi Norway Royal Salmon siden de er en relativt liten aktør med under 30 konsesjoner og som nylig er børsnotert. I og med at Lerøy har sin virksomhet i Norge utelukkes også Bakkafrost og The Scottish Salmon Company siden de bare driver virksomhet i utlandet. Vi ønsker å danne et bilde av næringen ved å se på et utvalg oppdrettsselskap som er både større og mindre enn Lerøy. I denne oppgaven vil vi derfor presentere Marine Harvest, SalMar og Grieg Seafood, i tillegg til Lerøy.

Selskap	Omsetning (MNOK)	Produsert volum (tonn)	Antall matfisk-konsesjoner i Norge
Marine Harvest	25 496	418 873	207
Lerøy	12 579	158 258	139
SalMar	7 186	141 000	89
Grieg Seafood	2 665	64 736	48
Sum utvalg	47 926	782 867	483

Tabell 2-1: Oversikt over oppdrettsselskaper i utvalget

Utvalget i tabell 2-1 er representativt for store aktører i den norske oppdrettsnæringen. Samtlige av Lerøys konkurrenter i utvalget driver i ulik grad oppdrettsvirksomhet i både Norge og utlandet. Det er bare Marine Harvest som selv produserer fiskefôr, de andre aktørene kjøper alt fôr av de store fôrprodusentene.

Marine Harvest

Selskapet har historie tilbake til 1965 da selskapet MOWI startet med laks. Siden den gang har organisk vekst og store oppkjøp gjort at Marine Harvest (2014a) i dag er verdens største oppdretts-selskap med over 10 000 ansatte og tilstedeværelse i 22 land. Fusjonen med Stolt-Seafarm i 2005 etterfulgt av Pan Fishs oppkjøp i 2006 er sentrale hendelser i selskapets historie. I de senere år kan etablering av fôrdivisjon og notering på New York-børsen (NYSE) nevnes som viktige hendelser.

Forretningsområder

Marine Harvest er et helintegrert oppdrettskonsern som kan styre produksjonen langs hele verdikjeden. Deres mål er å være ledende innenfor fiskefôrproduksjon, lakseoppdrett og videreforedling (Marine Harvest, 2014b). Selskapet drar nytte av både stordriftsfordeler og positive synergieffekter på grunn av sin størrelse og grad av integrasjon. Kjerneaktiviteten til selskapet har i lang tid vært lakseoppdrett, men de senere årene har det blitt stadig større fokus på de andre delene av verdikjeden. I 2012 opprettet selskapet en egen fôrdivisjon, og den første fôrfabrikken startet produksjonen i tredje kvartal 2013. I 2013 ble Morpol ASA, et verdensledende videreforedlings-selskap, kjøpt opp av Marine Harvest. Dette viser at selskapet har store ambisjoner om å forsterke sin markedsposisjon.

Lokalisering

Marine Harvest sine oppdrettsaktiviteter foregår i Norge, Skottland, Canada, Chile, Irland og Færøyene. Den desidert største andelen av produksjonen (223 000 tonn) skjer i Norge, hvor selskapets hovedkontor er lokalisert. Videreforedling skjer hovedsakelig i utlandet, blant annet i EU-land, USA og land i Øst-Asia. Fôrproduksjonen foregår ved selskapets eneste fôrfabrikk lokalisert i Bjugn, Norge. Det at selskapet driver lakseoppdrett og videreforedling over hele verden gjør at det er i stand til å betjene de ulike geografiske markedene på en kostnadseffektiv og tidsbesparende måte.

Finansielle nøkkeltall

Tabell 2-2 illustrerer utviklingen i selskapets finansielle situasjon de siste tre årene. De finansielle nøkkeltallene viser store variasjoner i omsetning, resultat og marginer. De store svingningene kan i stor grad skyldes endringer i lakseprisen, som hadde sin topp i 2013. I 2014 økte slaktet volum betydelig, men kostnadene per kilo laks økte også siden selskapet hadde biologiske utfordringer. Den store veksten i omsetning kan også til dels tilskrives oppstarten av egen fôrproduksjon.

Tall i 1 000 NOK	2012	2013	2014
Driftsinntekter	15 463 500	19 199 400	25 531 300
Driftsresultat før verdijustering av biologiske eiendeler	618 500	2 867 200	4 144 200
Driftsresultat etter verdijustering av biologiske eiendeler	968 700	4 661 800	3 633 400
Resultat før skattekostnad	789 200	3 457 400	1 486 700
Årsresultat	412 600	2 430 600	734 800
Driftsmargin før verdijustering av biologiske eiendeler	4,00 %	14,93 %	16,23 %
Resultatmargin (før skatt)	5,10 %	18,01 %	5,82 %
Egenkapitalandel	50,10 %	48,50 %	39,81 %

Tabell 2-2: Utvikling i Marine Harvests finansielle situasjon

SalMar

Selskapet ble etablert i 1991 og hadde da 1 konsesjon og 25 ansatte, i dag har de 89 konsesjoner og over 1000 ansatte. Veksten skyldes i stor grad en rekke oppkjøp av mindre aktører over lang tid, i tillegg ble de tildelt 8 grønne konsesjoner i 2014. Selskapet er i dag den tredje største aktøren i norsk oppdrettsnæring.

Forretningsområder

SalMar er et helintegret oppdrettskonsern som kontrollerer verdikjeden fra settefiskproduksjon til videreforedling og salg. Selskapet har et uttalt mål å bli kostnadslederne, men at det skal skje på en bærekraftig måte ved hjelp av innovasjon. Den nye kombinerte slakteri og videreforedlingsfabrikken åpnet mot slutten av 2010, og er ifølge SalMar “et av verdens mest innovative og kostnadseffektive anlegg for ilandføring, slakt- og bearbeiding av laks”.

Lokalisering

SalMars oppdrettsvirksomhet foregår i stor grad i Norge, og alle selskapets konsesjoner for oppdrett er lokalisert i her landet. Selskapet har imidlertid betydelige eierandeler i det skotske oppdretts-selskapet Norskott Havbruk (50 %), som eies sammen med Lerøy (50 %).

Finansielle nøkkeltall

Tabell 2-3 illustrerer utviklingen i selskapets finansielle situasjon de siste tre årene. SalMar har hatt en positiv utvikling over perioden. Økningen i inntekter skyldes både høyere laksepriser og økning i slaktet volum. Lakseprisen flatet noe ut i 2014, og veksten skyldes derfor i større grad volumøkning. Verdijustering av biologiske eiendeler gir til dels store utslag i resultatene og er et resultat av lakseprisens utvikling mellom årene.

Tall i 1 000 NOK	2012	2013	2014
Driftsinntekter	4 204 791	6 246 000	7 185 900
Driftsresultat før verdijustering av biologiske eiendeler	348 442	1 421 249	1 879 000
Driftsresultat etter verdijustering av biologiske eiendeler	638 859	1 949 425	1 646 700
Resultat før skattekostnad	608 504	2 322 071	1 628 800
Årsresultat	481 442	1 903 376	1 215 500
Driftsmargin før verdijustering av biologiske eiendeler	8,29 %	22,75 %	26,15 %
Resultatmargin (før skatt)	14,47 %	37,18 %	22,67 %
Egenkapitalandel	38,91 %	50,96 %	50,74 %

Tabell 2-3: Utvikling i SalMars finansielle situasjon

Grieg Seafood

Grieg Seafood har siden oppstarten i 1992 vokst til å bli et av Norges største oppdrettsselskaper. Selskapet har i dag over 700 ansatte på verdensbasis og 48 matfiskkonsesjoner i Norge, etter at de ble tildelt fire grønne konsesjoner i 2014. Det som i størst grad skiller Grieg Seafood fra sine konkurrenter er at de har hatt en mindre aggressiv vekststrategi, med større fokus på resultatbasert vekst.

Forretningsområder

Grieg Seafood er et integrert sjømatelskap som driver med oppdrett og videreforedling av laks og ørret. Kjerneaktiviteten til selskapet er oppdrettsprosessen, fra stamfiskproduksjon til slakting. I tillegg driver de i noen grad videreforedling av slaktet fisk. Salg og distribusjon foregår gjennom deres datterselskap Ocean Quality som er spesialisert innen dette området. Grieg Seafood eier 60 prosent av Ocean Quality, de resterende 40 prosent eies av Bremnes Seashore.

Lokalisering

Oppdrettsvirksomheten til Grieg Seafood er lokalisert i Norge, Canada og Shetland. Deres største marked er EU som utgjør 54 prosent av total omsetning. Russland, Storbritannia, Nord-Amerika og Øst-Asia, er andre viktige markeder for selskapet. Grieg Seafood er representert med salgskontor i alle sine viktigste markeder, gjennom datterselskapet Ocean Quality.

Finansielle nøkkeltall

Tabell 2-4 illustrerer utviklingen i selskapets finansielle situasjon de siste tre årene. Resultatet i 2012 var preget av lave laksepriser og store biologiske utfordringer i Shetland og Canada. Slaktet volum hadde sin topp i 2012, og på grunn av de biologiske problemene tar det noe tid før de igjen stiger. I 2013 sank slaktet volum, men kraftig økende laksepris gjorde at selskapet leverte et solid resultat. I 2014 var lakseprisen fortsatt høy, og selskapet klarte å øke slaktet volum moderat. Mot slutten av 2014 merket selskapet noe svakere prisutvikling som følge av importstopp i Russland.

Tall i 1 000 NOK	2012	2013	2014
Driftsinntekter	2 050 065	2 404 215	2 665 284
Driftsresultat før verdijustering av biologiske eiendeler	-191 162	348 293	340 857
Driftsresultat etter verdijustering av biologiske eiendeler	-93 099	615 743	213 749
Resultat før skattekostnad	-202 358	544 930	160 892
Årsresultat	-147 188	430 985	138 086
Driftsmargin før verdijustering av biologiske eiendeler	-9,32 %	14,49 %	12,79 %
Resultatmargin (før skatt)	-9,87 %	22,67 %	6,04 %
Egenkapitalandel	37,18 %	43,32 %	44,07 %

Tabell 2-4: Utvikling i Grieg Seafoods finansielle situasjon

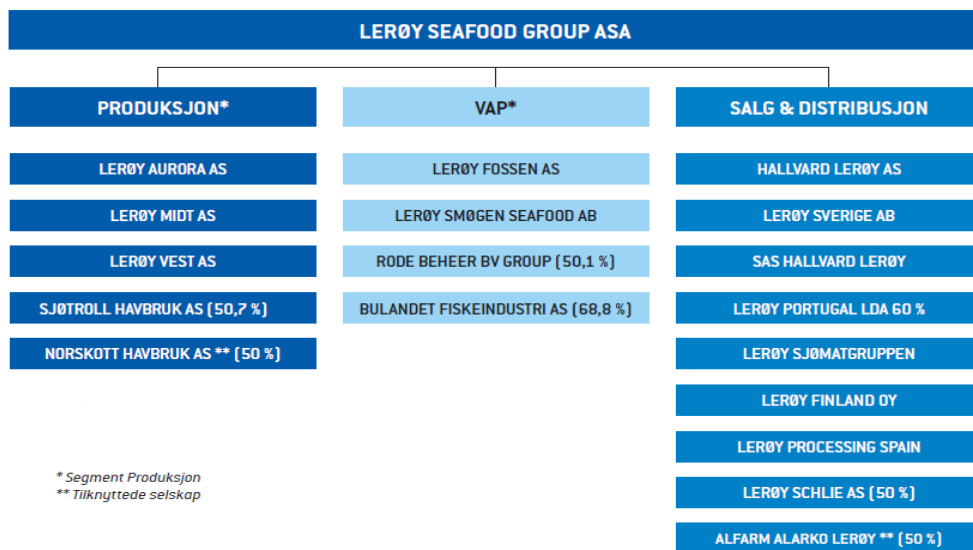
2.4 Presentasjon av Lerøy

Lerøy Seafood Groups historie starter med Ole Mikkel Lerøen som drev med salg av fersk fisk på fisketorget i Bergen mot slutten av 1800-tallet. Med årene utviklet salget seg og i 1939 ble Hallvard Lerøy AS etablert, som i dag er det største salgsselskapet i konsernet. Helt siden starten har selskapet vært opptatt av produkt- og markedsutvikling, i form av å lansere nye sjømatprodukter i nye markeder. I 1997 ble det gjennomført en rettet emisjon mot finansielle investorer, og selskapets eierskap ble for første gang spredt ut på andre eiere enn familien. Lerøy ble i 2002 notert på Oslo Børs og det er senere blitt gjennomført en rekke kontantemisjoner, senest i 2007. Kontantemisjonene har vært nødvendig for å finansiere flere strategiske investeringer og oppkjøp siden slutten av 90-tallet. Investeringene har ført til at Lerøy i dag er verdens nest største oppdrettsselskap.

Forretningsområder og lokalisering

Selskapet er et helintegrert oppdrettskonsern som kontrollerer hele verdikjeden, fra stamfisk til salg og distribusjon. Lerøy rapporterte frem til 2014 i to hovedsegmenter: produksjon og salg og distribusjon. Fra og med 2014 vil selskapet rapportere i tre ulike hovedsegmenter, der videre-

foredling skiller ut som et eget segment. Figur 2-9 illustrerer konsernets nye segmentinndeling, samt tilknyttede selskaper.



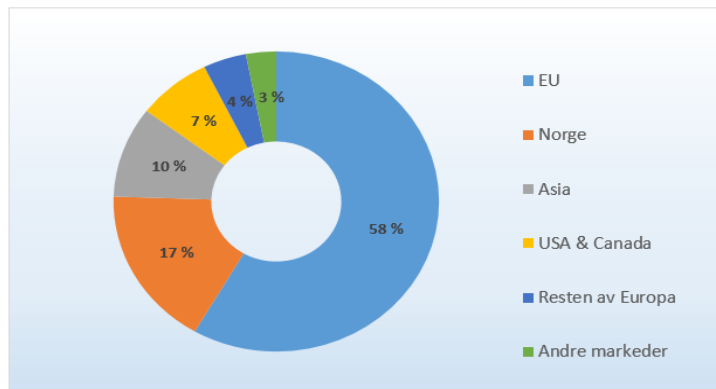
Figur 2-9: Lerøys nye segmentinndeling (Årsrapport 2013)

Lerøy eide per 31.12.2014 139 konsesjoner, etter at de i 2014 ble tildelt én grønn konsesjon og at Lerøy Aurora AS overtok åtte konsesjoner i forbindelse med fisjonen av Villa Organic AS der konsesjonene ble delt mellom Lerøy og SalMar. Oppdrettsvirksomheten foregår hovedsakelig i Norge, bare det tilknyttede selskapet Norskott Havbruk AS opererer i utlandet. Produksjonen i Norge fordeles på de tre regionene Nord, Midt og Vest, hvor den siste regionen er den største og også omfatter Sjøtroll Havbruk sin produksjon. I 2012 inngikk Lerøy et strategisk samarbeid med en av deres største konkurrenter, SalMar. Samarbeidet innebærer at de to selskapene kan benytte hverandres anlegg på Frøya og Skjervøy til slaktning og videreforedling. Et slikt samarbeid fører til både mer kostnadseffektiv drift og mindre kapitalbinding. Etter dette samarbeidet kunne Lerøy avvikle slakteriet i Kristiansund.

Videreforedling av laks og ørret er en sentral del av verdikjeden til konsernet. Over 30 prosent av total omsetning i fjerdekvartal 2014 stammet fra salg av videreforedlet laks (Lerøy, 2015). Lerøy har sterkt fokus på produktutvikling for å sikre fortsatt vekst i etterspørselen av oppdrettsfisk. Selskapet jobber kontinuerlig for å øke bearbeidingsgraden og har de senere år investert betydelig innen videreforedling i form av utvidelse av fabrikker og oppkjøp av andre selskaper. Blant annet har de kjøpt opp Lerøy Fossen AS og Rode Beheer BV som er store aktører innen videreforedling med et bredt spekter av produkter. For å effektivisere og modernisere prosessen ved Lerøy Smøgen AB

ble det investert 50 millioner svenske kroner i 2012, og anlegget er et av Lerøys viktigste innenfor produktinnovasjon. Selskapet eier også andeler i videreforedlingselskap som dekker markedene i henholdsvis Norge, Frankrike og Tyrkia (tilknyttet selskap).

Det siste segmentet Lerøy rapporterer i er salg og distribusjon. Selskapet har flere datterselskaper som er ansvarlig for salg og distribusjon i ulike markeder, hvor Hallvard Lerøy AS er det viktigste. Salget er spredt over hele verden, men med sterk hovedvekt i det europeiske markedet.



Figur 2-10: Lerøys omsetningsfordeling i de ulike markedene

Lerøy mener det er viktig med

tilstedeværelse i de ulike markedene, for å kunne danne gode relasjoner til eksisterende og nye kunder. Selskapet har derfor etablert salgskontor i 13 ulike land, fra USA i vest til Japan i øst. Atlantisk laks (74,2 %) og ørret (9,4 %) er det klart viktigste produktområdet til Lerøy, men selskapet omsetter også andre produkter som hvitfisk (7,1 %), skalldyr (4,6 %) og annen type sjømat (4,7 %). For å opprettholde høy kvalitet på sjømaten distribueres den i stor grad fersk. Distribusjon av fersk sjømat krever effektive logistikk-løsninger, både i produksjon og distribusjon og nærhet til markedet er en stor fordel.

Aksjonærforhold og kursutvikling

Konsernet er børsnotert og alle kan i utgangspunktet eie aksjer i selskapet. Likevel er eierskapet svært konsentrert, de fem største aksjonærene eier 71,8 prosent av aksjene. Austevoll Seafood er største aksjonær med en eierandel på 62,6 prosent. Konsentrert eierskap kan ha konsekvenser for avkastningskravet til minoritetseiere, og vil bli diskutert i kapittel 7.

Det finnes bare én aksjeklasse i selskapet, og hver aksje gir én stemme på generalforsamlingen. Lerøy vektlegger økt vekst og lønnsomhet i sin strategi, for å sikre og skape økonomiske verdier for sine interessenter, med spesiell vekt på aksjonærer. Dette gjenspeiles i selskapets visjon “Lerøy Seafood Group skal bli den ledende og mest lønnsomme globale leverandør av kvalitetssjømat.”.

Aksjonærenes avkastning skal ifølge årsrapport 2013 (Lerøy) reflektere verdiskapningen i konsernet, og vil bestå av utdelt utbytte og endringer i aksjekurs. Målet er at avkastningen over tid i større grad skal skje gjennom kursstigning enn utbetalt utbytte. Utbyttets størrelse bør reflektere konsernets utvikling innen vekst, soliditet og resultat. Over tid skal utbyttet ligge på mellom 30 og 40 prosent av konsernets årsresultat etter skatt. Det må ikke betales ut utbytte dersom dette svekker konsernets finansielle stilling i så stor grad at det ikke lenger er i stand til å foreta nye lønnsomme investeringer, eller når egenkapitalen

reduseres til under 30 prosent.

Konsernets utbyttestrategi har vært konsistent over tid, hvilket bekreftes av de jevnlige utbyttene som er utbetalt de senere år. Aksjonærene har de siste fem årene også hatt en betydelig kursgevinst ved at aksjens verdi har steget mer enn 100 prosent.



Figur 2-11: Utvikling i Lerøys aksjekurs (Oslo Børs, 2015)

Finansielle nøkkeltall

Tabell 2-5 illustrerer utviklingen i selskapets finansielle situasjon de siste tre årene. Selskapet har hatt en positiv utvikling med stigende resultat før verdijustering av biomasse hvert år. Slaktet volum har gått ned fra 2012 til 2013, men steg igjen i 2014. Lakseprisene har steget mye fra 2012 til 2013, veksten flatet ut i 2014, mye på grunn av Russlands importstopp i tredje kvartal. Kostnadene har i perioden vært stigende, mye på grunn av høye fôrpriser i tillegg til biologiske utfordringer i Hordaland.

Tall i 1 000 NOK	2012	2013	2014
Driftsinntekter	9 102 941	10 764 714	12 579 465
Driftsresultat før verdijustering av biologiske eiendeler	450 098	1 625 799	1 788 676
Driftsresultat etter verdijustering av biologiske eiendeler	744 832	2 390 028	1 461 262
Resultat før skattekostnad	674 509	2 480 376	1 433 411
Årsresultat	491 760	1 886 395	1 104 473
Driftsmargin før verdijustering av biologiske eiendeler	4,94 %	15,10 %	14,22 %
Resultatmargin (før skatt)	7,41 %	23,04 %	11,39 %
Egenkapitalandel	50,70 %	54,30 %	54,38 %

Tabell 2-5: Utvikling i Lerøys finansielle situasjon

2.5 Hvordan skiller Lerøy seg fra konkurrentene

Vi har i delkapittel 2.3.2 presentert utvalget av norske oppdrettsselskap som skal brukes i analysen og verdsettelsen av Lerøy. Selv om selskapene i utgangspunktet har store likhetstrekk skiller de seg på enkelte områder fra hverandre. Vi vil i dette avsnittet påpeke de mest sentrale kjennetegnene ved Lerøy sammenlignet med bransjeutvalget.

Lokalisering

Lerøys matfiskproduksjon er, med unntak av tilknyttet virksomhet i Storbritannia, utelukkende lokalisert langs norskekysten. Videreforedling samt salg og distribusjon er fordelt på flere land. På den ene siden betyr dette at Lerøy i stor grad skiller seg fra Marine Harvest og Grieg Seafood som har produksjonsvirksomhet fordelt på flere land. På den andre siden betyr det at Lerøy skiller seg fra SalMar som har både produksjon og videreforedling lokalisert her i landet. Produksjon i Norge medfører både fordeler og ulemper. Gunstige topografiske forhold gir gode vann- og vekstforhold og representerer den største fordelen. Høyt kostnadsnivå og store avstander til viktige markeder i øst og vest representerer de største ulempene.

Produkt

Hovedproduktområdet til Lerøy er atlantisk laks og ørret, hvor de etterstreber høy bearbeidelsesgrad ved å fokusere sterkt på produktutvikling, også av andre typer sjømat. På dette området er det store likhetstrekk mellom Lerøy, Marine Harvest og SalMar. Lerøy har imidlertid større fokus på merkevarebygging, og deres logo finnes i større utstrekning enn konkurrentenes på sluttbrukerproduktene. Grieg Seafood er mindre opptatt av videreforedling enn Lerøy og selger i større grad hel, rundslaktet oppdrettsfisk. Ved å tilby et større utvalg av sjømatprodukter kan Lerøy nå flere typer kunder som har ulike behov, og på den måten bidra til at markedet vokser. Utvikling av sjømat av andre slag, som skalldyr og hvit fisk fører til høyere grad av diversifisering og gjør Lerøy mindre sårbar for svingninger i lakseprisen. Høyere videreforedlingsgrad kan også bidra til å utnytte konsesjonene på en mer effektiv måte ved at de kan oppnå bedre marginer. For å oppnå høyere videreforedlingsgrad må oppdrettsselskapene gjøre store investeringer i produksjonsanlegg, kompetanse og produktutvikling. Selskapene eksponeres dermed for økt finansiell risiko ved å foreta slike investeringer.

Marked

Markedet for atlantisk laks strekker seg fra Japan i øst til USA i vest. Alle aktørene i utvalget er aktive i alle markedene, men Lerøy og SalMar skiller seg fra de to andre ut ved å ha mer fokus på det europeiske og asiatiske markedet, og mindre på det amerikanske. Samtlige aktører var aktive i det russiske markedet inntil Russland innførte restriksjoner i 2014. Aktørene er i utgangspunktet eksponert for den samme risikoen de ulike markedene medfører, forskjellen ligger i grad av avhengighet av det enkelte marked.

Integrasjon

Marine Harvest kontrollerer hele verdikjeden inkludert fôrproduksjon og har dermed den sterkeste posisjonen siden de selv kan sikre råvaretilgangen. Lerøy og SalMar kontrollerer også hele verdikjeden, men produserer ikke fôr og må kjøpe det fra andre fôrprodusenter. Grieg Seafood har verken egen fôrproduksjon, videreforedling eller salg og distribusjonsavdeling, men kontrollerer hele verdikjeden for oppdrett og slakting av oppdrettsfisk. Fôr er den viktigste innsatsfaktoren i oppdrettsnæringen og utgjør den største enkeltkostnaden. Ved å ha egen fôrdivisjon kan Marine Harvest selv sikre at de til enhver tid har tilgang på fôr av riktig type og kvalitet. Det er også rimelig å anta at de kan redusere fôrkostnaden ved å produsere det selv, og på den måten oppnå bedre marginer. Alle aktørene i utvalget kontrollerer hele produksjonsprosessen frem til slakting, hvilket gir store fordeler i form av mer effektiv drift av oppdrettsanleggene og lavere kostnader.

Finansiell stilling

Lerøy skiller seg i liten grad fra konkurrentene der alle leverer solide resultat, med unntak av Grieg Seafood enkelte år. Alle selskapene har en relativt høy egenkapitalandel, men Lerøy har noe høyere enn de andre aktørene. Det kan også nevnes at lånevilkårene (“covenants”) til konkurrentene er noe strengere enn for Lerøy. Solid finansiering er viktig da fortsatt vekst vil avhenge av investeringer i nye konsesjoner og oppkjøp av mindre aktører.

3 Verdsettelsesteknikker

3.1 Presentasjon av verdsettelsesteknikker

Verdivurdering av selskap gjennomføres for mange ulike formål, for eksempel i forbindelse med kjøp og salg av virksomhet, investeringsanalyser og verdipapiranalyse. I denne oppgaven skal vi benytte en eller flere verdsettelsesteknikker for å estimere verdien på selskapets egenkapital. Ved å fordele totalverdien på den enkelte aksjen kan vi sammenligne verdiestimatet mot aksjekurs og vurdere hvorvidt den er under- eller overpriset. På bakgrunn av dette kan det utarbeides en handlingsstrategi om hold, kjøp eller salg av aksjen.

Det finnes mange ulike teknikker for å verdsette et selskap, men Damodaran (2012, s.11) mener de i hovedsak kan deles inn i tre ulike kategorier, fundamental, komparativ og opsjonsbasert verddivurdering. Hvilken metode som passer best i det enkelte tilfellet avhenger blant annet av selskapets bransje, fase i livssyklusen og utsikter til fortsatt drift. De ulike verdsettelsesteknikkene er som regel ikke alternative, men bør sees på som supplerende for å komme frem til det endelige verdiestimatet.

3.1.1 Fundamental verddivurdering

Fundamental verddivurdering baserer seg på analyse av underliggende forhold ved å gjennomføre en strategisk regnskapsanalyse og utarbeiding av fremtidsregnskap og fremtidskrav. Verddivurderingsteknikken tar hensyn til selskapets vekstprospekt, risikoprofil og kontantstrømmer og brukes ved å neddiskontere de forventede fremtidige kontantstrømmene med tilhørende avkastningskrav.

Historisk regnskapsinformasjon for perioden som danner grunnlaget for fremtidsregnskapet er en forutsetning for å kunne bruke fundamental verddivurderingsteknikk. I tillegg må det finnes sammenlignbare virksomheter som danner et bransjegjennomsnitt som benyttes i analysen.

Teknikken kritiseres for at de budsjetterte kontantstrømmene er vanskelig å estimere på en korrekt måte, og verdiestimatet derfor i enkelte tilfeller kan bli unøyaktig (Dahl og Boye, 1997 s.37).

Fundamental verddivurdering kan gjennomføres på ulike måter og det skilles gjerne mellom egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden, som er svært ulik i praksis, men som ved konsistent bruk vil gi samme verdiestimat (Damoradan 2012, s.14).

Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden innebærer “direkte” verdivurdering av kontantstrømmen til egenkapital. Metoden brukes ved å neddiskontere kontantstrømmen til egenkapital med dens avkastningskrav. Det finnes fire ulike modeller innenfor egenkapitalmetoden, utbyttmodellen, fri kontantstrømmodellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen. Alle modellene har forskjellige fremgangsmåter, men de gir sammenfallende verdiestimat.

Selskapskapitalmetoden

Selskapskapitalmetoden er en “indirekte” verdivurdering av selskapets egenkapital. Metoden tar utgangspunkt i verdien av selskapet (“enterprise value”, EV). Deretter trekkes verdien av selskapets netto rentebærende gjeld fra EV og den resterende verdien representerer verdien av egenkapitalen. Verdien av selskapet kan sees på som tre ulike mål, total kapital, sysselsatt kapital og netto driftskapital. Vi benytter disse tre begrepene, selv om det vi benevner som netto driftskapital ofte i praksis blir omtalt som sysselsatt kapital. I begrepet sysselsatt kapital inkluderes her finansielle eiendeler i tillegg til netto driftseiendeler. Total kapitalen blir i dag sett på som et “gammeldags” mål på selskapets verdiskapende kapital, og fokuset videre vil være på netto driftskapital. Ved å fokusere på netto driftskapital dannes et klart skille mellom drift- og finansrelaterte aktiviteter.

3.1.2 Komparativ verdivurdering

Komparativ verdivurdering er en verdsettelsesteknikk som baserer seg på komparativ prising i forhold til tilsvarende virksomheter eller eiendeler. Teknikken er brukt mye i praksis fordi den er både enkel å bruke og mindre ressurskrevende enn metoder innen fundamental verdivurdering. Ved bruk av komparativ verdivurderingsteknikk avhenger verdiestimatet av sammenligningsgrunnlaget. Valg av multiplikatorer og utvalgets framtidsutsikter kan derfor påvirke verdiestimatet, som uten kvalifiserte justeringer kan bli mindre presist. Multiplikatormodellen og substansverdimodellen er de to sentrale modellene innen komparativ verdivurdering.

Multiplikatormodellen

En multiplikator er et forholdstall bestående av selskapets børs- eller selskapsverdi og et nøkkeltall hentet fra selskapets finansregnskap (Pennman, 2013, s. 76). Verdivurdering basert på multiplikatorer innebærer at verdivurderingsobjektets egenkapital verdsettes direkte eller indirekte ved å sammenligne dets multiplikatorer med multiplikatorer hos andre sammenlignbare selskaper.

For å få et mest mulig pålitelig estimat kreves det justeringer på bakgrunn av forskjeller i fundamentale forhold. Eksempler på mye brukte multiplikatorer er pris/bok, pris/fortjeneste, EV/EBIT og EV/EBITDA (Pennman, 2013, s. 76). Multiplikatormodellen kan være et bra supplement til fundamental verdivurdering.

Substansverdimodellen

Substansverdimodellen innebærer at selskapets egenkapital verdsettes basert på observerbare markedspriser til de enkelte eiendelene. Verdien settes til markedsverdien av selskapets eiendeler fratrukket markedsverdien av selskapets gjeld (Penman, 2013, s. 82). Verdien av selskapets drift blir ikke hensyntatt, og modellen egner seg derfor best for tilfeller der det knyttes usikkerhet til selskapets evne til fortsatt drift. Denne modellen kan derfor benyttes i forbindelse med likvidasjon av et selskap. En forutsetning for bruk av modellen er at det finnes observerbare markedsverdier på selskapets eiendeler, hvilket i realiteten sjelden er tilfellet. Manglende observerbare markedspriser, spesielt på immaterielle eiendeler gjør at verdiestimat utelukkende basert på substansverdimodellen ofte blir unøyaktig for et selskap med utsikter til fortsatt drift.

3.1.3 Opsjonsbasert verdivurdering

En opsjon er en rett, men ikke en plikt til å kjøpe eller selge en underliggende eiendel innen eller på et bestemt tidspunkt i fremtiden til en forhåndsbestemt pris (Damodaran, 2012, s. 87). Fundamental verdivurdering hensyntar selskapets samlede forventede vekst, men ikke selskapets ulike strategiske valg i fremtiden. Ved opsjonsbasert verdivurdering reflekteres verdien av ulike strategiske valgmuligheter, som ekspansjon, utsettelse og nedleggelse, hvilket kan betegnes som verdien av fleksibilitet (Koller, 2010, s. 679). Teknikken er derfor et bra supplement til fundamental verdivurdering, spesielt dersom selskapet opererer i et skiftende marked.

3.2 Valg av verdivurderingsteknikk

Valg av verdivurderingsteknikk avhenger i stor grad av selskapets bransje, fase i livssyklus og utsikter til fortsatt drift. Dette er de viktigste kriteriene når vi skal velge verdivurderingsteknikk til bruk videre i analysen.

Oppdrettsæringen har gjennom mange år utviklet seg frem mot dagens tilstand, med relativt få store aktører som kjemper om et begrenset antall konsesjoner hvor de må få utnytte hver konsesjon best mulig. De senere årene har fokuset dreid over mot økt bearbeidingsgrad og produktutvikling for å

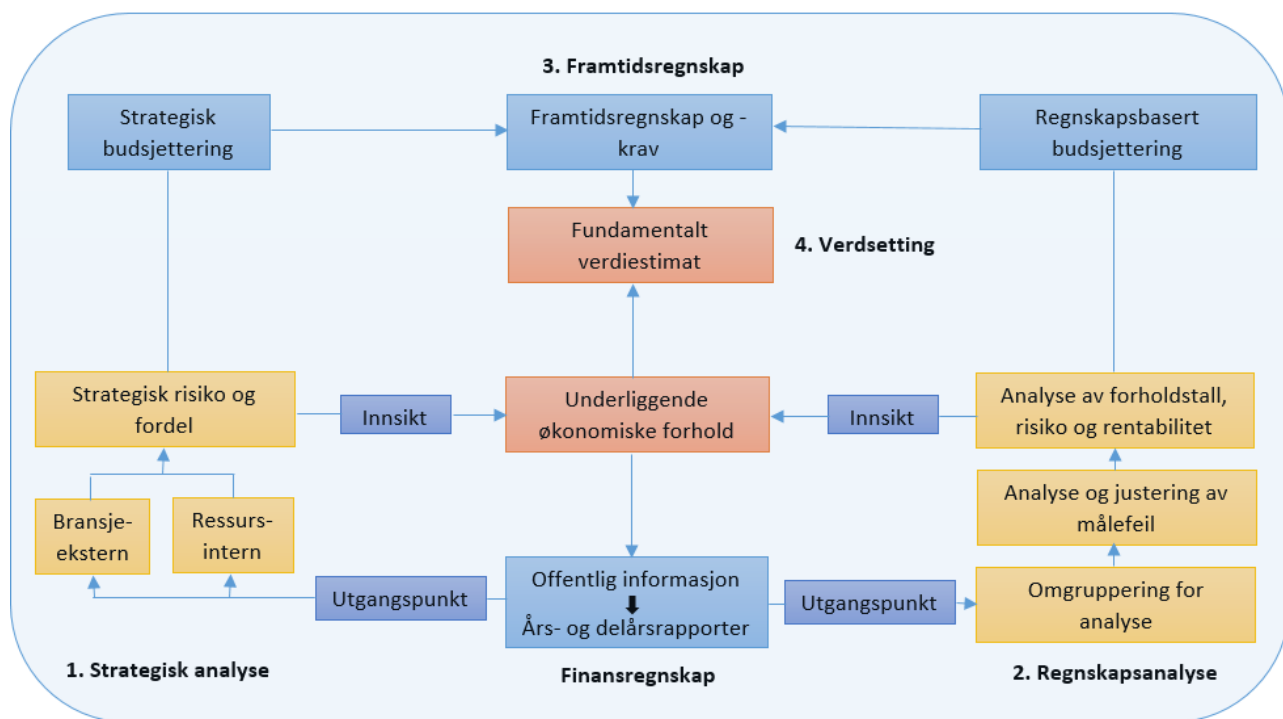
nå et større marked. I tillegg har problemer med fiskesykdom og rømning ført til strengere krav til driften med hensyn til bærekraft og miljø. Forholdene i næringen og dens historikk tilsier at den er i en moden fase av livssyklusen. Dette trekker i retning av at fundamental verdivurderingsteknikk er å foretrekke. Opsjonsbasert verdivurderingsteknikk kunne tenkes å være et alternativ, men siden selskapet opererer i en stabil næring ville fleksibilitet representert en begrenset merverdi.

Lerøy er en etablert aktør i næringen, og det foreligger i likhet med resten av utvalget offentlig tilgjengelige årsrapporter for flere år tilbake i tid. Samtlige selskap er notert på Oslo Børs og har siden 2005 vært pålagt å rapportere etter samme regnskapsstandard (IFRS). I tillegg har de sin hovedvirksomhet i Norge og rapporterer i samme valuta (NOK). Dette gjør det mulig å bruke fundamental verdivurderingsteknikk hvor sammenlignbar regnskapsinformasjon er en forutsetning. Lerøy har en sterk finansiell stilling, som sammen med næringens fremtidsutsikter ikke gir noen indikasjon på manglende evne til fortsatt drift i løpet av de nærmeste årene. Selskapet har også store verdier bundet i immaterielle eiendeler, som konsesjoner og goodwill der markedsprisen kan være vanskelig å estimere. Dette gjør at det ville vært lite hensiktsmessig, og gitt svært usikkert verdiestimat dersom substansverdimodellen ble benyttet.

I vår verdivurdering av Lerøy velger vi hovedsakelig å benytte fundamental verdivurdering som verdivurderingsteknikk, siden den best gjenspeiler selskapets underliggende verdier og fremtidsutsikter. Tilgangen på nødvendig regnskapsinformasjon fra Lerøy og resten av utvalget gjør det mulig at vi kan benytte ønsket verdivurderingsteknikk. Vi er klar over at verdiestimatet kan være unøyaktig og velger derfor å supplere den fundamentale verdivurderingsteknikken med den komparative i form av multiplikatormodellen. Bruk av supplerende verdivurderingsteknikk gjør at vi bedre kan vurdere rimeligheten av verdiestimatet fra den fundamentale verdivurderingen.

3.3 Rammeverk for fundamental verdivurdering

Rammeverket for fundamental verdivurdering tar utgangspunkt i offentlig tilgjengelig informasjon, blant annet års- og kvartalsrapporter. Figur 3-1 illustrerer de fem stegene i fundamental verdivurdering, strategisk analyse, regnskapsanalyse, fremtidsregnskap, verdsetting og handlingsstrategi.



Figur 3-1: Rammeverk for fundamental verddivurdering (Fritt etter Knivviflå, 2014, 01, s. 28)

Steg 1: Strategisk analyse

Strategisk analyse på bakgrunn av offentlig tilgjengelig informasjon skal gi innsikt om Lerøys underliggende økonomiske forhold, ved at sentrale drivere for lønnsomhet i bransjen avdekkes.

Steg 2: Regnskapsanalyse

I regnskapsanalysen omgrupperes regnskapstallene fra års- og delårsrapporter for å gjøre de egnet til en investororientert analyse. Tallene justeres for målefeil for å gi bedre prediksjonsverdi. Analysen av omgrupperte og justerte regnskapstall gir innsikt om Lerøys underliggende økonomiske forhold ved at selskapets strategiske fordel avdekkes og dekomponeres.

Steg 3: Fremtidsregnskap

Fremtidsregnskapet utarbeides ved å fremskrive sentrale budsjett drivere på bakgrunn av innsikt fra den strategiske regnskapsanalysen i steg 1 og 2. Basert på økonomisk teori beregnes fremtidige avkastningskrav som er sentralt når egenkapitalverdien av selskapet skal estimeres.

Steg 4: Verdsetting

Verdien av egenkapitalen estimeres ved å bruke fundamental verddivurderingsteknikk. Første verdiestimat brukes i en konvergeringsprosess for å finne endelig verdiestimat. Endelig verdiestimat

justeres for konkurrisiko og analyse av usikkerhet gjennomføres. I tillegg gjennomføres en supplerende verdivurdering i form av komparativ verdivurdering.

Steg 5: Handlingsstrategi

Endelig verdiestimat sammenlignes med børskurs på verdsettelsestidspunktet og det utarbeides en handlingsstrategi med anbefaling om kjøp, hold eller salg.

4 Strategisk analyse

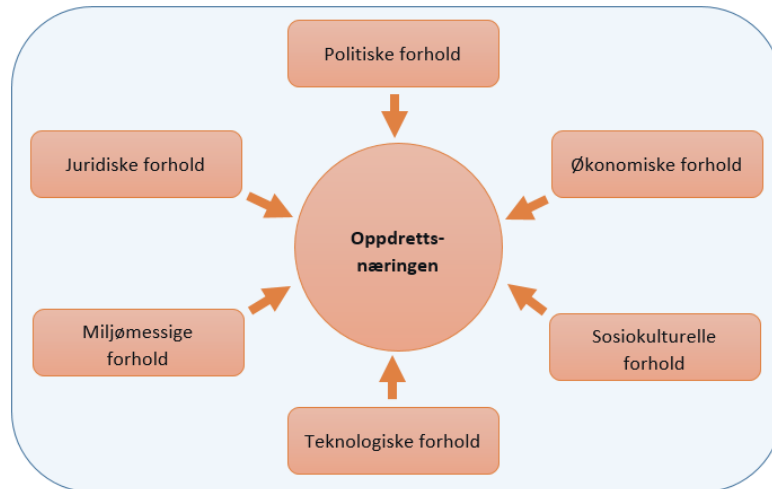
I dette kapitlet gjennomføres det strategisk analyse som gir oss verdifull innsikt om oppdrettsnæringen og Lerøy, som er relevant i regnskapsanalysen og ved utarbeiding av fremtidsregnskap. Den strategiske analysen deles inn i to deler, ekstern bransjeorientert analyse og intern ressursorientert analyse. Aktuelle analyseverktøy vil presenteres etterhvert som de benyttes.

4.1 Ekstern bransjeorientert analyse

For å vurdere om oppdrettsnæringen har en strategisk fordel benyttes ulike verktøy for strategisk analyse av bransjerelevante forhold. PESTEL-analyse og Porters “fem konkurransekrefter” er to analyseverktøy som sammen danner et bilde av næringens omgivelser og konkurranseforhold. Resultatet av analysen vil gi en indikasjon på hvilke muligheter og trusler som finnes i næringen, og om det finnes en strategisk bransjefordel. Ved å utnytte mulighetene bedre enn konkurrentene, eller å unngå truslene i større grad enn dem, kan en aktør sikre en mer gunstig posisjon i næringen slik at det oppnås strategisk fordel utover bransjegjennomsnittet. I kapittel 2.2 og 2.3 ble det gjort rede for oppdrettsnæringens makroforhold og norske oppdrettsselskap i bransjeutvalget, denne informasjonen skal benyttes som grunnlag for den eksterne strategiske analysen. Vi skal først analysere næringens makroforhold, deretter bransjeforhold før vi skal oppsummere den eksterne bransjeorienterte analysen.

4.1.1 Analyse av makroforhold

Ved å gjennomføre en PESTEL-analyse trekkes makroforholdene som er viktige for oppdrettsnæringen frem. PESTEL er et analyseverktøy for næringens makroomgivelser, som består av politiske- (P), økonomiske- (E), sosiokulturelle- (S), teknologiske- (T), miljømessige- (E) og juridiske (L) forhold. PESTEL-verktøyet er illustrert i figur 4-1.



Figur 4-1: PESTEL-analyseverktøy (Fritt etter Grant, 2010, s. 65)

Politiske forhold

Den norske oppdrettsnæringen er sterkt regulert av staten i form av lover og forskrifter samt handelsavtaler. På den ene siden bidrar politikerne til økt eksport av norsk sjømat ved å inngå handelsavtaler med ulike land, mens de på den andre siden forsøker å begrense veksten til næringen ved å regulere antall konsesjoner og maksimal tillat biomasse.

Konsesjonsplikten har eksistert i mange år, og det er ingen tegn til at den kommer til å forsvinne for tradisjonell oppdrett i sjø og ferskvann. Praksisen de senere år viser at antall tildelte konsesjoner har gått ned, samtidig som det stilles strengere krav med hensyn til miljø og bærekraft ved tildelingene. Hva som blir kriteriene for tildeling ved neste konsesjonsrunde er vanskelig å vite, annet enn at de holdes innenfor rammen av akvakulturloven. Kravet om eierspredning er imidlertid fjernet, og det kan derfor tenkes at de store aktørene vil vokse ytterligere, men da i form av oppkjøp. Aktører som ønsker å være med i kampen om nye konsesjoner er avhengig av finansiell styrke og evne til å utvikle innovative løsninger som sikrer bærekraft.

En mulighet for vekst uten nye konsesjonstildelinger finnes i form av lukkede landbaserte anlegg. Nærings- og fiskeridepartementet oppnevnte i 2014 en arbeidsgruppe, som i januar 2015 leverte rapporten der de anbefalte vederlagsfrie konsesjoner for landbaserte matfiskanlegg (Holm, et al., 2015). For å kunne utnytte en slik vekstmulighet kreves det store investeringer av aktørene i bransjen. I tillegg hersker det usikkerhet rundt potensialet til lønnsomhet ved slike anlegg. Til nå har næringen derfor vært skeptiske til å utvikle landbaserte matfiskanlegg, men i fremtiden kan dette endres, dersom tilgangen på tradisjonelle konsesjoner reduseres.

Næringen har i mange år vært utsatt for ulike handelspolitiske konflikter med flere ulike land. Tilgang til de ulike internasjonale markedene er avhengig av politiske handelsavtaler mellom Norge og de enkelte land. Handelsavtalene er avgjørende for de norske aktørene i oppdrettsnæringen, siden de eksporterer store deler av produksjonen. Politikerne har historisk vist stor vilje og evne til å samarbeide med andre land på dette området. Den norske stat tjener på økt eksport i form av inntekter fra skatter og avgifter, derfor er det nærliggende å tro at viljen til samarbeid vil være stor også i fremtiden. Med redusert aktivitet i oljenæringen fremstår sjømat som en stadig viktigere eksportvare for den norske økonomien. Det har vist seg at politikernes vilje til samarbeid ikke alltid er nok til å sikre tilgang til markedene, som for eksempel da Kina og Russland stoppet import av norsk sjømat i henholdsvis 2011 og 2014. Oppdrettsnæringen må være forberedt på at handelsblokader kan forekomme igjen, siden de tidligere har oppstått plutselig, og gjerne på grunn av forhold utenfor oppdrettsnæringens kontroll. Aktører som har sterk markedsposisjon i mange land vil bli mindre rammet ved fremtidige handelsblokader, siden de lettere kan øke salget i andre markeder.

Økonomiske forhold

Oppdrettsnæringens marked er fordelt over store deler av verden hvor den enkelte aktør dermed påvirkes av økonomiske trender i verdensøkonomien. Endringer i makroøkonomiske forhold som tilbud og etterspørsel, rentenivå og valutakurs kan påvirke aktørenes økonomiske stilling direkte. Prisen på oppdrettsfisk avhenger av tilbud og etterspørsel i markedet, i tillegg tilpasses hvert enkelt land gjennom valutautviklingen. Økning i tilbudet avhenger i stor grad av tilgangen på konsesjoner, mens reduksjon på kort sikt avhenger av sykdom og rømmning. Dette innebærer at det er lite fleksibilitet for aktørene med hensyn til å øke produksjonen, spesielt på kort sikt, men tildels også på lang sikt. Siden tilbudssiden i stor grad er gitt styres derfor prisen av etterspørselen. Økt etterspørsel vil gi store positive utslag, mens redusert etterspørsel vil gi store negative utslag. Etterspørselen har de siste ti årene hatt en gjennomsnittlig årlig vekst på 11 prosent (Guttormsen, 2013). Veksten skyldes i stor grad utvikling av nye markeder og produkter. En analyse utført av Kontali Analyse for Marine Harvest viser at 87 prosent av endring i lakseprisen kan forklares av endring i globalt tilbud av laks (Marine Harvest, 2014c). Lav forventet vekst i tilbudet, sammen med relativt høy forventet vekst i etterspørsel gir en indikasjon på at lakseprisene vil holde seg stabilt høye de nærmeste årene. Aktørene kan sikre seg mot prissvingninger ved å inngå kontrakter med finansielt oppgjør basert på lakseprisen på oppgjørstidspunktet. Slik handel foregår på Fish

Pool hvor det er et marked for forward-kontrakter. Framtidsutsiktene til lakseprisen kan underbygges ved at aktørene i april 2015 kan sikre prisen ved levering i mars 2020 til 35,60 kroner per kilo (Fish Pool, 2015). Prisene forventes dermed å korrigeres fra historisk høyt nivå de siste to årene.

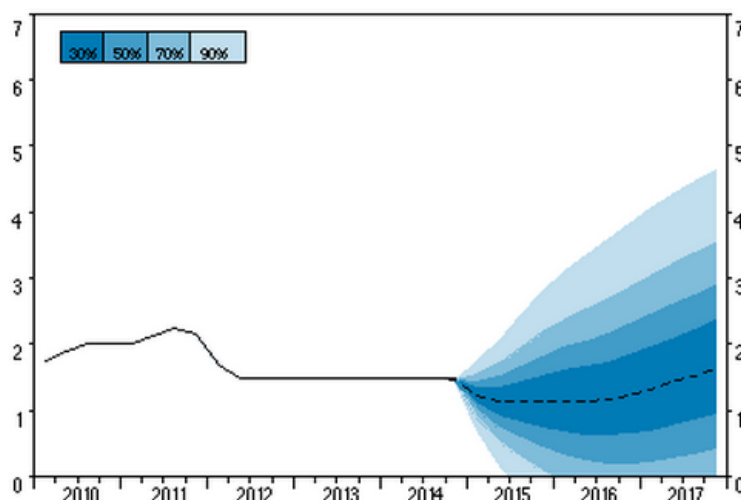
Verdensøkonomien er på vei ut av en langvarig lavkonjunktur, men det er forventet lav vekst de nærmeste årene. Med lav vekst følger det ofte lave renter, og prognosen fra Norges Bank viser at rentenivået mest sannsynlig vil holde seg lavt også de kommende årene.

Oppdrettsnæringen er kapitalintensiv og aktørene drar nytte av det lave rentenivået, de er imidlertid eksponert for renterisiko. Mange av aktørene har valgt å sikre seg mot svingninger ved å inngå rentebytteavtaler. Selv om det for tiden er “billig” å låne penger stilles det krav til aktørenes egenkapital. I

låneavtalene er det stort sett

“covenants”-krav som plikter aktørene til enhver tid å ha en gitt andel egenkapital, i Lerøys tilfelle 30 prosent, andre aktører har noe høyere krav. Aktørene i oppdrettsnæringen får oppgjør i ulik valuta avhengig av hvilket marked de selger til. De er derfor eksponert for valutarisiko siden salgsinntektene ofte er av en annen valuta enn utgiftene. Aktørene har valgt å sikre betalingen ved inngåelse av salgssavtale. Dette gjøres ved hjelp av valutaterminkontrakter.

I oppdrettsnæringen er det svært vanlig å sikre seg mot svingninger i laksepris, rentenivå og valutakurs i form av ulike sikringsinstrumenter. Hvor stor andel av omsetningen som sikres varierer mellom de ulike aktørene. Når de er sikret innebærer det at utfallet hverken kan bli bedre eller verre enn hva sikringsinstrumentet tilsier. Om aktørene tjener eller taper på å sikre seg avhenger av den faktiske utviklingen, men de får en trygghet slik at de kan fokusere på kjerneaktiviteten.



Figur 4-2: Utvikling i rentenivået 2010-2017 (Norges Bank, 2015c)

Sosiokulturelle forhold

Det blir stadig flere mennesker på jorden, og behovet for effektiv matproduksjon øker. Produksjon av en kilo oksekjøtt krever mellom 4 og 10 kilo fôr, mens en kilo oppdrettslaks bare krever 1,15 kilo. Oppdrettslaks ser dermed ut til å være en viktig del av kostholdet til verdens populasjon også i fremtiden. I den vestlige delen av verden er det sterkt fokus på et variert og sunt kosthold, hvilket oppdrettsfisk har vært en del av. Den senere tid har den måtte tåle kritikk for å være helseskadelig, og skal ifølge kritikerne inneholde en rekke giftstoffer og være kreftfremkallende. Til tross for kritikken anses oppdrettslaks av WHO (2015) som en viktig del av et variert kosthold.

Teknologiske- og miljømessige forhold

Oppdrettsnæringen har en rekke miljømessige utfordringer som må løses for å sikre bærekraftig drift og fortsatt vekst. Innovasjon og nye teknologiske løsninger blir sentralt for å kunne oppnå dette. Fiskesykdom, lakselus, fiskevelferd, rømming og lokal forurensning påvirker miljøet negativt, og oppdrettsnæringen er forpliktet til å sørge for at driften skjer innenfor gjeldende regelverk. I tillegg til den miljømessige påvirkningen fører forholdene også med seg økonomiske tap for aktørene. Tapene kan komme i form av kostnader til gjenfangst og miljøgebyrer, dårligere kvalitet, og dermed lavere pris, samt svekket omdømme. Fokuset på miljø og bærekraft har de siste årene økt, og det er ingen tegn til at den trenden kommer til å snu de nærmeste årene. Aktører som ønsker å bedre sin posisjon i markedet må satse på nye teknologiske løsninger slik at de miljømessige påvirkningene blir minst mulig. Dersom praksisen med grønne konsesjoner videreføres vil dette være en forutsetning for å få tilgang til nye konsesjoner.

Innovasjon krever soliditet og risikokapital, hvilket vil favorisere de store aktørene dersom de er villige til å satse på nye prosjekt. For å bedre sine muligheter til å lykkes er de i tillegg avhengig av den beste kompetansen på området. Med nedgangstider i oljenæringen kan det tenkes at tilgangen på kvalifisert arbeidskraft vil øke de nærmeste årene.

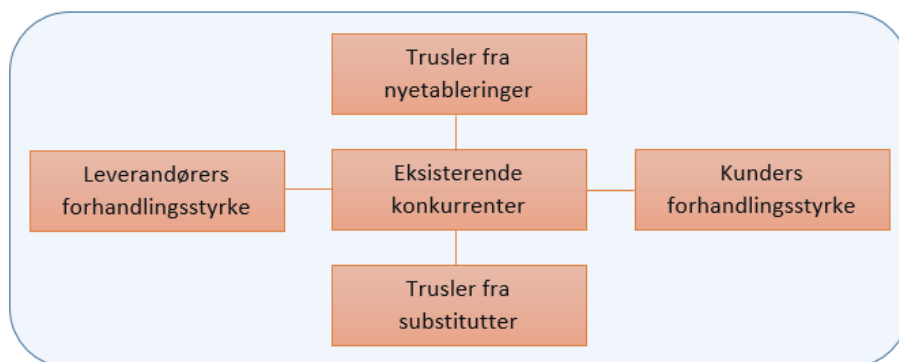
Juridiske forhold

Oppdrettsnæringen må forholde seg til rammebetingelsene som er vedtatt av politikerne. For å sikre etterlevelse av regelverket fører en rekke ulike organ tilsyn med næringen. Tilsynsorganene har ulike sanksjonsmuligheter dersom det oppdages forhold som strider med regelverket. For eksempel kan mattilsynet redusere tillatt biomasse ved et anlegg dersom de oppdager for høy konsentrasjon

av lakselus, eller i verste fall beordre nedslakt. Slike pålegg får store konsekvenser for aktørene, både med hensyn til lønnsomhet og omdømme. Det er ingen grunn til å tro at sanksjonene mot aktører i konflikt med regelverket vil reduseres i fremtiden.

4.1.2 Analyse av bransjeforhold

Lønnsomheten til en bransje avhenger av fem konkurransekrefter ifølge Porters femkraftsmodell (Porter, 1998, s. 4). Intensiteten av konkurransen i bransjen avgjør hvorvidt det er mulig for den enkelte aktør å oppnå lønnsomhet over bransjegjennomsnittet. De fem konkurransekraftene som vi skal analysere er illustrert i figur 4-3.



Figur 4-3: Porters femkraftsmodell (Fritt etter Porter, 1998)

Trusler fra nyetableringer

Trusler fra nyetableringer avhenger av hvor lett det er å etablere seg i en bransje. Høye inngangsbarrierer, kapitalkrevende virksomhet, stordriftsfordeler og differensierte produkter gjør det vanskeligere for nye aktører å etablere seg. Konesjonssystemet representerer en juridisk inngangsbarriere siden nyetablerte aktører ikke kan drive oppdrettsvirksomhet uten tillatelse. Antall konsesjoner er svært begrenset hvilket har ført til høye priser både ved førstegangs tildeling og annenhåndssalg. De høye konsesjonsprisene bidrar også til å gjøre oppdrettsnæringen kapitalkrevende. De økonomiske inngangsbarrierene blir derfor enda større. Oppdrettsnæringen er i utgangspunktet svært kapitalkrevende med produksjonssykluser som strekker seg over flere år, samt store investeringer i produksjonsanlegg og FoU. For at aktørene skal kunne utnytte anleggene og konsesjonene effektivt kreves det store volum av fisk. For eksempel er det behov for flere konsesjoner etterhvert som fisken vokser, siden vekten i hver enkelt konsesjon er begrenset til maksimal tillatt biomasse (780-900 tonn).

For å drive oppdrett lønnsomt er aktørene avhengige av å plassere oppdrettsanleggene på steder med gunstige vekstforhold for fisken. Slike lokasjoner finnes i begrenset antall og er spredt langs kysten på steder med dårlig infrastruktur. En naturlig antagelse vil være at de mest tilgjengelige lokasjonene med gunstige vekstforhold allerede er utbygget av etablerte aktører. Slike geografiske hindringer gjør at nye aktører får en ulempe sammenlignet med de etablerte.

Landbaserte oppdrettsanlegg som ikke krever konsesjon kan i fremtiden bli en realitet. En forutsetning for en slik endring er at anleggene først må vise til potensiell lønnsomhet. I et slikt scenario vil trusselen fra nyetableringer øke, men de etablerte aktørene vil fortsatt ha en fordel i form av kompetanse og kapital. Fersk slaktet laks er i utgangspunktet et standardprodukt hvor kvaliteten bedømmes ut fra en utbredt bransjestandard. Kundene kan på den måten enkelt bytte leverandør uten å risikere store endringer i kvalitet og pris. Dette er forhold som gjør det lettere for nye aktører å etablere seg.

Trusler fra nyetableringer ser ut til å være lav på nåværende tidspunkt, men kan på lengre sikt øke dersom nye konsesjoner blir lettere tilgjengelig.

Trusler fra substitutter

Substitutter er produkter som dekker samme behov hos konsumenten, og som han er villig til å bytte mellom ved relative prisendringer (Grant, 2010, s.70). Forhold som byttekostnader og grad av differensiering har stor betydning for hvor stor trusselen fra substitutter er.

Hva som er å anse som substitutter for oppdrettslaks kan variere avhengig av hvilke egenskaper man vektlegger. Et alternativ er å definere substitutter som all proteinrik mat, som storfe, svin, fjærkre og andre fiskearter. I utgangspunktet dekker alle de nevnte produktene menneskets behov for mat. Oppdrettslaks har historisk sett vært dyrere relativt til substituttene, men mer effektiv produksjon de senere år har ført til at forskjellen er i ferd med å utjevnes. Storfe, svin og fjærkre kan ikke karakteriseres som nære substitutter siden oppdrettslaks er differensiert i form av næringsinnhold med positive virkninger på helsen.

Et annet alternativ er å snevre inn substituttene til å være andre fiskearter. Det er nære substitutter som dekker omtrent samme behov hos forbrukeren. Helsedirektoratet (2015) anbefaler inntak av 300-450 gram fisk i uken, hvor minst 200 bør komme fra fet fisk som for eksempel laks. Oppdrett

av andre arter enn laks og ørret har vist seg å være utfordrende og til nå ingen suksess. Tilbudet av andre arter baserer seg derfor i stor grad av villfangst, som begrenses av bestandenes bærekraft. Oppdrettslaks og andre fiskearter ligger rundt samme prisnivå, med variasjoner basert på art, kvalitet og bearbeidingsgrad.

Trusler fra substitutter ser på nåværende tidspunkt ut til å være moderat.

Leverandørers forhandlingsstyrke

Hvor stor trusselen fra leverandørene er, avhenger i hovedsak av hvor enkelt det er for aktørene i bransjen å bytte leverandør samt den relative forhandlingsstyrken mellom partene (Grant, 2010, s.77). Dersom leverandørene har stor forhandlingsstyrke vil det bidra til å begrense bransjens lønnsomhet og fleksibilitet. Leverandørene til oppdrettsnæringen er i hovedsak fôrprodusenter siden fôrkostnaden utgjør omlag halvparten av kostnadene per kilo slaktet fisk. Produsenter av annet utstyr som benyttes i næringen er av mindre betydning og vil ikke bli diskutert nærmere.

Leverandørmarkedet består i hovedsak av noen få store fôrprodusenter (Skretting, EWOS, BioMar og Marine Harvest), hvilket betyr at de i utgangspunktet har sterk forhandlingsstyrke. Fiskefôr er et avansert produkt utviklet over lang tid for å sikre rask vekst hos oppdrettsfisken, og kan således ikke erstattes av andre fôrtyper.

Marine Harvest er en ny aktør innen fôrproduksjon og tar sikte på å selv produsere 60-80 prosent av eget behov for fiskefôr. Det at den største aktøren integrerer fôrproduksjon i verdikjeden sin tyder på at leverandørenes stilling svekkes. Flere andre store aktører kan i utgangspunktet følge etter, eller i hvert fall bruke det i fremtidige forhandlinger med fôrprodusentene. De store aktørene i oppdrettsnæringen handler i store volumer og slik sett er det et gjensidig avhengighetsforhold mellom dem og leverandørene. Fiskefôr er et avansert, men homogent produkt, og kunden kan derfor bytte leverandør uten for store kostnader.

Leverandørenes forhandlingsstyrke ser ut til å være moderat, etter å ha blitt svekket de siste årene på grunn av Marine Harvests etablering av egen fiskefôrproduksjon.

Kunders forhandlingsstyrke

Kunders forhandlingsstyrke avhenger av muligheter til å påvirke priser og betingelser. Trusselen fra kunder er størst når det er mange tilbydere og få kunder, samt ved lite differensierte produkter.

Oppdrettsbransjens kunder er i stor grad utenlandske grossister og norske dagligvarekjeder. Sluttbruker er likevel indirekte med på å bestemme hvilken pris aktørene i bransjen kan sette.

Store deler av oppdrettsfisken som selges og eksporteres er ikke videreforedlet og muligheten for differensiering, basert på produktegenskaper, er derfor ikke tilstede. Det er mange kjøpere og leverandører hvilket skaper et marked der leverandørene blir pristakere. Leverandørene blir derfor eksponert for store prissvingninger hvilket forsterkes ytterligere av lave byttekostnader og oppdrettsfiskens korte holdbarhet. Kundenenes forhandlingsstyrke kan på lang sikt reduseres ved å inngå strategiske samarbeidsavtaler. Aktørene arbeider mye med merkevarebygging både nasjonalt og internasjonalt. Dette har ført til at norsk sjømat har opparbeidet seg en sterk posisjon i det utenlandske markedet.

Kunders forhandlingsstyrke anses for å være noe høyere i Norge enn i utlandet på grunn av den sterke posisjonen norsk sjømat har der. Totalt sett anses kundenenes forhandlingsstyrke å være moderat til høy.

Eksisterende konkurrenter

Hvor stor trusselen fra eksisterende konkurrenter er, avhenger av konkurranseintensiteten i bransjen. Konkurranseintensiteten avhenger ifølge Grant (2010, s. 73-75) av blant annet markedskonsentrasjon, grad av produkt differensiering og kostnadsstrukturen i bransjen.

Oppdrettsbransjen er i en moden fase av livssyklusen hvilket innebærer lav vekstrate og en sterkere intern rivalisering mellom aktørene. Dersom en aktør skal vokse ytterligere må det i stor grad skje ved å ta markedsandeler fra andre aktører da det er begrenset antall konsesjoner tilgjengelig. Den interne rivaliseringen mellom aktørene i bransjen har ført til en økende markedskonsentrasjon, det vil si at en større andel av markedet deles av et lite utvalg aktører. Dette har skjedd i form av omstruktureringer og oppkjøp, i tillegg har eierskapsbegrensningen blitt fjernet, dermed er det ingen juridisk begrensning for videre vekst.

Med mangel på konsesjoner til videre vekst har fokuset hos de store aktørene de senere år dreid over mot produktutvikling og høyere grad av videreforedling. Dette har gitt muligheter til å øke omsetningen ved å tilføre produktene verdi, samt å nå et større marked med et større produktutvalg. Utvikling av differensierte produkter og fokus på merkevarebygging bidrar til at den enkelte aktør

kan styrke sin posisjon i markedet. Den eksisterende konkurransen i bransjen preges av begrensninger i antall konsesjoner og muligheter for å bestemme pris. Oppkjøp og merkevarebygging bidrar til å øke rivaliseringen. I tillegg kjemper aktørene om store langsiktige kontrakter for leveranse til de sentrale kundene.

Rivaliseringen i oppdrettsbransjen anses å være lav til moderat.

4.1.3 Oppsummering - Ekstern bransjeorientert analyse

Den bransjeorienterte analysen belyser forhold som danner grunnlaget for en eventuell bransjefordel. En bransjefordel vil si at bransjen samlet sett oppnår en avkastning som er høyere enn avkastningskravet. Bransjefordelen øker dersom bransjen har muligheter og reduseres dersom bransjen står overfor trusler (Knivslå, 2014, s. 02-27).

De sentrale makroforholdene i oppdrettsnæringen er konsesjonssystemet, lakseprisen samt miljø og bærekraft. Konsesjonssystemet er avgjørende for næringens videre utviklingsmuligheter og endringer i konsesjonssystemet kan ha både positive og negative effekter på bransjens lønnsomhet. Myndighetenes restriktive konsesjonspolitik representerte en trussel for videre vekst, samtidig som det bidrar til å holde prisen på laks høy. Stadig større fokus på miljø og bærekraft fører til en mer kapitalkrevende bransje, men samtidig vil det være store muligheter for videre vekst i lønnsomhet dersom nye innovative løsninger utvikles.

Hvor intensiv konkurransen er innad i bransjen avgjør om aktørene er i stand til å selv oppnå rentabilitet over avkastningskravet. Alternativet er at lønnsomheten i bransjen reduseres mot avkastningskravet, til fordel for kunder og leverandører.

Høye inngangsbarrierer, homogent produkt og råvaretilgang er de viktigste forholdene som har betydning for konkurranseintensiteten i oppdrettsbransjen. Konsesjonskrav og kapitalintensiv drift gjør at inngangsbarrierene er høye, hvilket fører til at oppdrettsbransjen skjermes for konkurranse. Fôrleverandørene har tradisjonelt hatt mye makt, men de siste årene har posisjonen deres blitt svekket. Den lave bearbeidingsgraden har gjort det vanskelig å differensiere produktene som tilbys i bransjen. Økt fokus på høyere bearbeidingsgrad bedrer mulighetene for differensiering samtidig som aktørene styrker sin merkevare. Tabell 4-1 illustrerer resultatet av bransjeanalysen ved bruk av Porters femkraftsmodell.

	Lav	Lav/moderat	Moderat	Moderat/høy	Høy
Trusler fra nyetableringer	X				
Trusler fra substitutter			X		
Leverandørers forhandlingsstyrke			X		
Kunders forhandlingsstyrke				X	
Intern rivalisering		X			

Tabell 4-1: Resultat av bransjeanalysen

Konkurransenintensiteten i oppdrettsbransjen vurderes til å samlet sett være moderat, og det antas derfor at det kan være mulig å oppnå bransjefordel for oppdrettsnæringen.

4.2 Intern ressursorientert analyse

For å vurdere om selskapet har en ressursorientert strategisk fordel benytter vi intern ressursorientert strategisk analyse. Ressursorientert strategisk fordel (ressursfordel) innebærer at selskapet har en rentabilitet som er høyere enn bransjen forøvrig. Poterba og Summers (1988) hevder at et selskaps avkastning er tilbakevendende mot gjennomsnittet (“mean reverting”), og at det slik sett ikke er mulig å utnytte en langvarig strategisk fordel.

Selskapets sterke og svake sider relativt til bransjen reflekteres av de interne ressursene. Barney (2011, s.121) definerer et selskaps ressurser som “alle eiendeler, evner, kompetanse, organisering, attributter, informasjon, kunnskap og så videre som er kontrollert av et selskap, og muliggjør implementering av strategier som øker selskapets effektivitet”. For å analysere selskapets interne ressurser benyttes VRIO-analyse. Vi skal først presentere VRIO-analyseverktøy, deretter skal vi kartlegge og analysere Lerøys viktigste interne ressurser.

4.2.1 VRIO-analyse


VRIO-analyse er et analyseverktøy som benyttes for å avgjøre om selskapets ressurser representerer styrker eller svakheter og gir konkurransemessige fortrinn eller ulemper. VRIO-analysen består av en serie spørsmål angående forhold vedrørende selskapets ressurser (Barney, 2011, s.125):

- Spørsmål om ressursen er verdifull (valuable): Selskapet innehar ressurser og kapabiliteter som setter det i stand til å respondere på utenforliggende trusler og muligheter.
- Spørsmål om ressursen er sjelden (rare): Ressursen er for øyeblikket kontrollert av bare et fåtall konkurrerende selskaper.
- Spørsmål om ressursen er ikke-imiterbar (imitability): Det medfører en kostnadsnevende ulempe for bedrifter som forsøker å skaffe seg eller erverve ressursen

- Spørsmål om ressursen er effektivt organisert (organization): Selskapets strategier og prosedyrer er organisert slik at de støtter opp under utnyttelse av ressurser som er verdifulle, sjeldne og kostnadskrevenne å imitere.

De konkurransemessige implikasjonene avhenger av hvor verdifull, sjelden, ikke-imiterbar og effektivt organisert den enkelte ressursen er. Basert på VRIO-analysen kan ressursene ifølge Barney (2011, s.136) representere styrker, svakheter og særegen kompetanse for selskapet.

Analyseverktøyet er oppsummert i tabell 4-2.

Verdifull	Sjelden	Ikke-imiterbar	Effektivt organisert	Konkurransemessige implikasjoner	Styrke eller svakhet
Nei	-	-	Nei	Konkurransemessig ulempe	Svakhet
Ja	Nei	-		Konkurransemessig paritet	Styrke
Ja	Ja	Nei		Midlertidig konkurransemessig fortrinn	Styrke og særegen kompetanse
Ja	Ja	Ja		Varig konkurransemessig fortrinn	Styrke og varig særegen kompetanse
Ja	Ja	Ja		Ja	

Tabell 4-2: VRIO-analyseverktøy (Barney, 2011, s.136)

Produktutvikling og merkevare

Lerøy skiller seg fra konkurrentene ved at de i tillegg til oppdrettslaks og -ørret, også produserer annen type sjømat som hvit fisk og skalldyr. I tillegg kommer en større andel av Lerøys inntekter fra salg av videreforedledede produkter. Ved å selge produktene til sluttbruker under egne merkevarenavn har Lerøy opparbeidet seg en sterk posisjon i både det norske og internasjonale markedet. En sterk merkevare bidrar til blant annet økt kundelojalitet og høyere prismargin (Framnes, et al., 2011, s. 265). Lerøy har et bredt produktsortiment som stadig utvikles, hvilket gjør det lettere å nå en større del av markedet. Fremtidige endringer i markedspreferanser er vanskelige å forutse, men ved å tilby et bredt sortiment gjør Lerøy seg mindre sårbar for endringer, samtidig som de kan være med på å prege endringen i preferansene.

I oppdrettsnæringen er det begrensede muligheter for organisk vekst på grunn av juridiske begrensninger. Begrenset produksjonsmengde gjør at aktørene må utnytte ressursene best mulig for å øke sine inntekter. Produktutvikling og merkevarebygging blir stadig viktigere ressurser for aktørene i bransjen dersom de skal fortsette å vokse.

Lerøys produktutvikling og merkevare representerer verdifulle ressurser som bare et fåtall andre aktører besitter. Andre aktører kan tilegne seg tilsvarende ressurser, men det knyttes usikkerhet til hvor kostnadskrevenne det vil være. Spesielt den sterke markedsposisjonen kan være kostnadskrevenne og vanskelig å tilegne seg. Samlet sett har Lerøy et konkurransemessig fortrinn, og siden ressursen vanskelig kan imiteres trekker det i retning av å være varig.

Innovasjonsevne

Lerøy har investert betydelige midler i utvikling av nye metoder for oppdrett av laks, og oppdrett av annen sjømat. I tillegg fokuserer selskapet på å finne nye biomassekilder, det vil si at de ikke bare fokuserer på produktet til sluttbruker, men også på bærekraftige innsatsfaktorer. De har flere ganger vært først ute med nye produkt i markedet, og ble tildelt en grønn konsesjon i gruppe C, som krevde vesentlige innovasjoner. Med det sterke fokuset på bærekraft er innovasjonsevne utvilsomt en verdifull ressurs, spesielt nå som det er en forutsetning for konsesjonstildeling. Lerøy er bare en av mange aktører som evner å komme med nye innovative løsninger, det viste den forrige konsesjonsrunden i 2013, da de 122 søknadene i gruppe C resulterte i at ti ulike aktører ble tildelt konsesjon (Fiskeridirektoratet, 2014b).

Lerøys innovasjonsevne er en verdifull ressurs, men siden den er utbredt i oppdrettsbransjen gir den bare selskapet grunnlag for konkurransemessig paritet.

Tilgang på innsatsfaktorer

Lerøys verdikjede er helintegret fra stamfiskproduksjon til videreforedling og salg. Dette betyr at selskapet selv kontrollerer råvaretilgangen for en stor del av verdikjeden. Selskapet er selvforsynt med rogn og smolt, etter etableringen av sitt nye smolt-anlegg i 2013 (Lerøy Årsrapport 2013, s. 5). Lerøy kjøpte i 2013 alt fiskefôret av de to store fôrprodusentene EWOS og Skretting og har med det ikke like stor kontroll over tilgangen på fôr som de har på andre råvarer. Fiskefôr er den viktigste innsatsfaktoren og representerer den største kostnaden i oppdrettsnæringen.

Lerøys tilgang på innsatsfaktorer skiller seg ikke mye fra næringen forøvrig, bortsett fra at Marine Harvest har mer kontroll over fôr-tilgangen ved at de produserer 60-80 prosent av eget behov. Dersom Lerøy skulle tilegnet seg kontroll også over fôr-ressursen ville det krevd store investeringer, og vært tidkrevende.

Lerøys tilgang på andre innsatsfaktorer enn fiskefôr representerer en verdifull ressurs tilsvarende bransjestandard, hvilket gir konkurransemessig paritet. Tilgangen på fiskefôr er den mest verdifulle ressursen, men siden Lerøy ikke kontrollerer den representerer ressursen en konkurransemessig ulempe. Totalt sett representerer Lerøys tilgang på innsatsfaktorer en liten konkurransemessig ulempe.

Lokalisering

Lerøy sine oppdrettsanlegg, slakteri og videreforedlingsfabrikker er lokalisert langs norskekysten, i tillegg har selskapet eierandeler i oppdrettsanlegg i Skottland. Ved å ha en stor andel av produksjonen i Norge utnytter Lerøy de gode vekstforholdene i landet. De slipper også å bruke ressurser på å sette seg inn i regelverk og særegenheter forbundet med oppdrettsvirksomhet i andre land, og kan spesialisere seg på norske forhold. Det finnes også ulemper ved å være lokalisert i Norge, som høyt kostnadsnivå, til dels dårlig infrastruktur og lange avstander til noen av de største markedene. Det at selskapet bare opererer i ett geografisk område kan føre til at større andel av deres lokaliteter blir rammet i forbindelse med biologiske utfordringer. Tilgangen til konsesjoner i Norge er svært begrenset, likevel har de andre aktørene i utvalget valgt samme strategi ved å ha mesteparten av oppdrettsvirksomheten sin langs norskekysten.

Lerøys lokalisering langs norskekysten er en verdifull, men ikke sjelden ressurs i oppdrettsnæringen. Selskapet er imidlertid i større grad eksponert for risiko på grunn av begrenset geografisk spredning. Utnyttelse av ressursen vil derfor medføre marginal konkurransemessig ulempe.

Strategiske samarbeidsavtaler

Lerøys historikk viser stor evne til å skape gode relasjoner til andre aktører i næringen. Selskapet har et pågående strategisk samarbeid med SalMar som innebærer at de kan benytte hverandres slakteri og videreforedlingsfabrikker. I tillegg har de to aktørene felles eierskap i Norskott Havbruk som driver med oppdrett i Skottland. Selskapet de to partene eide sammen i Finnmark, Villa Organic ble i 2014 fisjonert og konsesjonene delt likt mellom eierne. I Danmark har Lerøy et strategisk samarbeid med en dansk eksportbedrift for å produsere, markedsføre og distribuere ferskpakket sjømat i Danmark og Tyskland. Samarbeidsavtalene medfører fordeler i form av stordriftsfordeler, fleksibilitet, lavere kapitalbinding og styrket markedsposisjon.

Avtalene representerer en verdifull ressurs for Lerøy, og samarbeidet med SalMar utmerker seg som enestående i oppdrettsbransjen. Det skal svært mye til for at andre store aktører i bransjen skal få til et så langvarig og omfattende samarbeid.

Lerøy har med sine strategiske samarbeidsavtaler verdifulle og sjeldne ressurser som ikke kan tilegnes av andre aktører uten at det vil medføre store kostnader. Ressursen gir derfor grunnlag for et varig konkurransemessig fortrinn.

Finansiell stilling

Lerøy har en egenkapitalandel på rundt 50 prosent, og er med det tilsynelatende solid finansiert selv i den kapitalkrevende oppdrettsbransjen. Høy egenkapitalandel gir lavere risiko som gjenspeiles i form av lavere konkurrisiko og derav også lavere avkastningskrav. Solid finansiell stilling representerer dermed en verdifull ressurs. Det påpekes imidlertid at Lerøy har balanseførte immaterielle eiendeler tilsvarende rundt 50 prosent av bokført egenkapital. Ved en konkursliknende situasjon vil verdien av egenkapitalen kunne falle dramatisk som følge av nedskrivninger av immaterielle eiendeler. Stor andel immaterielle eiendeler indikerer derfor at den finansielle stillingen er noe svakere enn hva egenkapitalandelen isolert sett skulle tilsi. Andre aktører har tilsvarende egenkapitalandel som Lerøy, og omtrent like stor andel immaterielle eiendeler. Dette er naturlig siden næringen er kapitalkrevende og aktørene er avhengig av konsesjoner. Historien viser at aktørene har gjort store investeringer i produksjonsfasiliteter og konsesjoner. Marine Harvest investerte flere hundre millioner kroner i sin fôrfabrikk i 2012 og 2013 (Marine Harvest, Årsrapport 2012 og 2013), og SalMar kjøpte grønne konsesjoner i gruppe B for nesten 500 millioner i 2013 (Fiskeridirektoratet, 2014c). Svingninger i egenkapitalandelen til aktørene vil derfor forekomme, som Marine Harvest sin reduksjon på rundt 10 prosentpoeng fra 2013 til 2014. Ved å ha en egenkapitalandel godt over "covenants-kravet" gir det i tillegg til finansiell soliditet, også fleksibilitet.

Lerøy besitter en verdifull, men ikke sjelden ressurs med sin solide finansielle stilling. Ressursen gir dermed grunnlag for konkurransemessig paritet.

4.2.2 Oppsummering - Intern ressursorientert analyse

Internanalysen danner grunnlaget for å vurdere om Lerøy har en ressursorientert strategisk fordel utover bransjefordelen. En ressursfordel gjør Lerøy i stand til å utnytte mulighetene og unngå

truslene i større grad enn konkurrentene, og dermed gi en avkastning over bransjegjennomsnittet.

Tabell 4-3 viser resultatet fra VRIO-analysen av Lerøys viktigste ressurser.

Ressurs	Verdifull	Sjelden	Ikke- imiterbar	Effektivt organisert	Konkurransemessige implikasjoner
Tilgang på innsatsfaktorer	Ja	-	-	Nei	Konkurransemessig ulempe
Lokalisering	Ja	Nei	-	Ja	Marginal konkurransemessig ulempe
Innovasjonsevne	Ja	Nei	-	Ja	Konkurransemessig paritet
Finansiell stilling	Ja	Nei	-	Ja	Konkurransemessig paritet
Produktutvikling og merkevare	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig konkurransemessig fortrinn
Strategiske samarbeidsavtaler	Ja	Ja	Ja	Ja	Varig konkurransemessig fortrinn

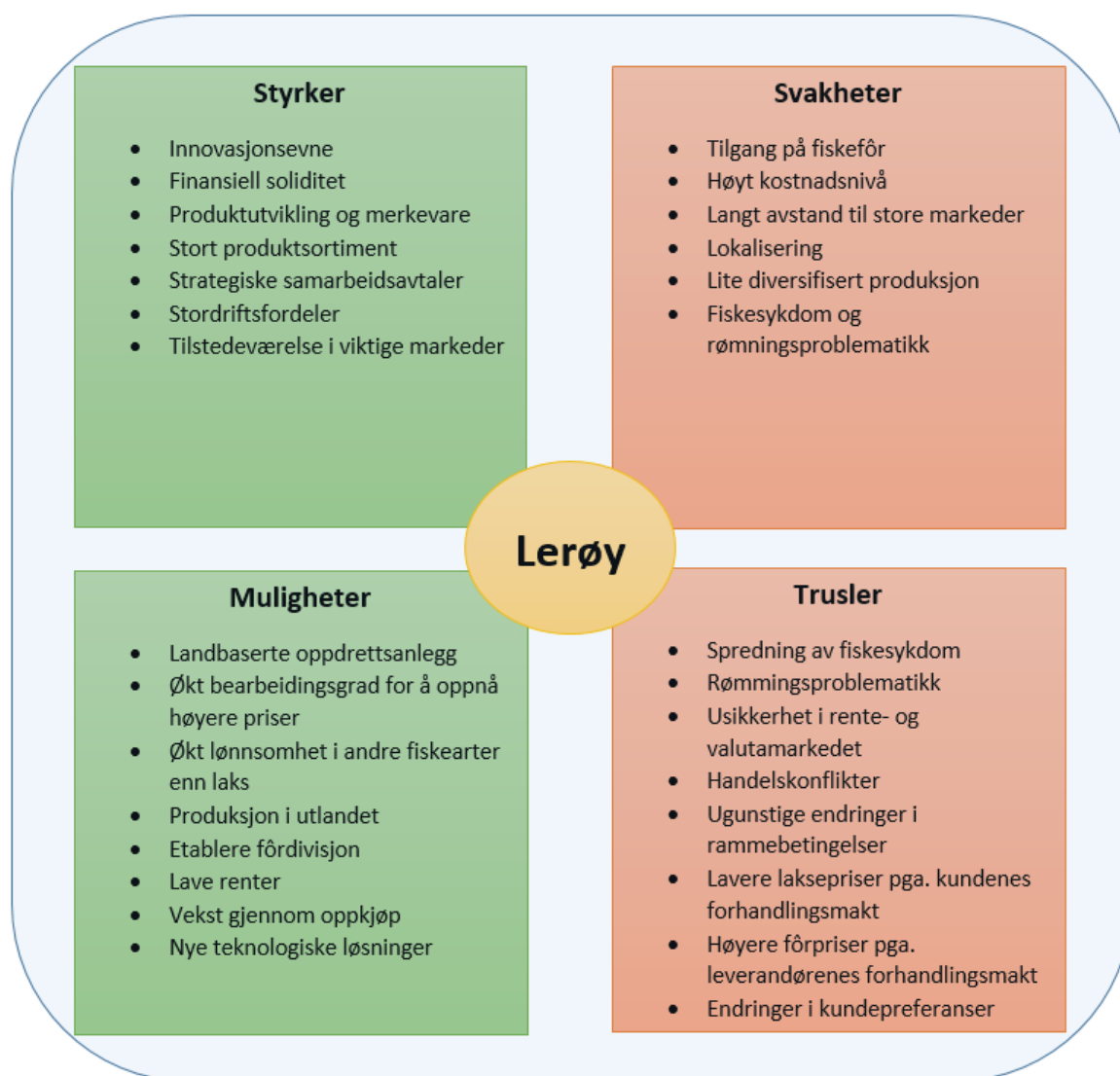
Tabell 4-3: Resultatet fra VRIO-analysen

Lerøy har mange verdifulle ressurser som de utnytter effektivt. Tilgangen på fiskefôr er selskapets svakeste ressurs hvor de er avhengig fullt ut av andre leverandører. Dette stiller Lerøy i en betydelig svakere konkurransemessig posisjon enn deres største konkurrent. I tillegg stiller Lerøy marginalt svakere enn konkurrentene ved at deres lokalisering utelukkende er sentrert rundt norskekysten. Lerøys ressurser i form av innovasjonsevne og finansiell stilling er likeverdige med bransjen forøvrig. Effektiv utnyttelse av disse gjør at Lerøy er i stand til å hevde seg på lik linje med konkurrentene i bransjen. Lerøys viktigste konkurransemessige ressurser er strategiske samarbeidsavtaler samt produktutvikling og merkevare. Disse ressursene er sjeldne i bransjen, og vanskelig å imitere uten at det medfører store kostnader. Lerøys effektive utnyttelse av dem danner grunnlaget for et varig konkurransemessig fortrinn.

Resultatet fra VRIO-analysen viser at Lerøy har interne ressurser som samlet gir grunnlag for liten konkurransemessig fordel. Det forventes derfor at Lerøy oppnår en noe høyere avkastning enn bransjen forøvrig. Det er usikkert hvor stor betydning denne fordelingen vil ha for fremtidig lønnsomhet på grunn av lønnsomhetens tilbakevending mot gjennomsnittet (“mean reversion”).

4.3 Oppsummering - strategisk fordel og risiko

SWOT-analyse er et strategisk analyseverktøy som benyttes til å oppsummere interne og eksterne forhold som påvirker selskapets konkurransevne (Johnson et al., 2014, s.91-92). Lerøys interne forhold ble kartlagt i den interne ressursorienterte analysen og reflekterer selskapets styrker og svakheter. Lerøys omgivelser og konkurranseforhold ble kartlagt i den eksterne bransjeorienterte analysen og reflekterer selskapets muligheter og trusler. I SWOT-analysen under presenteres de viktigste funnene fra de ulike analysene. Ved å presentere styrkene, svakhetene, mulighetene og truslene i en SWOT-matrise er det lettere å se hvilke ressurser selskapet har som gjør dem i stand til å utnytte mulighetene og unngå truslene i bransjen.



Figur 4-4: SWOT-analyse

5 Regnskapsanalyse

Formålet med regnskapsanalysen er å tilegne kunnskap og innsikt vedrørende virksomhetens underliggende økonomiske forhold gjennom analyse av selskapets finansregnskap. Kunnskap om nåværende posisjon og historisk utvikling kan så benyttes til å predikere fremtidige økonomiske forhold. Når vi skal bruke regnskapsanalysen til å finne verdien av egenkapitalen til Lerøy utfører vi i stor grad en investororientert analyse der fokuset vil avvike noe fra den mer kreditororienterte finansielle rapporteringen.

5.1 Rammeverk for regnskapsanalyse

For å gjennomføre regnskapsanalysen på en god måte er det nyttig å følge et rammeverk. Vi har benyttet Knivsflå (2014, 03, s. 15) sitt rammeverk for regnskapsanalyse.



Figur 5-1: Rammeverk for regnskapsanalyse

Det første steget i regnskapsanalysen er å klargjøre noen fundamentale forutsetninger som får konsekvenser for den videre analysen. Det andre steget innebærer at de rapporterte regnskapstallene omgrupperes slik at de kan brukes til den mer investororienterte analysen. I det tredje steget analyseres potensielle målefeil og det gjøres eventuelt nødvendige justeringer. Videre i kapittel 6, 7 og 8 utføres steg fire og fem, der risikoen og rentabiliteten analyseres og måles opp mot bransjegjennomsnittet.

5.2 Forberedelse til regnskapsanalyse

Før regnskapsanalysen kan gjennomføres må vi avklare hvilken informasjon vi skal bruke, hvor lang analyseperioden skal være og hvilke komparative virksomheter som skal utgjøre bransjegjennomsnittet.

5.2.1 Valg av analysenivå

En virksomhet kan analyseres på ulike måter, enten som helhet eller inndelt i ulike forretningsområder. Hvilket analysenivå som bør velges avhenger av antall forretningsområder, hvor ulike forretningsområdene er, og tilgang på regnskapsinformasjon for det enkelte forretningsområdet. Lerøys aktiviteter fordeler seg på ulike forretningsområder som oppdrett, slakting, videreforedling og salg- og distribusjon. I konsernets årsregnskap rapporteres inntektene bare fordelt på to

segmenter, produksjon og salg- og distribusjon. En analyse av hvert enkelt forretningsområde ville dermed vært vanskelig å gjennomføre da tilgang på regnskapsinformasjon er svært begrenset. Selv om Lerøys aktiviteter skiller seg klart fra hverandre i selve utførelsen, handler de om å nå det samme målet, å levere kvalitetssjømat. Aktivitetene er gjensidig avhengig av hverandre og de kan skape positive synergieffekter slik at det er naturlig å analysere alle Lerøys aktiviteter under ett.

Videre må vi ta stilling til om konsernregnskapet eller morselskapets selskapsregnskap skal analyseres. Selskapsregnskapet viser investeringer i datterselskap i form av en balansepost og en resultatpost, mens konsernregnskapet tar sikte på å rapportere mor- og datters økonomiske forhold samlet. Konsernregnskapet er mer omfattende og gir rikere informasjon vedrørende den samlede virksomheten. Vi vil derfor basere analysen på konsernregnskapet til Lerøy.

5.2.2 Valg av analyseperiode

Analyseperiode vil si hvor mange år tilbake i tid vi skal analysere. Hvor mange år som bør velges avhenger av om virksomheten er stabil over tid og om bransjen er syklisk. Sykliske bransjer kjenne- tegnes av store konjunktursvingninger som vil prege alle aktørene i bransjen. Ved analyse av virksomheter i slike bransjer må analyseperioden reflektere normalen, og ikke bare en topp eller bunn. Oppdrettsbransjen kan karakteriseres som en syklisk bransje siden det forekommer store endringer i lakseprisen som får direkte konsekvenser for resultatene aktørene oppnår.

Lerøy er en etablert aktør, og følger den generelle trenden i bransjen hvor de store aktørene har sterk vekst. Jevn vekst over tid, i form av flere konsesjoner, fabrikker og oppkjøp fører til at eldre regnskapsinformasjon egner seg dårlig til å projisere fremtidig lønnsomhet. Flere konsesjoner, fabrikker og oppkjøp taler for en relativt kort analyseperiode. Ved å velge en analyseperiode på fem år hensyntas Lerøys vekst de siste årene, samtidig som virkningen av konjunkturer reduseres. Analyseperioden blir derfor fra 2010 til 2014, i tillegg tar vi med 2009 i oversikten siden tallene benyttes for å beregne endringen fra år til år.

5.2.3 Valg av komparative virksomheter

Uten en målestokk er det vanskelig å si om Lerøys resultater er gode eller dårlige. Vi må derfor velge et utvalg av virksomheter som ligner på Lerøy slik at de danner et bransjegjennomsnitt. Utvalget av komparative virksomheter vil derfor utgjøre et viktig sammenligningsgrunnlag for analysen av Lerøys lønnsomhet og finansielle risiko. Selskapene som vi har valgt å ha med i

bransjegjennomsnittet er Marine Harvest, Grieg Seafood og SalMar. Bakgrunnen for valget er gjort rede for i avsnitt 2.3.2. I tillegg tas Lerøy med i sammenligningsgrunnlaget, ettersom det i strategisk regnskapsanalyse er ønskelig å sammenligne forholdstall mot bransjegjennomsnittet (Knivsflå 2014, 03, s.32). Hvorvidt dette er korrekt i praksis kan diskuteres, siden vi uansett ikke får dannet et bilde av hele bransjen. Det å inkludere analyseobjektet i bransjeutvalget kan imidlertid forsvares i dette tilfellet, da Lerøy ikke utgjør en for stor del av bransjegjennomsnittet. I tillegg ville Marine Harvest representert en for stor andel av bransjegjennomsnittet om ikke Lerøy var inkludert.

5.3 Presentasjon av rapporterte tall

I dette avsnittet blir Lerøys resultatregnskap, balanse og endring i egenkapital presentert. Regnskapsdata er hentet fra siste tilgjengelige årsrapport for årene 2009-2013 og for 2014 er tallene basert på foreløpige årstall fra delårsrapport for fjerde kvartal 2014. Kvartalsrapport innebærer lavere detaljnivå enn årsrapport slik at det var nødvendig å splitte opp enkelte poster. Netto finansposter ble splittet til finansinntekt (normal), finanskostnad (normal) og unormalt finansresultat. Finansielle anleggsmidler ble splittet til tilknyttede selskap, langsiktige finansielle investeringer, langsiktige finansielle fordringer og pensjonsmidler. Fordelingen ble gjort basert på tidligere års forholdsmessige fordeling postene mellom. Den samme oppstillingen ble gjort for de komparative virksomhetene, og også der måtte vi foreta oppsplitting av diverse mindre poster på samme måte som for Lerøy.

Resultatregnskap Lerøy: 2009-2014

Alle tall i 1 000 NOK	IFRS					
Resultatregnskap for konsernet	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Driftsinntekter	7 473 587	8 884 914	9 162 813	9 097 146	10 764 714	12 579 465
- Varekostnader	5 042 424	5 612 160	5 866 180	6 442 319	6 781 433	8 003 339
- Lønn og andre personalkostnader	690 477	777 845	967 789	1 031 872	1 094 464	1 270 880
- Andre driftskostnader	586 743	691 791	858 107	853 884	1 004 148	1 262 518
Driftsresultat før avskrivninger og verdijustering av biologiske eiendeler (EBITDA)	1 153 943	1 803 118	1 470 737	769 071	1 884 669	2 042 728
- Avskrivninger	204 007	219 624	271 899	291 768	307 175	369 480
= Driftsresultat før unormale poster	949 936	1 583 494	1 198 838	477 303	1 577 494	1 673 248
+ Verdijustering av biologiske eiendeler	60 483	298 538	-615 767	294 735	764 229	-327 414
- Nedskrivning av driftsrelaterte eiendeler	0	0	0	33 000	5 500	1 982
+ Gevinst/tap ved salg av driftsrelaterte eiendeler	220	2 757	14 060	5 795	53 805	117 409
- Andre unormale driftskostnader	0	0	0	0	0	0
= Driftsresultat (EBIT)	1 010 639	1 884 789	597 131	744 833	2 390 028	1 461 261
+ Nettoresultat fra tilknyttet selskap - normalt	62 744	122 006	19 741	24 831	192 188	91 939
+ Nettoresultat fra tilknyttet selskap - unormalt	0	0	0	0	0	0
+ Finansiinntekt - normal	13 182	16 704	41 229	33 972	17 951	21 825
- Finanskostnad - normal	95 455	81 832	121 821	128 691	120 258	141 195
+ Unormalt finansresultat	-3 832	-1 144	-1 292	-434	467	-419
= Resultat før skatt, diskontinuerlig virksomhet og minoritet	987 278	1 940 523	534 988	674 511	2 480 376	1 433 411
- Skattekostnad - normal	257 137	510 952	156 310	182 749	593 981	328 939
- Skattekostnad - unormal	0	0	0	0	0	0
= Resultat før diskontinuerlig virksomhet og minoritet	730 141	1 429 571	378 678	491 762	1 886 395	1 104 472
+ Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	0	0	0	0	0	0
= Årsresultat før minoritet	730 141	1 429 571	378 678	491 762	1 886 395	1 104 472
- Netto minoritetsresultat	653	10 062	-4 028	10 963	153 043	48 557
= Årsresultat til majoritet	729 488	1 419 509	382 706	480 799	1 733 352	1 055 915

Tabell 5-1: Resultatregnskap Lerøy 2009-2014

Balanseoppstilling Lerøy: 2009-2014 (eiendeler):

Alle tall i 1 000 NOK	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Immaterielle eiendeler	2 964 072	3 851 457	3 885 419	3 993 598	3 998 948	4 276 654
+ Varige driftsmidler	1 225 399	1 586 334	1 836 384	2 094 539	2 377 012	2 676 716
+ Tilknyttede selskaper	272 970	338 864	329 168	331 056	735 071	583 902
+ Langsiktige finansielle investeringer	23 115	22 989	23 173	18 281	5 553	4 095
+ Langsiktige finansielle fordringer	11 928	8 129	8 453	8 607	26 171	19 297
+ Pensjonsmidler	0	0	0	0	0	0
= Sum anleggsmidler	4 497 484	5 807 773	6 082 597	6 446 081	7 142 755	7 560 664
+ Biologiske eiendeler	1 858 562	2 706 733	2 370 938	2 724 941	3 727 361	3 681 993
+ Andre varer	236 311	290 379	328 045	326 225	358 482	524 947
+ Kundrefordringer	876 127	1 013 932	934 443	995 289	1 486 428	1 454 110
+ Andre driftsrelaterte fordringer	130 734	176 282	148 395	199 083	316 192	276 378
+ Finansielle fordringer	0	0	0	0	0	0
+ Kontanter, bank og lignende	707 989	1 357 096	1 597 429	1 082 797	872 513	1 360 272
= Sum omløpsmidler	3 809 723	5 544 422	5 379 250	5 328 338	6 760 976	7 297 700
= Sum eiendeler	8 307 207	11 352 195	11 461 847	11 774 419	13 903 731	14 858 364

Tabell 5-2: Balanseoppstilling Lerøy 2009-2014 (eiendeler)

Balanseoppstilling Lerøy: 2009-2014 (egenkapital og gjeld):

Alle tall i 1 000 NOK	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Egenkapital, majoritet	4 281 688	5 445 710	5 262 835	5 314 575	6 755 200	7 262 315
+ Minoritetsinteresser	18 568	548 564	534 931	649 381	793 747	817 282
= Sum egenkapital konsernet	4 300 256	5 994 274	5 797 766	5 963 956	7 548 947	8 079 597
Utsatt skatt	834 877	1 260 028	1 083 693	1 230 458	1 486 972	1 625 218
+ Pensjonsforpliktelser	14 990	9 025	7 812	7 646	3 227	8 453
+ Annen langsiktig rentefri gjeld	826	1 312	7 168	44 788	36 700	36 448
+ Langsiktig rentebærende gjeld	1 504 707	2 221 701	2 429 365	2 402 770	2 356 803	2 767 118
= Sum langsiktig gjeld	2 355 400	3 492 066	3 528 038	3 685 662	3 883 702	4 437 237
Kortsiktige kreditter	646 105	434 121	760 977	911 887	682 574	469 276
+ Skyldige offentlige avgifter mv.	55 671	74 312	62 386	66 915	103 656	98 914
+ Betalbar skatt	93 551	395 233	322 105	88 925	320 344	303 726
+ Leverandørgjeld	615 996	638 213	705 165	826 677	1 059 434	1 115 077
+ Annen kortsiktig gjeld	240 228	323 976	285 410	230 400	305 074	354 537
= Sum kortsiktig gjeld	1 651 551	1 865 855	2 136 043	2 124 801	2 471 082	2 341 530
= Sum egenkapital og gjeld	8 307 207	11 352 195	11 461 847	11 774 419	13 903 731	14 858 364

Tabell 5-3: Balanseoppstilling Lerøy 2009-2014 (EK og gjeld)

Endring i egenkapital Lerøy: 2009-2014:

Endring i egenkapital	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Egenkapital 01.01 (Majoritet)	3 743 685	4 281 688	5 445 710	5 262 835	5 314 575	6 755 199
+ Fullstendig nettoresultat til EK	685 456	1 422 140	379 166	431 474	1 813 827	1 049 590
- Betalt utbytte	150 147	376 205	545 774	382 042	382 042	545 774
+ Netto kapitalinskudd	2 694	118 087	-16 267	2 308	8 839	3 300
= Egenkapital 31.12 (Majoritet)	4 281 688	5 445 710	5 262 835	5 314 575	6 755 199	7 262 315

Tabell 5-4: Endring i EK Lerøy 2009-2014

5.4 Omgruppering for analyse

Målet med omgruppering er å skreddersy regnskapsinformasjonen til analyseformålet (Knivsflå 2014 04, s.4). Oppstillingene i regnskap ført etter IFRS er i utgangspunktet mer kreditororientert enn investororientert. Når vi skal vurdere verdien av egenkapitalen til Lerøy er vi avhengig av en mer investororientert oppstilling, og foretar derfor først en omgruppering av de rapporterte tallene.

5.4.1 Omgruppering av resultatregnskapet

Omgruppering av resultatregnskapet kan ifølge Knivsflå (2014, 04, s.12) deles inn i fire steg som skal gjennomgås under.

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

Steg 1: Identifisering av fullstendig nettoresultat

Fullstendig nettoresultat (FNR) til egenkapitalen er gitt ved:

$$\text{Fullstendig nettoresultat} = \text{Rapportert årsresultat} + \text{Annet fullstendig resultat} + \text{«Dirty surplus»}$$

Formel 5-1: Fullstendig nettoresultat til EK

Lerøy rapporterer etter IFRS og annet fullstendig resultat fremkommer derfor under oppstillingen for totalresultat. “Dirty surplus” forekommer ved brudd på kongruensprinsippet, det vil si at kostnader blir ført direkte mot egenkapitalen. I utgangspunktet skal “dirty surplus” være lik null, men i Lerøys årsrapport ble det observert emisjonskostnader ført direkte mot egenkapitalen som vi valgte å klassifisere som finansielt “dirty surplus”.

Fullstendig nettoresultat til egenkapital:

Alle tall i 1 000 NOK	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Årsresultat	729 488	1 419 507	382 705	480 797	1 733 352	1 055 916
+ Driftsrelatert annet fullstendig resultat	-44 032	2 833	1 620	-15 473	73 506	84 781
+ Finansielt annet fullstendig resultat	0	0	-5 159	-33 850	6 969	-91 107
= Rapportert totalresultat	685 456	1 422 340	379 166	431 474	1 813 827	1 049 590
+ Driftsrelatert «dirty surplus»	0	0	0	0	0	0
+ Finansielt «dirty surplus»	0	-200	0	0	0	0
= Fullstendig nettoresultat til EK	685 456	1 422 140	379 166	431 474	1 813 827	1 049 590

Tabell 5-5: Fullstendig nettoresultat til EK 2009-2014

Steg 2: Fordeling av fullstendig nettoresultat

Fullstendig nettoresultat kan deles opp i driftsrelaterte og finansrelaterte poster. Videre kan det fullstendige nettoresultatet fordeles på de ulike kapitalene i balansen slik at hver kapitalens resultat før skatt fremkommer. For å finne verdien på egenkapitalen til Lerøy må kildene til totalresultatet finnes og fordeles. For mange poster fremkommer det klart om de er driftsrelaterte eller finansrelaterte, mens andre poster krever en nærmere vurdering for å fastslå om de er driftsrelaterte eller finansrelaterte.

Lerøy har eierandeler på mellom 20 og 50 prosent i to selskaper, Nordskott Havbruk og Alfarm Alarko Lerøy, som dermed klassifiseres som tilknyttede selskaper. Investeringen regnskapsføres etter egenkapitalmetoden og Lerøys prosentvise andel av nettoresultatet i de tilknyttede selskapene resultatføres som finansposter. De tilknyttede selskapene rapporterer etter IFRS, det vil si samme regnskapsprinsipper som Lerøy benytter. Begge de to tilknyttede selskaperes aktiviteter inngår i Lerøys verdikjede hvilket trekker i retning av at inntektene fra investeringen skal klassifiseres som driftsrelaterte.

Annet fullstendig resultat består av postene omregningsdifferanser, verdiendring finansielle instrumenter, verdiendring aksjer holdt for salg, verdiendring fra tilknyttede selskaper, estimatavvik pensjoner og gevinst på salg av aksjer holdt for salg. Disse postene inneholder en blanding av driftsrelaterte og finansrelaterte inntekter og kostnader. Begrenset tilgang på informasjon gjør at vi velger å klassifisere postene som enten driftsrelaterte eller finansrelaterte, basert på vår forståelse av virksomheten.

Omregningsdifferanser, verdiendringer fra tilknyttede selskaper og estimatavvik pensjoner klassifiseres som driftsrelaterte poster. Dette begrunnes med at postene er nært knyttet til konsernets driftsrelaterte aktiviteter.

Verdiendring finansielle instrumenter, verdiendring aksjer holdt for salg og gevinst på salg av aksjer holdt for salg klassifiseres som finansrelaterte poster. Dette er poster relatert til finansielle aktiviteter. Verdiendring finansielle instrumenter er tildels driftsrelatert i form av tap på drifts-tilknyttede valutaterminkontrakter, men klassifiseres likevel som finansrelatert siden den inneholder en større andel kostnader knyttet til rentebytteavtaler.

Emisjonskostnader ført direkte mot egenkapitalen er klassifisert som finansielt "dirty surplus", siden kostnadene relateres til finansieringsaktiviteter og ikke er ført over resultatregnskapet.

Oppstilling som viser fullstendig drifts- og finansresultat før skatt vises i tabell 5-6 og 5-7.

Fullstendig driftsresultat før skatt:

Alle tall i 1 000 NOK	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Driftsinntekter	7 473 587	8 884 914	9 162 813	9 097 146	10 764 714	12 579 465
- Driftskostnader	6 523 651	7 301 420	7 963 975	8 619 843	9 187 220	10 906 217
= Driftsresultat fra egen virksomhet	949 936	1 583 494	1 198 838	477 303	1 577 494	1 673 248
+ Resultat fra driftstilknyttet virksomhet	62 744	122 006	19 741	24 831	192 188	91 939
+ Driftsrelatert annet fullstendig resultat	-44 032	2 833	1 620	-15 473	73 506	84 781
+ Driftsrelatert «dirty surplus»	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig driftsresultat før skatt	968 648	1 708 333	1 220 199	486 661	1 843 188	1 849 968

Tabell 5-6: Fullstendig driftsresultat før skatt 2009-2014

Fullstendig finansresultat før skatt:

Alle tall i 1 000 NOK	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Finansinntekt	14 943	20 477	44 460	36 939	22 256	25 403
- Finanskostnad	101 048	86 749	126 344	132 092	124 096	145 192
+ Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	0	0	0	0	0	0
+ Finansielt annet fullstendig resultat	0	0	-5 159	-33 850	6 969	-91 107
+ Finansielt «dirty surplus»	0	-200	0	0	0	0
= Fullstendig finansresultat før skatt	-86 105	-66 472	-87 043	-129 003	-94 871	-210 896

Tabell 5-7: Fullstendig finansresultat før skatt 2009-2014

Steg 3: Identifisering av normale og unormale poster

De ulike postene i regnskapet kan deles inn i normale poster som er ventet å være tilbakevendende hvert år, og unormale poster som bare virker inn på et fåtall perioder. De normale postene er relevante for å predikere fremtiden, og må derfor skilles fra de unormale. Det er vanskelig å trekke et klart skille mellom normale og unormale poster, men en indikator kan være postens trend. En stabil trend indikerer at posten er normal, mens ustabil trend indikerer at posten er unormal. Noen unormale poster fremkommer klart av resultatregnskapet, andre finnes ved å gjennomgå noteinformasjonen.

Unormale driftsrelaterte poster

- Verdijustering av biologiske eiendeler skjer etter IAS 41, hvilket betyr at lakseprisen på balansedagen benyttes direkte for å fastsette verdien på utestående biomasse. Verdien av biologiske eiendeler justeres dermed både for faktisk tilvekst eller uttak, og prisendringer. Slik sett kan verdijustering regnes som normal, men store prissvingninger fører til at justeringen gir store utslag, og det knyttes usikkerhet til hva faktisk pris vil være på realisasjonstidspunktet. Historiske regnskapsdata benyttes til å utarbeide fremtidsregnskap, og i den forbindelse gir verdijusteringene dårlig prediksjonsverdi. Verdijustering av biologiske eiendeler klassifiseres derfor som unormale og utgjør med det den klart største unormale posten i regnskapet.
- Gevinst/tap ved salg av driftsrelaterte eiendeler er unormalt siden det enkelte salget er en engangshendelse.
- Nedskrivning av driftsrelaterte eiendeler er unormalt siden nedskrivninger er kostnadsføring av uforutsette verdiforringelser, som dermed ikke gir noen prediksjonsverdi.
- Driftsrelatert annet fullstendig resultat er unormalt siden det i stor grad består av valutaomregningsdifferanser som vil variere fra år til år.

Unormalt driftsresultat:

Alle tall i 1 000 NOK	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Verdijustering av biologiske eiendeler	60 483	298 538	-615 767	294 735	764 229	-327 414
+ Gevinst/tap ved salg av driftsrelaterede eiendeler	220	2 757	14 060	5 795	53 805	117 409
- Nedskrivning av driftsrelaterede eiendeler	0	0	0	33 000	5 500	1 982
+ Unormalt nettoresultat tilknyttede selskaper	0	0	0	0	0	0
+ Driftsrelatert annet fullstendig resultat	-44 032	2 833	1 620	-15 473	73 506	84 781
+ Driftsrelatert «dirty surplus»	0	0	0	0	0	0
= Unormalt driftsresultat	16 671	304 128	-600 087	252 057	886 040	-127 206

Tabell 5-8: Unormalt driftsresultat 2009-2014

Unormale finansrelaterede poster:

- Unormale finansinntekter og finanskostnader består av valutagevinst/tap og andre finansinntekter/kostnader. Postene varierer en del fra år til år og uten nærmere spesifisering har vi ikke grunnlag for å klassifisere dem som normale.
- Finansielt annet fullstendig resultat er unormalt siden det i stor grad består av gevinst/tap fra rentebytteavtaler og valutaterminkontrakter.
- Finansielt “dirty surplus” er unormalt siden posten forekommer sjeldent og ikke har noen trend.

Unormalt finansresultat:

Alle tall i 1 000 NOK	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Unormale finansinntekter	1 761	3 773	3 231	2 967	4 305	4 071
- Unormale finanskostnader	5 593	4 917	4 523	3 401	3 838	4 490
+ Resultat fra diskontinuerlig virksomhet	0	0	0	0	0	0
+ Finansielt annet fullstendig resultat	0	0	-5 159	-33 850	6 969	-91 107
+ Finansielt «dirty surplus»	0	-200	0	0	0	0
= Unormalt finansresultat	-3 832	-1 344	-6 451	-34 284	7 436	-91 526

Tabell 5-9: Unormalt finansresultat

Steg 4: Fordeling av skattekostnaden

Vi kunne ikke finne informasjon som tilsier at Lerøy har hatt unormale skattekostnader i analyseperioden og fordeler her den normale skattekostnaden. Skattesatsen for aksjeselskap ble redusert fra og med inntektsåret 2014. Vi har likevel valgt å benytte den nye skattesatsen på 27 prosent for hele analyseperioden, siden det også er skattesatsen i fremtiden. Det påpekes at en ytterligere reduksjon i skattesatsen vil kunne påvirke verdiestimatet.

Selskapsskattesatsen i Norge er i utgangspunktet 27 prosent, men på grunn av fritaksmetoden for inntekter fra aksjeinvesteringer vil den effektive skattesatsen på finansinntektene være noe lavere. Finansinntektsskattesatsen (fiss) kan beregnes på følgende måte:

$$fiss = \frac{0,27 * \text{renteinntekter og lignende} + 0 * \text{utbytte og lignende}}{\text{finansinntekter}}$$

Formel 5-2: Finansinntektsskattesats

Vi beregnet finansinntektsskattesatsen for Lerøy til å være rundt 24 prosent, hvilket betyr at aksjeinvesteringer utgjør en liten del av finansinntektene. I beregningene brukte vi den normaliserte finansinntektsskattesatsen.

Lerøy	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Gjennomsnitt
Renteinntekter	13 182	16 704	41 229	33 972	19 373	21 332	
Utbytteinntekter	1 761	3 773	3 231	2 967	2 883	3 298	
Finansinntektsskattesats (fiss)	23,82 %	22,03 %	25,04 %	24,83 %	23,50 %	23,38 %	23,77 %

Tabell 5-10: Finansinntektsskattesats for Lerøy 2009-2014

Vi beregnet normalisert finansinntektsskattesats for hver av de komparative virksomhetene. Årets driftsskattesats kan beregnes ved hjelp av følgende formel (Knivsflå 2014, 04 s. 68):

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

NSK = rapportert skattekostnad (SK)

FI = normale finansinntekter med normal skattesats fiss

UFR = unormalt finansresultat med skattesats ufrss

FK = normale finanskostnader med normal skattesats fkss

DR = normalt driftsresultat

UDR = unormalt driftsresultat

Formel 5-3: Driftsskattesats

Den gjennomsnittlige driftsskattesatsen utgjør selskapets normaliserte driftsskattesats, som igjen benyttes for å beregne den unormale driftsskattesatsen. Beregningene er vist i tabellene under.

Lerøy	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Gjennomsnitt	Median
Driftsrelatert skattekostnad	280 688	529 349	179 710	209 525	622 073	361 974		
/ Driftsresultat før skatt	1 010 639	1 884 789	597 131	744 833	2 390 028	1 461 261		
= Årlig driftsskattesats (dss)	27,77 %	28,09 %	30,10 %	28,13 %	26,03 %	24,77 %	27,48 %	27,95 %

Tabell 5-11: Driftsskattesats for Lerøy 2009-2014

Lerøy	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Årlig driftsskattesats (dss)	27,77 %	28,09 %	30,10 %	28,13 %	26,03 %	24,77 %
- Normalisert driftsskattesats (ndss)	27,48 %	27,48 %	27,48 %	27,48 %	27,48 %	27,48 %
= Unormal driftsskattesats	0,29 %	0,60 %	2,61 %	0,65 %	-1,45 %	-2,71 %

Tabell 5-12: Unormal driftsskattesats for Lerøy 2009-2014

Fullstendig oversikt over den fordelte skattekostnaden er vist i tabell 5-13.

Alle tall i 1 000 NOK	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Normal skattekostnad (=Rapportert)	257 137	510 952	156 310	182 749	593 981	328 939
- Skatt på finansinntekter	3 133	3 970	9 799	8 074	4 266	5 187
+ Skatt på finanskostnader (27 %)	25 773	22 095	32 892	34 747	32 470	38 123
- Skatt på unormalt finansresultat	-911	-272	-307	-103	111	-100
= Skatt på driftsresultat	280 688	529 349	179 710	209 525	622 073	361 974
- Skatt på unormalt driftsresultat	16 859	84 620	-181 087	75 257	211 485	-52 512
= Skatt på normalt driftsresultat	263 828	444 729	360 797	134 267	410 588	414 486
- Unormal skatt på normal driftsresultat	2 780	9 575	31 349	3 101	-22 917	-45 333
= Normal driftsskattekostnad	261 048	435 154	329 448	131 166	433 505	459 819

Tabell 5-13: Oversikt over fordelt skattekostnad

Metoden som er brukt til å fordele skattekostnaden på de ulike resultatene er forholdsvis detaljert og tar høyde for at ulike resultater har ulike skattesatser. En mer praktisk tilnærming er å betrakte hele virksomheten under ett og allokere skattekostnaden med samme skattesats for hvert resultat. Vi valgte å benytte Knivsflå sin teoretisk korrekte metode til å fordele skattekostnaden, men i ettertid ser vi at en mer praktisk tilnærming ville gitt omtrent samme informasjonsverdien til vårt formål.

5.4.2 Omgruppering av balansen

Omgruppering av balansen kan ifølge Knivsflå (2014, 05, s. 7) deles inn i fire steg som skal gjennomgås under.

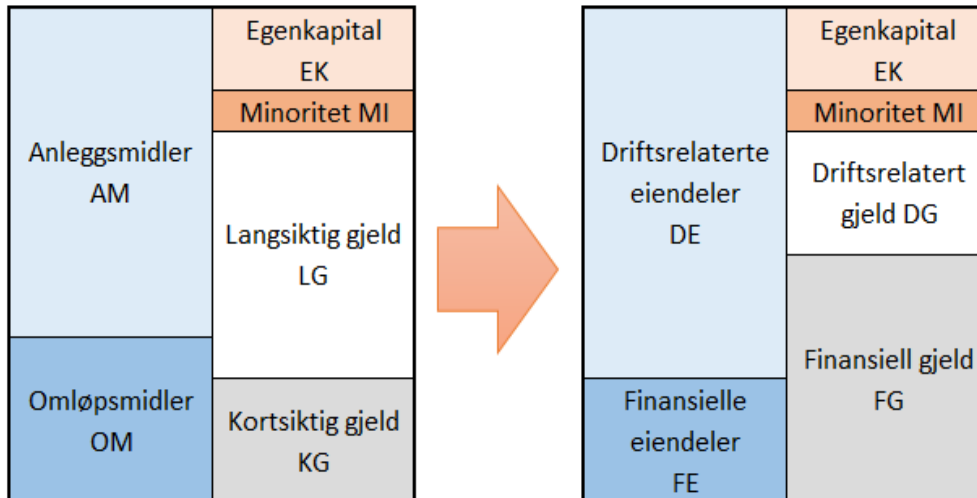
- Steg 1: Eventuelt avsatt utbytte anses som egenkapital fremfor kortsiktig gjeld
- Steg 2: Klargjøre hva som er drift og finansiering i totalbalansen
- Steg 3: Fra total kapital til sysselsatt kapital
- Steg 4: Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

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

Ettersom eventuelt utbytte vil tilfalle eierne av Lerøy er det i vår investororienterte analyse mest formålstjenlig at det klassifiseres som egenkapital frem til utbetaling. Etter IFRS klassifiseres foreslått utbytte som egenkapital og det er ikke tillatt å avsette for foreslått utbytte. Det er derfor ikke nødvendig å foreta omklassifiseringer for analyseformål.

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

Balanseoppstillingen i finansregnskapet bærer preg av å være kreditororientert, der eiendeler og gjeld inndeles basert på om de er langsiktige eller kortsiktige. For vår investororienterte analyse er det nødvendig å ha et klart skille mellom drift og finansiering, på samme måte som for resultat-elementene. Omgrupperingen illustreres med figur 5-2.



Figur 5-2: Omgruppering av balanseoppstillingen

Det kan være vanskelig å skille mellom driftsrelaterte og finansielle eiendeler og gjeld. For eksempel er en del av kontantbeholdningen nødvendig for driften, men Penman (2013, s.295) mener at det er for vanskelig å identifisere den delen av kontantene som er nødvendig for driften. Vi vil i det videre gjennomgå klassifiseringen av de enkelte postene i balansen.

- Immaterielle eiendeler består i stor grad av konsesjoner, rettigheter og goodwill. Dette er eiendeler som er tett knyttet til driften og derfor klassifiseres som driftsrelaterte.
- Varige driftsmidler er driftsrelaterte eiendeler.
- Investeringer i tilknyttede selskaper klassifiseres som driftsrelaterte eiendeler siden de tilknyttede selskapene opererer innen samme verdikjede som Lerøy.
- Biologiske eiendeler og varer er driftsrelaterte eiendeler.
- Kundefordringer er kortsiktige driftsrelaterte fordringer.
- Andre fordringer er kortsiktige fordringer som vanskelig kan klassifiseres som enten driftsrelaterte eller finansielle. Ifølge Knivsflå (2014, 05, s. 25) skal kortsiktige fordringer i slike tvilstilfeller klassifiseres som driftsrelaterte.
- Langsiktige fordringer skal klassifiseres som finansielle dersom de er rentebærende.

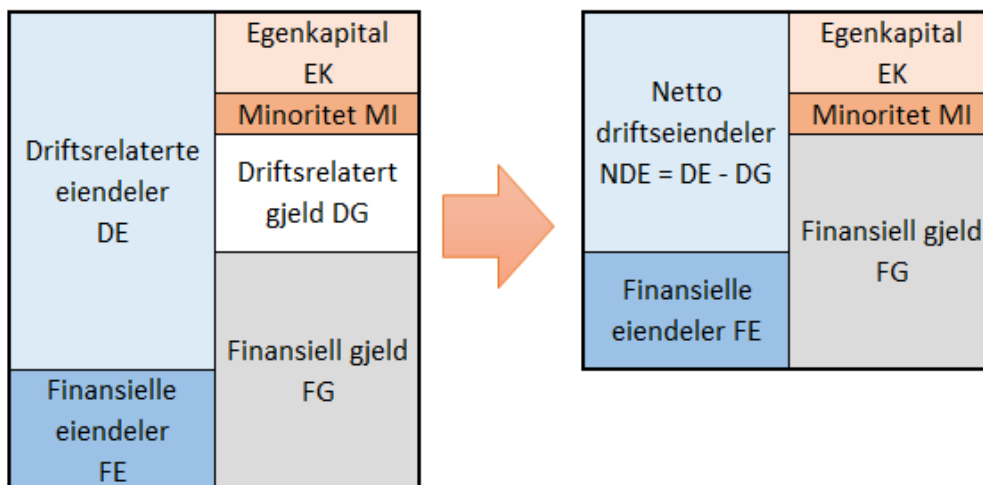
Informasjonen rundt Lerøys finansielle fordringer er mangelfull, slik at vi klassifiserer dem som finansielle uten å være sikker på om de faktisk er rentebærende. Det vil imidlertid være mest naturlig å anta at langsiktige fordringer faktisk er rentebærende.

- Investeringer i tilknyttede selskaper er ført etter egenkapitalmetoden. Det vil si at Lerøys andeler av alle eiendeler og gjeld i det tilknyttede selskapet inngår i regnskapet med én post. Ideelt sett burde vi fordelt posten på driftsrelaterte og finansielle eiendeler og gjeld basert på det tilknyttede selskapets regnskap, men det ville medført mye ekstraarbeid for relativt liten nytte. Det er også begrenset tilgang på informasjon vedrørende de tilknyttede selskapene. Investeringene er derfor i sin helhet klassifisert som driftsrelaterte.
- Kontanter, bank og lignende er likvide midler som er nødvendig for å drive virksomheten. Hvor stor arbeidskapital det faktisk er behov for er vanskelig å beregne og derfor klassifiseres alle de likvide midlene som finansielle eiendeler. Dette kan også forsvares med at overskuddslikviditet mest sannsynlig plasseres på rentebærende kontoer.
- Avsetninger i form av pensjonsmidler og utsatt skatt har sitt opphav i driftsrelaterte aktiviteter og klassifiseres derfor som langsiktig driftsrelatert gjeld.
- Kortsiktig gjeld består av både driftsrelaterte og finansielle poster og vil derfor deles opp. Skyldige offentlige avgifter, betalbar skatt, leverandørgjeld og annen kortsiktig gjeld har sitt opphav i driftsrelaterte aktiviteter. Kortsiktige kreditter er rentebærende gjeld og klassifiseres som finansielle forpliktelser.
- Langsiktig gjeld inneholder foruten langsiktig rentebærende gjeld også virkelig verdi av valutaterminkontrakter, rentebytteavtaler og lakseprisderivater. Lakseprisderivatene og valutaterminkontraktene er tett knyttet opp mot driften. Men siden vi over klassifiserte inntektene/kostnadene fra slike finansielle instrumenter som finansinntekter/kostnader, klassifiseres også forpliktelsene som finansielle.

Steg 3: Fra totalkapital til sysselsatt kapital

Balansen er til nå inndelt i finansielle og driftsrelaterte eiendeler. For den videre analysen er det hensiktsmessig å omgruppere ytterligere fra totalkapital til sysselsatt kapital. Den driftsrelaterte gjelden er i liten grad rentebærende, og kostnaden ved den finnes i realiteten i økte driftskostnader. Det blir for eksempel ofte gitt kontrantrabatt ved varekjøp, dermed vil leverandørgjelden være rentefri, men prisen for varene vil være høyere. På samme måte vil salgsbetingelsene påvirke salgsinntektene. Dermed kan den driftsrelaterte gjelden sees på som en korreksjon til de driftsrelaterte eiendelene, og at netto driftseiendeler i realiteten representerer de sysselsatte drifts-eiendelene.

Overgang fra total kapital til sysselsatt kapital:

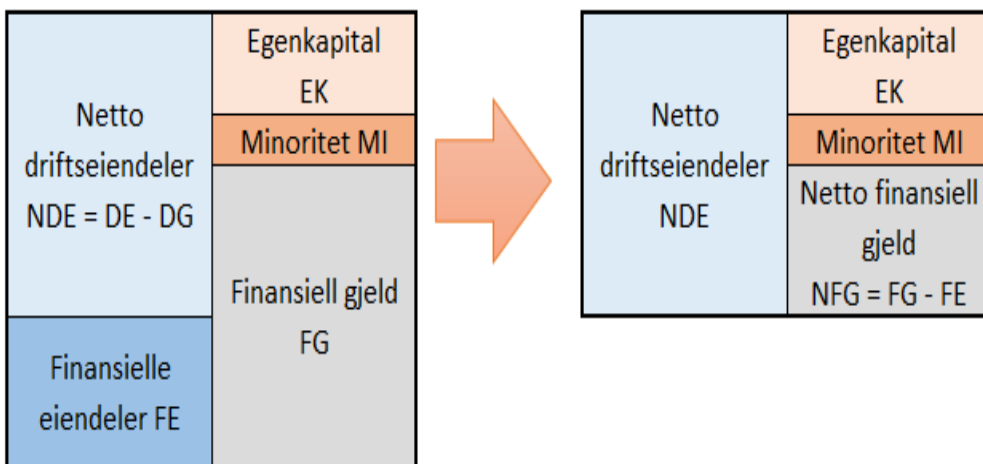


Figur 5-3: Overgang fra total kapital til sysselsatt kapital

Steg 4: Fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

Balansen viser nå utelukkende sysselsatt kapital. Siden vi i analysen er interessert i lønnsomheten til driften, og egenkapitalens verdi basert på videre drift, er det ønskelig å omgruppere ytterligere til netto driftskapital. De finansielle eiendelene representerer eiendeler som ikke er strengt nødvendig for driften, og i prinsippet raskt kan likvideres og benyttes til å dekke den finansielle gjelden. Det er derfor naturlig å betrakte finansielle eiendeler og gjeld som netto finansiell gjeld.

Overgang fra sysselsatt kapital til netto driftskapital:



Figur 5-4: Overgang fra sysselsatt kapital til netto driftskapital

5.4.3 Omgruppert resultatregnskap og balanse

Omgruppert resultatregnskap

Alle tall i 1 000 NOK	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Driftsinntekter	7 473 587	8 884 914	9 162 813	9 097 146	10 764 714	12 579 465
- Varekostnader	5 042 424	5 612 160	5 866 180	6 442 319	6 781 433	8 003 339
- Lønn og andre personalkostnader	690 477	777 845	967 789	1 031 872	1 094 464	1 270 880
- Andre driftskostnader	586 743	691 791	858 107	853 884	1 004 148	1 262 518
- Avskrivninger	204 007	219 624	271 899	291 768	307 175	369 480
= Driftsresultat fra egen virksomhet	949 936	1 583 494	1 198 838	477 303	1 577 494	1 673 248
- Driftsrelatert skattekostnad	261 048	435 154	329 448	131 166	433 505	459 819
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	688 888	1 148 340	869 390	346 137	1 143 989	1 213 429
+ Netto resultat fra tilknyttet virksomhet	62 744	122 006	19 741	24 831	192 188	91 939
= Netto driftsresultat	751 632	1 270 346	889 131	370 968	1 336 177	1 305 368
+ Netto finansinntekt	10 049	12 734	31 430	25 898	13 685	16 638
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	761 681	1 283 080	920 561	396 866	1 349 861	1 322 006
- Netto finanskostnad	69 682	59 737	88 929	93 944	87 788	103 072
- Netto minoritetsresultat	653	10 062	-4 028	10 963	153 043	48 557
= Nettoresultat til egenkapital	691 345	1 213 280	835 660	291 959	1 109 030	1 170 377
+ Unormalt netto driftsresultat	-2 968	209 934	-450 349	173 698	697 472	-29 361
+ Unormalt netto finansresultat	-2 921	-1 072	-6 144	-34 181	7 325	-91 426
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	685 456	1 422 142	379 167	431 476	1 813 827	1 049 589
- Netto betalt utbytte	147 453	258 118	562 041	379 734	373 203	542 474
= Endring i egenkapital	538 003	1 164 024	-182 874	51 742	1 440 624	507 115

Tabell 5-14: Omgruppert resultatregnskap Lerøy 2009-2014

Omgruppert balanse

Sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital:

Alle tall i 1 000 NOK	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	3 612 574	4 507 602	4 959 466	5 181 089	5 620 832	5 903 602
+ Driftsrelatert arbeidskapital	2 096 288	2 755 592	2 406 755	3 032 621	4 099 955	4 065 174
= Netto driftseiendeler	5 708 862	7 263 194	7 366 221	8 213 710	9 720 787	9 968 776
+ Finansielle eiendeler	743 032	1 388 214	1 629 055	1 109 685	904 237	1 383 664
= Sysselsatte eiendeler	6 451 894	8 651 408	8 995 276	9 323 395	10 625 024	11 352 439
Egenkapital	4 281 688	5 445 710	5 262 835	5 314 575	6 755 200	7 262 315
+ Minoritetsinteresser	18 568	548 564	534 931	649 381	793 747	817 282
+ Finansiell gjeld	2 151 638	2 657 134	3 197 510	3 359 445	3 076 077	3 272 842
= Sysselsatt kapital	6 451 894	8 651 408	8 995 276	9 323 395	10 625 024	11 352 439

Tabell 5-15: Sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital Lerøy 2009-2014

Netto driftseiendeler og netto driftskapital:

Alle tall i 1 000 NOK	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	3 612 574	4 507 602	4 959 466	5 181 089	5 620 832	5 903 602
+ Driftsrelatert arbeidskapital	2 096 288	2 755 592	2 406 755	3 032 621	4 099 955	4 065 174
= Netto driftseiendeler	5 708 862	7 263 194	7 366 221	8 213 710	9 720 787	9 968 776
Egenkapital	4 281 688	5 445 710	5 262 835	5 314 575	6 755 200	7 262 315
+ Minoritetsinteresser	18 568	548 564	534 931	649 381	793 747	817 282
+ Netto finansiell gjeld	1 408 606	1 268 920	1 568 455	2 249 760	2 171 840	1 889 179
= Netto driftskapital	5 708 862	7 263 194	7 366 221	8 213 710	9 720 787	9 968 776

Tabell 5-16: Netto driftseiendeler og netto driftskapital Lerøy 2009-2014

Endring i egenkapital (majoritet):

Alle tall i 1 000 NOK	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Inngående egenkapital	3 743 685	4 281 688	5 445 710	5 262 835	5 314 575	6 755 199
+ Fullstendig nettoresultat	685 456	1 422 140	379 166	431 474	1 813 827	1 049 590
- Netto betalt utbytte	147 453	258 118	562 041	379 734	373 203	542 474
= Utgående egenkapital	4 281 688	5 445 710	5 262 835	5 314 575	6 755 199	7 262 315

Tabell 5-17: Endring i egenkapital Lerøy 2009-2014

Tilsvarende omgruppering er foretatt for de tre komparative virksomhetene for å sikre et konsistent datagrunnlag for den videre analysen.

5.5 Analyse og justering av målefeil

Finansregnskapet er et informasjonssystem der selskapets økonomiske forhold avbildes.

Regnskapet utarbeides etter grunnleggende regnskapsprinsipper og det kan forekomme avvik mellom rapporterte og virkelige forhold. Dette kalles for målefeil og kan inndeles i tre ulike typer:

- Målefeil av type 1: Målefeil på grunn av regnskapsføring til korrekt historisk kost.
- Målefeil av type 2: Feilmåling som på grunn av regnskapsstandarder som tillater eller krever føring som gir avvik fra regnskapsføring til korrekt historisk kost.
- Målefeil av type 3: Brudd på gjeldende regnskapsregler (kreativ regnskapsføring).

Målefeil av type 1 reflekterer selskapets strategiske fordel (Knivsflå 2014, 06, s. 50) og er i så måte en “god” målefeil, gitt at man legger til grunn at historisk rentabilitet har noe å si for rentabiliteten i fremtiden. Vi vil derfor ikke justere for målefeil av type 1. Målefeil av type 2 skaper støy for rentabilitetsmålingen ved at eiendeler ikke balanseføres, ikke-realiserede inntekter inntektsføres eller at unøyaktige verdierestimat benyttes på balanseførte elementer. Kapitalen og inntektene blir da enten over- eller undervurdert, hvilket kan gi store utslag på den rapporterte rentabiliteten. Målefeil av type 3 innebærer at regnskapet ikke føres i tråd med gjeldende regler. Systematisk feilrapportering over tid kan gi et fullstendig misvisende bilde av virksomhetens underliggende økonomiske forhold, og har ført til historiens største regnskapsskandaler. Regnskapet til Lerøy og de komparative virksomhetene er revidert av statsautorisert revisor og det er derfor grunnlag for å gå ut fra at regnskapet ikke inneholder vesentlige feil av type 3.

Justering for målefeil kan gi et bedre bilde av selskapets underliggende økonomiske forhold, men ved å utføre justeringer kan det også tilføres mer støy. I enkelte tilfeller kan kostnaden ved å utføre justeringer være større enn nytten, spesielt dersom en har begrenset erfaring og kunnskap om

selskapet og bransjen det opererer i. Justering av målefeil kan i slike tilfeller grense til spekulasjon og vi vil derfor begrense justeringer for målefeil til reversering av verdijustering av biologiske eiendeler.

5.5.1 Justering av målefeil

Oppdrettsselskap utfører hvert år verdijustering av biologiske eiendeler etter IAS 41 Landbruk. Hovedregelen etter IAS 41 er at biologiske eiendeler skal balanseføres til virkelig verdi, det vil si det beløpet eiendelen kan omsettes for i en transaksjon på armlengdes avstand. Endringer i den volatile lakseprisen og tilvekst kan dermed påvirke driftsresultatet i hver enkelt periode. Inntektsføringen skjer dermed gjennom hele vekstfasen, og før en faktisk transaksjon finner sted. Hovedregelen etter god regnskapsskikk innebærer at omløpsmidler skal verdsettes til laveste av anskaffelseskost og virkelig verdi. Inntektsføringen skjer med andre ord først når en transaksjon er gjennomført.

Etter IAS 41 skal fisk under 1 kilo balanseføres til historisk kost siden det ikke eksisterer observerbare markedspriser for små fisk, likevel resulterer verdijusteringen i betydelige endringer i driftsresultatet. Verdijusteringen skaper derfor støy i rentabilitetsmålingen, ved at både driftsresultatet, og verdien av eiendelene påvirkes. Vi velger derfor å tilbakeføre verdijusteringene av biologiske eiendeler for Lerøy og de komparative virksomhetene. På den måten verdsettes de biologiske eiendelene til historisk kost og inntektsføringen skjer på transaksjonstidspunktet. Verdijustering av biologiske eiendeler er en unormal post, og reverseringen vil følgelig føres mot unormalt driftsresultat. Ved å utføre justeringen elimineres deler av målefeil av type 2.

Effekt av justeringer av målefeil i resultatregnskapet:

Justering i resultatregnskapet	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Reversering av verdijustering av biologiske eiendeler	-60 483	-298 538	615 767	-294 735	-764 229	327 414
- Skatteeffekt (ndss) 27,48 %	-16 621	-82 040	169 217	-80 995	-210 015	89 975
= Endring i unormalt netto driftsresultat	-43 862	-216 498	446 550	-213 740	-554 214	237 439
= Endring på fullstendig nettoresultat til EK	-43 862	-216 498	446 550	-213 740	-554 214	237 439

Tabell 5-18: Effekt av justeringer av målefeil i resultatregnskapet

Effekt av justeringer av målefeil i balansen:

Justering i balansen	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Netto driftseiendeler før justering	5 708 862	7 263 194	7 366 221	8 213 710	9 720 787	9 968 776
+ Netto reversering av verdijustering av biologiske eiendeler	-43 862	-172 636	663 048	-660 290	-340 474	791 653
= Netto driftseiendeler etter justering	5 665 000	7 090 558	8 029 269	7 553 420	9 380 313	10 760 428
Egenkapital før justering	4 281 688	5 445 710	5 262 835	5 314 575	6 755 200	7 262 315
+ Netto reversering av verdijustering av biologiske eiendeler	-43 862	-172 636	663 048	-660 290	-340 474	791 653
= Egenkapital etter justering	4 237 826	5 273 074	5 925 883	4 654 285	6 414 726	8 053 968
+ Minoritetsinteresser	18 568	548 564	534 931	649 381	793 747	817 282
+ Netto finansiell gjeld	1 408 606	1 268 920	1 568 455	2 249 760	2 171 840	1 889 179
= Netto driftskapital	5 665 000	7 090 558	8 029 269	7 553 426	9 380 313	10 760 428

Tabell 5-19: Effekt av justeringer av målefeil i balansen

Tilsvarende justering av målefeil er foretatt for de tre komparative virksomhetene for å sikre et konsistent datagrunnlag for den videre analysen.

5.5.2 Omgruppert og justert resultatresultat og balanse

Omgruppert og justert resultatregnskap:

Alle tall i 1 000 NOK	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Driftsinntekter	7 473 587	8 884 914	9 162 813	9 097 146	10 764 714	12 579 465
- Varekostnader	5 042 424	5 612 160	5 866 180	6 442 319	6 781 433	8 003 339
- Lønn og andre personalkostnader	690 477	777 845	967 789	1 031 872	1 094 464	1 270 880
- Andre driftskostnader	586 743	691 791	858 107	853 884	1 004 148	1 262 518
- Avskrivninger	204 007	219 624	271 899	291 768	307 175	369 480
= Driftsresultat fra egen virksomhet	949 936	1 583 494	1 198 838	477 303	1 577 494	1 673 248
- Driftsrelatert skattekostnad	261 048	435 154	329 448	131 166	433 505	459 819
= Netto driftsresultat fra egen virksomhet	688 888	1 148 340	869 390	346 137	1 143 989	1 213 429
+ Netto resultat fra tilknyttet virksomhet	62 744	122 006	19 741	24 831	192 188	91 939
= Netto driftsresultat	751 632	1 270 346	889 131	370 968	1 336 177	1 305 368
+ Netto finansinntekt	10 049	12 734	31 430	25 898	13 685	16 638
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	761 681	1 283 080	920 561	396 866	1 349 861	1 322 006
- Netto finanskostnad	69 682	59 737	88 929	93 944	87 788	103 072
- Netto minoritetsresultat	653	10 062	-4 028	10 963	153 043	48 557
= Nettoresultat til egenkapital	691 345	1 213 280	835 660	291 959	1 109 030	1 170 377
+ Unormalt netto driftsresultat	-46 830	-6 564	-3 798	-40 042	143 258	208 078
+ Unormalt netto finansresultat	-2 921	-1 072	-6 144	-34 181	7 325	-91 426
= Fullstendig nettoresultat til egenkapital	641 594	1 205 644	825 717	217 736	1 259 613	1 287 028
- Netto betalt utbytte	147 453	170 396	172 906	1 489 333	-500 830	-352 214
= Endring i egenkapital	494 141	1 035 248	652 811	-1 271 597	1 760 443	1 639 242

Tabell 5-20: Omgruppert og justert resultatregnskap Lerøy 2009-2010

Omgruppert og justert balanse

Sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital:

Alle tall i 1 000 NOK	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	3 629 195	4 573 021	4 708 209	5 431 301	5 749 852	5 603 611
+ Driftsrelatert arbeidskapital	2 035 805	2 517 537	3 321 060	2 122 119	3 630 461	5 156 817
= Netto driftseiendeler	5 665 000	7 090 558	8 029 269	7 553 420	9 380 313	10 760 428
+ Finansielle eiendeler	743 032	1 388 214	1 629 055	1 109 685	904 237	1 383 664
= Sysselsatte eiendeler	6 408 032	8 478 772	9 658 324	8 663 105	10 284 550	12 144 092
Egenkapital	4 237 826	5 273 074	5 925 883	4 654 285	6 414 726	8 053 968
+ Minoritetsinteresser	18 568	548 564	534 931	649 381	793 747	817 282
+ Finansiell gjeld	2 151 638	2 657 134	3 197 510	3 359 445	3 076 077	3 272 842
= Sysselsatt kapital	6 408 032	8 478 772	9 658 324	8 663 111	10 284 550	12 144 092

Tabell 5-21: Justerte sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital Lerøy 2009-2014

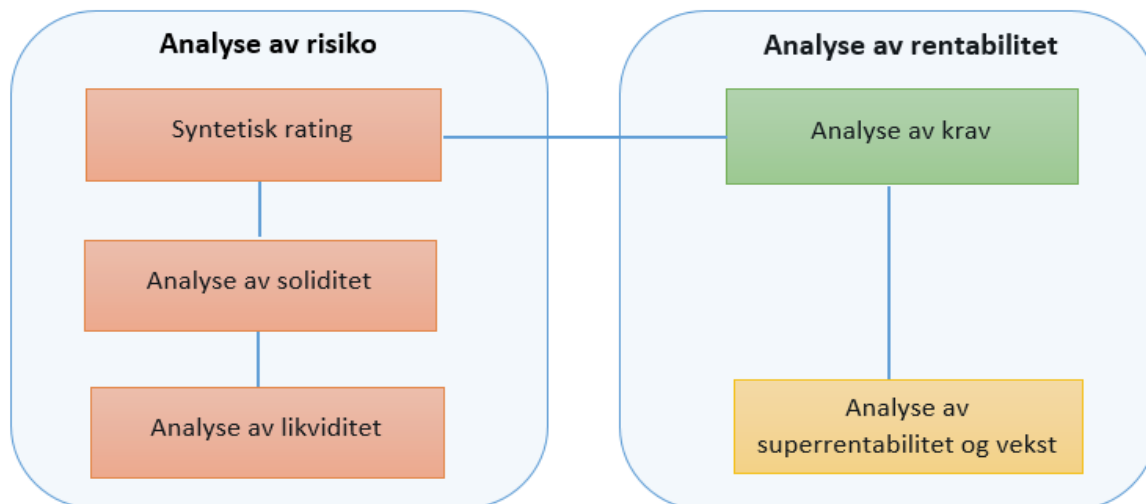
Netto driftseiendeler og netto driftskapital:

Alle tall i 1 000 NOK	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	3 629 195	4 573 021	4 708 209	5 431 301	5 749 852	5 603 611
+ Driftsrelatert arbeidskapital	2 035 805	2 517 537	3 321 060	2 122 119	3 630 461	5 156 817
= Netto driftseiendeler	5 665 000	7 090 558	8 029 269	7 553 420	9 380 313	10 760 428
Egenkapital	4 237 826	5 273 074	5 925 883	4 654 285	6 414 726	8 053 968
+ Minoritetsinteresser	18 568	548 564	534 931	649 381	793 747	817 282
+ Netto finansiell gjeld	1 408 606	1 268 920	1 568 455	2 249 760	2 171 840	1 889 179
= Netto driftskapital	5 665 000	7 090 558	8 029 269	7 553 426	9 380 313	10 760 428

Tabell 5-22: Justerte netto driftseiendeler og netto driftskapital Lerøy 2009-2014

5.6 Rammeverk for forholdstallsanalyse

Det omgrupperte finansregnskapet danner grunnlaget for forholdstallsanalyse der Lerøys finansielle stilling og lønnsomhet blir målt opp mot det komparative utvalget. I kapittel 6 analyseres risiko i form av kortsiktig likviditetsrisiko og langsiktig soliditetsrisiko. Risikoanalysen resulterer i en syntetisk rating for Lerøy og bransjen som forteller noe om hvor stor kredittrisiko som forbindes med dem. Videre i kapittel 7 anvendes innsikten fra regnskapsinformasjonen sammen med økonomisk teori til å utarbeide avkastningskravet til Lerøy og bransjegjennomsnittet. I kapittel 8 analyseres rentabiliteten ved bruk av bransjegjennomsnittet, og eventuell superrentabilitet kan påvises ved hjelp av avkastningskravet. Rammeverket er illustrert i figur 5-5.



Figur 5-5: Rammeverk for forholdstallsanalyse

Siden oppdrettsnæringen er i endring, der oppkjøp av mindre aktører er forventet å forekomme, velger vi å tidsvekta tallene i analyseperioden. Ved å vekta tallene får de siste periodene større betydning for resultatet av analysen, hvilket vi mener er riktig, da de siste periodene best representerer selskapets fremtidige stilling. Vi har valgt en moderat vekting for å også ta hensyn til oppdrettsbransjens sykliske svingninger i form av prisendringer og biologiske utfordringer. Vektene som benyttes er vist i tabell 5-23.

Periode	2010	2011	2012	2013	2014
Vekting	0,15	0,15	0,20	0,25	0,25

Tabell 5-23: Vekting av ulike perioder 2010-2014

6 Analyse av risiko

I dette kapittelet skal Lerøys selskapsspesifikke kredittrisiko kartlegges og analyseres. Långivere benytter kredittrisikoen når de vurderer hvilke lånebetingelser de kan tilby selskapet. Kredittrisikoen er slik sett en viktig del av avkastningskravet til selskapets finansielle gjeld, og skal benyttes i kapittel 7 hvor de ulike kapitalenes avkastningskrav skal beregnes.

Kredittrisikoen uttrykkes av de store kredittvurderingsforetakene ved hjelp av en alfanumerisk “syntetisk rating”, som typisk strekker seg fra trippel-A til D. Ratingen er et uttrykk for forventet tap, både i form av selskapets manglende evne til rettidig betaling av forpliktelser, og tapspotensiale ved mislighold eller konkurs. Foretak ratet mellom trippel-A og trippel-B regnes for å være trygge investeringsobjekt, mens rating på nivå under dette uttrykker ulik grad av spekulasjon.

Analyse av den kort- og langsiktige kredittrisikoen til Lerøy og bransjegjennomsnittet vil resultere i en syntetisk rating. Ratingen skal brukes ved utarbeidelse av avkastningskravet til finansiell gjeld, og dermed indirekte til å regne ut avkastningskravet til egenkapitalen.

Vi vil påpeke at analysen som ligger bak den alfanumeriske syntetiske ratingen ikke tilsvarer analysen som ligger bak store kredittvurderingsforetaks rating. Den syntetiske ratingen baserer seg på en forenkling ved hjelp av tabeller med grenseverdier for de ulike nøkkeltallene vi benytter. Likevel antas nøkkeltallene å gi en viss pekepinn på den reelle kredittrisikoen knyttet til Lerøy, i alle fall relativt til konkurrentene. Rammeverk for analyse av kredittrisiko:



Figur 6-1: Rammeverk for analyse av kredittrisiko

6.1 Analyse av likviditet

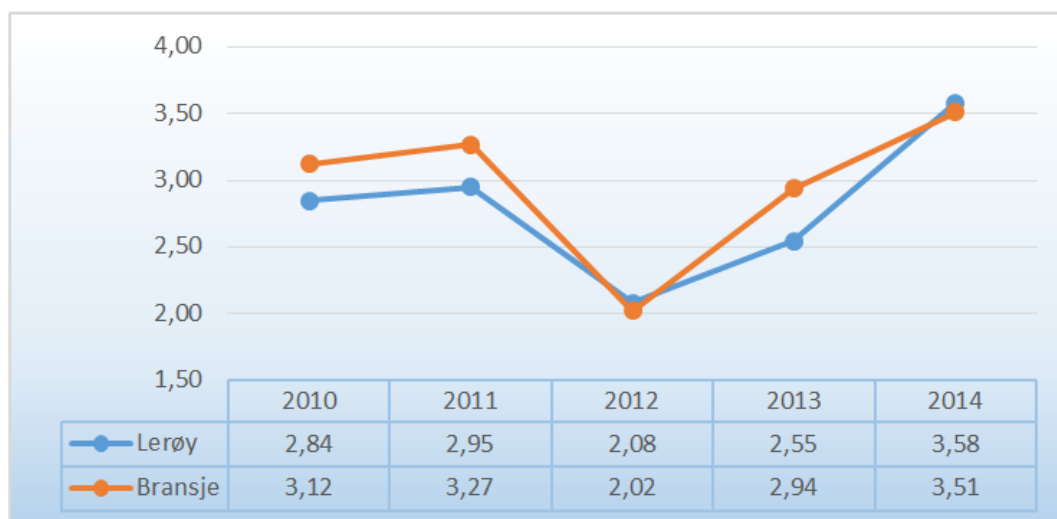
Fokuset i likviditetsanalysen er på kortsiktig kredittrisiko, det vil si selskapets evne til å betjene sine løpende forpliktelser (Knivsflå 2014, 08, s. 23). I analysen sammenlignes og vurderes forholdstall for analyseperioden, utarbeidet basert på Lerøys og bransjens omgrupperte og justerte regnskapsoppstilling.

6.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 kan defineres som selskapets omløpsmidler sett i forhold til kortsiktig gjeld, og uttrykker selskapets evne til å betale sine forpliktelser på kort sikt. Hva som er “god” eller “dårlig” likviditetsgrad 1 er vanskelig å definere generelt. En “tommelfingerregel” tilsier at likviditetsgrad 1 på over to er bra, men trekk ved virksomheten og bransjen kan ha betydning for hva som bør regnes for å være bra. Vi bruker derfor bransjen som målestokk for likviditetsgrad 1 hos Lerøy, i tillegg vil vi vurdere utviklingen over tid.

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

Formel 6-1: Likviditetsgrad 1



Figur 6-2: Utvikling i likviditetsgrad 1 for Lerøy og bransjen

Figur 6-2 illustrerer utvikling i likviditetsgrad 1 for Lerøy og bransjen over analyseperioden. Lerøy har historisk hatt en noe svakere likviditetsgrad enn bransjen, men har siden bunnivået i 2012 hatt en positiv utvikling og har i 2014 en noe sterkere likviditetsgrad. Likviditetsgrad 1 gir bare en indikasjon på situasjonen på balansedagen, og tar ikke hensyn til hvor stor arbeidskapital selskapets drift krever. I Lerøys tilfelle kreves det forholdsvis stor arbeidskapital siden produksjonssyklusene strekker seg over flere år, og omløpsmidlenes omløpshastighet er derfor lav. Produksjonskostnader forfaller månedlig, og den kortsiktige gjelden har derfor høy omløpshastighet. Stor forskjell i omløpshastighet krever i dette tilfellet langsiktig finansiering av omløpsmidlene og det er derfor naturlig at likviditetsgrad 1 er høy, uten at det nødvendigvis betyr at kortsiktig likviditetsrisiko er lav. Det medfører store feilkilder å bedømme likviditetsrisikoen basert på det absolutte nivået, men

det at Lerøy har likviditetsgrad 1 på omtrent samme nivå som bransjen indikerer at den kortsiktige likviditetssituasjonen er betryggende.

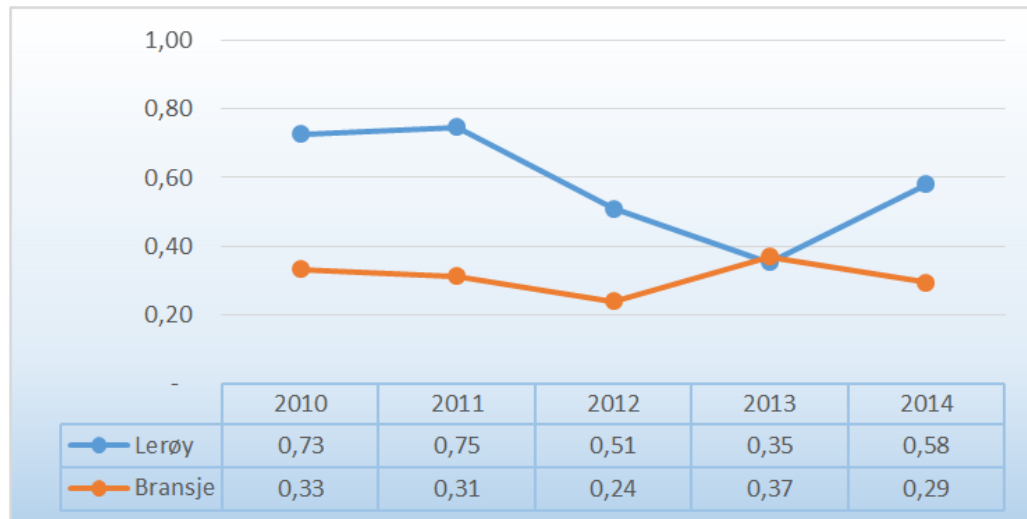
6.1.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 kan noe utradisjonelt defineres som selskapets finansielle omløpsmidler sett i forhold til kortsiktig gjeld. En mer vanlig definisjon er omløpsmidler fratrukket varelager sett i forhold til kortsiktig gjeld. Vi tar utgangspunkt i Knivflås (2014, 08, s. 42) definisjon.

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

Formel 6-2: Likviditetsgrad 2

Forholdstallet viser hvor stor del av den kortsiktige gjelden som kan dekkes av de mest likvide omløpsmidlene. En “tommelfingerregel” sier at forholdstallet bør være større enn 1. I oppdrettsnæringen består store deler av aktørens omløpsmidler av driftsrelaterte biologiske eiendeler som har en lang livssyklus og som måles til virkelig verdi. Dette fører til at antakelsen om at likviditetsgrad 2 bør være større enn 1 ikke kan gjøres gjeldende for oppdrettsnæringen, og at bransjegjennomsnittet er en mye bedre målestokk.



Figur 6-3: Utvikling i Likviditetsgrad 2 for Lerøy og bransjen

Figur 6-3 illustrerer utvikling i likviditetsgrad 2 for Lerøy og bransjen over analyseperioden. Lerøy har hatt likviditetsgrad 2 høyere enn bransjen de siste årene, bortsett fra i 2013, hvilket er positivt siden den absolutte verdien er relativt lav. Det lave nivået i 2013 er negativt, men utviklingen i 2014 tyder på at Lerøy igjen befester posisjonen sin med noe høyere likviditetsgrad 2 enn bransjen.

Det kan påpekes at deler av Lerøys kortsiktige gjeld består av flervalutakreditt der verdien settes til virkelig verdi på balansedagen. Eventuelle svingninger i valutakurser kan derfor utgjøre en mulig feilkilde i beregnet likviditetsgrad 2.

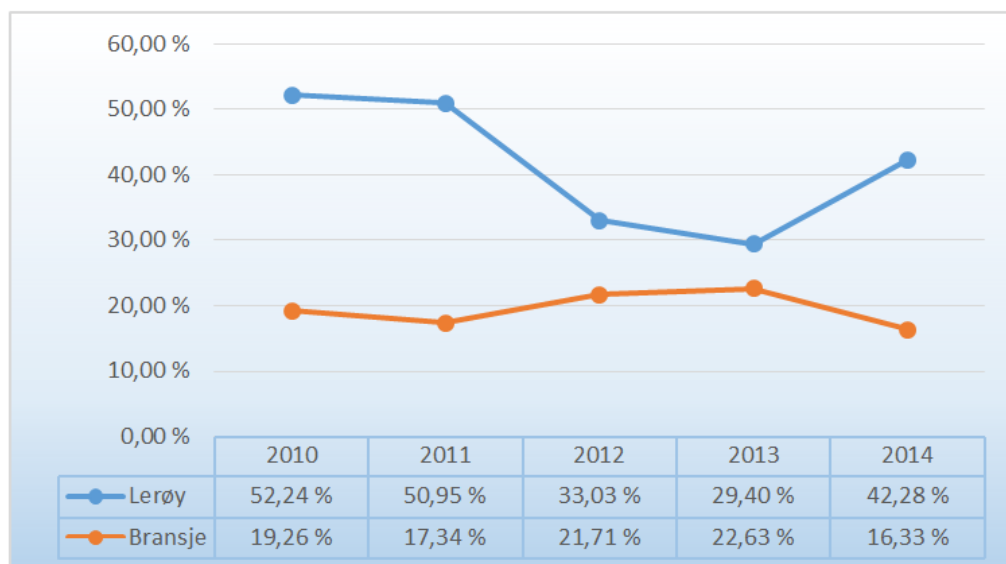
6.1.3 Finansiell gjeldsdekningsgrad

Finansiell gjeldsdekningsgrad kan defineres som selskapets finansielle eiendeler i forhold til finansiell gjeld. En større finansiell gjeldsdekningsgrad gjør at selskapet i større grad kan dekke finansiell gjeld med finansielle eiendeler, hvilket reduserer sannsynligheten for likviditetskrise.

$$\text{Finansiell gjeldsdekning} = \frac{\text{Finansielle eiendeler}}{\text{Finansiell gjeld}} = \left(\frac{FOM}{KFG}\right) \times \left(\frac{KFG}{FG}\right) + \left(\frac{FAM}{LFG}\right) \times \left(\frac{LFG}{FG}\right)$$

Formel 6-3: Finansiell gjeldsdekning

Vi velger å bruke bransjen som målestokk for Lerøys prestasjoner. Bakgrunnen for dette valget er at oppdrettsbransjen er kjent for å være kapitalintensiv, hvilket kan gi utslag i form av lavere finansiell gjeldsdekning sammenlignet med aktører i andre bransjer.



Figur 6-4: Utvikling i finansiell gjeldsdekningsgrad for Lerøy og bransjen

Figur 6-4 illustrerer utvikling i finansiell gjeldsdekningsgrad for Lerøy og bransjen over analyseperioden. Lerøy har snudd en negativ utvikling de siste årene og har igjen en stigende finansiell gjeldsdekningsgrad. Bransjen har jevnt over lavere finansiell gjeldsdekningsgrad enn Lerøy, hvilket kan forklares med at de foretar større investeringer enn Lerøy. Det kan påpekes at de andre aktørene i bransjen har enda lavere finansiell gjeldsdekningsgrad enn den presentert over, siden Lerøy også

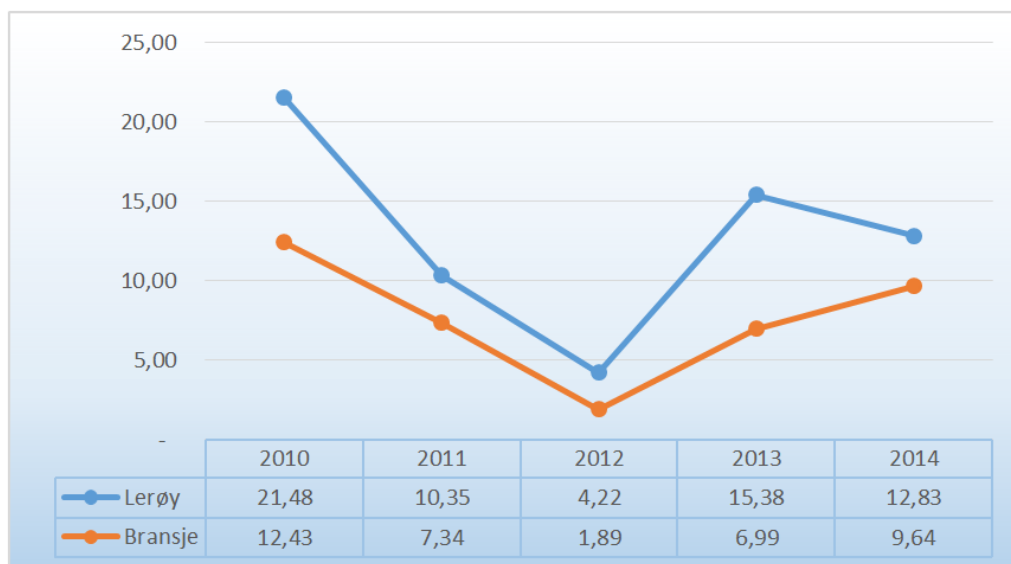
inngår i bransjegjennomsnittet. Likviditetsrisikoen regnes derfor for å være lavere for Lerøy enn for bransjen forøvrig.

6.1.4 Rentedekningsgrad

Rentedekningsgrad kan defineres som selskapets nettoresultat fra sysselsatt kapital sett i forhold til netto finanskostnad. Nøkkeltallet indikerer selskapets evne til å dekke finanskostnader eksklusiv avdrag ved hjelp av nettoresultatet. Innen industri og handel regnes rentedekningsgrad over 3 å være bra. Det normaliserte nettoresultatet benyttes i våre beregninger, hvilket innebærer at tallene gir en bedre konkursprediksjon.

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

Formel 6-4: Rentedekningsgrad



Figur 6-5: Utvikling i rentedekningsgrad for Lerøy og bransjen

Figur 6-5 illustrerer utvikling i rentedekningsgrad for Lerøy og bransjen gjennom analyseperioden. Lerøy har over hele perioden en rentedekningsgrad over bransjegjennomsnittet, hvilket er positivt. Det tidsvektede gjennomsnittet for Lerøy og bransjen er henholdsvis 12,67 og 7,50, hvilket er over 3 og kan derfor regnes for å være bra. Siden finanskostnadene har holdt seg relativt stabile over tid skyldes endringene i stor grad svingninger i resultatet. Selv om konkursrisikoen i dag regnes for å være lav, kan det ikke utelukkes store endringer på kort tid i fremtiden. For eksempel kan lakseprisene endre seg negativt og dra ned resultatet slik som i 2012.

6.1.5 Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm

Gjeldsdekning gjennom fri kontantstrøm er et forholdstall som kan defineres som et selskaps frie kontantstrøm fra sysselsatt kapital sett i forhold til fri kontantstrøm til finansielle långivere.

Forholdstallet indikerer dermed om selskapet er i stand til å generere nok kontanter til å dekke sine løpende gjeldsforpliktelser. Tabell 6-1 viser Lerøys kontantstrøm for analyseperioden.

Alle tall i 1 000 NOK		2010	2011	2012	2013	2014
	Netto driftsresultat (normalt)	1 270 346	889 131	370 968	1 336 177	1 305 368
+	Unormalt netto driftsresultat	-6 564	-3 798	-40 042	143 258	208 078
-	Økning i netto driftseiendeler	1 425 558	938 711	-475 849	1 826 893	1 380 115
=	Fri kontantstrøm fra drift	-161 776	-53 379	806 776	-347 459	133 330
+	Netto finansinntekter	12 734	31 430	25 898	13 685	16 638
+	Unormale netto finansinntekter	0	0	0	7 325	0
-	Økning i finansielle eiendeler	645 182	240 841	-519 370	-205 448	479 427
=	Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	-794 224	-262 790	1 352 044	-121 001	-329 459
-	Netto finanskostnad	59 737	88 929	93 944	87 788	103 072
-	Unormale netto finanskostnader	1 072	6 144	34 181	0	91 426
+	Økning i finansiell gjeld	505 496	540 376	161 935	-283 368	196 765
-	Netto minoritetsresultat	10 062	-4 028	10 963	153 043	48 557
+	Økning i minoritetsinteresser	529 996	-13 633	114 450	144 366	23 535
=	Fri kontantstrøm til egenkapitalen	170 396	172 908	1 489 340	-500 834	-352 214

Tabell 6-1: Lerøys kontantstrøm for analyseperioden

Forholdstallet gir ikke noen selvstendig informasjonsverdi siden økning i finansiell gjeld i fire av fem år er større enn netto finanskostnader. Vi velger derfor å ikke gå videre med denne forholdstallanalysen.

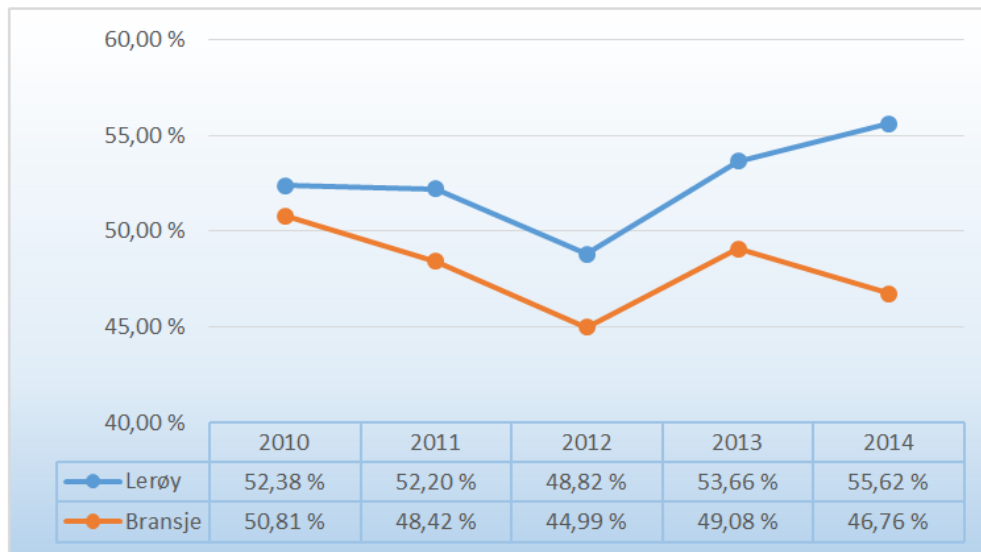
6.2 Analyse av soliditet

Fokuset i soliditetsanalysen er å kartlegge selskapets evne til å stå imot fremtidige tap (Knivsflå 2014, 08 s. 64). Basert på forholdstall vedrørende egenkapitalandel og lønnsomhet, samt finansieringsmatriser skal vi analysere Lerøy og bransjens kapitalstruktur og evne til å tåle tap.

6.2.1 Analyse av egenkapitalprosent

Egenkapitalprosent regnes for å være forholdstall nummer én når man skal analysere soliditet.

Høyere egenkapitalandel gjør at et selskap kan tåle tap over en viss periode og bidrar derfor til å redusere kredittrisikoen forbundet med selskapet. I lånevilkår (“covenants”) stilles det ofte krav til selskapets egenkapitalprosent, og dersom kravet på noe tidspunkt ikke oppfylles kan långiver kreve forsert forfall.



Figur 6-6: Utvikling i egenkapitalandel for Lerøy og bransjen

Figur 6-6 illustrerer egenkapitalandelen for Lerøy og bransjen over analyseperioden. En relevant målestokk for egenkapitalandelen er lånekravet, som i Lerøy er på 30 prosent, og bransjen mellom 35 og 40 prosent. Lerøys egenkapitalandel er stigende og godt over lånekravet, og bransjegjennomsnittet. Dette indikerer at Lerøy har en solid finansiering og kan tåle en periode med dårligere resultater. Alternativt kan den høye egenkapitalandelen gi mulighet for billigere finansiering og nye låneopptak i forbindelse med oppkjøp.

6.2.2 Analyse av kapitalstruktur

Analyse av kapitalstruktur skjer i form av finansieringsmatriser der finansieringen av de ulike anlegg- og omløpsmidlene studeres. Egenkapital er sammen med minoritetsinteresser den minst risikable finansieringskilden og bør finansiere de langsiktige eiendelene. Langsiktig rentefri driftsrelatert gjeld er en billig finansieringskilde og foretrekkes følgelig over langsiktig rente-bærende gjeld. Kortsiktig finansiell gjeld regnes for å være den mest risikofylte finansieringskilden, og er i tillegg den dyreste finansieringen, og bør derfor benyttes i liten grad. Selskapets finansiering bedømmes basert på hvor fort “kurven” når bunnen i matrisen. Jo raskere “kurven” når bunnen, jo mindre risikabel er finansieringen. Analysen skjer på et gitt tidspunkt, siden de siste tilgjengelige tallene er fra 31.12.2014 velger vi å studere dette tidspunktet.

Finansieringsmatriser for Lerøy:

Lerøy 31.12.2014 (absolutte tallverdier)	Egenkapital	Minoritets- interesser	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
Driftsrelaterte AM	7 537 272						7 537 272
Finansielle AM	23 392						23 392
Driftsrelaterte OM	493 304	817 282	1 933 661	2 803 566	981 258		7 029 071
Finansielle OM					890 996	469 276	1 360 272
Totalkapital	8 053 968	817 282	1 933 661	2 803 566	1 872 254	469 276	15 950 007

Tabell 6-2: Finansieringsmatrise for Lerøy (tall)

Lerøy 31.12.2014 (Prosent)	Egenkapital	Minoritets- interesser	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
Driftsrelaterte AM	100,00 %						47,26 %
Finansielle AM	100,00 %						0,15 %
Driftsrelaterte OM	7,02 %	11,63 %	27,51 %	39,89 %	13,96 %		44,07 %
Finansielle OM					65,50 %	34,50 %	8,53 %
Totalkapital	50,50 %	5,12 %	12,12 %	17,58 %	11,74 %	2,94 %	100,00 %

Tabell 6-3: Finansieringsmatrise for Lerøy (prosent)

Lerøy finansierer med sin solide egenkapitalandel alle de langsiktige eiendelene, i tillegg til 19 prosent av de driftsrelaterte omløpsmidlene. Bare 14 prosent av de driftsrelaterte omløpsmidlene finansieres av kortsiktig gjeld, resten er finansiert med langsiktig gjeld. Lerøy unngår med dette å finansiere driftsrelaterte omløpsmidler med kortsiktig finansiell gjeld. Finansieringsstrukturen fremstår som solid på nåværende tidspunkt og gir ikke grunn for å predikere finansieringsproblem i nærmeste fremtid.

Finansieringsmatriser for bransjen:

Bransjen 31.12.2014 (absolutte tallverdier)	Egenkapital	Minoritets- interesser	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
Driftsrelaterte AM	32 560 475	893 882	663 766				34 118 123
Finansielle AM			214 034				214 034
Driftsrelaterte OM			7 478 180	19 137 464	7 481 322		34 096 966
Finansielle OM					1 828 219	1 293 972	3 122 191
Totalkapital	32 560 475	893 882	8 355 979	19 137 464	9 309 541	1 293 871	71 551 213

Tabell 6-4: Finansieringsmatrise for bransjen (tall)

Bransjen 31.12.2014 (Prosent)	Langsiktig driftsrelatert gjeld		Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld		Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
	Egenkapital	Minoritetsinteresser					
Driftsrelaterte AM	95,43 %	2,62 %	1,95 %				47,68 %
Finansielle AM			100,00 %				0,30 %
Driftsrelaterte OM			21,93 %	56,13 %	21,94 %		47,65 %
Finansielle OM					58,56 %	41,44 %	4,36 %
Totalkapital	45,51 %	1,25 %	11,68 %	26,75 %	13,01 %	1,81 %	100,00 %

Tabell 6-5: Finansieringsmatrise for bransjen (prosent)

Bransjen er i stor grad finansiert på samme måte som Lerøy, og den langsiktige kapitalen dekker omtrent like stor andel av eiendelene. Forskjellen i finansieringsstrukturen finnes i Lerøys samlede egenkapitalandel, som er rundt 10 prosentpoeng over bransjens. Bransjen finansieres på sin side med rundt 10 prosentpoeng mer langsiktig finansiell gjeld. Bransjens kapitalstruktur gir ikke grunnlag for å predikere finansieringsproblem i nærmeste fremtid, til tross for litt mindre solid finansiering enn Lerøy.

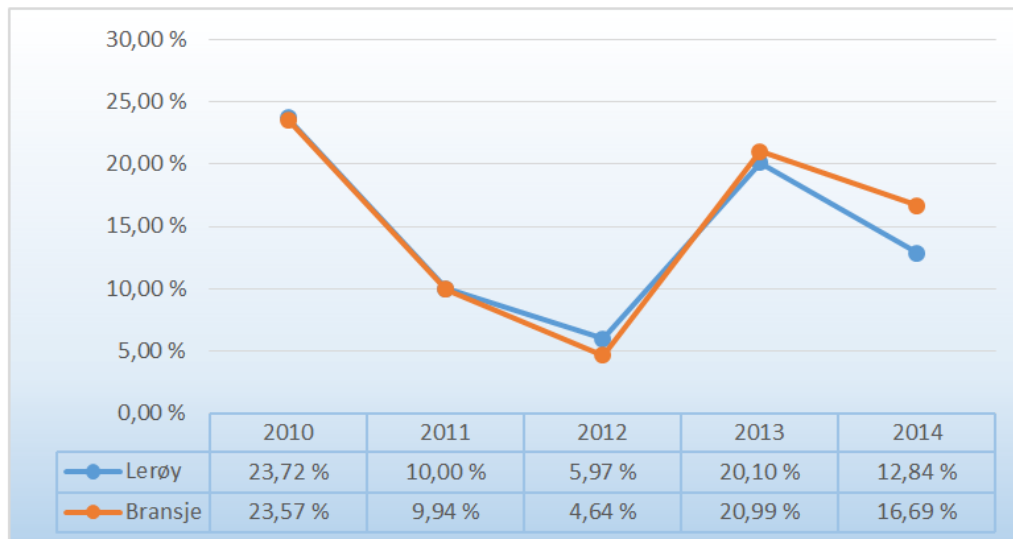
6.2.3 Analyse av netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet kan defineres som et selskaps netto driftsresultat sett i forhold til gjennomsnittlige netto driftseiendeler. Forholdstallet viser med andre ord hvor mye selskapets netto driftseiendeler kaster av seg i prosent. Lønnsomhet er relevant i en soliditetsanalyse siden svak lønnsomhet over tid vil tære på egenkapitalen. Vi valgte å benytte normalisert netto driftsresultat, siden de unormale resultatelementene vil ha liten prediksjonsverdi.

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

Formel 6-5: Netto driftsrentabilitet

Oppdrettsbransjen er svært syklisk, så det finnes ingen god uniform målestokk for selskapenes netto driftsrentabilitet. Bransjen blir derfor den målestokken som gir den beste indikasjonen på om Lerøys prestasjoner anses for å være tilfredsstillende.



Figur 6-7: Utvikling i netto driftsrentabilitet for Lerøy og bransjen

Figur 6-7 illustrerer utviklingen i netto driftsrentabilitet for Lerøy og bransjen over analyseperioden. Store svingninger skyldes den sterke avhengigheten av lakseprisen, samt biologiske og politiske utfordringer. I 2014 var Lerøys driftsrentabilitet omtrent fire prosentpoeng lavere enn bransjens, hvilket er et negativt tegn. Gjennom analyseperioden ellers har Lerøy derimot hatt en tidsvektet gjennomsnittlig driftsrentabilitet på omtrent ett prosentpoeng lavere enn bransjen. Både Lerøy og bransjen viser til høy avkastning og netto driftsrentabiliteten representerer derfor ikke noen stor risikofaktor for fremtidig soliditet.

6.3 Syntetisk rating

Likviditet- og soliditetsrisikoen kan oppsummeres ved å bruke de ulike nøkkeltallene til å gi en karakter på risikoen i form av syntetisk rating. Vi benytter Knivsflås (2014, 08 s. 75) rammeverk som tar utgangspunkt i Standard & Poors karaktersystem, men som baserer seg på fire nøkkeltall. De fire nøkkeltallene som utgjør grunnlaget for den endelige karakteren er likviditetsgrad 1, rentedeckningsgrad, egenkapitalandel og netto driftsrentabilitet. Forholdstallene blir målt opp mot grenseverdiene i tabell 6-6, og karakteren for hver periode tidsvektes for å finne gjennomsnittet for analyseperioden.

Rating/grenseverdi	Likviditetsgrad 1	Rentedekningsgrad (etter 27 % skatt)	Egenkapital- andel	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: Nøkkeltall som er grunnlag for syntetisk rating

Karakteren uttrykkes med bokstaver og hver karakter reflekterer sannsynligheten for konkurs i løpet av det neste året. Den tidsvektede gjennomsnittlige karakteren er utgangspunktet for karaktersettingen, men de andre forholdstallene benyttes videre i analysen for å komme frem til endelig rating for Lerøy og bransjen. Siden modellen gir et grovt overslag på kredittrisikoen har vi valgt å ikke øke detaljnivået ved å sette sterke (+) eller svake (-) karakterer. Det tidsvektede gjennomsnittet er basert på de tallmessige observasjonene, ikke bokstavkarakteren for det enkelte år. Første utkast til syntetisk rating er presentert i tabell 6-7.

Lerøy	2010		2011		2012		2013		2014		Tidsvektet gjennomsnitt	
Likviditetsgrad 1	2,84	A	2,95	A	2,08	BBB	2,55	A	3,58	A	2,82	A
Rentedekningsgrad	21,48	AAA	10,35	AA	4,22	A	15,38	AAA	12,83	AAA	12,67	AAA
Egenkapitalandel	0,52	BBB	0,52	BBB	0,49	BBB	0,54	BBB	0,56	A	0,53	BBB
Netto driftsrentabilitet	0,24	AA	0,10	BBB	0,06	BB	0,20	A	0,13	BBB	0,14	A
Samlet	AA		A		BBB		A		A		A	
Bransje												
Likviditetsgrad 1	3,12	A	3,27	A	2,02	BBB	2,94	A	3,51	A	2,97	A
Rentedekningsgrad	12,43	AAA	7,34	AA	1,89	BBB	6,99	AA	9,64	AA	7,50	AA
Egenkapitalandel	0,51	BBB	0,48	BBB	0,45	BBB	0,49	BBB	0,47	BBB	0,48	BBB
Netto driftsrentabilitet	0,24	AA	0,10	BBB	0,05	B	0,21	A	0,17	A	0,15	A
Samlet	AA		A		BBB		A		A		A	

Tabell 6-7: Første utkast til Lerøy og bransjens syntetiske rating

Lerøy oppnår samlet karakteren A, hvilket reflekterer en konkurssannsynlighet på under 0,8 prosent (Kvivsflå, 2014, 08, s.78). Finansieringsmatrisen bidrar til å underbygge den syntetiske ratingen, det samme gjør de andre forholdstallene så lenge vi studerer de siste observasjonene, eller tidsvektede gjennomsnitt. En potensiell fare kan være dersom selskapet oppnår lav driftsrentabilitet, slik som i 2012, over tid, og dermed også redusert rentedekningsgrad. Kombinert med lav likviditetsgrad 2 vil dette kunne føre til likviditetskrise på kort sikt. Ratingen har over analyseperioden holdt seg relativt stabil, og på et høyt nivå foruten nedgangen i 2012.

Bransjen har over analyseperioden en lavere rentedekningsgrad og egenkapitalandel enn Lerøy, men høyere likviditetsgrad 1 og netto driftsrentabilitet, og oppnår derfor karakteren A. Karakteren er noe svakere enn Lerøys og reflekterer en konkurssannsynlighet på 0,8 prosent (Knivsflå, 2014, 08 s. 78). Utviklingen følger i stor grad Lerøys, men bransjen hadde en større nedgang i 2012 som gir utslag i ratingen. Finansieringsmatrisen viser også at bransjen i større grad er finansiert med rentebærende gjeld enn Lerøy, noe som indikerer større risiko i finansieringen.

Modellen gir en indikasjon på kredittrisikoen, men vi vil påpeke noen svakheter i den som får konsekvenser i den videre analysen. Modellen tar ikke hensyn til bransjespesifikke forhold, hvilket fører til for høye eller lave grenseverdier. Dersom grenseverdiene ikke er tilpasset bransjen kan modellen gi feil indikasjon på kredittrisiko basert på observerte nøkkeltall. Oppdrettsbransjen er kapitalintensiv som følge av blant annet lav omløpshastighet. Dette fører til at likviditetsgrad 1 antas å være naturlig høy på grunn av biologiske eiendeler som utgjør store deler av aktørens driftsrelaterte omløpsmidler. Feilkilden forsterkes av at biologiske eiendeler måles til virkelig verdi. Vi har ikke grunnlag for å påpeke feil i de andre grenseverdiene, men er kritisk til den uniforme utformingen til modellen. Videre kan det påpekes at modellen baseres på få nøkkeltall, hvilket gjør at nøkkeltall med store feilkilder kan gi feil indikasjon på kredittrisikoen. Modellen kan også skape utfordringer ved omforming av nøkkeltall til bokstavkarakterer, og videre ved beregning av gjennomsnittlige karakterer basert på flere ulike sterke og svake bokstavkarakterer.

Bruk av modellen medfører til dels store feilkilder, men er enkel å bruke og gir en tilfredsstillende indikasjon på kredittrisikoen forbundet med Lerøy og bransjen. Vi velger derfor å basere den videre analysen på den syntetiske ratingen, men vil i kapittel 11 ta hensyn til usikkerheten det medfører.

7 Historiske avkastningskrav

Avkastningskravet reflekterer hvilken avkastning som forventes for eierne og andre investorer ved alternativ plassering av kapitalen til samme risiko. Avkastningen skal kompensere for inflasjon og risiko (Kaldestad og Møller, 2011, s. 105). Avkastningskravet fungerer som en målestokk for historisk rentabilitet, og investeringen er bare lønnsom dersom avkastningen er større enn avkastningskravet (Knivsflå 2015, 09 s. 6). I dette kapittelet skal vi utarbeide historiske avkastningskrav som skal brukes i analysen av lønnsomhet i kapittel 8. Siden rentabiliteten beregnes på gjennomsnittlig kapital vektet også avkastningskravene basert på gjennomsnittlige balanseverdier. Avkastningskravet kan i tillegg brukes som diskonteringsrente for fremtidig verdi, hvilket vi kommer nærmere inn på i kapittel 10.

7.1 Krav til egenkapital og minoritet

I forbindelse med utarbeiding av historiske avkastningskrav velger vi å benytte kapitalverdimodellen (Capital Asset Pricing Model, CAPM). Modellen tar utgangspunkt i risikofri rente som videre tillegges markedets risikopremie og illikviditetspremie. Vi benytter risikofri rente etter skatt selv om det er noe utradisjonelt. Selskapet får fradrag for kostnader knyttet til gjeld, men ikke til egenkapital, og slik sett er det unaturlig å benytte risikofri rente etter skatt. Dette veies imidlertid opp for av også å benytte markedsrisikopremie etter skatt, slik at skattevirkningen på avkastningskravet til egenkapital blir marginal. Markedets risikopremie består av systematisk risiko, det vil si den risikoen en differensiert portefølje innebærer. Selskapsspesifikk risiko anses ikke å være relevant siden den er en del av usystematisk risiko som kan elimineres ved diversifikasjon. Illikviditetspremien tillegges i de tilfeller der det er risiko for at investor innlåses i en illikvid aksje.

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

r_f = risikofri rente

β_{EK} = mål på systematisk risiko

$r_m - r_f$ = markedspremien

ilp = illikviditespremie

s = skattesats

Formel 7-1: Egenkapitalkrav

Kapitalverdimodellen kritiseres for å være en meget enkel teoretisk modell, men er likevel mest utbredt i praksis på grunn av enkel bruk og resultater som ikke avviker vesentlig fra andre modeller (Norli, 2011).

7.1.1 Risikofri rente

Risikofri rente inngår i avkastningskravet siden enhver investering som innebærer risiko må gi en avkastning høyere enn den risikofrie renten etter skatt. Renten er en teoretisk avkastning på et verdipapir som ikke har konkurs eller misligholdsrisiko (Kaldestad og Møller, 2011, s. 108). Det finnes flere alternativer til hvilken rente en kan ta utgangspunkt i, for eksempel NIBOR eller statsobligasjoner. Ved bruk av NIBOR må det trekkes fra en risikopremie for bankenes konkursrisiko. Det samme gjelder forøvrig ved bruk av norske statsobligasjoner. Konkursrisikoen for den norske stat er imidlertid signifikant lavere enn for bankene og risikopremien antas å være marginal. Vi velger å benytte norske statsobligasjoner, og på den måten unngå å gjøre et usikkert estimat på bankenes konkursrisiko.

Det andre momentet som må tas stilling til ved valg av risikofri rente er tidshorisonten. Bruk av kortsiktige renter medfører en svært liten illikviditetseffekt, men gir samtidig potensielle svingninger i avkastningskravet over tid. Bruk av langsiktige, relativt illikvide norske statsobligasjoner medfører visse ulemper. For eksempel vil langsiktige verdipapirer innbefatte risikopremie i form av inflasjonsrisiko og illikviditet. Den langsiktige risikofrie renten er derfor litt for høy teoretisk sett. Fordelen ved å bruke langsiktig risikofri rente er at den er mindre utsatt for svingninger og dermed vil gi et stabilt avkastningskrav over tid. Vi velger derfor å benytte den langsiktige renten basert på en avveining mellom teoretisk korrekt rente, og en praktisk gjennomførbar metode. Tabell 7-1 viser gjennomsnittlig årlig risikofri rente basert på daglige observasjoner av ti års statsobligasjoner over analyseperioden.

	2010	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet gjennomsnitt
Risikofri rente før skatt	0,035	0,031	0,021	0,026	0,025	0,027
- Skatt (27 %)	0,010	0,008	0,006	0,007	0,007	0,007
= Risikofri rente etter skatt	0,026	0,023	0,015	0,019	0,018	0,020

Tabell 7-1: Gjennomsnittlig årlig risikofri rente (Norges bank, 2015d)

7.1.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er den avkastningen finansielle investorer forventer å få utover den risikofrie renten (Kaldestad og Møller 2011, s. 117). Risikopremien er med andre ord den ekstra avkastningen som kreves for å investere i et mer risikabelt objekt enn den risikofrie renten. Historisk observert risikopremie kan brukes for å estimere risikopremien for det enkelte år i analyseperioden. Knivsflå (2014, 15 s.26) benytter en blanding av historiske data med kortsiktig og

langsiktig perspektiv. Vi velger å estimere den historiske markedsrisikoen ved å vekte den observerte kortsiktige og langsiktige markedsrisikopremien for å ta hensyn til lavere observert markedsrisikopremie de senere år. Tabell 7-2 viser den beregnede markedsrisikopremien for analyseperioden.

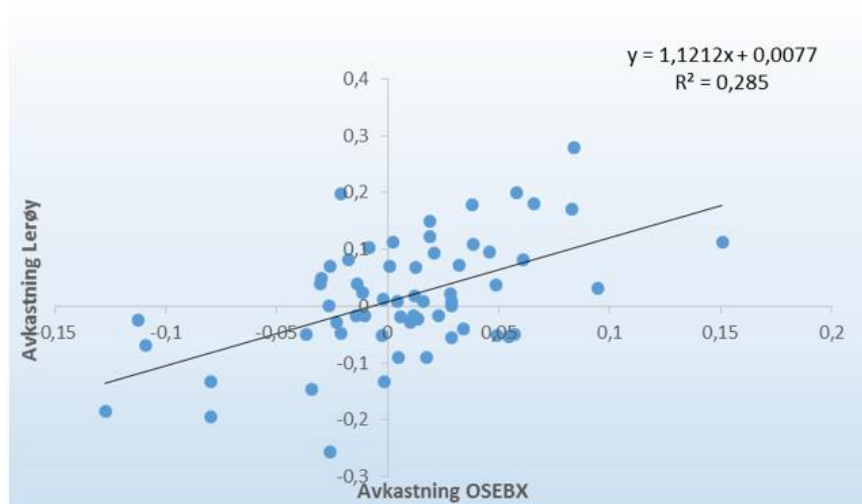
	2010	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet gjennomsnitt
Kortsiktig risikopremie 1995- 2014	0,039	0,036	0,038	0,040	0,040	0,039
· Vekt	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250
+ Langsiktig risikopremie 1958-2014	0,048	0,048	0,049	0,050	0,050	0,049
· Vekt	0,750	0,750	0,750	0,750	0,750	0,750
= Markedets risikopremie	0,046	0,045	0,046	0,048	0,048	0,047

Tabell 7-2: Markedsrisikopremie for analyseperioden:

En markedsrisikopremie på 4,7 prosent harmonerer med Kaldestad og Møllers (2011, s. 122) oppfatning av en “normal” risikopremie, og med PwCs (2014) årlige undersøkelse blant norske finansanalytikere.

7.1.3 Gjennomsnittlig egenkapitalbeta for analyseperioden

Beta er et mål på en aksjes risiko relativt til aksjemarkedet, og dermed hvor eksponert selskapet er for den generelle markedsrisikoen (Kaldestad og Møller, 2011, s. 111). Vi velger å estimere Lerøy, og de komparative virksomhetenes egenkapitalbeta ved å utføre en regresjonsanalyse mot hovedindeksen på Oslo Børs. Dette er ifølge Kaldestad og Møller (2011, s. 116) et godt utgangspunkt og vi har da kontroll på metoden som benyttes, i motsetning til om vi hadde benyttet betaverdier beregnet av andre aktører. Regresjonsanalysen til Lerøy er vist i figur 7-1.



Figur 7-1: Regresjonsanalyse til Lerøy

Regresjonsanalysen av den månedlige avkastningen til Lerøy og hovedindeksen på Oslo Børs gir et betaestimat på 1,121. Dette antyder at Lerøy er noe mer utsatt for svingninger enn markedet ellers, hvilket virker plausibelt ettersom selskapet er avhengig av den volatile lakseprisen. Forklaringskraften, det vil si hvor stor del av svingningene i Lerøys avkastning som kan forklares ved hjelp av avkastningen i hovedindeksen, er 0,285. Dette fremkommer av R^2 som uttrykker hvor sterk samvariasjonen mellom tallene er, ikke noe om kausalitet. Forklaringskraften er relativt lav, og igjen kan det tenkes at den volatile lakseprisen gjør at oppdrettsselskapene skiller seg fra den ellers oljetunge Oslo Børs. Videre vil vi foreta en justering av egenkapitalbetaen for å ta høyde for antakelsen om at betaen over tid vil ha en drift mot 1 (Kaldestad og Møller, 2011, s. 115). Justeringen foretas ved å vekte den beregnede betaverdien $\frac{2}{3}$ og den resterende $\frac{1}{3}$ basert på en normalbeta på 1. Den justerte betaverdien blir dermed 1,08 for Lerøy. Tabell 7-3 viser beregnet og justert beta for Lerøy og de komparative virksomhetene.

	Lerøy	Marine Harvest	Salmar	Grieg Seafood
Egenkapitalbeta	1,12	0,96	1,09	1,28
Justert egenkapitalbeta	1,08	0,97	1,06	1,19

Tabell 7-3: Beregnet og justert beta for Lerøy og de komparative virksomhetene

De beregnede betaverdiene er jevnt over noe høyere enn verdier hentet fra “Datastream” (11.03.2015), men differansen er nesten ubetydelig etter justeringen. Dette tyder på at de justerte beregnede betaverdiene kan brukes videre i analysen. Minoritetsbeta settes lik egenkapitalbeta i de videre beregningene. Beta for bransjen settes til et egenkapitalvektet gjennomsnitt av de komparative virksomhetenes beregnede beta.

7.1.4 Illikviditetspremie

Illikviditetspremie er et prosentvis påslag som kan tillegges kravet til egenkapitalen på bakgrunn av kostnader forbundet med å eie aksjen. En aksjonær vil sette et høyere krav til avkastning på en aksje som ikke kan selges, eller som må selges til redusert pris, enn på en aksje som fritt kan omsettes uten kostnader. Det finnes ingen enkel teori som fastsetter illikviditetspremie (Knivsflå, 2014, 09 s. 49), vi benytter derfor en skjønnsbasert tilnærming.

Både Lerøy og de komparative virksomhetene er børsnotert, hvilket taler for at aksjene er lett omsettelige. Lerøy har imidlertid liten eierspredning og den største aksjonæren eier over 62 prosent av selskapet. Dette betyr at småinvestorer har liten innflytelse i utbyttespørsmål og lignende. Selv

om aksjen ikke er blant de mest omsatte på Oslo Børs, handles den likevel i relativt høyt volum hvilket tilsier at det ikke bør tillegges illikviditetspremie for majoritet. Det tillegges 2 prosent illikviditetspremie for minoritet. Dette begrunnes med at minoriteten eier andeler i ikke-børsnoterte aksjeselskaper som det ikke eksisterer likvide markeder for kjøp og salg av andeler.

7.1.5 Årlig egenkapitalbeta

For å beregne årlig egenkapitalbeta støtter vi oss til Miller-Mogdigliani I (MMI), som fastslår at verdien av et selskap er uavhengig av finansieringen (Knivslå, 2014, 09 s. 76), gitt at bedriften ikke har krisekostnader eller lignende. Dette innebærer at netto driftsbeta er konstant over analyseperioden, og vil være konstant i fremtiden.

Siden vi allerede har beregnet netto finansiell beta (i 7.2.3) er årlig egenkapitalbeta eneste ukjente faktor og kan beregnes residualt for det enkelte år. Dette er vist i tabell 7-4.

	2010	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet gjennomsnitt
Egenkapitalbeta	1,075	1,026	1,086	1,149	1,055	1,081
· EK/NDK	0,722	0,728	0,676	0,639	0,706	0,688
+ Egenkapitalbeta	1,075	1,026	1,086	1,149	1,055	1,081
· MI/NDK	0,049	0,076	0,077	0,083	0,083	0,077
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,073	0,103	0,112	0,061	0,064	0,080
· NFG/NDK	0,229	0,195	0,247	0,279	0,211	0,235
= Netto driftsbeta	0,846	0,846	0,846	0,846	0,846	0,846

Tabell 7-4: Egenkapitalbeta 2010-2014

7.1.6 Krav til egenkapital og minoritet

Verdien av selskapet som helhet er ikke avhengig av finansieringen (MMI), dermed er det kapital-kostnaden for de ulike kapitalene som vil variere basert på finansieringen (MMII) (Knivslå, 2014, 09, s. 77). Dersom et selskap utelukkende er egenkapitalfinansiert vil avkastningskravet til egenkapitalen være lavere enn om selskapet er høyt gearet. Risikoen til egenkapitalen øker med gjeldsgraden. Dette reflekteres i avkastningskravet ved at egenkapitalbetaen øker med gjeldsgraden, og dermed vil en større andel av markedsrisikopremien medregnes. I tabell 7-5 er endelig egenkapital- og minoritetskrav beregnet for hvert av årene i analyseperioden.

	2010	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet gjennomsnitt
Risikofri rente før skatt	0,035	0,031	0,021	0,026	0,025	0,027
- Skatt (27 %)	0,010	0,008	0,006	0,007	0,007	0,007
= Risikofri rente etter skatt	0,026	0,023	0,015	0,019	0,018	0,020
+ Justert egenkapitalbeta	1,075	1,026	1,086	1,149	1,055	1,081
· Markedspremie etter skatt	0,046	0,045	0,046	0,048	0,048	0,047
+ Illikviditetspremie	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
= Egenkapitalkrav	0,075	0,069	0,065	0,074	0,069	0,070
+ Illikviditetspremie minoritet	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020
= Minoritetskrav	0,095	0,089	0,085	0,094	0,089	0,090

Tabell 7-5: Egenkapital- og minoritetskrav 2010-2014

7.2 Finansielle krav

Långiver er i større grad enn en opplyst investor opptatt av bedriftsspesifikk risiko i forbindelse med utlån. Der investor står overfor en tosidig risiko, det vil si både gevinst og tapspotensial, innebærer et utlån bare en potensiell tapsrisiko. Långiver krever derfor et risikopåslag over den risikofrie renten. Størrelsen på risikopåslaget vil variere med bedriftens kredittrisiko. Vi vil i det videre beregne finansielle krav samt betaverdier for Lerøys finansielle gjeld og eiendeler.

7.2.1 Krav til finansiell gjeld

Kravet til finansiell gjeld beregnes etter formelen under, og det neste steget blir følgelig å anslå kredittrisiko premien på Lerøys gjeld.

$$\text{Finansielt gjeldskrav (fgk)} = \text{Risikofri rente (} r_f \text{)} * (1 - s) + \text{Kredittrisiko premie (krp)}$$

Formel 7-2: Finansielt gjeldskrav

Vi benytter Knivsflås (2014, 09, s. 55) metodikk, der kredittrisiko premien fremkommer direkte av tabell 7-6 basert på selskapets syntetiske rating og gjeldens gjenværende levetid.

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	0,210
D	0,276	0,280

Tabell 7-6: Kredittrisiko premie basert på syntetisk rating

Lerøys finansielle gjeld består i stor grad av langsiktige kreditter, vi benytter derfor den noe høyere langsiktige kredittrisikopremien. Tabell 7-7 viser det finansielle gjeldskravet for hvert av årene i analyseperioden.

	2010	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet gjennomsnitt
Syntetisk rating	AA	A	BBB	A	A	A
Risikofri rente etter skatt	0,026	0,023	0,015	0,019	0,018	0,020
+ Lang kredittrisikopremie	0,008	0,010	0,014	0,010	0,010	0,011
= Finansielt gjeldskrav	0,034	0,033	0,029	0,029	0,028	0,030

Tabell 7-7: Finansielt gjeldskrav 2010-2014

Videre kan vi beregne implisitt finansiell gjeldsbeta som brukes i forbindelse med beregning av netto finansielt gjeldskrav. Beregningene er vist i tabell 7-8.

	2010	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet gjennomsnitt
Syntetisk rating	AA	A	BBB	A	A	A
Lang kredittrisikopremie	0,008	0,010	0,014	0,010	0,010	0,011
/ Markedspremie etter skatt	0,046	0,045	0,046	0,048	0,048	0,047
= Implisitt finansiell gjeldsbeta	0,174	0,222	0,304	0,208	0,208	0,224
· Markedsrisikodel	0,190	0,190	0,190	0,190	0,190	0,190
= Finansiell gjeldsbeta	0,033	0,042	0,058	0,040	0,040	0,043

Tabell 7-8: Finansiell gjeldsbeta 2010-2014

Markedsrisikodel er beregnet basert på forklaringskraften observert i regresjonsanalysen, som justeres med $\frac{2}{3}$, basert på forelest metodikk (Knivsflå, 2014, 09, s. 64).

7.2.2 Krav til finansielle eiendeler

Krav til kontanter settes lik den risikofrie renten etter skatt, siden kontanter er tilnærmet risikofrie, dermed settes også kontantbeta lik null. Kravet til finansielle fordringer settes til den risikofrie renten tillagt kredittrisikopremie hentet fra tabell 7-6. Lerøy har bare langsiktige finansielle fordringer, så den langsiktige renten benyttes, og vi forutsetter at selskapene Lerøy har fordringer som er kredittrtet til BBB i gjennomsnitt. Investeringskravet settes til risikofri rente tillagt markedsrisikopremien, og vi antar en betaverdi på 1 for investeringene. Avkastningskravet til de ulike finansielle eiendelene vektet så mot balanseførte verdier og resulterer i endelig finansielt eiendelskrav for de enkelte årene. Utrekningene er utført i tabell 7-9.

	2010	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet gjennomsnitt
Kontantkrav	0,026	0,023	0,015	0,019	0,018	0,020
· Kontantvekt	0,975	0,981	0,976	0,965	0,983	0,975
+ Fordringskrav	0,040	0,037	0,029	0,033	0,032	0,034
· Fordringsvekt	0,006	0,005	0,008	0,029	0,014	0,014
+ Investeringskrav	0,072	0,068	0,061	0,067	0,066	0,067
· Investeringsvekt	0,017	0,014	0,016	0,006	0,003	0,010
= Finansielt eiendelskrav	0,026	0,024	0,016	0,020	0,019	0,020

Tabell 7-9: Finansielt eiendelskrav 2010-2014

For å kunne beregne finansiell eiendelsbeta må først fordringsbetaen beregnes i tabell 7-10.

	2010	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet gjennomsnitt
Syntetisk rating	AA	A	BBB	A	A	A
Kort kreditttrisikopremie	0,004	0,006	0,010	0,006	0,006	0,007
/ Markedspremie etter skatt	0,046	0,045	0,046	0,048	0,048	0,047
= Implisitt fordringsbeta	0,087	0,133	0,217	0,125	0,125	0,139
· Markedsrisikodel	0,190	0,190	0,190	0,190	0,190	0,190
= Fordringsbeta	0,017	0,025	0,041	0,024	0,024	0,026

Tabell 7-10: Fordringsbeta 2010-2014

Ettersom vi nå har alle de ulike betaverdiene og vektene kan den totale finansielle eiendelsbetaen beregnes. Beregningene er vist i tabell 7-11.

	2010	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet gjennomsnitt
Kontantbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
· Kontantvekt	0,978	0,981	0,976	0,965	0,983	0,976
+ Fordringsbeta	0,017	0,025	0,041	0,024	0,024	0,026
· Fordringsvekt	0,006	0,005	0,008	0,029	0,014	0,014
+ Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
· Investeringsvekt	0,017	0,014	0,016	0,006	0,003	0,010
= Finansiell eiendelsbeta	0,017	0,014	0,017	0,007	0,003	0,011

Tabell 7-11: Finansiell eiendelsbeta 2010-2014:

7.2.3 Krav til netto finansiell gjeld

Vi opererer med netto driftseiendeler og netto finansiell gjeld som kapitaler i tillegg til egenkapital og minoritetsinteresser og må følgelig beregne avkastningskrav og beta til netto finansiell gjeld.

Dette gjøres ved å vekte kravet og beta til finansielle eiendeler og finansiell gjeld med gjennomsnittlige balanseverdier. Beregningene og endelig krav til netto finansiell gjeld fremkommer i tabell 7-12 og 7-13.

	2010	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet gjennomsnitt
Finansielt gjeldskrav	0,034	0,033	0,029	0,029	0,028	0,030
· Finansiell gjeldsvekt	1,805	2,074	1,723	1,460	1,571	1,684
- Finansielt eiendelskrav	0,027	0,024	0,016	0,020	0,019	0,020
· Finansiell eiendelsvekt	0,805	1,074	0,723	0,460	0,571	0,684
= Netto finansielt gjeldskrav	0,039	0,043	0,039	0,033	0,034	0,037

Tabell 7-12: Netto finansielt gjeldskrav 2010-2014

	2010	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet gjennomsnitt
Finansiell gjeldsbeta	0,033	0,042	0,058	0,040	0,040	0,043
· Finansiell gjeldsvekt	1,805	2,074	1,723	1,460	1,571	1,684
+ Finansiell eiendelsbeta	0,017	0,014	0,017	0,007	0,003	0,011
· Finansiell eiendelsvekt	0,805	1,074	0,723	0,460	0,571	0,684
= Netto finansiell gjeldsbeta	0,073	0,103	0,112	0,061	0,064	0,080

Tabell 7-13: Netto finansiell gjeldsbeta 2010-2014

7.3 Krav til netto driftskapital

Kravet til netto driftskapital beregnes ved å vekte kravene til egenkapital, minoritet og netto finansiell gjeld med gjennomsnittlige balanseverdier. Beregningene er vist i tabell 7-14.

	2010	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet gjennomsnitt
Egenkapitalkrav	0,075	0,069	0,065	0,074	0,069	0,070
· Egenkapital/Netto driftskapital	0,722	0,728	0,676	0,639	0,706	0,689
+ Minoritetskrav	0,095	0,089	0,085	0,094	0,089	0,090
· Minoritet/Netto driftskapital	0,049	0,076	0,077	0,083	0,083	0,077
+ Netto finansiell gjeldskrav	0,039	0,043	0,039	0,033	0,034	0,037
· Netto finansiell gjeld/Netto driftskapital	0,229	0,195	0,247	0,279	0,211	0,235
= Netto driftskrav	0,068	0,065	0,060	0,064	0,063	0,064

Tabell 7-14: Netto driftskrav 2010-2014

Krav til netto driftskapital har holdt seg relativt stabilt over analyseperioden, men viser en svak nedadgående trend. Over analyseperioden har minoritetsandelen blitt noe større på bekostning av egenkapitalandelen. Dette har isolert sett ført til en økning i netto driftskrav på grunn av illikviditetspremien som tillegges minoritetskravet. Økende minoritetsandel kan skyldes oppkjøp av andre selskap i analyseperioden. Netto driftskrav er likevel totalt sett redusert over analyseperioden, hvilket i stor grad skyldes lavere risikofri rente, som gir utslag i kravet til samtlige kapitaler.

7.4 Oppsummering - avkastningskrav

Lerøy	2010	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet gjennomsnitt
Egenkapitalkrav	0,075	0,069	0,065	0,074	0,069	0,070
Minoritetskrav	0,095	0,089	0,085	0,094	0,089	0,090
Netto finansiell gjeldskrav	0,039	0,043	0,039	0,033	0,034	0,037
Netto driftskrav	0,068	0,065	0,060	0,064	0,063	0,064
Bransjen						
Egenkapitalkrav	0,072	0,068	0,061	0,069	0,068	0,067
Minoritetskrav	0,092	0,088	0,081	0,089	0,088	0,087
Netto finansiell gjeldskrav	0,035	0,034	0,029	0,031	0,030	0,031
Netto driftskrav	0,060	0,058	0,050	0,056	0,055	0,056

Tabell 7-15: Oppsummering - avkastningskrav

Avkastningskravene til egenkapital og minoritet er i stor grad sammenfallende for Lerøy og bransjen. Estimert egenkapitalbeta for analyseperioden er marginalt høyere for Lerøy enn for bransjen. Høyere egenkapitalbeta skyldes at avkastningen til Lerøy over analyseperioden har vært utsatt for noe større svingninger enn bransjen, sammenlignet med avkastningen til markedet. En potensiell feilkilde i denne sammenhengen er beregningen av bransjens samlede egenkapitalbeta, i form av det enkelte selskapets egenkapitalbeta vektet med gjennomsnittlig egenkapitalverdi. Marine Harvest utgjør den største delen av bransjen, og selskapet hadde den laveste estimerte egenkapitalbetaen. Bransjens samlede egenkapitalbeta blir derfor litt for lav, og muligens ikke representativ for den samlede bransjen.

Netto finansielt gjeldskrav er høyere for Lerøy siden de har betydelig mer finansielle eiendeler enn de øvrige aktørene i bransjen. Det medfører at finansiell eiendel- og gjeldsvekt øker, og siden finansielt gjeldskrav er høyere enn finansielt eiendelskrav øker kravet til netto finansiell gjeld.

Lerøy er finansiert med mer egenkapital og minoritetsinteresser, og mindre netto finansiell gjeld, enn bransjen forøvrig. Dette gjør at netto driftskrav er høyere for Lerøy enn for bransjen. Den store kontantbeholdningen som bidro til å øke kravet til netto finansiell gjeld bidrar her til å redusere andelen netto finansiell gjeld og dermed øke Lerøys krav til netto driftskapital.

8 Analyse av lønnsomhet- strategisk fordel

Rentabilitet er et mål på prosentvis avkastning på investert kapital (Damodaran, 2012, s. 44).

Rentabilitetsmåling gjør det mulig å sammenligne lønnsomhet over analyseperioden og mellom ulike selskaper. Vi vil gjennomføre en strategisk rentabilitetsanalyse av Lerøy, der fokuset er å avdekke avvik mellom rentabilitet og avkastningskrav for Lerøy og bransjen. Ved å fokusere på avvik i større grad enn absolutt nivå gjør det oss i bedre stand til å vurdere Lerøys rentabilitet og avdekke kildene til eventuell strategisk fordel.

Rentabilitetsanalysen danner grunnlaget for fremtidsregnskapet som skal utarbeides i kapittel 9. Siden målet med oppgaven er å avdekke verdien av fremtidig drift, utfører vi analysen basert på det normaliserte resultatet. De unormale postene utelukkes fra analysen siden de ikke er relevante ved utarbeidelse fremtidsregnskapet. Vi benytter etterskuddsrente for å beregne rentabilitet konsistent med utarbeidelse av avkastningskrav.

8.1 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabilitet er målet på avkastningen på selskapets egenkapital. Vi har beregnet den årlige egenkapitalrentabiliteten med utgangspunkt i det normaliserte og justerte resultatet til egenkapitalen, og gjennomsnittlig egenkapital.

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

ekr = Egenkapitalrentabilitet

EK_{t-1} = Egenkapital i inngående balanse

NRE = Normalisert nettoresultat til EK

ΔEK_t = Årets endring i egenkapitalen

Formel 8-1: Egenkapitalrentabilitet

Relevant målestokk til egenkapitalrentabiliteten er egenkapitalkravet til både Lerøy og bransjen. Ved å benytte de ulike målestokkene skal vi analysere Lerøys rentabilitet over analyseperioden, og knytte utviklingen til den strategiske analysen. Tabell 8-1 viser utviklingen i Lerøys egenkapitalrentabilitet.

Vekt	2010	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet gjennomsnitt
Nettoresultat til egenkapital	1 213 280	835 660	291 959	1 109 030	1 170 377	935 584
/ Egenkapital	4 148 810	5 181 649	5 144 105	4 979 990	6 649 158	5 335 677
= Egenkapitalrentabilitet	0,292	0,161	0,057	0,223	0,176	0,179

Tabell 8-1: Utvikling i Lerøys egenkapitalrentabilitet

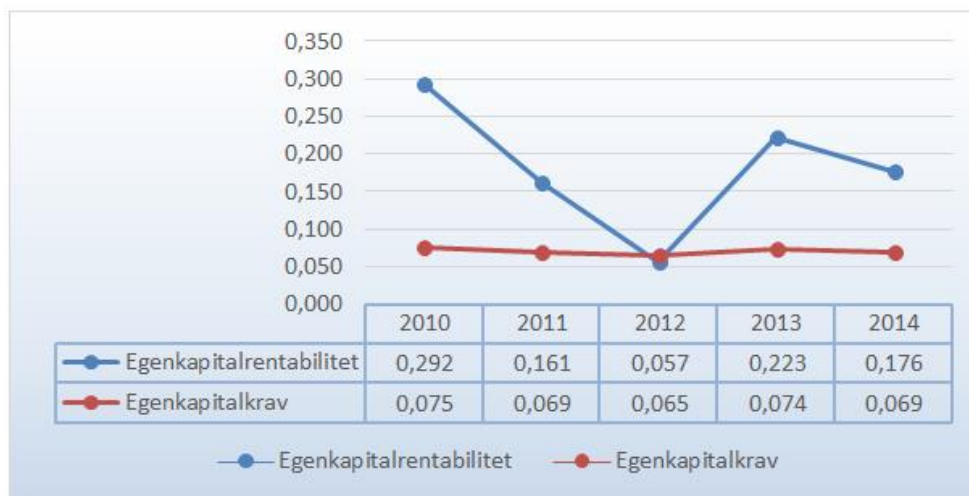
Egenkapitalrentabiliteten er utsatt for store svingninger, hvilket kan illustreres av endringen på over 20 prosentpoeng fra 2010 til 2012. Dette er i tillegg normaliserte tall, hvilket tilsier at svingningene i realiteten er enda større. De store svingningene skyldes i stor grad resultatets avhengighet av lakseprisen, som i analyseperioden har vært utsatt for store variasjoner.

8.1.1 Superrentabilitet til egenkapital

Egenkapitalens superrentabilitet er den avkastningen som overstiger avkastningskravet. Utviklingen over analyseperioden er vist i tabell 8-2 og figur 8-1.

	2010	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekt	0,15	0,15	0,20	0,25	0,25	
Egenkapitalrentabilitet	0,292	0,161	0,057	0,223	0,176	0,179
- Egenkapitalkrav	0,075	0,069	0,065	0,074	0,069	0,070
= Superrentabilitet Lerøy	0,217	0,092	-0,008	0,149	0,107	0,109

Tabell 8-2: Utvikling i Lerøys superrentabilitet



Figur 8-1: Lerøys egenkapitalkrav- og rentabilitet

Lerøy har i alle årene, utenom 2012, oppnådd en svært solid superrentabilitet. Det vil si at eierne oppnår en avkastning vesentlig høyere enn avkastningskravet. Dette skyldes mest sannsynlig den gode perioden oppdrettsnæringen har vært gjennom, og ved hjelp av mer inngående analyse av egenkapitalrentabiliteten skal vi forsøke å avdekke årsakene. Superrentabiliteten kan splittes i en bransjefordel, ressursfordel og kravfordel, og bransjen blir i så måte målestokk for Lerøys prestasjoner.

$$ekr - ekk = (ekr_B - ekk_B) + (ekr - ekr_B) + (ekk_B - ekk)$$

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

$$ekr - ekr_B = \text{Superrentabilitet hos Lerøy relativt til bransjen} \quad (\text{Intern ressursfordel 1})$$

$$ekk_B - ekk = \text{Kravfordel i Lerøy relativt til bransjen} \quad (\text{Intern ressursfordel 2})$$

Formel 8-2: Superrentabilitet

8.1.2 Ekstern bransjefordel

Ekstern bransjefordel er differansen mellom bransjens egenkapitalrentabilitet og -krav. Bransjefordelen er felles for alle aktørene i bransjen, hvilket er en naturlig antakelse siden bransjeutvalget er valgt med sikte på å finne sammenlignbare aktører. Bransjens superrentabilitet er beregnet og vist i tabell 8-3.

Vekt	2010	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet gjennomsnitt
Egenkapitalrentabilitet bransjen	0,265	0,154	0,023	0,199	0,201	0,168
- Egenkapitalkrav bransjen	0,072	0,068	0,061	0,069	0,068	0,067
= Superrentabilitet bransjen	0,192	0,086	-0,037	0,131	0,133	0,100

Tabell 8-3: Bransjens superrentabilitet

Bransjen har i likhet med Lerøy hatt et relativt stabilt avkastningskrav over analyseperioden, og egenkapitalrentabiliteten har vært utsatt for store svingninger. Utviklingen viser at Lerøy og bransjeutvalget er utsatt for de samme markedssvingningene, og at bransjen dermed ser ut til å være representativ. Bransjefordelen er utgangspunktet for dekomponeringen av Lerøys samlede strategiske fordel, og den eksterne bransjefordelen blir utgangspunktet for videre beregninger.

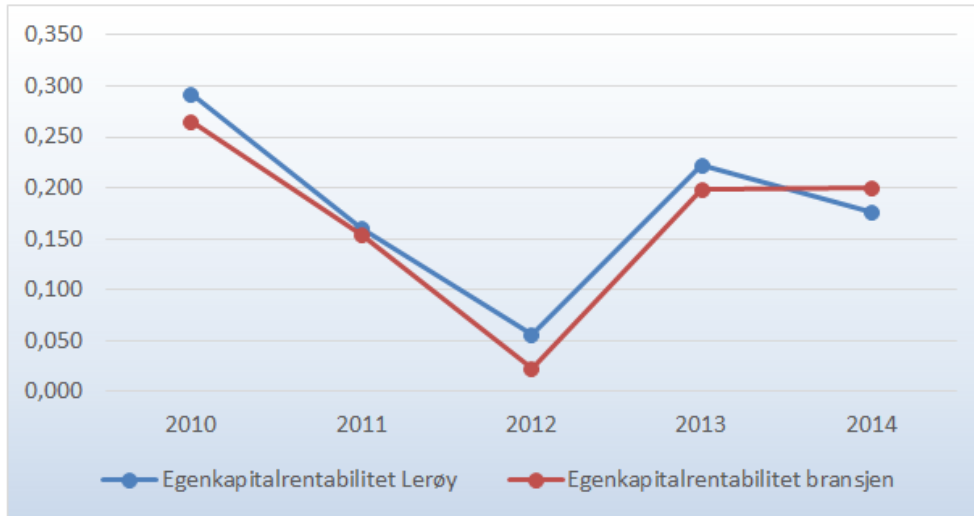
8.1.3 Internressursfordel

Lerøys superrentabilitet relativt til bransjens forteller noe om hvilke ressurser Lerøy besitter som bransjen eventuelt mangler. Beregningene er vist i tabell 8-4.

Vekt	2010	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet gjennomsnitt
Egenkapitalrentabilitet Lerøy	0,292	0,161	0,057	0,223	0,176	0,179
- Egenkapitalrentabilitet bransjen	0,265	0,154	0,023	0,199	0,201	0,168
= Intern ressursfordel 1	0,028	0,007	0,033	0,023	-0,025	0,012

Tabell 8-4: Lerøys intern ressursfordel 1

Lerøy har over analyseperioden stort sett hatt en egenkapitalrentabilitet marginalt høyere enn bransjen. I 2014 er differansen imidlertid negativ med 2,5 prosent, hvilket er et faresignal, spesielt siden Lerøy er en del av bransjen og siden rentabiliteten er beregnet på bakgrunn av normaliserte regnskapsdata.



Figur 8-2: Utvikling i Lerøys og bransjens egenkapitalrentabilitet

Lerøy viser i 2014 dårligere evne til å oppnå avkastning per investerte krone egenkapital enn bransjen. Basert på informasjon i rapport for fjerde kvartal 2014 kan den svake utviklingen relativt til bransjen forklares med flere faktorer. Importstoppen i Russland rammet Lerøy hardere enn bransjen forøvrig, da Russland er et svært viktig marked for import av ørret, og Lerøy er verdens største ørretprodusent. Videre hadde Lerøy uheldig slakteprofil på biomassen, da store deler ble slaktet i perioden mellom prisreduksjonen etter importstopp i Russland, og den sesongrelaterte prisoppgangen i desember. Samlet førte disse forholdene til at Lerøy oppnådde lavere prisoppgang på slaktet fisk i perioden enn markedet forøvrig. I tillegg rapporterer Lerøy om biologiske utfordringer, men det er uklart om de er større enn for bransjen forøvrig. I fremtiden forventer vi at avviket mellom Lerøys og bransjens egenkapitalrentabilitet vil reduseres på bakgrunn av antakelsen om “mean reversion”.

	2010	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekt	0,15	0,15	0,20	0,25	0,25	
Egenkapitalkrav bransjen	0,072	0,068	0,061	0,069	0,068	0,067
- Egenkapitalkrav Lerøy	0,075	0,069	0,065	0,074	0,069	0,070
= Intern ressursfordel 2	-0,003	-0,001	-0,005	-0,005	-0,001	-0,003

Tabell 8-5: Lerøys intern ressursfordel 2

Lerøy har over hele analyseperioden hatt et marginalt høyere egenkapitalkrav sammenlignet med bransjen. Det vil si at investorer krever høyere avkastning på investering i Lerøy enn i resten av bransjen. Det er ikke overraskende at egenkapitalkravet til Lerøy og bransjen over tid er omtrent like, dette underbygger vår antakelse om at bransjeutvalget representerer omtrent samme

investeringsrisiko for investorer. Det forventes at Lerøy og bransjen vil ha omtrent like avkastningskrav til egenkapitalen også i fremtiden.

8.1.4 Strategisk fordel

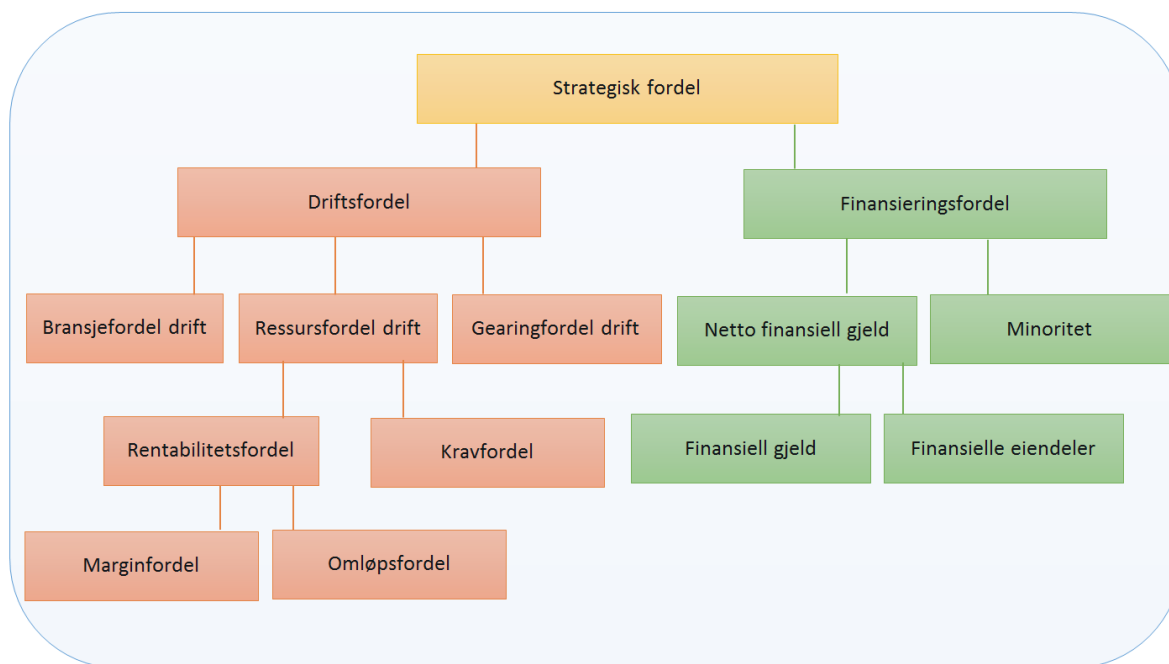
Lerøy har over analyseperioden hatt en tidsvektet strategisk fordel på 10,9 prosent. Dette representerer en solid avkastning over egenkapitalkravet. Det positivt at Lerøy over analyseperioden har hatt høyere superrentabilitet enn bransjen. I 2014 har derimot Lerøy superrentabilitet lavere enn bransjen, hvilket representerer et faresignal.

Vekt	2010	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet gjennomsnitt
Bransjefordel	0,192	0,086	-0,037	0,131	0,133	0,100
+ Intern ressursfordel 1	0,028	0,007	0,033	0,023	-0,025	0,012
+ Intern ressursfordel 2	-0,003	-0,001	-0,005	-0,005	-0,001	-0,003
= Superrentabilitet Lerøy	0,217	0,092	-0,008	0,149	0,107	0,109

Tabell 8-6: Superrentabilitet for Lerøy

8.2 Rammeverk for strategisk drifts- og finansieringsanalyse

I kapittel 8.1 ble det avdekket at Lerøy har oppnådd en superrentabilitet på 10,9 prosent over analyseperioden. Positiv superrentabilitet er et mål på selskapets strategiske fordel (Knivsflå, 2014, 02, s. 6). Den samlede strategiske fordelten kan deles inn i to hovedkategorier, driftsfordel og finansieringsfordel. Videre kan den dekomponeres i flere underkategorier slik at det er mulig å avdekke de ulike kildene til den strategiske fordelten.



Figur 8-3: Rammeverk for strategisk drifts- og finansieringsanalyse

8.3 Driftsfordel - bransje, ressurs og gearing

Et selskaps strategiske fordel skapes i hovedsak av driftsmessige forhold. Særegne egenskaper eller ressurser knyttet til bransjen eller selskapet setter det i stand til å oppnå en positiv superrentabilitet. Selskapets utnyttelse av tilgjengelige ressurser avgjør hvor stor meravkastning selskapet oppnår. Vi vil derfor foreta en grundig dekomponering av Lerøys driftsfordel for å avdekke mulige kilder. Den rene driftsfordelen består av bransjerelaterte- og ressursrelaterte fordeler. Ressursfordelen kan videre inndeles i en rentabilitetsfordel og en kravfordel.

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

$$\text{ndr}_B - \text{ndk}_B = \text{Bransjefordel drift}$$

$$\text{ndr} - \text{ndr}_B = \text{Rentabilitetsfordel drift}$$

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

Formel 8-3: Ren driftsfordel

Tabell 8-7 viser utviklingen i Lerøys rene driftsfordel over analyseperioden. Netto driftsrentabilitet er hovedkilden til de store svingningene, da netto driftskrav har holdt seg relativt stabilt over analyseperioden. Det tidsvektede gjennomsnittet avviker fra observasjonene i de enkelte årene, men kan sees på som en indikator for fremtidig gjennomsnittlig nivå. De store svingningene kan tildels tilskrives selskapsspesifikke forhold som for eksempel biologiske utfordringer, men hovedsakelig skyldes de svingninger i lakseprisen. Siden lakseprisen ikke kan forventes å holde seg stabil i fremtiden, kan heller ikke den rene driftsfordelen ventes å være stabil.

	2010	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekt	0,15	0,15	0,20	0,25	0,25	
Netto driftsrentabilitet	0,221	0,125	0,049	0,171	0,139	0,139
- Netto driftskrav	0,068	0,065	0,060	0,064	0,063	0,064
= Ren driftsfordel	0,153	0,060	-0,011	0,107	0,075	0,075

Tabell 8-7: Lerøys rene driftsfordel

8.3.1 Bransjefordel drift

Bransjefordel drift vil si at bransjen som helhet har en høyere netto driftsrentabilitet enn netto driftskravet. Over analyseperioden har bransjen hatt en vektet gjennomsnittlig driftsrelatert fordel på 7,1 prosent. Driftsrentabiliteten er igjen kilden til de store svingningene mellom årene, da netto driftskrav har holdt seg på et stabilt nivå.

	2010	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekt	0,15	0,15	0,20	0,25	0,25	
Netto driftsrentabilitet bransjen	0,191	0,114	0,032	0,154	0,144	0,127
- Netto driftskrav bransjen	0,060	0,058	0,050	0,056	0,055	0,056
= Bransjefordel drift	0,130	0,057	-0,018	0,098	0,088	0,071

Tabell 8-8: Bransjefordel drift

De store inngangsbarrierene knyttet til etablering i bransjen kan være forklaringen på bransjens driftsfordel. Inngangsbarrierene begrenser konkurranseintensiteten i bransjen i tillegg til å redusere tilbudet i markedet. Begge faktorer bidrar positivt for aktørene, ved at de kan oppnå høyere pris og dermed også høyere rentabilitet. Framtidsutsiktene tilsier at inngangsbarrierene vil være høye i mange år fremover. Dette begrunnes blant annet med at landbasert oppdrett kan gi fri tilgang på konsesjoner, men aktørene vil da måtte gjøre store investeringer for å oppnå lønnsomhet.

8.3.2 Ressursfordel drift

Ressursfordel vil si at selskapet besitter særegne egenskaper eller interne ressurser som utnyttes effektivt slik at selskapet oppnår en fordel utover bransjen. Ressursfordelen består av rentabilitetsfordel og kravfordel.

	2010	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekt	0,15	0,15	0,20	0,25	0,25	
Netto driftsrentabilitet Lerøy	0,221	0,125	0,049	0,171	0,139	0,139
- Netto driftsrentabilitet bransjen	0,191	0,114	0,032	0,154	0,144	0,127
= Rentabilitetsfordel drift	0,031	0,011	0,016	0,017	-0,005	0,013

Tabell 8-9: Utvikling i rentabilitetsfordel drift

Ved å sammenligne bransjen og Lerøys rentabilitet finnes rentabilitetsfordelen. Lerøy har over analyseperioden hatt en rentabilitetsfordel på 1,3 prosent. Dette tyder på at Lerøy kontrollerer viktige interne ressurser som bransjen ikke besitter, eller at ressursene utnyttes bedre av Lerøy. En mulig forklaring på funnene kan være at Lerøy har en sterkere markedsposisjon, og dermed blir mindre påvirket av prissvingninger. En annen mulig forklaring er at Lerøy med sine strategiske samarbeidsavtaler utnytter sine interne ressurser mer effektivt. Rentabilitetsfordelen knyttet til drift skal analyseres mer inngående i delkapittel 8.3.3 og 8.3.4.

Tabell 8-10 viser utviklingen i kravulempen knyttet til drift, som er differansen mellom netto driftskrav bransje og netto driftskrav Lerøy.

	2010	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekt	0,15	0,15	0,20	0,25	0,25	
Netto driftskrav bransjen	0,060	0,058	0,050	0,056	0,055	0,056
- Netto driftskrav Lerøy	0,068	0,065	0,060	0,064	0,063	0,064
= Kravfordel drift	-0,008	-0,008	-0,010	-0,008	-0,008	-0,008

Tabell 8-10: Utvikling i kravfordel knyttet til drift

Lerøy har over analyseperioden hatt en stabil kravulempe knyttet til drift, som betyr at det stilles et høyere krav til avkastning per investert krone i Lerøy enn i bransjen. Årsakene til differansen mellom avkastningskravene til netto drift er beskrevet i kapittel 7.4. Lerøy har stor overskuddslikviditet som de ideelt sett kunne benyttet til driftsrelaterte forhold, i form av investering i utvikling eller konsesjoner.

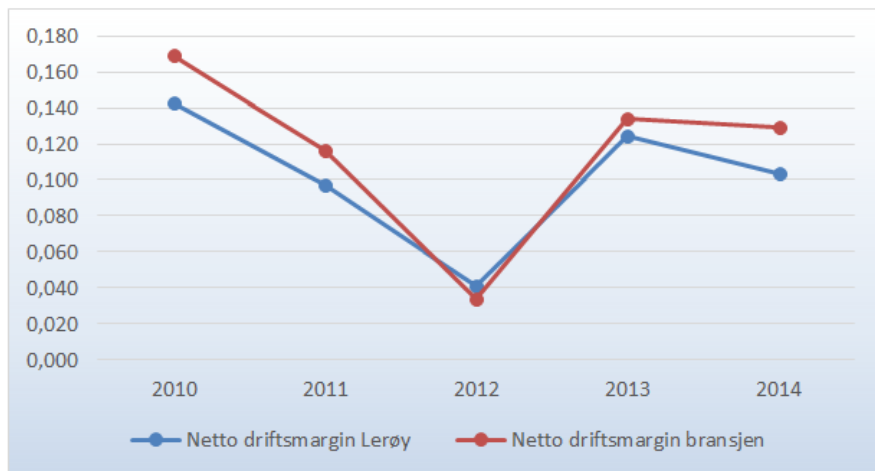
8.3.3 Marginfordel

Årsakene til Lerøys driftsrelaterte rentabilitetsfordel kan avdekkes ved hjelp av en strategisk DuPont-analyse. På den måten fremkommer fordelene som marginfordel og omløpsfordel. Netto driftsmargin beregnes ved å dividere netto driftsresultat på driftsinntekter, og er et mål på selskapets lønnsomhet.

	2010	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet gjennomsnitt
Vekt	0,15	0,15	0,20	0,25	0,25	
Netto driftsmargin	0,143	0,097	0,041	0,124	0,104	0,101
- Netto driftsmargin bransjen	0,169	0,117	0,034	0,134	0,129	0,116
= Uvektet marginfordel	-0,026	-0,020	0,007	-0,010	-0,026	-0,015
· Omløpet til netto driftseiendeler	1,547	1,288	1,196	1,380	1,336	1,343
= Vektet marginfordel	-0,040	-0,025	0,008	-0,014	-0,034	-0,020

Tabell 8-11: Utvikling i marginfordel

Over analyseperioden har Lerøys netto driftsmargin vært utsatt for store svingninger og den har i gjennomsnitt vært omtrent 1,5 prosent lavere enn bransjens. Svingningene følger samme trend som rentabilitet som hovedsakelig skyldes endringer i lakseprisen. Et interessant funn er at Lerøys netto driftsmargin tilsynelatende er signifikant lavere enn bransjens. Marginulempen er i gjennomsnitt på 2 prosent over analyseperioden når også omløpshastigheten hensyntas.



Figur 8-4: Utvikling i netto driftsmargin for Lerøy og bransjen

For å analysere mulige årsaker til marginulempen benytter vi “Common size-analyse”

8.3.3.1 Common size-analyse

I analysen betraktes alle de driftsrelaterte kostnadene relativt til driftsinntektene, og forholdstallene gjør det mulig å sammenligne Lerøy og bransjen. Videre skal vi gå gjennom de enkelte kostnads-postene og vurdere betydningen for Lerøys marginulempe.

Vekt	2010	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet gjennomsnitt	Bransje- gjennomsnitt
Driftsinntekter	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
- Varekostnader	0,632	0,640	0,708	0,630	0,636	0,649	0,559
- Lønn- og personalkostnader	0,088	0,106	0,113	0,102	0,101	0,102	0,123
- Andre driftskostnader	0,078	0,094	0,094	0,093	0,100	0,093	0,135
- Avskrivninger	0,025	0,030	0,032	0,029	0,029	0,029	0,038
= Driftsresultat egen virksomhet	0,178	0,131	0,052	0,147	0,133	0,127	0,146
- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	0,049	0,036	0,014	0,040	0,037	0,035	0,040
= Netto driftsresultat i egen virksomhet	0,129	0,095	0,038	0,106	0,096	0,092	0,106
+ Nettoresultat fra tilknyttet virksomhet	0,014	0,002	0,003	0,018	0,007	0,009	0,010
= Netto driftsresultat	0,143	0,097	0,041	0,124	0,104	0,101	0,116

Tabell 8-12: Common size-analyse

Varekostnader som i stor grad består av kostnader knyttet til fôr, er den klart største kostnadsposten og den har holdt seg på et relativt stabilt nivå, bortsett fra i 2012 da den utgjorde en enda høyere andel av driftsinntektene. Varekostnadsandelen er størst i de periodene rentabiliteten og driftsmargin er lavest. Dette er en naturlig sammenheng siden høyere marginer er et resultat av høyere laksepris. Likevel kan den relativt stabile andelen varekostnader tyde på at leverandørene har en viss forhandlingsmakt, og sikrer seg en del av den samlede fortjenesten ved prisoppgang. Lerøy ser ut til å ha en signifikant høyere andel fôrkostnader enn bransjen, hvilket samsvarer med den strategiske analysen. Dette representerer et faresignal ettersom Marine Harvest de senere år har startet å produsere eget fôr. Det er dermed ikke grunnlag for å tro at forskjellen vil reduseres på

mellomlang sikt. Det kan også påpekes at Lerøy investerer mer i produktutvikling og produksjon av annen type sjømat enn laks og ørret. Oppdrett av annen sjømat er i startfasen og det er naturlig å anta at marginene på slike produkter vil være lav på kort og mellomlang sikt.

Andelen lønn- og personalkostnader følger samme trend som varekostnaden, og svinger i motsatt retning av rentabilitet og driftsmargin. Svingningen i lønnskostnadene er noe mer tydelig enn varekostnaden og skyldes at en stor andel er faste kostnader. Relativt til bransjen har Lerøy en lavere lønnskostnadsandel, hvilket er interessant ettersom aktørene i bransjen har produksjon i land med lavere kostnadsnivå. Dette kan tyde på at Lerøy utnytter sine organisatoriske ressurser mer effektivt.

Andelen andre driftskostnader er lavere for Lerøy enn for bransjen, men har en stigende trend. Andre driftskostnader er en sekkepost og vi har derfor ikke informasjonsgrunnlag til å kunne vurdere Lerøys prestasjoner på området.

Lerøy har en lavere andel avskrivninger enn bransjen forøvrig. Andelen har over analyseperioden holdt seg relativt stabil, og lavere enn for bransjen. Dette kan skyldes at Lerøy har gjort historisk gode investeringer, både i materielle og immaterielle driftseiendeler. Det er imidlertid ikke ventet at forskjellen vil vedvare på lang sikt. Tabell 8-13 viser en oppsummering av Lerøys marginulempet post for post sammenlignet med bransjen.

Vekt	2010	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet gjennomsnitt	Bransjens onde	Vektet fordel
Driftsinntekter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	1,070	0,000
- Varekostnader	0,105	0,091	0,072	0,092	0,095	0,090	1,070	0,097
- Lønn- og personalkostnader	-0,030	-0,015	-0,023	-0,020	-0,016	-0,020	1,070	-0,022
- Andre driftskostnader	-0,030	-0,042	-0,054	-0,045	-0,036	-0,042	1,070	-0,045
- Avskrivninger	-0,011	-0,009	-0,010	-0,008	-0,007	-0,009	1,070	-0,010
= Driftsresultat egen virksomhet	-0,033	-0,024	0,015	-0,018	-0,036	-0,019	1,070	-0,020
- Driftsrelatert skatt i egen virksomhet	-0,009	-0,007	0,004	-0,005	-0,010	-0,005	1,070	-0,006
= Netto driftsresultat i egen virksomhet	-0,024	-0,017	0,011	-0,013	-0,026	-0,014	1,070	-0,015
+ Nettoresultat fra tilknyttet virksomhet	-0,002	-0,003	-0,004	0,003	0,000	-0,001	1,070	-0,001
= Netto driftsresultat	-0,026	-0,020	0,007	-0,010	-0,026	-0,015	1,070	-0,016

Tabell 8-13: Oppsummering av Lerøys marginulempe

8.3.4 Omløpsfordel

Omløpet til netto driftseiendeler måler selskapets evne til å skape driftsinntekter per investerte krone og er et mål på effektivitet (Knivsflå, 2014, 11 s. 42). Dersom Lerøy viser bedre evne til å skape driftsinntekter enn bransjen har de en omløpsfordel. Omløpsfordelen vektet med netto driftsmargin for å avdekke selskapets omløpsfordel i prosent av netto driftskapital.

Vekt	2010	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet gjennomsnitt
Omløpet til netto driftseiendeler	1,547	1,288	1,196	1,380	1,336	1,343
- Omløpet til netto driftseiendeler for bransjen	1,127	0,979	0,950	1,147	1,109	1,070
= Uvektet omløpsfordel	0,420	0,309	0,247	0,233	0,227	0,274
- Netto driftsmargin i bransjen	0,169	0,117	0,034	0,134	0,129	0,116
= Vektet omløpsfordel	0,071	0,036	0,008	0,031	0,029	0,033

Tabell 8-14: Lerøys omløpsfordel

Lerøy har over analyseperioden oppnådd en vektet omløpsfordel på 3,3 prosent. Omløpsfordelen har imidlertid utviklet seg negativt siden starten av analyseperioden, men har holdt seg stabil på 3 prosent de siste to årene. For å kartlegge årsakene til omløpsfordelen analyseres omløpsfordelen på enhetsnivå, der driftsinntekten og driftseiendelene settes i sammenheng med antall tonn produserte salmonide arter.

Vekt	2010	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet gjennomsnitt
Driftsinntekter Lerøy	8 884 914	9 162 813	9 097 146	10 764 714	12 579 465	10 362 633
Tonn salmonide arter Lerøy	116 824	136 672	153 403	144 784	158 258	144 466
Driftsinntekter per kilo - Lerøy	76,05	67,04	59,30	74,35	79,49	71,78
Driftsinntekter per kilo - bransjen	54,19	48,47	42,14	58,41	61,36	53,77

Tabell 8-15: Utvikling i driftsinntekter per kilo for Lerøy og Bransjen

Tabell 8-15 viser at Lerøy over hele analyseperioden oppnår en betydelig høyere driftsinntekt per kilo produsert fisk, enn bransjen forøvrig. Den store differansen kan skyldes flere forhold som skal utdypes nærmere under.

En del av forklaringen skyldes at Lerøy har et bredere produktutvalg som også består av andre typer sjømat enn laks og ørret. Dette fører til at driftsinntektene i realiteten stammer fra flere "enheter" enn hva våre beregninger viser. Lerøy videreforedler en større andel av produksjonen sin sammenlignet med bransjen. Videreforedlet fisk er dyrere enn hel slaktet fisk og bidrar derfor til å trekke driftsinntekter per kilo opp. De ulike geografiske markedene tilsier at det vil være forskjell i hvilken pris som er mulig å oppnå. Mye tyder på at Lerøy selger en større andel av produksjonen til markedene som har en høyere betalingsvilje. Lerøy har hatt sterkt fokus på markedsføring og merkevarebygging både i Norge og utlandet. Det kan derfor tenkes at kunder vil foretrekke, eller være villig til å betale mer for Lerøys produkter. Videre blir Lerøy mindre sårbare ved importstopp i enkeltmarkeder, som har forekommet flere ganger i analyseperioden.

Tabell 8-16 viser utviklingen i netto driftseiendeler per kilo for Lerøy og bransjen.

Vekt	2010	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet gjennomsnitt
Netto driftseiendeler	5 742 606	7 115 348	7 605 863	7 798 781	9 417 687	7 753 983
Tonn salmonide arter Lerøy	116 824	136 672	153 403	144 784	158 258	144 466
Netto driftseiendeler per kilo - Lerøy	49,16	52,06	49,58	53,86	59,51	53,44
Netto driftseiendeler per kilo - bransjen	48,06	49,53	44,38	50,92	55,33	50,08

Tabell 8-16: Utvikling i netto driftseiendeler per kilo for Lerøy og bransjen

Lerøy har over analyseperioden hatt noe høyere netto driftseiendeler per kilo, enn bransjen forøvrig. Dette er i utgangspunktet et negativt tegn, men kan i stor grad forklares med at Lerøy også produserer andre typer sjømat som ikke er med i beregningen av forholdstallet. Forholdstallet viser en stigende trend, hvilket tyder på at Lerøy har gjort investeringer uten at det til nå har gitt utslag i form av økt effektivitetsfordel.

8.3.5 Oppsummering - driftsfordel

Bransjens driftsfordel er på hele 7,1 prosent og er ventet å fortsatt være høy i fremtiden, til tross for store variasjoner mellom årene. Lerøy har en samlet rentabilitetsfordel på 1,3 prosent som skyldes omløpsfordel knyttet til drift som reduseres noe av marginulempen. Siden den samlede rentabilitetsfordelen er lav, og det finnes usikkerhetsmomenter i våre beregninger antar vi at rentabilitetsfordelen ikke vil utgjøre en signifikant forskjell på lang sikt, til tross for den dårlige utviklingen i 2014. Lerøy har hatt marginal kravulempen knyttet til drift over hele analyseperioden, om den endres i fremtiden forventes den i så fall å reduseres. Samlet har Lerøy over analyseperioden hatt en marginal ressursfordel hvilket medfører at den tidsvektet gjennomsnittlig rene driftsfordelen har vært på 7,5 prosent.

Vekt	2010	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet gjennomsnitt
Bransjefordel drift	0,130	0,057	-0,018	0,098	0,088	0,071
Marginfordel drift	-0,040	-0,025	0,008	-0,014	-0,034	-0,020
+ Omløpsfordel drift	0,071	0,036	0,008	0,031	0,029	0,033
= Rentabilitetsfordel drift	0,031	0,011	0,016	0,017	-0,005	0,013
+ Kravfordel drift	-0,008	-0,008	-0,010	-0,008	-0,008	-0,008
= Ressursfordel drift	0,023	0,003	0,006	0,009	-0,013	0,004
= Ren driftsfordel	0,153	0,060	-0,011	0,107	0,075	0,075

Tabell 8-17: Oppsummering - driftsfordel

8.4 Gearingfordel drift

Gearingfordel er en fordel som selskapet kan oppnå ved å finansiere driften fra andre kilder enn egenkapital. Gearing betraktes som en del av driftsfordelen siden opphavet finnes i den rene driftsfordelen. Dersom driften ikke er lønnsom vil det være ikke være mulig å oppnå gearingfordel, og gearingfordelen øker med den rene driftsfordelen. Det skal påpekes at gearing ikke kan øke verdien

for eierne, da økt gearing vil medføre større risiko knyttet til egenkapitalen som igjen vil medføre at eierne krever en høyere avkastning (Miller & Modigliani, 1958).

Vekt	2010 0,15	2011 0,15	2012 0,20	2013 0,25	2014 0,25	Tidsvektet gjennomsnitt
Ren driftsfordel	0,153	0,060	-0,011	0,107	0,075	0,075
• Netto finansiell gjeldsgrad	0,317	0,268	0,365	0,436	0,299	0,345
+ Ren driftsfordel	0,153	0,060	-0,011	0,107	0,075	0,075
• Minoritetsgrad	0,067	0,105	0,114	0,130	0,117	0,110
= Gearingfordel drift	0,059	0,022	-0,006	0,061	0,031	0,034

Tabell 8-18: Gearingfordel drift

Store svingninger i rentabilitet, og dermed driftsfordel har medført svingninger også i gearingfordel. Det kan påpekes at netto finansiell gjeldsgrad og minoritetsgrad samlet sett har hatt en noe økende trend over analyseperioden. Det er derfor ventet at svingningene i gearingfordel vil fortsette i fremtiden, men at retningen avgjøres av utvikling i rentabilitet. Tidsvektet gjennomsnittlig gearingfordel på 3,4 prosent medfører at Lerøys samlede driftsfordel gjennom analyseperioden har vært på 10,9 prosent.

Vekt	2010 0,15	2011 0,15	2012 0,20	2013 0,25	2014 0,25	Tidsvektet gjennomsnitt
Bransjefordel drift	0,130	0,057	-0,018	0,098	0,088	0,071
+ Ressursfordel drift	0,023	0,003	0,006	0,009	-0,013	0,004
= Ren driftsfordel	0,153	0,060	-0,011	0,107	0,075	0,075
+ Gearingfordel drift	0,059	0,022	-0,006	0,061	0,031	0,034
= Samlet driftsfordel	0,212	0,082	-0,017	0,168	0,107	0,109

Tabell 8-19: Lerøys samlede driftsfordel

8.5 Finansieringsanalyse

Finansieringsanalyse tar sikte på å avdekke eventuelle finansieringsfordeler selskapet har.

Finansieringsfordel vil si at selskapet oppnår meravkastning utover kravet for finansielle eiendeler, eller betaler lavere rente enn kravet på finansiell gjeld. I tillegg kan finansieringsfordel oppnås dersom avkastningen til minoritetsinteressene er lavere enn avkastningskravet. Vår grunnleggende antakelse er at det vil være små eller ingen finansieringsfordeler for Lerøy. Dette begrunnes med at kapitalmarkedet er utsatt for stor konkurranse slik at aktørene vil kunne forvente en avkastning lik avkastningskravet. I tillegg rapporteres netto finansiell gjeld og netto finanskostnader til virkelig verdi i regnskapet, hvilket tilsier at rapporterte verdier er godt egnet til sammenligning med kravet.

8.5.1 Finansieringsfordel - Finansiell gjeld

For Lerøy vil det være positivt med lavere kostnad knyttet til finansiell gjeld enn hva kravet tilsier. Dersom finansiell gjeldsrente er lavere enn finansielt gjeldskrav vil det anses som “rimelig” å finansiere selskapet med finansiell gjeld (Penman, 2013, s. 367).

Vekt	2010	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet gjennomsnitt
Finansielt gjeldskrav	0,034	0,033	0,029	0,029	0,028	0,030
- Finansiell gjeldsrente	0,025	0,031	0,029	0,028	0,033	0,029
= Finansiell gjeldsrentefordel	0,009	0,002	0,000	0,001	-0,005	0,001
· Finansiell gjeldsgrad	0,572	0,556	0,628	0,637	0,470	0,572
= Finansieringsfordel finansiell gjeld	0,005	0,001	0,000	0,001	-0,002	0,001

Tabell 8-20: Finansieringsfordel knyttet til finansiell gjeld

Over analyseperioden har det vært en marginal finansieringsfordel knyttet til finansiell gjeld. Utviklingen viser imidlertid at finansiell gjeldsrente har steget, samtidig som kravet har sunket. Dette representerer et faresignal, og i 2014 var det “dyrt” å benytte finansiell gjeld til finansiering av selskapets drift.

8.5.2 Finansieringsfordel - Finansielle eiendeler

Finansieringsfordel knyttet til finansielle eiendeler er differansen mellom finansiell eiendelsrentabilitet og finansielt eiendelskrav. Dersom eiendelsrentabilitet er større enn kravet er det lønnsomt for selskapet å ha finansielle eiendeler og det kan tyde på at forvaltningen er lønnsom.

Vekt	2010	2011	2012	2013	2014	Tidsvektet gjennomsnitt
Finansiell eiendelsrentabilitet	0,012	0,021	0,019	0,014	0,015	0,016
- Finansielt eiendelskrav	0,027	0,024	0,016	0,020	0,019	0,020
= Finansiell eiendelsrentabilitetsfordel	-0,015	-0,002	0,003	-0,006	-0,004	-0,004
· Finansiell eiendelsgrad	0,255	0,288	0,264	0,201	0,171	0,227
= Finansieringsfordel finansielle eiendeler	-0,004	-0,001	0,001	-0,001	-0,001	-0,001

Tabell 8-21: Finansieringsfordel knyttet til finansielle eiendeler

Over analyseperioden har Lerøy stort sett hatt finansiell eiendelsrentabilitetsulempe, men ulempen har vært marginal. Store deler av de finansielle eiendelene er i form av kontantbeholdning, hvilket forklarer den lave avkastningen. Når avkastningen er lavere enn kravet betyr det at Lerøy med fordel kan redusere overskuddslikviditeten, slik de også har gjort i analyseperioden.

8.5.3 Finansieringsfordel - Netto finansiell gjeld

Finansieringsfordel knyttet til netto finansiell gjeld oppnås når netto finansiell gjeldskrav er høyere enn netto finansiell gjeldsrente. Over analyseperioden har Lerøy verken hatt fordel eller ulempe

knyttet til netto finansiell gjeld. Netto finansiell gjeld synes dermed å være priset i tråd med Lerøys kredittrisiko.

Vekt	2010 0,15	2011 0,15	2012 0,20	2013 0,25	2014 0,25	Tidsvektet gjennomsnitt
Netto finansielt gjeldskrav	0,039	0,043	0,039	0,033	0,034	0,037
- Netto finansiell gjeldsrentabilitet	0,036	0,041	0,036	0,034	0,043	0,038
= Netto finansiell gjeldsrentefordel	0,004	0,001	0,003	-0,001	-0,010	-0,001
· Netto finansiell gjeldsgrad	0,317	0,268	0,365	0,436	0,299	0,345
= Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	0,001	0,000	0,001	0,000	-0,003	0,000

Tabell 8-22: Finansieringsfordel knyttet til netto finansiell gjeld

8.5.4 Finansieringsfordel - Minoritetsinteresser

Finansieringsfordel knyttet til minoritetsinteresser oppnås når minoritetskravet er høyere enn minoritetsrentabilitet. For selskapets majoritetseiere er det en fordel å ha minoritetsinteresser dersom minoritetskravet overstiger rentabiliteten, og på den måten dele tap i datterselskap (Knivsflå, 2014, 10 s. 61). Lerøy har over analyseperioden hatt verken finansieringsfordel eller -ulemp knyttet til minoritetsinteresser. Minoriteten har oppnådd en avkastning omtrent lik kravet over perioden, til tross for store svingninger i avkastning mellom årene. Minoritetsgraden er stigende, som følge av oppkjøp, men fortsatt på et lavt nivå. I fremtiden forventer vi at den samlede finansieringsfordelen til minoritetsinteresser fortsatt vil være marginal.

Vekt	2010 0,15	2011 0,15	2012 0,20	2013 0,25	2014 0,25	Tidsvektet gjennomsnitt
Minoritetskrav	0,095	0,089	0,085	0,094	0,089	0,090
- Minoritetsrentabilitet	0,036	-0,007	0,019	0,237	0,062	0,083
= Minoritetsrentabilitetsfordel	0,059	0,096	0,067	-0,143	0,027	0,008
· Minoritetsgrad	0,067	0,105	0,114	0,130	0,117	0,110
= Finansieringsfordel minoritetsinteresser	0,004	0,010	0,008	-0,019	0,003	0,000

Tabell 8-23: Finansieringsfordel knyttet til minoritetsinteresser

Samlet finansieringsfordel for eierne til Lerøy har over analyseperioden vært som forventet og fremstår ikke som en kilde til strategisk fordel. Det lave nivået kombinert med små svingninger gir oss verdifull informasjon i forbindelse med utarbeiding av fremtidsregnskap, og -krav.

Vekt	2010 0,15	2011 0,15	2012 0,20	2013 0,25	2014 0,25	Tidsvektet gjennomsnitt
Finansieringsfordel finansiell gjeld	0,005	0,001	0,000	0,001	-0,002	0,001
+ Finansieringsfordel finansielle eiendeler	-0,004	-0,001	0,001	-0,001	-0,001	-0,001
= Finansieringsfordel netto finansiell gjeld	0,001	0,000	0,001	0,000	-0,003	0,000
+ Finansieringsfordel minoritetsinteresser	0,004	0,010	0,008	-0,019	0,003	0,000
= Samlet finansieringsfordel Lerøy	0,005	0,010	0,009	-0,019	0,000	-0,001

Tabell 8-24: Samlet finansieringsfordel for Lerøy

8.6 Oppsummering - Strategisk fordel

Tabell 8-25 oppsummerer beregningene som er gjort i dette kapittelet, og viser hovedkildene til Lerøys strategiske fordel på 10,9 prosent.

Vekt	2010 0,15	2011 0,15	2012 0,20	2013 0,25	2014 0,25	Tidsvektet gjennomsnitt
Bransjefordel drift	0,130	0,057	-0,018	0,098	0,088	0,071
+ Ressursfordel drift	0,023	0,003	0,006	0,009	-0,013	0,004
+ Gearingsfordel drift	0,059	0,022	-0,006	0,061	0,031	0,034
= Driftsfordel	0,212	0,082	-0,017	0,168	0,107	0,109
+ Finansieringsfordel NFG	0,001	0,000	0,001	0,000	-0,003	0,000
+ Finansieringsfordel MI	0,004	0,010	0,008	-0,019	0,003	0,000
= Finansieringsfordel	0,005	0,010	0,009	-0,019	0,000	-0,001
= Strategisk fordel	0,217	0,092	-0,008	0,149	0,107	0,109

Tabell 8-25: Oppsummering - strategisk fordel

Bransjefordel drift har gjennom analyseperioden vært utsatt for store svingninger på grunn av den volatile lakseprisen, det forventes derfor også store svingninger i fremtiden. Analyseperioden omfatter én periode hvor bransjefordel drift var unormalt høy, og gir derfor et litt for optimistisk estimat på fremtidig bransjefordel. Biologiske utfordringer vil medføre store kostnader de nærmeste årene, og fokus på bærekraftige løsninger som landbasert oppdrett kan gi en økning i tilbudet. I tillegg oppstår det med jevne mellomrom handelspolitiske konflikter som medfører importrestriksjoner i viktige markeder. Økt tilbud og avtakende vekst i etterspørsel vil samlet gi lavere laksepriser i fremtiden. Vi legger derfor til grunn at bransjefordelen vil reduseres noe, men at den fortsatt vil være hovedkilden til strategisk fordel.

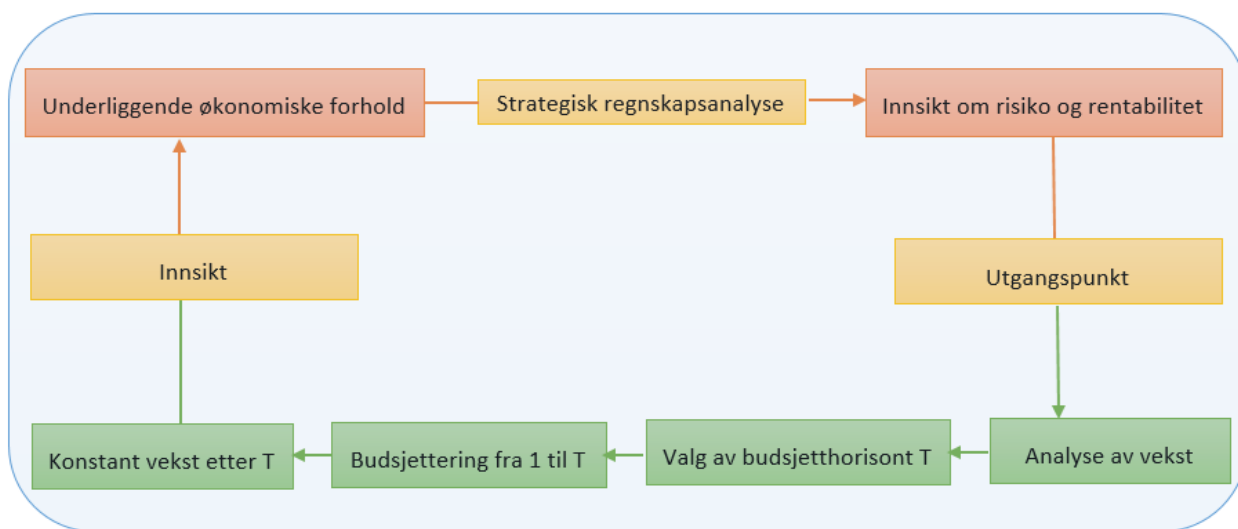
Lerøy har over analyseperioden hatt positiv ressursfordel knyttet til drift, på grunn av omløpsfordel som til dels reduseres av marginulempe. Marginulempen forklares i hovedsak av leverandørenes forhandlingsstyrke som har vært stor de siste årene. Fremover antas leverandørenes forhandlingsmakt å reduseres etter at Marine Harvest startet med egen fôrproduksjon. Utviklingen over analyseperioden indikerer at ressursfordelen er avtakende med bransjefordelen. Med antatt synkende bransjefordel i fremtiden tilsier det at også ressursfordelen vil utjevnes. Dette underbygges med at konkurrentene på lang sikt vil utligne de fleste ressursfordelene Lerøy besitter, og muligens også opparbeide egne ressursfordeler. Konkurrentene har over analyseperioden gjennomført betydelige investeringer, og vil derfor på sikt utligne Lerøys ressursfordel. Gearingsfordel svinger tydelig med den rene driftsfordelen over analyseperioden. Det er derfor naturlig å legge til grunn at den vil ha en moderat tilbakegang dersom den rene driftsfordelen reduseres. Det er lite som tyder på at finansieringsstrukturen til Lerøy vil endre seg markant i fremtiden.

Den samlede finansieringsfordelen har over analyseperioden vært marginal, hvilket også var i samsvar med våre tidligere prediksjoner. Det er ingen tegn på at dette vil endre seg i fremtiden, med mindre en ekstraordinær hendelse skulle inntreffe.

Samlet sett forventes den strategiske fordelene å reduseres til et noe lavere nivå som følge av den reduserte bransjefordelen.

9 Fremtidsregnskap

For å kunne gjennomføre en fundamental verdivurdering må det utarbeides et fremtidsregnskap. Formålet med fremtidsregnskapet er å prognostisere fremtidig resultatregnskap, balanse og den frie kontantstrømmen. Prognostiseringen tar utgangspunkt i den strategiske regnskapsanalysen og særlig momenter fra den strategiske rentabilitetsanalysen vektlegges. Utarbeidelse av fremtidsregnskap består av fire steg, analyse av vekst, valg av budsjettthorison T, budsjettering fra 1 til T og konstant vekst etter T. Vi følger Knivsflås rammeverk som er illustrert i figur 9-1.



Figur 9-1: Rammeverk for fremtidsregnskap

Fremtidsregnskapet baserer seg på ni budsjett drivere som skal redegjøres for senere i dette kapitlet. Samtlige budsjett drivere er avhengige av driftsinntektsveksten, og fremtidsregnskapet blir slik sett utarbeidet på bakgrunn av noe urealistiske forutsetninger. Det fremstår som naturlig at vekst i driftsinntekter medfører vekst i netto driftseiendeler. Framskrivningsteknikken medfører at også finansielle eiendeler og gjeld, minoritetsinteresser og egenkapital skaleres indirekte basert på vekst i driftsinntekter. Investeringer i økt arbeidskapital som følge av økte inntekter kan tenkes å være naturlig. Kapasitetsutvidelser og investeringer i finansielle eiendeler skjer ofte trinnvis, det samme gjelder endringer i finansieringsstrukturen. Framskrivningsteknikken som benyttes fremstår derfor som vel matematisk med fokus på jevn utvikling, fremfor kvalitativ innsikt. Til tross for svakheter i metoden velger vi likevel å benytte den, men er klar over feilkildene det medfører. Vi vil derfor i størst mulig grad benytte innsikt fra den strategiske regnskapsanalysen ved utarbeidelse av fremtidsregnskapet.

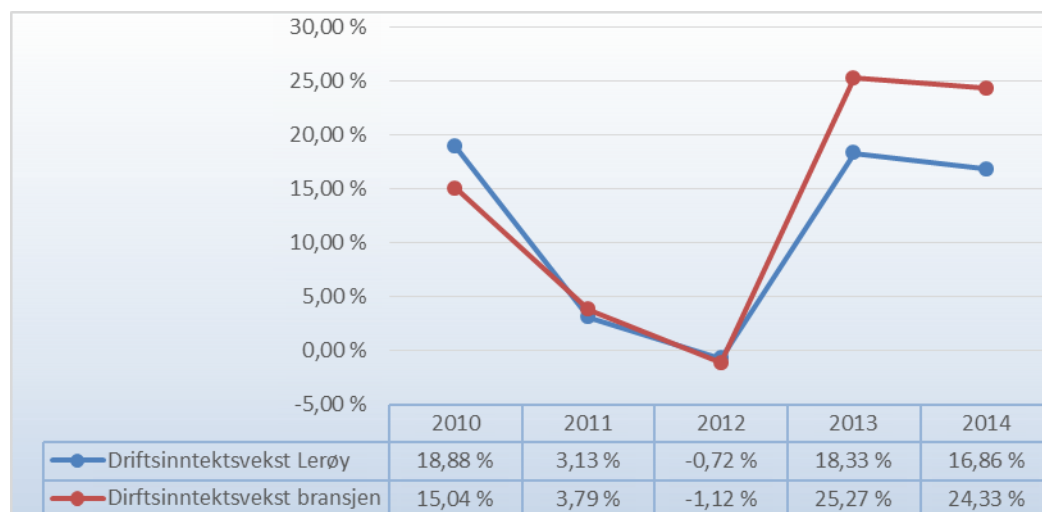
9.1 Vekstanalyse

Vi vil nå analysere historisk vekst i Lerøys driftsinntekter, som er en viktig faktor i forbindelse med verdsettelse av egenkapitalen. Kunnskap om historisk vekst vil gi oss bedre forutsetninger for å vurdere sannsynlig fremtidig vekst.

9.1.1 Analyse av historisk driftsinntektsvekst

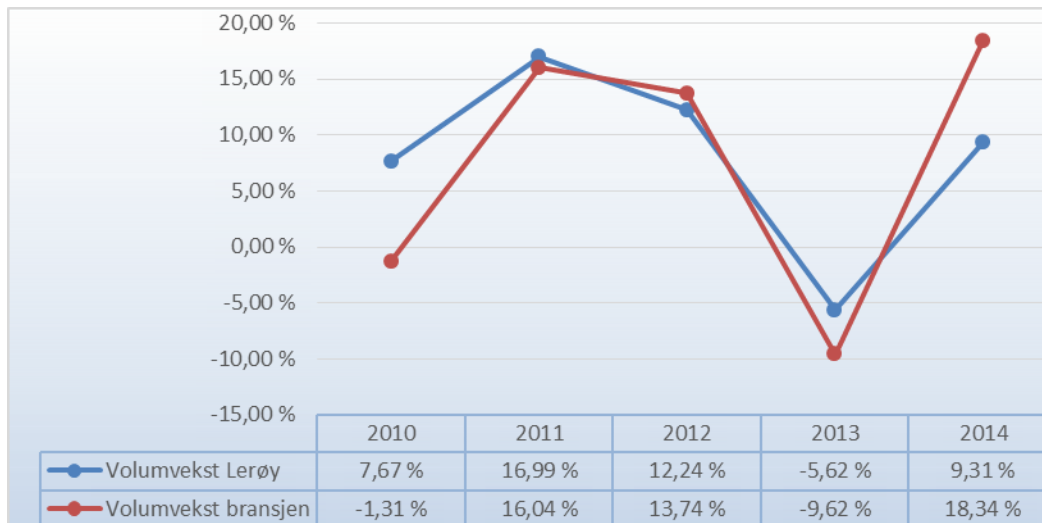
Selskapets historiske driftsinntektsvekst utgjør ifølge Penman (2013, s. 507) selve kjernen for utarbeidelsen av fremtidsregnskapet. Driftsinntektsveksten avgjør ifølge Knivsflå (2014, 13, s. 7) størrelsen på selskapet. Vi vil analysere Lerøys historiske utvikling i driftsinntektsvekst, samt volumvekst som er en viktig driver av driftsinntektsveksten.

Gjennom analyseperioden har Lerøy hatt en gjennomsnittlig årlig driftsinntektsvekst på 12 prosent, hvilket er noe lavere enn bransjens som er på 15 prosent.



Figur 9-2: Utvikling i driftsinntektsvekst for Lerøy og bransjen

Det er verdt å merke seg at veksten i driftsinntekter er utsatt for store svingninger, men bransjen og Lerøy ser ut til å følge samme trend. Dette kan tyde på at svingningene skyldes forhold som påvirker bransjen og Lerøy i like stor grad. Den volatile lakseprisen kan derfor tenkes å utgjøre en viktig faktor for driftsinntektsveksten. Vekstraten for analyseperioden er noe høyere enn hva som kan forventes på lang sikt. Et potensielt faresignal er at Lerøy de siste to årene har hatt en betydelig lavere vekst enn bransjen. Dette kan forklares ved at bransjen har gjort flere oppkjøp av mindre aktører, samt investert i nye konsesjoner. Differansen kan også forklares med Lerøys satsing på nye typer sjømat som enda er i utviklingsfasen. Det er dermed ikke nødvendigvis grunn til å forvente at Lerøy skal ha lavere driftsinntektsvekst enn bransjen i fremtiden.



Figur 9-3: Utvikling i volumvekst for Lerøy og bransjen

Figur 9-3 viser utviklingen i volumvekst for Lerøy og bransjen over analyseperioden. Volumveksten tar her utgangspunkt i salmonide arter og gir derfor ikke informasjon vedrørende veksten i produksjon av andre arter. Lerøy følger stort sett utviklingen i bransjen, men volumveksten er i likhet med driftsinntektsveksten utsatt for store svingninger. Et interessant funn er imidlertid at utviklingen i vekst til en viss grad svinger med motsatt fortegn for de to forholdstallene. I utgangspunktet ville det kunne forventes at volum- og driftsinntektsvekst skal variere i samme retning, ved at volumvekst gir inntektsvekst. Markedskreftene i oppdrettsnæringen fører imidlertid til en økning i volum, som gir større tilbud i markedet, vil få konsekvenser for prisdannelsen. Utvikling i driftsinntektsvekst og volumvekst over analyseperioden viser at volumvekst i liten grad forklarer endringer i driftsinntektsvekst direkte. Hovedkilden til driftsinntektsvekst er derfor prisvekst, som imidlertid tildels er avhengig av volumveksten. Det kan nevnes at utsiktene til lakseprisen ser relativt positiv ut, med en svak reduksjon frem mot 2020 (Fish Pool, 2015).

Det er begrenset hvor stor volumvekst Lerøy kan oppnå i fremtiden, og veksten over analyseperioden antas å ikke kunne vedvare i like stor grad. I fremtiden finnes det færre muligheter for å gjøre oppkjøp, og antall lokasjoner hvor det er mulig å drive lønnsom oppdrett er begrenset. Det er imidlertid utsikter til relativt høye laksepriser de nærmeste fem årene. Samlet sett tyder dette på at total driftsinntektsvekst i fremtiden vil være lavere enn hva en historisk sett har vært i analyseperioden.

9.2 Forberedelser til utarbeidelse av fremtidsregnskap

Før fremtidsregnskapet kan utarbeides må det foretas noen praktiske valg med hensyn til budsjettperiode, detaljnivå og framskrivningsteknikk.

9.2.1 Valg av budsjettperiode

Budsjettperioden strekker seg frem til tidspunkt T hvor budsjetteringen går fra fullstendig til enkel framskrivning med konstant vekst. Budsjettperioden bør derfor om mulig dekke perioden frem til selskapet er i “steady state” (Kaldestad og Møller, 2011, s. 79). “Steady state” vil si at selskapet er i konstant vekst. Hvor lang tid det tar før et selskap er i konstant vekst avhenger av hvilken bransje det opererer i og dens fase i livssyklusen. Kaldestad og Møller (2011, s.79) mener det kan være naturlig med budsjettperiode ut over fem år i for eksempel sykliske bransjer, vekstbransjer og bransjer med stor superprofitt. I modne og stabile bransjer kan det være nærliggende å framskrive stabiliteten, og velge en kort eller ingen budsjettperiode. I tillegg til antatt tid til “steady state” mener Knivsflå (2014, 13 s. 12) at kvaliteten på regnskapsføringen er av betydning for valg av budsjettperiode.

Lerøy opererer i en syklisk bransje hvor avkastningen varierer betydelig fra år til år. Dette trekker i retning av at budsjettperioden må være lengre enn 2-3 år dersom variasjoner skal fanges opp. Oppdrettsbransjen er fortsatt i vekst hvilket taler for en lengre budsjettperiode enn 5 år. Veksten i oppdrettsbransjen forventes ifølge våre strategiske analyser å være avtakende, hvilket innebærer at veksten er på vei ned mot “steady state”. Budsjettperioden behøver derfor ikke å være så lang at usikkerheten i budsjettestimatene reduserer informasjonsverdien betraktelig, det vil si over 10 år. Lerøy rapporterer etter IFRS, som til en viss grad er verdibasert. Detaljnivået i Lerøys rapportering gir høy informasjonsverdi, hvilket tilsier at vi kan akseptere en noe kortere budsjettperiode.

Basert på forholdene omtalt over settes budsjettperioden til 8 år, det vil si fra 2015 til 2022. I tillegg krever flere av verdivurderingsmodellene at konstant vekst framskrives ytterligere 1-2 år.

9.2.2 Valg av detaljnivå

Detaljnivået i budsjettet kan enten være fokusert med få budsjett drivere eller detaljert med mange budsjett drivere. Hvor mange budsjett drivere som bør benyttes avhenger hovedsakelig av valgt budsjettperiode. Dersom budsjettperioden er kort kan de enkelte postene i regnskapet budsjetteres med en viss presisjon. På lengre sikt er det imidlertid vanskelig å tallfeste de enkelte budsjett-

postene, og det er derfor hensiktsmessig å benytte fokusert detaljnivå. Vi har valgt en relativt lang budsjettperiode og vil derfor begrense antall budsjettdriverne til 9.

9.2.3 Valg av framskrivningsteknikk

Framskrivning av de ulike budsjettdriverne vil i hovedsak skje på bakgrunn av historisk utvikling i de ulike budsjettdriverne, i tillegg til kunnskap tilegnet gjennom den strategiske regnskapsanalysen. På kort sikt kan det være aktuelt å gjøre justeringer for konkrete forhold som med rimelig sikkerhet vil påvirke en budsjettdriver. På lang sikt er det mest nærliggende å tro at en del forholdstall over tid vil være tilbakevendende mot gjennomsnittet i bransjen. Eventuelle urealistiske tall i budsjettet kan justeres basert på innsikt fra den kvalitative analysen.

Det finnes to måter å håndtere usikkerhet i de ulike budsjettdriverne, scenariobudsjettering og simulering og sensitivitetsanalyse. Scenariobudsjettering vil si at det utarbeides flere ulike budsjett med ulikt syn på fremtidig utvikling, mens simulering og sensitivitetsanalyse vil si at det utarbeides ett budsjett med den ventede, mest sannsynlige utviklingen. Vi velger å utarbeide ett budsjett som tar utgangspunkt i den mest sannsynlige utviklingen, hvilket samsvarer med vanlig praksis (Knivsflå, 2014, 13 s. 40). Deretter tar vi høyde for usikkerhet ved å utføre simulering og sensitivitetsanalyser.

Budsjettdriverne blir over budsjettperioden beregnet basert på inngående kapital, siden vi i fundamental verdivurdering forutsetter at kontantstrømmene blir realisert i slutten av hver periode.

9.3 Andre budsjettdriverne fra 2015 til 2022

9.3.1 Driftsinntektsvekst

Driftsinntektsvekst er som nevnt den viktigste determinanten for selskapets størrelse. Lerøy har over analyseperioden hatt en svært høy vekst i driftsinntektene, på totalt 12 prosent årlig. Veksten skyldes delvis vekst i næringen i form av økte priser og teknologisk utvikling. Den kanskje viktigste faktoren har imidlertid vært økt tilgang på konsesjoner i form av oppkjøp og konsesjonsrunder. Det er ikke realistisk å forvente vekst i “steady state” på tilsvarende nivå som i analyseperioden. På lang sikt kan maksimalt årlig vekst tilsvare forventet realvekst og inflasjon i verdensøkonomien. For tiden forventes det en maksimal årlig vekst i overkant av 7 prosent (Knivsflå, 2014, 13, s. 61). Dette forklares med at vekst utover dette vil resultere i at selskapet til slutt utgjør hele økonomien.

Hovedkildene til driftsinntektsvekst er vekst i volum og pris som også vil være avgjørende for konstant vekst. Juridiske, biologiske og geografiske forhold fører til at mulighet for volumvekst er begrenset. Konesjonssystemet innebærer at potensielle nye aktører ikke får etablert seg i bransjen og at eksisterende aktører ikke kan øke produksjonen fritt basert på markedsmessige forhold. Juridiske begrensninger begrunnes i næringens bærekraft og politikerne er stadig mer åpne for å slippe til nye aktører dersom aktiviteten skjer uten risiko for miljømessige konsekvenser. Land-baserte oppdrettsanlegg regnes for å ha liten negativ virkning på miljøet, men foreløpig er aktørene forsiktig med å prøve det ut på grunn av høye investerings- og produksjonskostnader. Laks og ørret regnes for å være den fiskearten som er best egnet til å drive oppdrett av, likevel sliter næringen med spredning av lus og ulike sykdommer. Det arbeides stadig med å finne bærekraftige løsninger som kan bidra til reduksjon av lakselus og andre sykdommer. I tillegg begynner oppdrett av andre fiskearter å bli utbredt i næringen. Det forventes imidlertid å ta tid før produksjon av andre arter kan ventes å gi like store marginer som laks og ørret. Begrenset antall gunstige geografiske områder for oppdrettsvirksomhet fører til at næringen på verdensbasis er utsatt for et "produksjonstak".

Prisnivået er i stor grad avhengig av tilbud og etterspørsel i markedet. De siste årene har det vært historisk høye laksepriser som følge av økende etterspørsel og begrenset tilbud på grunn av biologiske utfordringer i blant annet Chile. Normalisert produksjon med moderat volumvekst vil kunne øke tilbudet noe på lang sikt. Store potensielle vekstmarkeder i Asia forventes imidlertid å redusere virkningen av økt tilbud. På lang sikt forventes derfor prisnivået å reduseres noe, hvilket vil få konsekvenser for driftsinntektsveksten. Driftsinntektsveksten i "steady state" settes på bakgrunn av overnevnte forhold til 4,5 prosent, som ligger noe under den maksimale inntektsveksten selskapet kan ha på lang sikt.

Driftsinntektsvekst: 2015-2019

Driftsinntektsveksten for 2015 fastsettes indirekte ved å framskrive omløpet til netto driftseiendeler for 2014. Alternativt kunne driftsinntektsveksten blitt fastsatt direkte, men da ville omløpet blitt beregnet implisitt. Omløpet til netto driftseiendeler har holdt seg relativt stabilt over analyseperioden og er derfor et nøkkeltall som kan benyttes til framskrivning med en viss grad av sikkerhet i estimatet. Driftsinntektsveksten beregnes for 2015 til å være på 14,26 prosent ved beregninger utført basert på formel 9-1.

$$div_1 = \frac{DI_1 - DI_0}{DI_0} = \frac{(onde_1 * NDE_0 - DI_0)}{DI_0}$$

div = driftsinntektsvekst

DI = driftsinntekter

onde = omløpet til netto driftseiendeler

NDE = netto driftseiendeler

Formel 9-1: Årlig driftsinntektsvekst

Driftsinntektsvekst på 14,26 prosent kan på den ene siden tenkes å være et noe høyt anslag, på grunn av vedvarende importrestriksjoner i Russland og Kina. På den andre siden vil Lerøy i 2015 oppnå full effekt fra økt volum som følge av 8 nye konsesjoner fisjonert fra det tidligere tilknyttede selskapet Villa Organic.

I perioden fra 2016 til 2019 forventes det en reduksjon i driftsinntektsvekst for Lerøy. Dette begrunnes med økt tilbud i det globale markedet som følge av investeringer foretatt i perioden 2013-2014, som nå gir utslag i form av økt produksjonsvolum. For eksempel kan første produksjonssyklus fra konsesjonsrunden i 2013 være klar til slakting. De biologiske utfordringene knyttet til fiskesykdom antas å være avtakende hvilket bidrar positivt med hensyn til økt volum. Veksten i tilbudet antas å være større enn veksten i etterspørsel i perioden, og prisen vil derfor ha en negativ utvikling. Dette underbygges av dagens handel på Fish Pool, der prisene på forward-kontrakter for de neste fem årene indikerer prisreduksjon (Fish Pool, 2015).

Lavere laksepriser på verdensbasis gjør at hovedkilden til driftsinntektsvekst for Lerøy i perioden vil være økning i volum, enten av salmonide arter, eller andre typer sjømat. Volumvekst av salmonide arter er lite sannsynlig at vil skje i stor skala, på grunn av begrensede muligheter for å gjøre store oppkjøp. Annen type sjømat vil derfor være en viktig kilde til Lerøys samlede volumvekst og dermed driftsinntektsvekst. Vekst i driftsinntekter forventes å nå et bunnpunkt i 2019.

Driftsinntektsvekst: 2019-2022

I perioden 2019-2022 forventes driftsinntektsveksten å være økende opp mot vekstnivået i “steady state”. Det forventes befolkningsvekst som gir økt etterspørsel etter sjømat på globalt nivå. Vekst i etterspørsel forventes å bli høyere enn vekst i tilbud, som fortsatt er begrenset på grunn av mangel på gunstige oppdrettslokasjoner. Samlet fører dette til en moderat økning i prisnivået over perioden frem mot “steady state”. Våre estimater bygger på antakelse om at landbasert oppdrett ikke vil bidra til stor tilbudsvekst i perioden, da produksjonsmetoden fortsatt medfører et høyere kostnadsnivå. Fra 2022 vil næringen ha konstant vekst på 4,5 prosent, jamfør tidligere diskusjon.

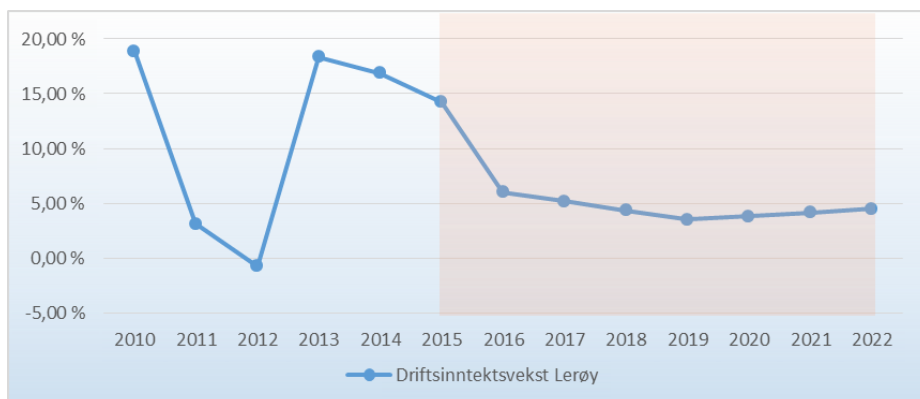
Oppsummering driftsinntektsvekst

Oppdrettsnæringen vil fortsatt være i vekst over budsjettperioden og i “steady state”. Vekstraten forventes å reduseres fra nivået i analyseperioden som var unormalt høyt. De gode årene i analyseperioden forventes å gi utslag i økt tilbud de nærmeste årene slik at lakseprisen kommer til å synke. Mot slutten av budsjettperioden vil prisene stige igjen som følge av økt global etterspørsel. Tabell 9-1 viser forventet utvikling i driftsinntektsvekst og driftsinntekter for Lerøy over budsjettperioden.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Driftsinntekter-1	12 579 465	14 373 002	15 235 382	16 022 544	16 716 854	17 301 944	17 965 185	18 713 734	19 555 852	20 435 866
· Driftsinntektsvekst	14,26 %	6,00 %	5,17 %	4,33 %	3,50 %	3,83 %	4,17 %	4,50 %	4,50 %	4,50 %
= Driftsinntekter	14 373 002	15 235 382	16 022 544	16 716 854	17 301 944	17 965 185	18 713 734	19 555 852	20 435 866	21 355 480

Tabell 9-1: Lerøys driftsinntekter over budsjettperioden

Figur 9-4 illustrerer den historiske- og forventede driftsinntektsveksten for Lerøy. Historisk har driftsinntektsveksten vært utsatt for store svingninger på grunn av bransjens sykliske karakter. Vi forventer ikke at dette endres i fremtiden, men budsjetterer likevel driftsinntektsveksten med lineær utvikling mellom de fleste årene. Dette begrunnes med at vi ikke har tilstrekkelig informasjonsgrunnlag for å kunne predikere veksten det enkelte år.



Figur 9-4: Utvikling i driftsinntektsvekst for Lerøy

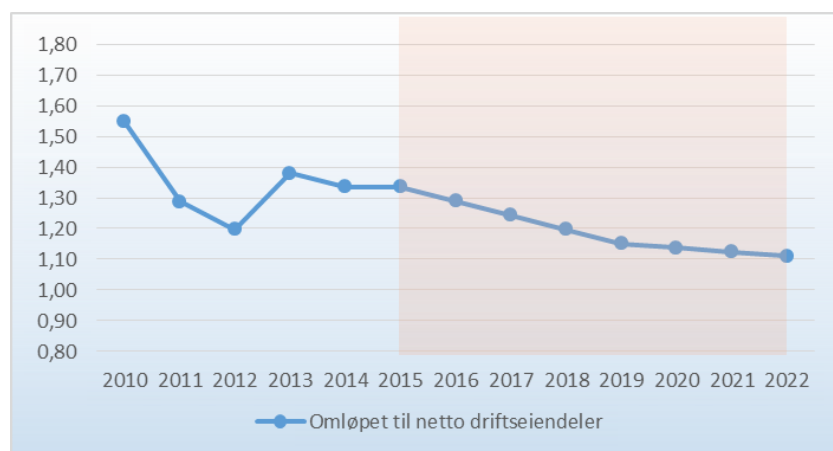
9.3.2 Netto driftseiendeler

Utviklingen i netto driftseiendeler avhenger av utviklingen i driftsinntekter og omløpet til netto driftseiendeler. Omløpet til netto driftseiendeler skal budsjetteres basert på innsikt fra den strategiske analysen, utvikling i driftsinntekter er budsjettert i avsnitt 9.3.1. Fordelen med å benytte omløpet til netto driftseiendeler til framskrivning er at forholdstallet forventes å holde seg relativt stabilt over tid. Det påpekes at bruk av driftsinntekter for å budsjettere driftseiendeler medfører potensielle feilkilder. Grunnen til dette er at det implisitt forutsettes at driftseiendelene vokser

synkront med driftsinntektene, hvilket nødvendigvis ikke alltid er tilfelle. I budsjettet har vi forsøkt å redusere virkningen av feilkilden ved å ta hensyn til endringer i omløpet til netto driftseiendeler.

Omløpet til netto driftseiendeler har over analyseperioden i gjennomsnitt vært 1,3 for Lerøy, hvilket er noe høyere enn gjennomsnittet i bransjen (1,1). I kapittel 8.3.4 kom det frem at de viktigste kildene til Lerøys omløpsfordel er større produktutvalg, høyere bearbeidingsgrad og større fokus på markedsføring og merkevarebygging. Det ble også avdekket at Lerøy kan ha gjort investeringer som enda ikke har gitt utslag i økt effektivitet, som for eksempel i oppdrett av andre typer sjømat. Over analyseperioden har omløpet til netto driftseiendeler vært utsatt for svingninger, der år med lav laksepris har utmerket seg negativt. En rimelig antakelse er at omløpet til netto driftseiendeler over tid vil reversere mot bransjegjennomsnittet (“mean reversion”). Dette begrunnes med at driftsinntektsveksten forventes å være avtakende som følge av lavere laksepriser, og at oppdrett av andre arter fremdeles vil være utfordrende de nærmeste årene. I tillegg satser flere av de andre aktørene i bransjen på å øke bearbeidingsgraden på produktene sine. Lerøys innsats innen markedsføring, merkevarebygging og strategiske samarbeid er vanskelig å imitere, men forventes ikke å resultere i omløpsfordel på lang sikt. I “steady state” forventes omløpet til netto driftseiendeler å være lik bransjens nivå på 1,1.

På bakgrunn av den forventede reduksjonen i driftsinntektsvekst frem mot 2019 forventes omløpet til netto driftseiendeler å synke. Økt konkurranseintensitet bidrar til å gjøre fallet betydelig på mellomlang sikt. Fra 2019 til 2022 flater utviklingen ut på grunn av stigende priser og økt effektivitet som følge av tidligere investeringer. Utviklingen i omløpet til netto driftseiendeler er illustrert i figur 9-5.



Figur 9-5: Utvikling i omløpet til netto driftseiendeler for Lerøy

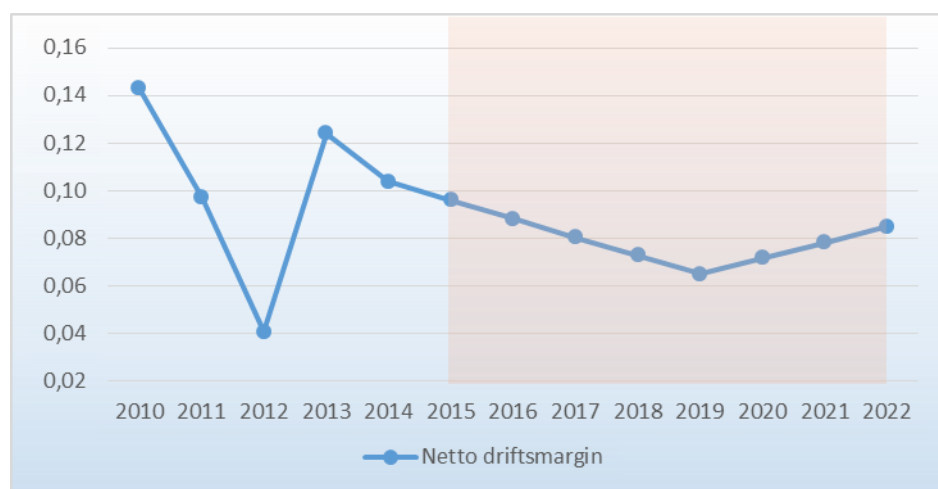
Netto driftseiendeler er over budsjettperioden beregnet basert på forventede driftsinntekter og forventet omløp til netto driftseiendeler for kommende perioder. Sammenhengen og beregningene er vist i tabell 9-2.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Driftsinntekter _{t+1}	15 235 382	16 022 544	16 716 854	17 301 944	17 965 185	18 713 734	19 555 852	20 435 866	21 355 480	22 423 254
/ onde _{t+1}	1,289	1,243	1,196	1,150	1,137	1,123	1,110	1,110	1,110	1,110
= Netto driftseiendeler _t	11 816 825	12 891 632	13 972 257	15 045 168	15 805 148	16 659 111	17 617 885	18 410 690	19 239 171	20 201 129

Tabell 9-2: Netto driftseiendeler for Lerøy over budsjettperioden

9.3.3 Netto driftsresultat

Netto driftsresultat budsjetteres ved å multiplisere driftsinntekter med netto driftsmargin (Knivsfå, 2014, 14, s. 17). Utviklingen i netto driftsresultat avhenger av utviklingen i netto driftsmargin og driftsinntekter. Utviklingen til driftsinntektene er allerede anslått, og fokus her vil være å prognostisere netto driftsmargin over budsjettperioden. Figur 9-6 viser historisk og forventet fremtidig utvikling i netto driftsmargin for Lerøy.



Figur 9-6: Utvikling i netto driftsmargin for Lerøy

Netto driftsmargin var over analyseperioden utsatt for store svingninger som følge av endringer i lakseprisen. Det ble avdekket at bransjens netto driftsmargin (0,116) var noe høyere enn Lerøys (0,101), men at marginen til Lerøy holdt seg mer stabil. Lerøys marginulempe forventes å vedvare på mellomlang sikt, men forskjellen vil utjevnes på lang sikt.

I perioden 2015-2019 forventes netto driftsmargin å utvikle seg negativt, med laveste notering i 2019 på 6,5 prosent. Hovedkilden til den negative utviklingen forventes å være lavere laksepris og fortsatt høye varekostnader. I “common size” - analysen ble det avdekket at varekostnader utgjør den største delen av Lerøys marginulempe. På mellomlang sikt klarer ikke Lerøy å utligne marginulempen, siden leverandørene har stor forhandlingsmakt, og det vil eventuelt ta tid å utvikle egen

råvareproduksjon. I tillegg vil oppdrett av annen type sjømat fortsatt være i en utviklingsfase og marginene vil være lave.

I perioden 2019-2022 forventes den negative trenden å snu og netto driftsmargin vil stige mot bransjegjennomsnittet i 2022. Utviklingen begrunnes av at lakseprisene forventes å stige i perioden, samt høyere margin på annen type sjømat og bedre betingelser knyttet til råvaretilgang.

Investeringer i oppdrett av annen type sjømat ventes å gi utslag i høyere marginer ettersom produksjonen blir mer effektiv og markedene modnes. På lang sikt forventes Lerøy å ha fôr-kostnader på nivå med bransjen. Dette begrunnes med at Lerøy er en stor aktør som ikke vil la seg styre av leverandørene, og kan starte egen produksjon av fôr dersom leverandørene ikke gir dem bedre betingelser. Marine Harvest er eksempel på at en stor aktør er i stand til å gjennomføre slike investeringer. I 2022 vil Lerøy forventes å ha netto driftsmargin lik bransjen på 8,2 prosent, hvilket innebærer at Lerøy verken har marginfordel eller marginulempe i “steady state”. Budsjettert netto driftsmargin og netto driftsresultat er vist i tabell 9-3.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Driftsinntekter:	14 373 002	15 235 382	16 022 544	16 716 854	17 301 944	17 965 185	18 713 734	19 555 852	20 435 866	21 355 480
· ndmt	0,096	0,088	0,081	0,073	0,065	0,071	0,076	0,082	0,082	0,082
= Netto driftsresultat	1 380 035	1 344 703	1 289 941	1 216 217	1 124 626	1 269 540	1 428 482	1 603 580	1 675 741	1 751 149

Tabell 9-3: Netto driftsresultat for Lerøy over budsjettp perioden

9.3.4 Netto finansiell gjeld

Utviklingen i netto finansiell gjeld over budsjettp perioden finnes basert på utviklingen i finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Størrelse på finansiell gjeld og finansielle eiendeler er avhengig av utviklingen i kapitalstruktur.

Over analyseperioden har Lerøy hatt finansiell gjeldsdel på mellom 30- og 45 prosent, hvilket er lavere enn bransjegjennomsnittet (42 prosent) og typisk finansiell gjeldsdel på Oslo Børs (50 prosent). Over budsjettp perioden forventes bransjens gjennomsnittlige gjeldsdel å reduseres noe på grunn av store investeringer i analyseperioden. Oppdrettsbransjen er kapitalintensiv hvilket medfører at det ikke kan forventes gjeldsdel som på Oslo Børs forøvrig. Lerøys gjeldsdel forventes å øke i budsjettp perioden, og være lik bransjegjennomsnittet i “steady state”. Dette kan begrunnes med at Lerøy ønsker optimal finansiell gjeldsdel, og at det tidsvektede bransjegjennomsnittet er en relevant målestokk i den sammenhengen (Knivsflå, 2014, 14, s. 28). Dette samsvarer også med antakelsen om “mean reverting”. Gjennomsnittlig finansiell gjeldsdel forventes i “steady state” å være 41 prosent for både bransjen og Lerøy.

Over analyseperioden har Lerøy hatt en finansiell eiendelsdel på 15 prosent, som er signifikant høyere enn bransjegjennomsnittet på 9 prosent. Optimal selskapsstyring antas å være å redusere kontantbeholdningen når driften har evne til å generere kontantstrøm (Knivsflå, 2014, 14, s. 34). Lerøys finansielle eiendeler består nesten utelukkende av kontanter, hvilket tilsier at finansiell eiendelsdel på sikt bør reduseres mot bransjegjennomsnittet. Bransjens eiendelsdel på 9 prosent antas å være et godt estimat på forventet tilstand i “steady state”. Tabell 9-4 viser budsjettert utvikling i finansiell gjeld, finansielle eiendeler og netto finansiell gjeld.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Netto driftseiendeler:	11 816 825	12 891 632	13 972 257	15 045 168	15 805 148	16 659 111	17 617 885	18 410 690	19 239 171	20 201 129
· Finansiell gjeldsdel:	0,317	0,331	0,344	0,357	0,370	0,384	0,397	0,410	0,410	0,410
= Finansiell gjeldt	3 750 495	4 262 187	4 804 320	5 372 294	5 852 777	6 389 416	6 990 238	7 548 383	7 888 060	8 282 463
Netto driftseiendeler:	11 816 825	12 891 632	13 972 257	15 045 168	15 805 148	16 659 111	17 617 885	18 410 690	19 239 171	20 201 129
· Finansiell eiendelsdel:	0,124	0,119	0,114	0,109	0,104	0,100	0,095	0,090	0,090	0,090
= Finansielle eiendeler	1 462 505	1 533 345	1 594 481	1 644 348	1 651 173	1 660 031	1 670 590	1 656 962	1 731 525	1 818 102
= Netto finansiell gjeldt	2 287 989	2 728 842	3 209 840	3 727 946	4 201 604	4 729 385	5 319 648	5 891 421	6 156 535	6 464 361

Tabell 9-4: Netto finansiell gjeld for Lerøy over budsjettperioden

9.3.5 Netto finanskostnad

Netto finanskostnad beregnes basert på forventet finansiell gjeldsrente og finansiell eiendelsrentabilitet over budsjettperioden. I den strategiske rentabilitetsanalysen ble forventningen om at finansieringen ikke gir opphav til strategisk fordel bekreftet. Forventningen videreføres i budsjettet, hvilket innebærer at finansiell gjeldsrente og finansiell eiendelsrentabilitet settes lik avkastningskravet for det enkelte år. Fremtidskravet beregnes i kapittel 10, men beregningen av netto finanskostnad over budsjettperioden presenteres i tabell 9-5.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Finansiell gjeldt-1	3 272 842	3 750 495	4 262 187	4 804 320	5 372 294	5 852 777	6 389 416	6 990 238	7 548 383	7 888 060
· Finansiell gjeldsrentet	0,033	0,034	0,035	0,036	0,037	0,038	0,039	0,040	0,040	0,040
= Finanskostnader	108 965	128 220	149 523	172 835	198 070	221 015	246 991	276 464	298 539	311 973
Finansielle eiendeler-1	1 383 664	1 405 057	1 386 420	1 440 205	1 485 615	1 536 100	1 563 869	1 593 466	1 619 155	1 700 113
· Finansiell eiendelsrentabilitet	0,020	0,022	0,024	0,026	0,027	0,029	0,031	0,033	0,033	0,033
= Finansinntekter	28 303	32 437	36 661	40 891	45 034	48 108	51 278	54 545	54 100	56 534
= Netto finanskostnad	80 662	95 783	112 862	131 945	153 036	172 908	195 713	221 919	244 439	255 438

Tabell 9-5: Netto finanskostnad for Lerøy over budsjettperioden

9.3.6 Minoritetsinteresser

Minoritetsinteresser budsjeteres ved å fastsette minoritetsdelen over analyseperioden, basert på innsikt fra den strategiske regnskapsanalysen. Minoritetsdelen i Lerøy økte kraftig fra 2009 til 2010 og har siden den tid holdt seg stabil på rundt 8 prosent. Bransjen har hatt en lavere minoritetsdel, som over analyseperioden har vært rundt 2 prosent. Hva som er optimal styringsstrategi avhenger om datterselskapet er lønnsomt eller ikke. Dersom datterselskapet er lønnsomt kan majoritetseierne tjene på å “skvise ut” minoritetsinteressene (Knivsflå, 2014, 14, s. 50), forøvrig kan bransje-

gjennomsnittet være mål på optimal minoritetsdel. Oppdrettsbransjen antas å være lønnsom i fremtiden, hvilket også vil generere overskudd i Lerøys datterselskap. For Lerøy kan det derfor være problematisk å “skvise ut” minoritetsinteressene. Dette gir grunnlag for å predikere en minoritetsdel for Lerøy noe over bransjegjennomsnittet. Minoritetsdelen forventes som en forenkling å synke lineært frem mot “steady state” der nivået stabiliseres på rundt 3 prosent. Tabell 9-6 viser utviklingen i minoritetsinteressene i Lerøy.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Netto driftseiendeler,	11 298 892	12 434 723	13 605 665	14 803 107	15 550 859	16 391 082	17 334 431	18 114 480	18 929 632	19 876 113
* Minoritetsdel,	0,074	0,068	0,061	0,055	0,049	0,043	0,036	0,030	0,030	0,030
= Minoritetsinteresser	834 054	840 061	834 001	814 740	758 553	696 936	628 540	543 434	567 889	596 283

Tabell 9-6: Minoritetsinteresser for Lerøy over budsjettperioden

9.3.7 Netto minoritetsresultat

Utviklingen i netto minoritetsresultat budsjetteres basert på forventet minoritetsrentabilitet. Over analyseperioden var minoritetsrentabiliteten marginalt lavere enn avkastningskravet, hvilket tyder på at majoritet lykkes med å “skvise” minoritet. Det er derfor en rimelig forutsetning å sette forventet minoritetsrentabilitet lik fremtidskravet til minoritetsinteresser. Dette underbygges også av at minoritetsinteressene stammer fra oppkjøp foretatt relativt nylig, og at verdsettelsen av minoritetsinteressene antas å være rimelig. Fremtidskravet beregnes i kapittel 10, men budsjettert minoritetsdel- og resultat er vist i tabell 9-7.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Minoritetsinteressert-1	817 282	829 641	831 052	820 456	797 037	746 512	691 155	629 735	552 321	577 175
- Minoritetsrentabilitet	0,067	0,072	0,077	0,083	0,088	0,093	0,099	0,104	0,105	0,105
= Netto minoritetsresultat	54 363	59 618	64 159	67 724	70 049	69 597	68 129	65 439	58 242	60 863

Tabell 9-7: Netto minoritetsresultat for Lerøy over budsjettperioden

9.4 Fremtidsregnskap

Fremtidsregnskap over budsjetperioden

Fremtidsregnskapet inneholder ingen unormale poster, da størrelse og tidspunkt er vanskelig å predikere. Det kan i tillegg tenkes at slike poster vil utjevne hverandre over tid. Netto betalt utbytte beregnes residualt basert på fullstendig nettoresultat fra resultatregnskapet og endring i egenkapital fra balansen.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Driftsinntekter	12 579 465	14 373 002	15 235 382	16 022 544	16 716 854	17 301 944	17 965 185	18 713 734	19 555 852	20 435 866	21 355 480
Netto driftsresultat	1 305 368	1 380 035	1 344 703	1 289 941	1 216 217	1 124 626	1 287 505	1 465 909	1 662 247	1 737 049	1 815 216
+ Netto finansinntekter	16 638	28 303	32 437	36 661	40 891	45 034	48 108	51 278	54 545	54 100	56 534
= Nettoresultat til sysselsatt kapital	1 322 006	1 408 338	1 377 140	1 326 602	1 257 108	1 169 661	1 335 613	1 517 187	1 716 792	1 791 148	1 871 750
- Netto finanskostnader	103 072	108 965	128 220	149 523	172 835	198 070	221 015	246 991	276 464	298 539	311 973
- Netto minoritetsresultat	48 557	54 363	59 618	64 159	67 724	70 049	69 597	68 129	65 439	58 242	60 863
= Nettoresultat til egenkapital	1 170 377	1 245 010	1 189 302	1 112 920	1 016 548	901 541	1 045 000	1 202 067	1 374 889	1 434 368	1 498 914
+ Unormalt netto driftsresultat	208 078	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Unormalt netto finansresultat	-91 426	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Unormalt netto minoritetsresultat	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= Fullstendig nettoresultat	1 287 028	1 245 010	1 189 302	1 112 920	1 016 548	901 541	1 045 000	1 202 067	1 374 889	1 434 368	1 498 914
- Netto betalt utbytte	-352 214	599 784	556 757	502 698	438 324	564 695	663 461	772 136	1 076 443	895 855	873 641
= Endring i egenkapital	1 639 242	645 226	632 545	610 222	578 224	336 846	381 539	429 932	298 446	538 513	625 273

Tabell 9-8: Fremtidsregnskap over budsjetperioden

Fremtidsbalanse over budsjetperioden

Fremtidsbalansen er beregnet med både sysselsatt kapital og netto driftskapital som mål på Lerøys selskapskapital. Egenkapital for det enkelte år er beregnet residualt ved å trekke (netto) finansiell gjeld og minoritetsinteresser fra sysselsatte eiendeler (netto driftseiendeler).

Sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital:

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Netto driftseiendeler	10 760 428	11 816 825	12 891 632	13 972 257	15 045 168	15 805 148	16 659 111	17 617 885	18 410 690	19 239 171	20 201 129
+ Finansielle eiendeler	1 383 664	1 462 505	1 533 345	1 594 481	1 644 348	1 651 173	1 660 031	1 670 590	1 656 962	1 731 525	1 818 102
= Sysselsatte eiendeler	12 144 092	13 279 330	14 424 978	15 566 737	16 689 517	17 456 321	18 319 142	19 288 475	20 067 652	20 970 696	22 019 231
+ Egenkapital	8 053 968	8 699 194	9 331 739	9 941 961	10 520 185	10 857 032	11 238 570	11 668 502	11 966 948	12 505 461	13 130 734
+ Minoritetsinteresser	817 282	829 641	831 052	820 456	797 037	746 512	691 155	629 735	552 321	577 175	606 034
+ Finansiell gjeld	3 272 842	3 750 495	4 262 187	4 804 320	5 372 294	5 852 777	6 389 416	6 990 238	7 548 383	7 888 060	8 282 463
= Sysselsatt kapital	12 144 092	13 279 330	14 424 978	15 566 737	16 689 517	17 456 321	18 319 142	19 288 475	20 067 652	20 970 696	22 019 231

Tabell 9-9: Sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital over budsjetperioden

Netto driftseiendeler og netto driftskapital:

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Netto driftseiendeler	10 760 428	11 816 825	12 891 632	13 972 257	15 045 168	15 805 148	16 659 111	17 617 885	18 410 690	19 239 171	20 201 129
Egenkapital	8 053 968	8 699 194	9 331 739	9 941 961	10 520 185	10 857 032	11 238 570	11 668 502	11 966 948	12 505 461	13 130 734
+ Minoritetsinteresser	817 282	829 641	831 052	820 456	797 037	746 512	691 155	629 735	552 321	577 175	606 034
+ Netto finansiell gjeld	1 889 179	2 287 989	2 728 842	3 209 840	3 727 946	4 201 604	4 729 385	5 319 648	5 891 421	6 156 535	6 464 361
= Netto driftskapital	10 760 428	11 816 825	12 891 632	13 972 257	15 045 168	15 805 148	16 659 111	17 617 885	18 410 690	19 239 171	20 201 129

Tabell 9-10: Netto driftseiendeler og netto driftskapital over budsjetperioden

Fri kontantstrøm over budsjettperioden

Basert på budsjettert fremtidsregnskap og balanse er Lerøys budsjetterte kontantstrøm utarbeidet.

Det forventes økning i både netto driftseiendeler og finansiell gjeld over budsjettperioden. Fri kontantstrøm til egenkapital er sammenfallende med netto betalt utbytte som er beregnet i resultatregnskapet.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Netto driftsresultat	1 305 368	1 380 035	1 344 703	1 289 941	1 216 217	1 124 626	1 287 505	1 465 909	1 662 247	1 737 049	1 815 216
+ Unormalt netto driftsresultat	208 078	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Økning i netto driftseiendeler	1 380 115	1 056 397	1 074 807	1 080 624	1 072 912	759 980	853 963	958 774	792 805	828 481	961 959
= Fri kontantstrøm fra drift	133 330	323 639	269 895	209 317	143 305	364 647	433 542	507 135	869 443	908 568	853 257
+ Netto finansinntekter	16 638	28 303	32 437	36 661	40 891	45 034	48 108	51 278	54 545	54 100	56 534
+ Unormale netto finansinntekter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Økning i finansielle eiendeler	479 427	78 841	70 840	61 135	49 867	6 825	8 858	10 559	-13 628	74 563	86 576
= Fri kontantstrøm til sysselsatt kapital	-329 459	273 100	231 492	184 843	134 328	402 856	472 792	547 854	937 615	888 104	823 215
- Netto finanskostnader	103 072	108 965	128 220	149 523	172 835	198 070	221 015	246 991	276 464	298 539	311 973
- Unormale netto finanskostnader	91 426	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Økning i finansiell gjeld	196 765	477 652	511 693	542 133	567 974	480 483	536 639	600 822	558 145	339 677	394 403
- Netto minoritetsresultat	48 557	54 363	59 618	64 159	67 724	70 049	69 597	68 129	65 439	58 242	60 863
+ Økning i minoritetsinteresser	23 535	12 359	1 410	-10 596	-23 419	-50 525	-55 357	-61 421	-77 414	24 854	28 859
= Fri kontantstrøm til egenkapital	-352 214	599 784	556 757	502 698	438 324	564 695	663 461	772 136	1 076 443	895 855	873 641

Tabell 9-11: Fri kontantstrøm over budsjettperioden

10 Fremtidskrav og strategisk fordel

Fremtidskrav blir benyttet som diskonteringsrente i forbindelse med fundamental verdivurdering. Ved å neddiskontere forventede fremtidige kontantstrømmer kan vi utarbeide et verdiestimat på selskapets egenkapital. Hvilke avkastningskrav som er nødvendig å beregne avhenger av hvilke forutsetninger som legges til grunn under utarbeiding av fremtidsregnskap, samt hvilken verdivurderingsmodell som skal benyttes. Vi skal i dette kapitlet beregne fremtidige avkastningskrav til egenkapital, minoritetsinteresser, netto driftskapital, finansielle eiendeler, finansiell gjeld og netto finansiell gjeld. Fremtidskravene utarbeides på bakgrunn av samme teoretiske grunnlag som avkastningskravene i kapittel 7. Det påpekes at avkastningskravene som beregnes i dette kapitlet er *feil*, siden de beregnes ved bruk av budsjetterte vekter, og ikke verdivekter. De korrekte kravene vil beregnes i forbindelse med konvergeringsprosessen i kapittel 11.

10.1 Egenkapital- og minoritetskrav

Egenkapital- og minoritetskravets størrelse avhenger av den risikofrie renten, markedsrisikopremien og årlig egenkapitalbeta. Minoritetsbeta antas fortsatt å være lik egenkapitalbeta. Til slutt tillegges eventuell illikviditetspremie.

10.1.1 Risikofri rente

Ved beregning av fremtidig risikofri rente velger vi å benytte 10-årige norske statsobligasjoner som utgangspunkt, som vi også gjorde i kapittel 7. Gjennomsnittlig risikofri rente før skatt var over analyseperioden på omtrent 2,7 prosent, hvilket representerer et historisk lavt nivå. Det forventes at rentenivået vil være noe høyere i fremtiden, og i “steady state” settes rentenivået til gjennomsnittlig årsgjennomsnitt for 10-årige norske statsobligasjoner siste 10 år. Frem mot “steady state” forventes utviklingen å være lineær, hvilket representerer en forenkling på grunn av vår mangel av inngående kunnskap om utviklingen i rentenivået de neste årene.

Skattenivået i Norge er i dag 27 prosent, hvilket er høyt sammenlignet med andre europeiske land. Det arbeides derfor på politisk nivå med å utrede hvorvidt selskapsskattesatsen kan opprettholdes, og det er naturlig å anta at den i fremtiden vil justeres. Likevel velger vi å benytte den faktiske skattesatsen siden slike store politiske endringer tar tid, og mest sannsynlig vil resultere proveny- nøytrale reformer med totalt sett like høyt skattenivå. Tabell 10-1 viser utviklingen i risikofri rente.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Risikofri rente før skatt	0,025	0,026	0,028	0,029	0,030	0,031	0,033	0,034	0,035	0,035	0,035
- Rente (27 %)	0,007	0,007	0,007	0,008	0,008	0,008	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009
= Risikofri rente etter skatt	0,018	0,019	0,020	0,021	0,022	0,023	0,024	0,025	0,026	0,026	0,026

Tabell 10-1: Risikofri rente over budsjettperioden

10.1.2 Markedsrisikopremie

Gjennomsnittlig markedsrisikopremie var over analyseperioden på 4,7 prosent, mens den observerte langsiktige risikopremien fra 1958-2014 var på 5 prosent. Det finnes få gode indikatorer på fremtidig markedsrisikopremie, og historisk verdi fremstår som beste estimat for fremtiden (Kaldestad og Møller, 2011, s. 117). I «steady state» forventes risikopremien å være lik den langsiktige observerte risikopremien, det vil si 5 prosent. Damodarans beregninger for verdens gjennomsnittlige markedsrisikopremie fra 1900-2013 er i gjennomsnitt 4,3 prosent (Damodaran, 2013, s.34), hvilket tyder på at 5 prosent er noe høyt. Det påpekes at markedsrisikopremien i Norge forventes å være høyere enn verdensgjennomsnittet, mye på grunn av større avhengighet av oljeprisen. Knivsflå benytter markedsrisikopremie på 4,8 prosent og sier at langsiktig markedsrisikopremie på mellom 4 og 5 prosent er akseptabelt (2014, 15, s. 29). Markedets risikopremie antas å følge lineær utvikling mot 5 prosent i «steady state».

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Markedspremie etter skatt	0,048	0,048	0,049	0,049	0,049	0,049	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050

Tabell 10-2: Markedsrisikopremie etter skatt over budsjettperioden

10.1.3 Årlig egenkapitalbeta

Netto driftsbeta er konstant over analyseperioden og vil være konstant på samme nivå over budsjettperioden som følge av MMI som tilsier at verdien av et selskap er uavhengig av finansieringen. Etter beregning av finansiell gjeldsbeta (10.2.1) kan egenkapitalbeta beregnes ved bruk av budsjetterte vektorer. Første estimat på egenkapitalbeta er vist i tabell 10-3.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Egenkapitalbeta	1,055	1,003	1,023	1,044	1,066	1,089	1,114	1,140	1,167	1,198	1,198
- Egenkapital/Netto driftskapital	0,706	0,748	0,736	0,724	0,712	0,699	0,687	0,675	0,662	0,650	0,650
+ Egenkapitalbeta	1,055	1,003	1,023	1,044	1,066	1,089	1,114	1,140	1,167	1,198	1,198
- Minoritet/Netto driftskapital	0,083	0,076	0,070	0,064	0,059	0,053	0,047	0,041	0,036	0,030	0,030
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,064	0,107	0,108	0,108	0,108	0,107	0,106	0,104	0,102	0,097	0,097
- Netto finansiell gjeld/Netto driftskapital	0,211	0,176	0,194	0,212	0,230	0,248	0,266	0,284	0,302	0,320	0,320
= Netto driftsbeta	0,846	0,846	0,846	0,846	0,846	0,846	0,846	0,846	0,846	0,846	0,846

Figur 10-1: Egenkapitalbeta over budsjettperioden

10.1.4 Illikviditetspremie

Det forventes at forholdene fra analyseperioden som gav grunnlag for å fastsette illikviditetspremie til minoritetsinteresser vil fortsette å være tilstede. Illikviditetspremien for minoritet settes derfor til 2 prosent i fremtiden.

10.1.5 Egenkapital- og minoritetskrav

De fleste faktorene som påvirker egenkapital- og minoritetskrav er beregnet over. Siden fremtidskravet skal brukes som diskonteringsfaktor, og ikke målestokk for historisk rentabilitet må vi også ta stilling til om utbytteskatt skal hensyntas i kravet. Fritaksmetoden og aksjonærmodellen gjør at utbytte er tilnærmet skattefritt for norske aksjeselskap, og til en viss grad skattefritt for norske personlige aksjonærer. Lerøy er i stor grad eid av aksjeselskaper, og de fleste store investorer tilpasser seg til fritaksmetoden. Den effektive utbytteskattesatsen ville derfor vært marginal og vi velger å ikke nedjustere avkastningskravet for å hensynta utbytteskatt. Tabell 10-4 oppsummerer utviklingen til Lerøys egenkapital- og minoritetskrav over budsjettperioden.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Risikofri rente før skatt	0,025	0,026	0,028	0,029	0,030	0,031	0,033	0,034	0,035	0,035	0,035
- Skatt (27 %)	0,007	0,007	0,007	0,008	0,008	0,008	0,009	0,009	0,009	0,009	0,009
= Risikofri rente etter skatt	0,018	0,019	0,020	0,021	0,022	0,023	0,024	0,025	0,026	0,026	0,026
+ Justert egenkapitalbeta	1,055	1,003	1,023	1,044	1,066	1,089	1,114	1,140	1,167	1,198	1,198
· Markedspremie etter skatt	0,048	0,048	0,049	0,049	0,049	0,049	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
+ Illikviditetspremie	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
= Egenkapitalkrav	0,069	0,068	0,070	0,072	0,074	0,077	0,079	0,081	0,084	0,085	0,085
+ Illikviditetspremie minoritet	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020
= Minoritetskrav	0,089	0,088	0,090	0,092	0,094	0,097	0,099	0,101	0,104	0,105	0,105

Tabell 10-3: Oppsummering - egenkapital- og minoritetskrav over budsjettperioden

10.2 Finansielle krav

De finansielle fremtidskravene utarbeides på tilsvarende måte som i kapittel 7 og benyttes som grunnlag for å estimere finansinntekter og -kostnader i fremtidsbudsjettet.

10.2.1 Finansielt gjeldskrav

Utviklingen i kredittrisikopremie avhenger av syntetisk rating over budsjettperioden. Lerøys syntetiske rating er derfor beregnet for budsjettperioden. På grunn av manglende budsjett drivere er likviditetsgrad 1 framskrevet med det tidsvektede gjennomsnittet fra analyseperioden. Det samme gjelder rentedekningsgrad som ikke kan beregnes på grunn av problemer knyttet til endogenitet. Tabell 10-5 viser at Lerøys syntetiske rating har holdt seg stabilt på A over analyseperioden, selv om den er nær ved å bli degradert i perioden 2018-2020.

Lerøy	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Likviditetsgrad 1	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A
Rentedekningsgrad	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Egenkapitalandel	BBB	A	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Netto driftsrentabilitet	A	BBB	BBB	BBB	BB	BB	BB	BBB	BBB	BBB	BBB
Samlet	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A

Tabell 10-4: Lerøys syntetiske rating over budsjettperioden

Syntetisk rating på A tilsier en langsiktig risikopremie på 1 prosent ifølge tabell 7-6. Risikopremie på 1 prosent kan virke å være noe lavt for et selskap som opererer i en syklisk bransje og hvor en

stor del av eiendelene er immaterielle. Vi velger derfor å overstyre kredittrisikopremien basert på den syntetiske ratingen, og hever den ett nivå til 1,4 prosent. Tabell 10-6 viser utviklingen til finansielt gjeldskrav for Lerøy i budsjettperioden.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Syntetisk rating	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A
Risikofri rente etter skatt	0,018	0,019	0,020	0,021	0,022	0,023	0,024	0,025	0,026	0,026	0,026
+ Lang kredittrisikopremie	0,010	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
= Finansielt gjeldskrav	0,028	0,033	0,034	0,035	0,036	0,037	0,038	0,039	0,040	0,040	0,040

Tabell 10-5: Finansielt gjeldskrav over budsjettperioden

Markedsrisikodelen forventes å holde seg på samme nivå som i analyseperioden. Beregningene som er utført for å estimere finansiell gjeldsbeta er vist i tabell 10-7.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Syntetisk rating	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A	A
Lang kredittrisikopremie	0,010	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014	0,014
/ Markedspremie etter skatt	0,048	0,048	0,049	0,049	0,049	0,049	0,050	0,050	0,050	0,050	0,050
= Implisitt finansiell gjeldsbeta	0,208	0,290	0,289	0,287	0,286	0,284	0,283	0,281	0,280	0,280	0,280
- Markedsrisikodel	0,190	0,190	0,190	0,190	0,190	0,190	0,190	0,190	0,190	0,190	0,190
= Finansiell gjeldsbeta	0,040	0,055	0,055	0,055	0,054	0,054	0,054	0,053	0,053	0,053	0,053

Tabell 10-6: Finansiell gjeldsbeta over budsjettperioden

10.2.2 Finansielt eiendelskrav

Over analyseperioden har Lerøys finansielle eiendeler nesten utelukkende bestått av kontanter. I kapittel 9 ble det budsjettert med lavere andel finansielle eiendeler som følge av mindre kontantbeholdning. Dette får konsekvenser ved beregning av finansielt eiendelskrav, ved at fordelingen av finansielle eiendeler vil endres med lineær utvikling. Finansielt eiendelskrav over budsjettperioden er beregnet i tabell 10-8.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Kontantkrav	0,018	0,019	0,020	0,021	0,022	0,023	0,024	0,025	0,026	0,026	0,026
· Kontantvekt	0,983	0,954	0,925	0,896	0,867	0,837	0,808	0,779	0,750	0,750	0,750
+ Fordringskrav	0,032	0,033	0,034	0,035	0,036	0,037	0,038	0,039	0,040	0,040	0,040
· Fordringsvekt	0,014	0,031	0,048	0,065	0,082	0,099	0,116	0,133	0,150	0,150	0,150
+ Investeringskrav	0,066	0,068	0,069	0,070	0,071	0,072	0,073	0,074	0,076	0,076	0,076
· Investeringsvekt	0,003	0,015	0,027	0,039	0,051	0,064	0,076	0,088	0,100	0,100	0,100
= Finansielt eiendelskrav	0,019	0,020	0,022	0,024	0,026	0,027	0,029	0,031	0,033	0,033	0,033

Tabell 10-7: Finansielt eiendelskrav over budsjettperioden

Den endrede vektingen av de ulike finansielle eiendelene resulterer i en stigende finansiell eiendelsbeta over budsjettperioden.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Kontantbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
· Kontantvekt	0,983	0,954	0,925	0,896	0,867	0,837	0,808	0,779	0,750	0,750	0,750
+ Fordringsbeta	0,024	0,024	0,024	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023
· Fordringsvekt	0,014	0,031	0,048	0,065	0,082	0,099	0,116	0,133	0,150	0,150	0,150
+ Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
· Investeringsvekt	0,003	0,015	0,027	0,039	0,051	0,064	0,076	0,088	0,100	0,100	0,100
= Finansiell eiendelsbeta	0,003	0,016	0,028	0,041	0,053	0,066	0,078	0,091	0,103	0,103	0,103

Tabell 10-8: Finansiell eiendelsbeta over budsjettperioden

10.2.3 Netto finansielt gjeldskrav

Netto finansielt gjeldskrav er beregnet ved å vekte kravet til finansielle eiendeler og finansiell gjeld med budsjetterte balanseverdier. Kravet til netto finansiell gjeld holder seg relativt stabilt over budsjettperioden på grunn av synkende finansiell gjeldsvekt og stigende finansielt eiendelskrav.

Tabell 10-10 illustrerer utviklingen i netto finansielt gjeldskrav over budsjettperioden.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Finansielt gjeldskrav	0,028	0,033	0,034	0,035	0,036	0,037	0,038	0,039	0,040	0,040	0,040
- Finansiell gjeldsvekt	1,571	1,732	1,639	1,562	1,497	1,441	1,393	1,351	1,314	1,281	1,281
- Finansielt eiendelskrav	0,019	0,020	0,022	0,024	0,026	0,027	0,029	0,031	0,033	0,033	0,033
- Finansiell eiendelsvekt	0,571	0,732	0,639	0,562	0,497	0,441	0,393	0,351	0,314	0,281	0,281
= Netto finansielt gjeldskrav	0,034	0,043	0,042	0,041	0,041	0,041	0,041	0,041	0,042	0,041	0,041

Tabell 10-9: Netto finansielt gjeldskrav over budsjettperioden

Som følge av endringer i gjelds- og eiendelsvekt vil netto finansiell gjeldsbeta øke fra analyseperioden og vil over budsjettperioden holde seg stabil rundt 0,1, som også er nivået i “steady state”.

Beregningene er vist i tabell 10-11.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Finansiell gjeldsbeta	0,040	0,055	0,055	0,055	0,054	0,054	0,054	0,053	0,053	0,053	0,053
- Finansiell gjeldsvekt	1,571	1,732	1,639	1,562	1,497	1,441	1,393	1,351	1,314	1,281	1,281
+ Finansiell eiendelsbeta	0,003	0,016	0,028	0,041	0,053	0,066	0,078	0,091	0,103	0,103	0,103
- Finansiell eiendelsvekt	0,571	0,732	0,639	0,562	0,497	0,441	0,393	0,351	0,314	0,281	0,281
= Netto finansiell gjeldsbeta	0,064	0,107	0,108	0,108	0,108	0,107	0,106	0,104	0,102	0,097	0,097

Tabell 10-10: Netto finansiell gjeldsbeta over budsjettperioden

10.3 Fremtidig selskapskrav

Fremtidig selskapskrav er det vektete kravet til de som finansierer selskapet, det vil si samlet avkastningskrav til egenkapital, minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld. Tabell 10-12 oppsummerer beregningene gjort tidligere i kapittelet og viser utviklingen i netto driftskrav. Det påpekes at kravene i tabellen ikke er verdivektet.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Egenkapitalkrav	0,069	0,068	0,070	0,072	0,074	0,077	0,079	0,081	0,084	0,085	0,085
- Egenkapital/Netto driftskapital	0,706	0,748	0,736	0,724	0,712	0,699	0,687	0,675	0,662	0,650	0,650
+ Minoritetskrav	0,089	0,088	0,090	0,092	0,094	0,097	0,099	0,101	0,104	0,105	0,105
- Minoritet/Netto driftskapital	0,083	0,076	0,070	0,064	0,059	0,053	0,047	0,041	0,036	0,030	0,030
+ Netto finansiell gjeldskrav	0,034	0,043	0,042	0,041	0,041	0,041	0,041	0,041	0,042	0,041	0,041
- Netto finansiell gjeld/Netto driftskapital	0,211	0,176	0,194	0,212	0,230	0,248	0,266	0,284	0,302	0,320	0,320
= Netto driftskrav	0,063	0,065	0,066	0,067	0,068	0,069	0,070	0,071	0,072	0,072	0,072

Tabell 10-11: Netto driftskrav over budsjettperioden

10.4 Fremtidig strategisk fordel

Basert på avkastningskravene og fremtidsregnskapet som er utarbeidet i kapittel 9 skal vi vurdere om Lerøy har en strategisk fordel over budsjettperioden og i “steady state”.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Netto driftsrentabilitet	0,128	0,114	0,100	0,087	0,075	0,080	0,086	0,091	0,091	0,091
- Netto driftskrav	0,065	0,066	0,067	0,068	0,069	0,070	0,071	0,072	0,072	0,072
= Ren driftsfordel	0,063	0,048	0,033	0,019	0,006	0,011	0,015	0,019	0,019	0,019
+ Gearingsfordel drift	0,021	0,017	0,013	0,008	0,003	0,005	0,007	0,010	0,010	0,010
+ Finansieringsfordel NFG	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
+ Finansieringsfordel MI	0,002	0,002	0,001	0,001	0,001	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
= Strategisk fordel	0,087	0,067	0,047	0,028	0,009	0,016	0,022	0,029	0,029	0,029

Tabell 10-12: Lerøys strategiske fordel over budsjettperioden

Lerøys strategiske fordel forventes å reduseres over budsjettperioden, med en markant reduksjon frem til 2019, før den stabiliserer seg rundt bransjegjennomsnittet i “steady state”. I “steady state” vil Lerøy ha en ren driftsfordel på 1,9 prosent som i stor grad består av bransjerelaterte strategiske fordeler som skyldes store inngangsbarrierer. Kilden til strategisk fordel er i utgangspunktet bare driftsrelaterte forhold, men den rene driftsfordelen skaleres opp ved hjelp av gearing.

Finansieringen vil ikke være opphav til strategisk fordel i fremtiden siden renten er satt lik avkastningskravet i fremtidsregnskapet. Minoritetsrentabiliteten vil over budsjettperioden stige mot minoritetskravet, og i “steady state” vil rentabiliteten være lik kravet. Samlet gir dette Lerøy en varig strategisk fordel på 2,9 prosent.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Egenkapitalrentabilitet	0,155	0,137	0,119	0,102	0,086	0,095	0,104	0,113	0,115	0,115
- Egenkapitalkrav	0,068	0,070	0,072	0,074	0,077	0,079	0,081	0,084	0,085	0,085
= Superrentabilitet	0,087	0,067	0,047	0,028	0,009	0,016	0,022	0,029	0,029	0,029

Tabell 10-13: Lerøys superrentabilitet over budsjettperioden

For å verifisere beregnet strategisk fordel er også superrentabilitet beregnet for hvert år i budsjettperioden. Beregningen av egenkapitalrentabilitet er beregnet basert på inngående kapital for å sikre konsistent utregning av rentabilitet og krav. Avkastningskravet er ikke verdivektet, men beregningene antyder at Lerøy har en varig strategisk fordel på 2,9 prosent. Dette samsvarer med strategisk fordel beregnet i tabell 10-13.

11 Fundamental verdivurdering

I kapittel 3 valgte vi å benytte fundamental verdivurdering som vår primære verdivurderingsteknikk. Gjennom strategisk regnskapsanalyse har vi tilegnet oss kunnskap om Lerøys underliggende økonomiske forhold, og utarbeidet fremtidsregnskap og fremtidig avkastningskrav. Ved å diskontere forventede fremtidige kontantstrømmer med beregnet avkastningskrav skal vi nå finne virkelig verdi av egenkapitalen i Lerøy. Verdsettelse av selskapets egenkapital kan gjøres “direkte” ved bruk av egenkapitalmetoden, eller “indirekte” ved bruk av selskapskapitalmetoden. Vi velger å benytte begge metodene for å sikre konsistens i verdiestimatet. Verdiestimatet vil ikke være korrekt før det vektete avkastningskravet (WACC) er vektet med virkelig egenkapitalverdi. Gjennom konvergeringsprosessen vil vi komme frem til endelig verdiestimat ved å endre vektene. Etter konvergeringsprosessen vil egenkapital- og selskapskapitalmetoden gi sammenfallende verdiestimat. Til slutt skal vi gjennomføre en følsomhetsanalyse og ta høyde for konkurrisiko.

11.1 Egenkapitalmetoden

Egenkapitalmetoden verdsetter egenkapitalen “direkte” ved at kontantstrømmene som tilfaller eierne av egenkapitalen neddiskonteres med avkastningskravet til egenkapitalen. Kontantstrømmene til egenkapitalen kan betraktes som ulike størrelser og egenkapitalen verdsettes direkte på ulike måter ved bruk av ulike modeller. Vi benytter tre modeller, fri kontantstrøm-modellen, superprofittmodellen og superprofittvekstmodellen. Utbyttmodellen kunne også vært aktuell, men siden netto betalt utbytte er lik fri kontantstrøm til egenkapitalen ville utregningen blitt identisk med fri kontantstrøm-modellen. Alle modellene innenfor egenkapitalmetoden skal som tidligere nevnt gi sammenfallende verdiestimat i hvert steg i konvergeringsprosessen.

Fri kontantstrøm-modellen

I fri kontantstrøm-modellen beregnes verdien av selskapets egenkapital ved å neddiskontere den budsjetterte frie kontantstrømmen til egenkapitalen med egenkapitalkravet. I steady state forutsettes det konstant vekst og “Gordons vekstformel” benyttes for å beregne horisontverdien. Lerøys egenkapitalverdi er beregnet ved å benytte formel 11-1.

$$VEK_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FKE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{FKE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekk - ekv)}$$

FKE = fri kontantstrøm til egenkapital T = horisonten

ekv = egenkapitalvekst ekk = egenkapitalkrav

Formel 11-1: Fri kontantstrøm-modellen

Superprofittmodellen

I superprofittmodellen verdsettes egenkapitalen ved å tillegge den bokførte egenkapitalen neddiskontert verdi av fremtidig superprofitt. Horisontverdien fastsettes også her basert på “Gordons vekstformel”. Formelen er illustrert i formel 11-2.

$$VEK_0 = EK_0 + \sum_{t=1}^T \frac{SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_t)} + \frac{SPE_{T+1}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_T) * (ekk - ekv)}$$

SPE = superprofitt til egenkapitalen T = horisonten

ekv = egenkapitalvekst ekk = egenkapitalkrav

Formel 11-2: Superprofittmodellen

Superprofittvekstmodellen

I superprofittvekstmodellen beregnes egenkapitalverdien basert på den kapitaliserte verdien av nettoresultat i år 1 og nåverdien av fremtidig vekst. Avkastningskravet til egenkapitalen benyttes som i de andre modellene som diskonteringsfaktor, og “Gordons vekstformel” benyttes for å beregne verdien av konstant vekst på horisonten. Formelen er illustrert i formel 11-3.

$$VEK_0 = \frac{NRE_1}{ekk_1} + \frac{1}{ekk_1} * \left(\sum_{t=2}^T \frac{\Delta SPE_t}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_{t-1})} + \frac{\Delta SPE_{T+2}}{(1 + ekk_1) * \dots * (1 + ekk_{T+1}) * (ekk - ekv)} \right)$$

ΔSPE = superprofittvekst til egenkapitalen T = horisonten

ekv = egenkapitalvekst ekk = egenkapitalkrav

Formel 11-3: Superprofittvekstmodellen

11.2 Selskapskapitalmetoden

I selskapskapitalmetoden verdsettes egenkapitalen “indirekte” ved at verdien av hele selskapet i form av netto driftskapital eller sysselsatt kapital beregnes. Deretter gjøres det fradrag for gjeld og eventuelle minoritetsinteresser. Vi velger å bruke netto driftskapital som mål på selskapet, hvor

netto driftskrav er det relevante avkastningskravet. Netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser trekkes fra verdien av netto driftskapital for å beregne verdien av egenkapitalen. Det påpekes at beregningene forutsetter at netto finansiell gjeld er balanseført til virkelig verdi. I budsjettperioden settes netto finansiell gjeldsrente lik kravet til netto finansiell gjeld, hvilket impliserer at netto finansiell gjeld er balanseført til virkelig verdi. Minoritetsinteressene verdsettes på samme måte som egenkapitalen verdsettes etter egenkapitalmetoden. Fri kontantstrøm-modellen, superprofitt-modellen og superprofittvekstmodellen benyttes, og utregningene følger samme fremgangsmåte som for egenkapitalmetoden. Relevante “verdistrømmer” er henholdsvis fri kontantstrøm fra drift, superprofitt fra drift og superprofittvekst fra drift.

11.3 Første estimat

Første verdiestimat på Lerøys egenkapital beregnes ved å benytte budsjetterte vekter i avkastningskravet til netto driftskapital. Verdien deles videre på antall utestående aksjer for å finne verdiestimatet per aksje. Ifølge fjerdekvartalsrapport 2014 (s. 21) er det per 31.12.2014 totalt 54 577 368 aksjer og selskapet eier selv 329 776 aksjer, hvilket betyr at antall utestående aksjer er 54 247 592. Første verdiestimat ved bruk av de ulike metodene og modellene er presentert under.

Egenkapitalmetoden

Fri kontantstrøm-modellen	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Fri kontantstrøm til egenkapital		599 784	556 757	502 698	438 324	564 695	645 496	734 708	1 017 775	834 548
/ Diskonteringsfaktor		1,068	1,142	1,224	1,315	1,416	1,528	1,652	1,791	0,070
= Nåverdien fra 2015 til 2022	3 627 594	561 758	487 437	410 562	333 258	398 825	422 555	444 769	568 430	11 977 305
+ Horisontverdien fra 2023	11 977 305									
= Verdien av egenkapital	15 604 899									
/ Antall utestående aksjer	54 248									
= Verdiestimat per aksje	287,66									

Tabell 11-1: EK-metoden - Fri kontantstrøm-modellen

Superprofittmodellen	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Balanseført egenkapital	8 053 968									
Superprofitt til egenkapitalen		699 828	582 118	441 348	278 837	96 656	170 498	250 281	337 060	368 854
/ Diskonteringsfaktor		1,068	1,142	1,224	1,315	1,416	1,528	1,652	1,791	0,070
= Nåverdien fra 2015 til 2022	2 257 194	655 459	509 641	360 457	212 000	68 265	111 611	151 512	188 249	5 293 738
+ Horisontverdien fra 2023	5 293 738									
= Verdien av egenkapital	15 604 899									
/ Antall utestående aksjer	54 248									
= Verdiestimat per aksje	287,66									

Tabell 11-2: EK-metoden - Superprofittmodellen

Superprofittvekstmodellen	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Nettoreultat til egenkapital		1 245 010									
Kapitalisert nettoreultat til egenkapital i 2015	18 392 515										
Superprofittvekst til egenkapital			-118 856	-142 530	-164 201	-182 972	72 071	76 620	81 733	26 273	10 829
/ Diskonteringsfaktor			0,072	0,077	0,083	0,089	0,096	0,103	0,112	0,121	0,005
= Nåverdien fra 2016 til 2023			-1 644 535	-1 843 437	-1 981 146	-2 055 128	751 964	740 971	730 950	216 775	2 295 970
+ Kapitalisert verdi	-5 083 586										
+ Horisontverdien fra 2024	2 295 970										
= Verdien av egenkapital	15 604 899										
/ Antall utestående aksjer	54 248										
= Verdiestimat per aksje	287,66										

Tabell 11-3: EK-metoden - Superprofittvekstmodellen

Selskapskapitalmetoden

Fri kontantstrøm-modellen	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Fri kontantstrøm fra drift		323 639	269 895	209 317	143 305	364 647	415 577	469 707	810 775	847 260
/ Diskonteringsfaktor		1,065	1,135	1,211	1,293	1,382	1,478	1,583	1,697	0,046
= Nåverdien fra 2015 til 2023	2 145 245	303 937	237 819	172 894	110 856	263 925	281 161	296 761	477 892	18 573 027
+ Horisontverdien fra 2024	18 573 027									
= Verdien av netto driftskapital	20 718 272									
- Netto finansiell gjeld	1 889 179									
- Minoritetsinteresser	771 592									
= Verdien av egenkapital	18 057 502									
/ Antall utestående aksjer	54 248									
= Verdiestimat per aksje	332,87									

Tabell 11-4: SK-metoden - Fri kontantstrøm-modellen

Superprofittmodellen	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Balanseført netto driftskapital	10 760 428									
Superprofitt fra netto driftskapital		682 523	567 236	429 078	269 273	89 785	166 271	248 355	337 060	352 227
/ Diskonteringsfaktor		1,065	1,135	1,211	1,293	1,382	1,478	1,583	1,697	0,046
= Nåverdien fra 2015 til 2022	2 236 569	640 973	499 820	354 416	208 300	64 985	112 491	156 911	198 672	7 721 275
+ Horisontverdien fra 2023	7 721 275									
= Verdien av netto driftskapital	20 718 272									
- Netto finansiell gjeld	1 889 179									
- Minoritetsinteresser	771 592									
= Verdien av egenkapital	18 057 502									
/ Antall utestående aksjer	54 248									
= Verdiestimat per aksje	332,87									

Tabell 11-5: SK-metoden - Superprofittmodellen

Superprofittvekstmodellen	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Nettoreultat fra netto driftseiendeler		1 380 035									
Kapitalisert netto driftsresultat i 2015	21 289 608										
Superprofittvekst til netto driftskapital			-115 803	-138 944	-160 550	-179 821	75 711	80 689	86 482	12 846	13 424
/ Diskonteringsfaktor			0,069	0,074	0,078	0,084	0,090	0,096	0,103	0,110	0,003
= Nåverdien fra 2016 til 2023			-1 677 729	-1 888 720	-2 045 802	-2 145 924	845 368	842 163	842 916	116 806	4 539 586
+ Kapitalisert verdi	-5 110 922										
+ Horisontverdien fra 2024	4 539 586										
= Verdien av netto driftskapital	20 718 272										
- Netto finansiell gjeld	1 889 179										
- Minoritetsinteresser	771 592										
= Verdien av egenkapital	18 057 502										
/ Antall utestående aksjer	54 248										
= Verdiestimat per aksje	332,87										

Tabell 11-6: SK-metoden - Superprofittvekstmodellen

Verdiestimatet fra de ulike metodene og modellene kan oppsummeres i tabell 11-7. Det påpekes at verdiestimatet fra de ulike modellene er sammenfallende innenfor hver metode, hvilket tyder på konsistent bruk. Gjennomsnittlig verdiestimat for egenkapitalen er 16 851 863, eller 310,266 kroner per utestående aksje, men det er forholdsvis stort sprik mellom verdiestimatet til de to metodene.

	FK-modell	SP-modell	ΔSP-modell	Gjennomsnitt
EK-metode	287,661	287,661	287,661	287,661
SK-metode	332,872	332,872	332,872	332,872
Gjennomsnitt	310,266	310,266	310,266	310,266

Tabell 11-7: Oppsummering - verdiestimat fra de ulike metodene og modellene

Samtlige modeller innen både egenkapital- og selskapskapitalmetoden viser at store deler av egenkapitalverdien består av verdien fra horisontleddet. Rent matematisk kan dette begrunnes med

et moderat avkastningskrav og relativt høy konstant vekst. I praksis betyr dette at verdiestimatet fremstår som usikkert, siden det avhenger av at forutsetningene i “steady state” er realistiske og kan oppfylles. I kapittel 11.5 analyseres usikkerheten i verdiestimatet nærmere, og det gjennomføres en simulerings- og sensitivitetsanalyse.

11.4 Konvergens mot endelig verdiestimat

I verdiestimatet som ble funnet i kapittel 11.3 ble det benyttet budsjetterte vektene i avkastningskravene. Første verdiestimat blir derfor feil siden de budsjetterte vektene avviker fra de virkelige. Når vektene ikke er basert på virkelig verdi påvirkes egenkapital- og minoritetskravet gjennom egenkapitalbeta, samt kravet til netto driftskapital gjennom det vektede avkastningskravet (WACC). I konvergeringsprosessen justeres vektene sekvensielt mot virkelig verdi, og de to metodene vil til slutt gi sammenfallende endelig verdiestimat. Konvergeringsprosessen utføres ifølge Knivsflå (2014, 17, s. 52) i følgende steg:

1. Oppdater alle vektene med gjennomsnittlig verdiestimat fra foregående verdiestimat.
2. Beregn nytt verdiestimat basert på de oppdaterte vektene ved hjelp av egenkapital- og selskapskapitalmetoden.
3. Gjennomfør punkt 1 og 2 på nytt inntil avviket mellom egenkapital- og selskapskapitalmetoden er marginalt.

Figur 11-1 viser endringen i verdiestimat per aksje for egenkapital- og selskapskapitalmetoden gjennom konvergeringsprosessen. Mellom de to første stegene i prosessen endret verdiestimatet seg relativt mye, men konvergente mot endelig verdiestimat i steg 9 på 16 849 025, eller 310,595 kroner per aksje.



Figur 11-1: Endring i verdiestimat per aksje gjennom konvergeringsprosessen

Endelig verdiestimat fra konvergeringsprosessen settes til 310,595 kroner per aksje, men det bemerkes at verdiestimatet inneholder vesentlige usikkerhetsmomenter som vi skal analysere nærmere i neste delkapittel.

	Steg i konvergeringsprosessen										
	Steg 0	Steg 1	Steg 2	Steg 3	Steg 4	Steg 5	Steg 6	Steg 7	Steg 8	Steg 9	
EK-metode	287,661	310,042	310,576	310,594	310,595	310,595	310,595	310,595	310,595	310,595	310,595
SK-metode	332,872	311,252	310,608	310,596	310,595	310,595	310,595	310,595	310,595	310,595	310,595
Gjennomsnitt	310,266	310,647	310,592	310,595	310,595	310,595	310,595	310,595	310,595	310,595	310,595

Tabell 11-8: Verdiestimat per aksje gjennom konvergeringsprosessen

Verdiestimatet omtales per aksje for å enkelt kunne sammenligne det med børskurs, men i realiteten reflekterer verdiestimatet verdien av hele selskapet, inkludert kontrollpremie. Det er derfor ikke urimelig at enkeltaksjer handles for verdier under vårt estimat, og verdiestimatet vil være mest relevant i praktisk bruk dersom en aktør ønsker å kjøpe hele selskapet.

11.5 Analyse av usikkerhet

11.5.1 Konkursrisiko

Fremtidsregnskapet ble utarbeidet med forutsetning om fortsatt drift, hvilket ikke er en urimelig forutsetning for et tilsynelatende solid selskap som Lerøy. Konkurs sannsynligheten ble ikke hensyntatt ved utarbeidningen av fremtidige kontantstrømmer og vil derfor innregnes direkte i det endelige verdiestimatet. Ifølge Knivsflå (2014, 18, s.14) kan konkursrisikoen hensyntas direkte ved å utføre beregningene i formel 11-4. Verdien justeres da ned på bakgrunn av forventet likvidasjonsverdi og konkurranssynlighet.

$$\text{Verdiestimat per aksje} = (1 - p) * FVEK + p * LVEK$$

$FVEK$ = fundamentalverdi av EK gitt fortsatt drift p = konkurranssynlighet

$LVEK$ = likvidasjonsverdi (nåverdi) av EK

Formel 11-4: Justering for konkursrisiko

Lerøys budsjetterte syntetiske rating (A) tilsier en konkurranssynlighet på omlag 0,1 prosent (Knivsflå, 2014, 18, s.17). I en konkurssituasjon blir selskapet ofte tvunget til å realisere eiendeler på kort tid og dermed lavere pris. I den grad långivere oppnår dekning for sine krav skjer de ofte på aksjonærenes bekostning og likvidasjonsverdien settes derfor til 0. Endelig verdiestimat per aksje nedjusteres på grunn av konkursrisikoen til **310,284 kroner.**

11.5.2 Simuleringsanalyse

Simuleringsanalyse er et analyseverktøy som synliggjør usikkerheten i verdiestimatet ved at flere budsjett- og verdidrivere endres innen en gitt ramme. De ulike punkttestimatene som ble benyttet for å utarbeide fremtidsregnskapet ble fastsatt basert på skjønn og innsikt fra den strategiske analysen. I realiteten forbindes det imidlertid stor usikkerhet vedrørende de ulike punkttestimatene. Ved å definere dem som stokastiske variabler og gjennomføre simulering kan vi få en fordeling over verdiestimatet. Vi benytter Crystal Ball som er et tilleggsprogram i Excel til å gjennomføre simuleringsanalysen.

Det første steget i simuleringsanalysen er å definere kritiske budsjett- og verdidrivere. Driftsrelaterte budsjett drivere er mest relevante å ha med i simuleringsanalysen, siden fremtidig verdi av Lerøy i stor grad antas å være avhengig av driften. Driftsinntektsvekst, netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler er de budsjettdriverne vi vil gjøre om til stokastiske variabler i de ulike budsjett punktene. I tillegg gjøres inngående egenkapitalbeta om til stokastisk variabel, da den i stor grad påvirker netto driftskrav over budsjettperioden. Antall budsjett- og verdidrivere som gjøres variable begrenses til disse fire, da forklaringskraften til variablene forsvinner i kompleksiteten om man velger flere, ifølge Kaldestad og Møller (2011, s. 84). Den fremtidige usikkerheten i de ulike variablene er fastsatt på bakgrunn av historisk usikkerhet og innsikt fra den strategiske analysen. Tabell 11-9 viser at usikkerheten i budsjettdriverne var stor over analyseperioden. En naturlig antakelse er at variasjonen vil reduseres i fremtiden.

	2010	2011	2012	2013	2014	SD Lerøy	SD Bransjen
Driftsinntektsvekst	18,88 %	3,13 %	-0,72 %	18,33 %	16,86 %	9,34 %	11,90 %
Netto driftsmargin	14,30 %	9,70 %	4,08 %	12,41 %	10,38 %	3,85 %	5,01 %
Omløpet til NDE	1,547	1,288	1,196	1,380	1,336	0,130	0,091
Egenkapitalbeta	1,075	1,024	1,079	1,145	1,062	0,044	0,040

Tabell 11-9: Historiske standardavvik for de ulike kritiske budsjettdriverne

Det andre steget i simuleringsanalysen er å definere forventningsverdi og fordeling for de kritiske verdi- og budsjettdriverne. I verdiestimatet benyttes egenkapitalbeta fra analyseperioden til å beregne netto driftsbeta og derav netto driftskrav. På grunn av usikkerhet knyttet til egenkapitalbeta antas den å være normalfordelt med standardavvik på 0,05. Standardavviket settes på bakgrunn av det historiske observerte avviket, men justeres opp på grunn av de relativt store svingningene de siste to år.

De ulike budsjettpunktene til kritiske budsjett drivere antas å være normalfordelte, med unntak av driftsinntektsvekst i konstant vekst. I konstant vekst gir økonomisk teori begrensninger i utfallsområdet ved at veksten ikke kan overstige samlet vekst i verdensøkonomien. I tillegg gir den strategiske analysen grunnlag for å hevde at konstant vekst vil overstige den generelle prisveksten (2,5 prosent). Driftsinntektsvekst i konstant vekst settes derfor til en uniform fordeling mellom 3 og 6 prosent. Det er knyttet størst usikkerhet til budsjettpunktene i 2016 og 2019, derfor settes standardavviket i disse periodene noe høyere enn på kort og lang sikt. Det forutsettes videre lineær utvikling mellom budsjettpunktene. Tabellene under viser forventningsverdier, standardavvik og sannsynlighetsfordeling for de kritiske budsjett driverne.

	Driftsinntektsvekst	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 2015	14,26 %	3 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt 2016	6,00 %	4 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt 2019	3,50 %	5 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt 2022	4,50 %	U(3%; 6%)	Uniformfordeling

Tabell 11-10: Forventningsverdier, standardavvik og sannsynlighetsfordeling (div)

	Netto driftsmargin	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 2015	0,096	3 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt 2019	0,065	4 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt 2022	0,082	2 %	Normalfordeling

Tabell 11-11: Forventningsverdier, standardavvik og sannsynlighetsfordeling (ndm)

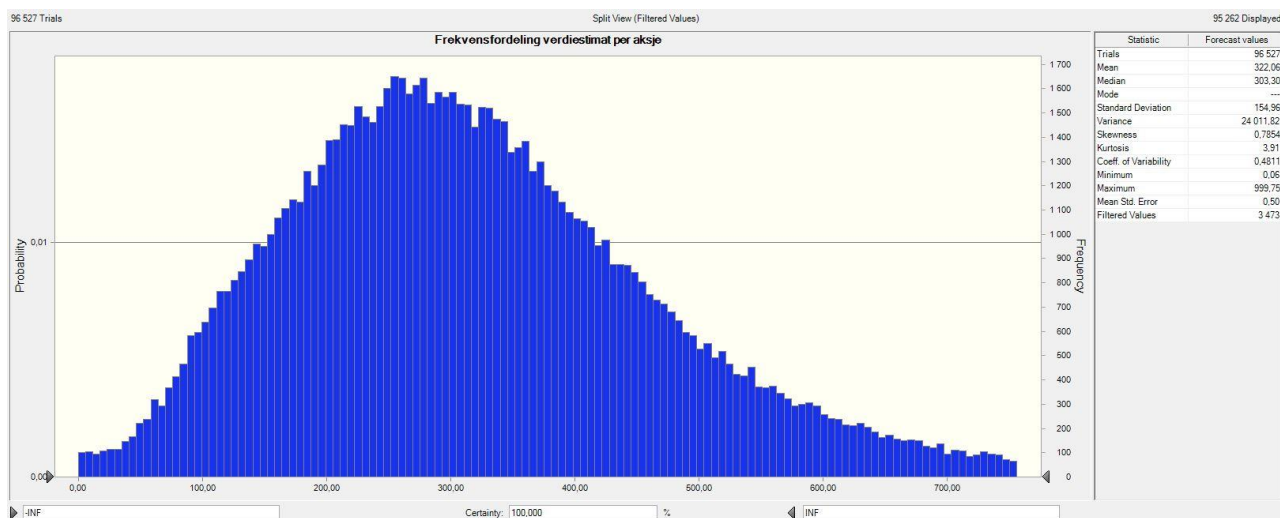
	Omløpet til NDE	Standardavvik	Sannsynlighetsfordeling
Budsjettpunkt 2015	1,34	4 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt 2019	1,15	8 %	Normalfordeling
Budsjettpunkt 2022	1,11	6 %	Normalfordeling

Tabell 11-12: Forventningsverdier, standardavvik og sannsynlighetsfordeling (onde)

Netto driftsmargin er satt til å korrelere med omløpet til netto driftsmargin. Dette begrunnes med den historiske utviklingen over analyseperioden der de to forholdstallene har hatt sterk korrelasjon (89 prosent). Korrelasjonen kan forklares med at lakseprisen i stor grad påvirker både omløpet og netto driftsmargin i samme retning. I fremtiden forventes Lerøy å avhenge noe mindre av lakseprisen og korrelasjonen settes derfor på et lavt nivå, 30 prosent.

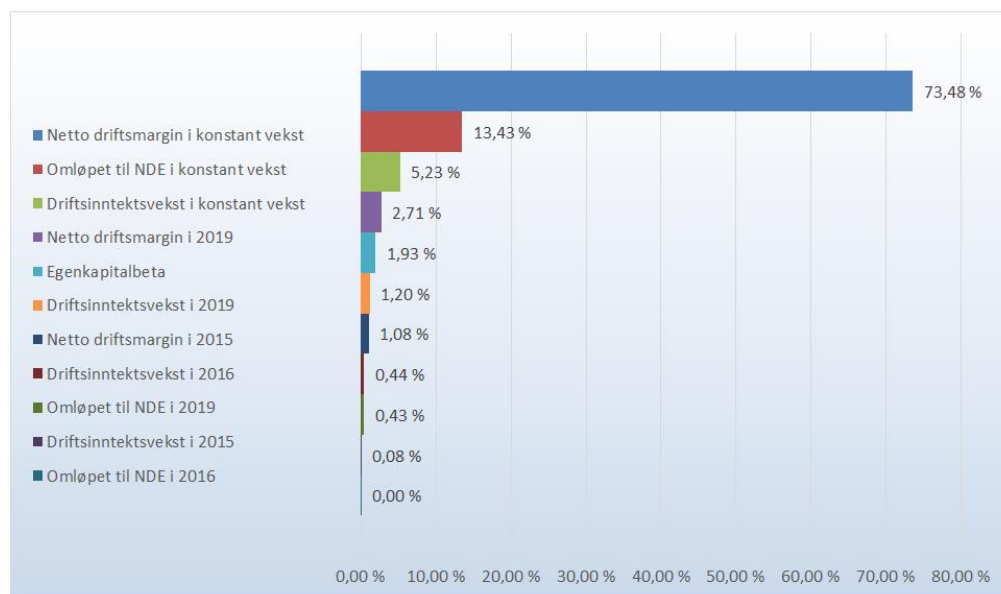
Resultater fra simuleringsanalyse

Det ble gjennomført 100 000 trekninger med Monte Carlo-metoden, der nedre og øvre grense ble satt til henholdsvis 0 og 1000 kroner per aksje. Fordelingen ble som vist under, tilnærmet normalfordelt, med skjevhet på 0,7854 og kurtosis på 3,91. Median på 303 kroner per aksje er noe lavere enn verdiestimatet. Gjennomsnittsverdien på 322 kroner per aksje er noe høyere enn verdiestimatet, mye på grunn av de noe urealistiske verdiestimatene på over 700 kroner.



Figur 11-2: Frekvensfordeling for Lerøys verdiestimat

Figur 11-3 viser i hvor stor grad de ulike budsjett- og verdidriverne påvirker variansen i verdiestimatet. Det avdekker de viktigste driverne som er av betydning for verdiestimatet og dermed også handlingsstrategien.



Figur 11-3: Bidrag til forklaring av variasjon i verdiestimatet

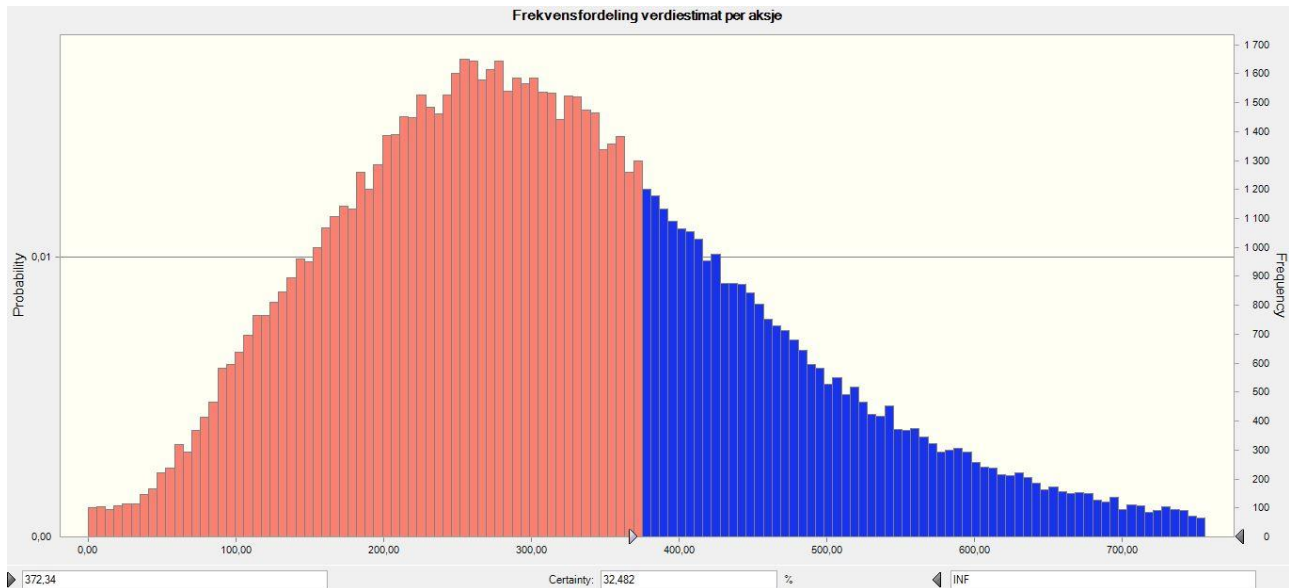
Oversikten viser at verdiestimatet er svært følsomt for endringer i budsjett drivere i konstant vekst. Netto driftsmargin i konstant vekst forklarer hele 73 prosent av variansen i verdiestimatet. Utviklingen i verdiestimatet avhenger i stor grad av om Lerøy klarer å øke sin driftsmargin i fremtiden. Basert på innsikt fra den strategiske analysen kan dette være mulig, ved at nye produkter oppnår stadig bedre marginer, i tillegg til begrenset vekst i tilbudet av salmonide arter.

Omløpet til netto driftseiendeler i konstant vekst forklarer 13 prosent av variasjonen. Dersom Lerøy evner å øke driftsinntektene per krone driftskapital kan det gi positive utslag i verdien. Utsiktene til omløpet til netto driftskapital er i utgangspunktet negative, på grunn av forventet prisreduksjon for laks. Økt bearbeidingsgrad av laks, stigende marginer på andre typer sjømat og effektiv drift med strategiske samarbeid kan imidlertid medføre at nedgangen ikke blir like stor som vi har anslått i fremtidsregnskapet.

Driftsinntektsveksten i konstant vekst forklarer 5 prosent av variasjonen. I konstant vekst avhenger driftsinntektsveksten i stor grad av hvorvidt landbasert oppdrett vil bli suksess, og dermed sette Lerøy i en relativt sett dårligere posisjon enn i dag. Alternativt holdes driftsinntektsveksten høy ved at konsesjonssystemet opprettholdes og aktørene som allerede har mange konsesjoner oppnår høyere priser. De andre faktorene har mindre innflytelse på variansen i verdiestimatet, og trenden er at budsjett drivere lenger unna i tid har størst innflytelse på verdiestimatet.

Oppsidepotensial

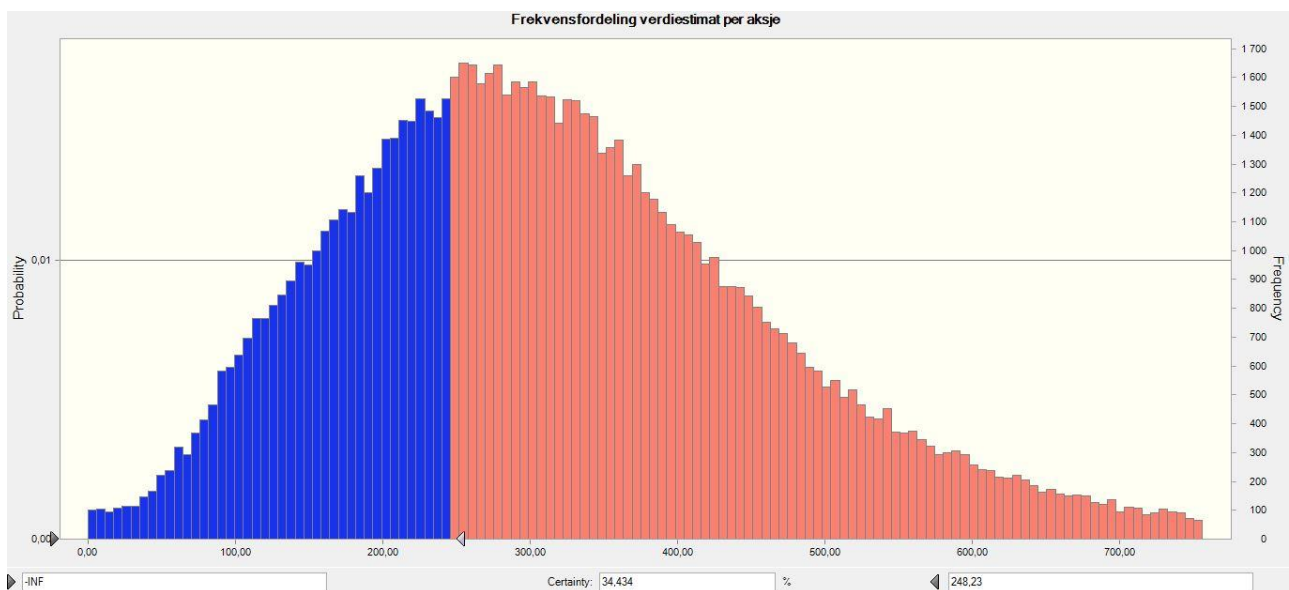
Oppsidepotensialet er sannsynligheten for at den virkelige verdien er betydelig høyere enn forventet verdi. Vi setter grenseverdien til 120 prosent av endelig verdiestimat, hvilket utgjør 372 kroner. Figur 11-4 viser oppsidepotensialet til Lerøys aksje, der det er 32 prosent sannsynlighet for at aksje verdien overstiger grenseverdien.



Figur 11-4: Oppsidepotensialet for aksjen

Nedsiderisiko

Nedsiderisiko er sannsynligheten for at den virkelige verdien er betydelig lavere enn forventet verdi. Grenseverdien settes konsistent med oppsidepotensialet til 80 prosent av endelig verdiestimat, hvilket utgjør 248 kroner per aksje. Figur 11-5 viser at nedsiderisikoen i stor grad tilsvarer oppsidepotensialet, med 34 prosent sannsynlighet for at aksjeverdien er lavere enn grenseverdien.

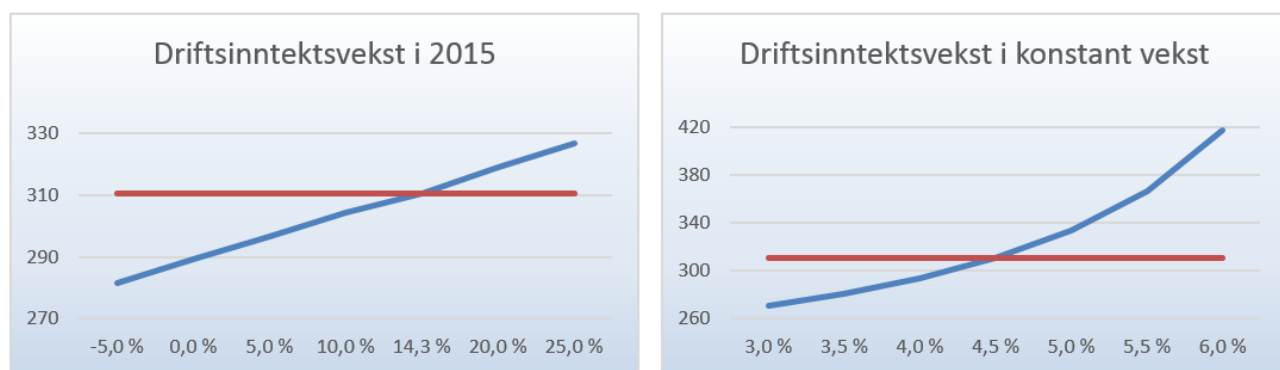


Figur 11-5: Nedsidepotensialet for aksjen

11.5.3 Sensitivitetsanalyse

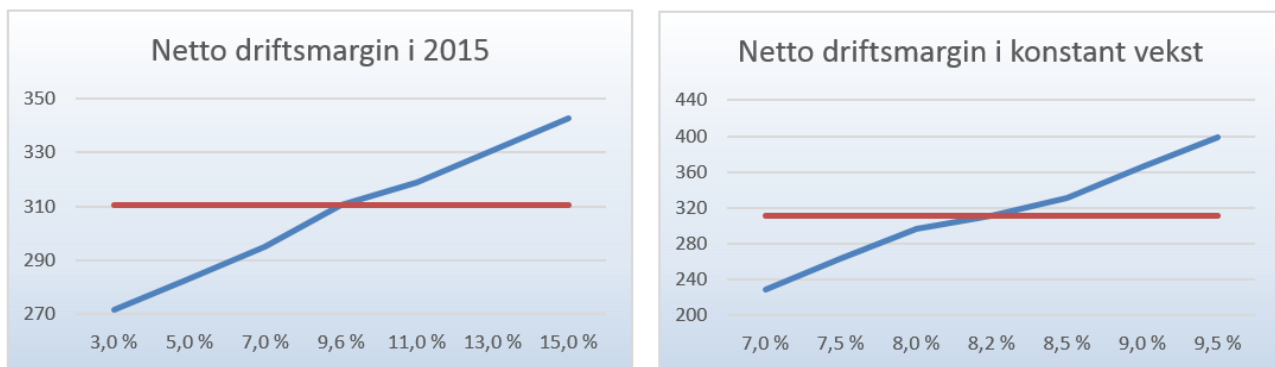
Sensitivitetsanalysen utføres for å få innsikt i den enkelte kritiske verdi- og budsjettdrivers påvirkning på endelig verdiestimat. I motsetning til simuleringsanalysen endres her bare én driver om gangen. Sensitivitetsanalysen blir da oppdelt, hvilket kan være en svakhet siden de kritiske driverne historisk har hatt sterk samvariasjon. Vi mener likevel sensitivitetsanalysen gir informasjonsverdi om hvor følsomt verdiestimatet er for endringer i den enkelte kritiske budsjett-driveren. Sensitivitetsanalysen er utført ved å endre de kritiske budsjettdriverne i 2015 og i konstant vekst, men endringene får også følgekonsekvenser for før- og etterfølgende perioder.

Verdiestimatet påvirkes lite av endringer i driftsinntektsvekst på kort sikt. På lang sikt er effekten av endringer betydelig større, men mulighetsområdet er til gjengjeld begrenset. Sensitivitetsanalysen viser at driftsinntektsvekst i “steady state” kan ha noe større betydning enn hva simuleringsanalysen antydte.



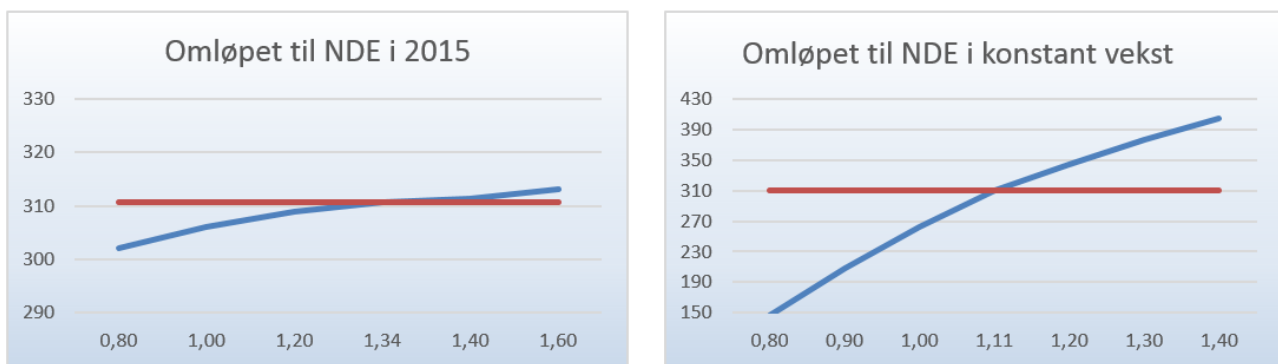
Figur 11-6: Sensitivitetsanalyse - driftsinntektsvekst i 2015 og i konstant vekst

Endring i netto driftsmargin på kort sikt gir i likhet med driftsinntektsvekst liten påvirkning på verdiestimatet. Det er verdt å merke seg at verdiestimatet påvirkes mer av endring i netto driftsmargin enn i driftsinntektsvekst. Størrelsen på netto driftsmargin i konstant vekst er kilde til potensielt store endringer i verdiestimatet. Marginale endringer i netto driftsmargin gir store utslag i verdiestimatet. Funnene viser at netto driftsmargin i konstant vekst er en sentral faktor som i stor grad påvirker verdiestimatet. Dette samsvarer i stor grad med simuleringsanalysen.



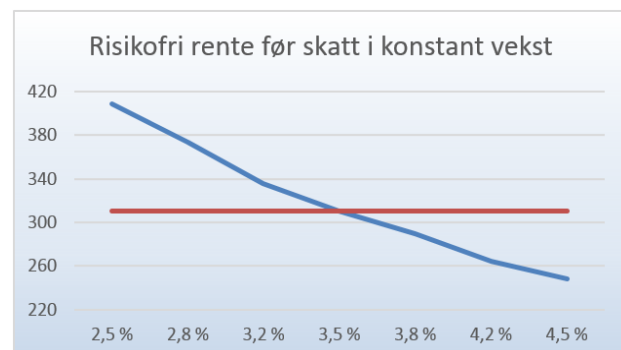
Figur 11-7: Sensitivitetsanalyse - netto driftsmargin i 2015 og i konstant vekst

Endringer i omløpet til netto driftseiendeler viser seg å ha svært liten påvirkning på verdiestimatet på kort sikt. I konstant vekst fremstår imidlertid omløpet til netto driftseiendeler sammen med netto driftsmargin som den viktigste kilden til endring i verdiestimatet. De to budsjettdriverne har historisk hatt sterk samvariasjon, hvilket tyder på at de i realiteten påvirker verdiestimatet enda sterkere enn hva som fremkommer av sensitivitetsanalysen. Dette funnet samsvarer med observasjonen i simuleringen, som antydte at omløpet til netto driftskapital og netto driftsmargin var den største forklaringen på variasjonen i verdiestimatet.



Figur 11-8: Sensitivitetsanalyse - omløpet til netto driftseiendeler i 2015 og i konstant vekst

I tillegg til de kritiske budsjettdriverne har vi studert hvor følsomt verdiestimatet er for endringer i den risikofrie renten. Økonomisk teori gir oss en viss innsikt i rentenivået, men det nøyaktige rentenivået i “steady state” er vanskelig å predikere. Det er derfor interessant å se hvor store variasjonene i verdiestimatet blir selv med små endringer i den risikofrie renten.



Figur 11-9: Sensitivitetsanalyse - risikofri rente før skatt i konstant vekst

Vi har bare endret den risikofrie renten i konstant vekst siden utviklingen fra 2014 antas å være lineær. Analysen viser at verdierestimater er følsomt for endringer i den risikofrie renten. Dette skyldes i stor grad at den risikofrie renten får betydning for avkastningskravet som benyttes til å neddiskontere egenkapitalverdien over budsjettperioden.

11.6 Oppsummering - verdierestimat og usikkerhet

I dette kapitlet er fremtidsregnskapet og fremtidig avkastningskrav benyttet for å estimere egenkapitalverdien til Lerøy. I fundamental verdivurdering ble selskapskapital- og egenkapitalmetoden brukt for å sikre konsistent verdierestimat. Vi benyttet budsjetterte vektorer ved beregning av avkastningskrav i det første verdierestimatet, hvilket tilsa en verdi per aksje på 310,266 kroner. Gjennom konvergeringsprosessen ble de budsjetterte vektene endret til verdivektor og det konvergente verdierestimatet viste en verdi på 310,595 kroner per aksje. Lerøys konkurrisiko ble ikke tatt hensyn til ved utarbeiding av fremtidsregnskapet og verdierestimatet ble derfor nedjustert for å reflektere konkurrisiko.

Simulering- og sensitivitetsanalyse ble benyttet for å vurdere usikkerheten i verdierestimatet. Det ble i simuleringsanalysen avdekket årlig standardavvik i verdierestimatet på 48 prosent, hvilket antyder høy grad av usikkerhet. Usikkerheten er i hovedsak knyttet til potensielle endringer i budsjett drivere i "steady state" der netto driftsmargin og omløpet til netto driftseiendeler fremstår som de viktigste driverne. Sensitivitetsanalysen underbygget funnene i simuleringsanalysen, og avdekket i tillegg at finansielle drivere i stor grad kan påvirke verdierestimatet.

Det endelige verdierestimatet er på **310,284 kroner per aksje**. Det påpekes imidlertid at usikkerheten til verdierestimatet er stor. Forutsetningene som ligger til grunn for fremtidsregnskapet og avkastningskravet bør sammen med kontrollpremien vurderes av den enkelte før verdierestimatet kan aksepteres eller forkastes.

12 Komparativ verdivurdering

I kapittel 11 utarbeidet vi det endelige verdiestimatet ved å benytte fundamental verdivurdering. Det knyttes imidlertid store usikkerhetsmomenter til verdiestimatet og vi vil derfor benytte komparativ verdivurdering som supplerende verdivurderingsteknikk. Vi velger å benytte multiplikatormodellen på grunn av oppdrettsnæringens karakter og utsikter til fortsatt drift. Multiplikatormodellen tar utgangspunkt i ulike størrelser i finansregnskapet for virksomheten som skal verdsettes, samt et komparativt bransjeutvalg. Modellen er utbredt i praksis, hvilket skyldes at den på en enkel, forståelig og billig måte gir verdiestimat på virksomheten (Dyrnes, 2004, s.43). Et faremoment ved bruk av modellen er at ukritisk bruk av den kan føre til feilprising, og inngående bransje-kunnskap er derfor en forutsetning for å benytte modellen.

Verdivurdering ved multiplikatormodellen gjennomføres ved å (1) identifisere komparative virksomheter, (2) velge og beregne aktuelle multiplikatorer og (3) beregne verdien av egenkapitalen basert på observerte multiplikatorer.

12.1 Komparative virksomheter

Valg av komparative virksomheter er en sentral del av verdivurdering ved bruk av multiplikatormodellen. Det bør benyttes virksomheter man antar er "korrekt" priset i markedet, det vil si børsnoterte selskaper hvor man ikke antar det er priset inn for eksempel illikviditetsrabatter. Videre bør de komparative selskapene ha likhetstrekk med selskapet som skal verdsettes. Med likhetstrekk menes her at selskapene er utsatt for samme rentenivå, systematiske risiko, finansiell risiko, skattesatser samt antatt vekstutsikt. Bransjeutvalget som ble definert i kapittel 5 benyttes også i den komparative verdivurderingen. Valget kan videre underbygges av den strategiske rentabilitetsanalysen i kapittel 8 hvor det ble avdekket at Lerøys strategiske fordel i stor grad består av bransjefordel drift, og at både Lerøy og bransjen var utsatt for store sykliske svingninger. Det påpekes imidlertid at Lerøy har hatt en kapitalstruktur som skiller seg fra bransjeutvalgets, hvilket tilsier at avkastningskravet til egenkapitalen vil være høyere for Lerøy. Bransjeutvalget er ikke optimalt, men antas å være tilfredsstillende til vår bruk.

12.2 Utvalgte multiplikatorer

En multiplikator er et forholdstall som består av verdigrunlaget (teller) og skaleringsfaktoren (nevner). Det relevante verdigrunlaget kan være egenkapitalverdien eller total kapitalverdien (målt

ved netto driftskapital), avhengig av likhetstrekk i finansieringsstruktur mellom de komparative virksomhetene. Skaleringsfaktoren bør være blant virksomhetens viktigste verdidriver, det vil si ressurser eller regnskapsstørrelser som gjenspeiler forventningene til fremtidig verdi (Dyrnes, 2004, s. 46). Det påpekes at skaleringsfaktoren må være en positiv verdi og konsistent med verdi-grunnlaget. I tillegg skal skaleringsfaktoren være normalisert, siden unormale poster ikke påvirker verdierestimatet. Vi har valgt å benytte multiplikatorene P/B, P/E, EV/EBITDA og EV/EBIT, og disse skal i det følgende gjennomgå. Ifølge Dyrnes (2004, s. 51) forventes bruk av EV-multiplikatorer å gi et mer treffsikkert verdierestimat, siden man da hensyntar forskjeller i finansiering mellom selskapene.

Pris/Bok

Pris/Bok benytter børskurs som verdigrunnlag og bokført egenkapitalverdi per aksje som skaleringsfaktor.

$$\frac{\text{Pris}}{\text{Bok}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapitalen}}{\text{Balanseført egenkapital}}$$

Formel 12-1: Multiplikatormodell - Pris/Bok

Forholdstallet gir en indikasjon på selskapets evne til verdiskapning, der P/B større enn 1 indikerer at selskapet forventes å generere merverdier for eierne (Kaldestad og Møller, 2011, s. 161). I motsatt tilfelle, P/B mindre enn 1 forventes verdiforringelse for eierne, i form av svak lønnsomhet eller behov for nedskrivninger. Metoden er enkel i bruk, men tar ikke hensyn til forskjell i kapitalstruktur mellom de komparative selskapene. Vi velger å ikke justere forholdstallene siden vi i tillegg benytter multipler som tar utgangspunkt i selskapsverdien. En potensiell feilkilde ved bruk av metoden er anvendelse av ulike regnskapsprinsipper og historisk vekstprofil. En virksomhet med organisk vekst vil typisk ha mindre bokførte verdier enn en virksomhet som har vokst ved hjelp av oppkjøp, siden det ikke tillattes balanseføring av FoU og egenutviklet goodwill. Det er vanskelig å påvise tallmessige ulikheter som følge av ulik vekstprofil mellom de komparative virksomhetene, og dette vil følgelig ikke bli justert for.

Pris/Fortjeneste

Pris/Fortjeneste benytter børskurs som verdigrunnlag og normalisert nettoresultat etter skatt som skaleringsfaktor.

$$\frac{\text{Pris}}{\text{Fortjeneste}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapitalen}}{\text{Normalisert nettoresultat til egenkapital}}$$

Formel 12-2: Multiplikatormodell - Pris/Fortjeneste

Forholdstallet viser sammenhengen mellom selskapets egenkapitalverdi og forventet kontantstrøm til egenkapitalen. Multiplikatoren varierer stort mellom ulike bransjer og det komparative utvalget fremstår derfor som beste målestokk. Metoden er lett å bruke men det finnes flere feilkilder som må hensyntas. Ulik regnskapspraksis og skattenivå kan gjøre selskap lite sammenlignbare, og metoden tar ikke høyde for ulik kapitalstruktur eller lånevilkår. Vi har ikke tilgjengelig informasjon til å gjennomføre justeringer og velger derfor å benytte ujusterte forholdstall.

Enterprise Value/EBITDA

EV/EBITDA benytter virkelig selskapsverdi i form av netto driftskapital som verdigrunnlag og driftsresultat før skatt, avskrivninger og nedskrivninger som skaleringsfaktor.

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBITDA}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{minoritetsinteresser} + \text{netto finansiell gjeld}}{\text{Driftsresultat før avskrivninger og nedskrivninger}}$$

Formel 12-3: Multiplikatormodell - Enterprise value/EBITDA

Forholdstallet fokuserer på virksomhetens underliggende drift og viser verdien uavhengig av skattenivå og avskrivninger. Metoden tar hensyn til ulik kapitalstruktur mellom de komparative virksomhetene, men ignorerer fremtidige investeringsbehov.

Enterprise Value/EBIT

EV/EBIT benytter virkelig selskapsverdi i form av netto driftskapital som verdigrunnlag og driftsresultat for skatt som skaleringsfaktor.

$$\frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBIT}} = \frac{\text{Markedsverdi av egenkapital} + \text{minoritetsinteresser} + \text{netto finansiell gjeld}}{\text{Driftsresultat før skatt}}$$

Formel 12-4: Multiplikatormodell - Enterprise value/EBIT

Forholdstallet fokuserer som EV/EBITDA på virksomhetens underliggende drift, men her hensyntas til en viss grad investeringsbehovet i form av avskrivninger. Fremtidig investeringsbehov ignoreres også av denne metoden.

12.3 Komparativ verdiestimat

Basert på børskurs fra 2. januar 2015 og justert og omgruppert årsregnskap for 2014 vises det i tabell 12-1 de sentrale størrelsene som er nødvendig for å beregne multiplene.

	Pris	Bok	NRE	EBIDTA	EBIT
Lerøy	278,0	148,5	21,6	37,7	30,8
Marine Harvest	105,0	36,7	6,8	12,6	10,3
SalMar	130,0	46,3	12,3	19,0	16,6
Grieg	28,7	21,0	1,8	4,3	3,0

Tabell 12-1: Nøkkeltall nødvendig for å beregne multipler

I tabell 12-2 er Lerøy og bransjens ulike multipler beregnet. Lerøys er beregnet for sammenligningsformål, basert på børskurs 2. januar (Lerøy) og vårt verdiestimat fra kapittel 11 (Lerøy implisitt). Bransjens multipler brukes i tillegg til å verdsette Lerøy. Ved å verdsette Lerøy indirekte basert på de komparative virksomhetenes aksjekurs antas det at de komparative virksomhetene er korrekt priset, med de feilkilder det medfører. I forbindelse med selve verdsettelsen av Lerøy benyttes bransjens gjennomsnittsmultiplene for å ta høyde for variasjon.

	P/B	P/E	EV/EBITDA	EV/EBIT
Lerøy	1,9	12,9	8,7	10,6
Lerøy (implisitt)	2,1	14,4	9,6	11,7
Marine Harvest	2,9	15,5	10,5	12,9
SalMar	2,8	10,6	7,9	9,1
Grieg	1,4	15,7	10,1	14,5
Gjennomsnitt (av bransje)	2,3	13,9	9,5	12,1

Tabell 12-2: Lerøys og bransjens multipler

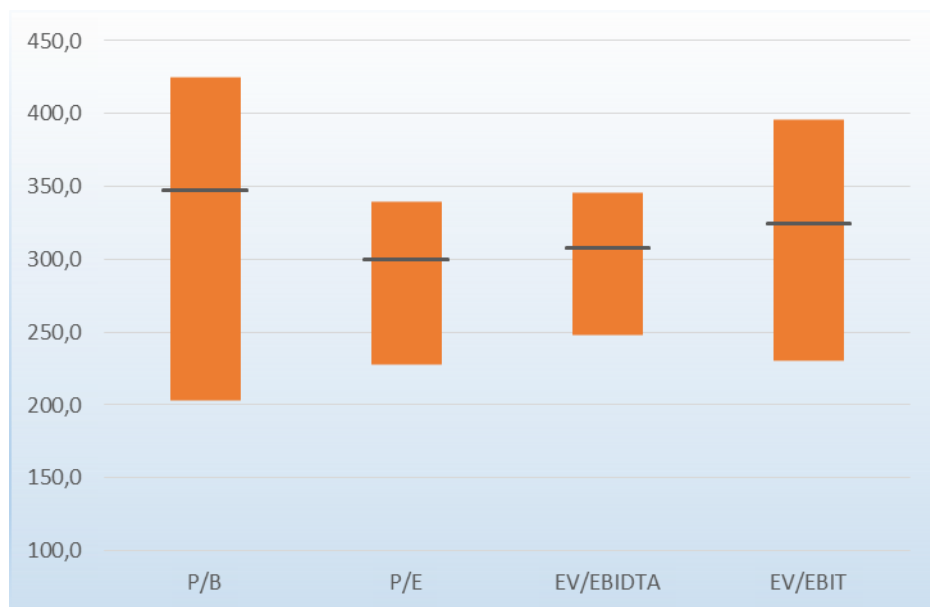
Lerøys multipler basert på børskurs er jevnt over noe lavere enn bransjegjennomsnittets. Multiplene basert på vårt verdiestimat er nærmere bransjegjennomsnittet, hvilket tyder på at verdiestimatet ikke er urimelig. Ettersom de komparative virksomhetene og Lerøy har svært lik drift kan bransjens gjennomsnitt benyttes til direkte verdsettelse (Knivslå, 2014, 21, s. 56). Verdiestimatet basert på multiplikatormodellen er vist i tabell 12-3 og er på 320,508 per aksje, eller 17 386 783 kroner.

Multiplene	Verdiestimat
P/B	348,044
P/E	300,676
EV/EBIDTA	308,507
EV/EBIT	324,804
Gjennomsnitt	320,508

Tabell 12-3: Komparativt verdiestimat

12.4 Verdiintervall

Verdiestimatet basert på gjennomsnittsverdier var tett opp mot verdiestimatet fra den fundamentale verdivurderingen. Hvorvidt bruk av gjennomsnittsverdier gir det beste estimatet er diskutabelt, og vi vil derfor presentere verdiintervall med gjennomsnittsverdier for hver av multiplikatorene.



Figur 12-1: Verdiintervall for hver enkelt multiplikator

Figur 12-1 viser store svingninger i verdiestimat for hver enkelt multiplikator, samt svingninger mellom multiplikatorene. Gjennomsnittsverdien ligger jevnt over nærmere topp enn bunn i intervallet, hvilket kan forklares med et lite utvalg. Et annet poeng er at Marine Harvest i form av sin størrelse og utvidede kontroll over verdikjeden skiller seg vesentlig fra Lerøy og de andre bransjeselskapene. Det kan derfor argumenteres for at Marine Harvest burde ekskluderes fra utvalget. På den andre siden er Grieg Seafood en mindre aktør som kontrollerer mindre deler av verdikjeden. Ulikhetene mellom virksomhetene i utvalget anses derfor samlet å være tilfredsstillende lave.

12.5 Oppsummering

Verdiestimatet fra komparativ verdivurderingsteknikk i form av multiplikatormodellen er på 320,508 kroner per aksje, bare litt høyere enn verdiestimatet fra den fundamentale verdivurderingen. Resultatet underbygger dermed resultatet fra den fundamentale verdivurderingen, men enkelte av multiplikatorene antyder at verdiestimatet er noe høyt. Verdiestimatet tyder på at aktørene i oppdrettsnæringen kan forventes å generere merverdier for eierne også i fremtiden.

13 Oppsummering og handlingsstrategi

Formålet med denne utredningen er å estimere verdien av egenkapitalen i Lerøy ved bruk av fundamental verdivurderingsteknikk, og sammenligne verdiestimatet med selskapets børskurs på balansedagen for å utarbeide en handlingsstrategi. I dette kapitlet skal vi oppsummere de viktigste funnene i utredningen og utarbeide anbefalt handlingsstrategi.

13.1 Oppsummering

Den eksterne bransjeorienterte analysen som ble gjennomført i kapittel 4.1 avdekket at konkurranseintensiteten i bransjen er moderat, mye på grunn av restriktiv konsesjonspolitik. Dette gir grunnlag for en varig bransjefordel for aktørene i oppdrettsnæringen. Den interne ressursorienterte analysen som ble gjennomført i kapittel 4.2 avdekket at Lerøy både innehar og mangler viktige ressurser for å oppnå konkurransemessig fortrinn i bransjen. Samlet har Lerøy hatt marginal ressursfordel på grunn av strategiske samarbeidsavtaler og merkevarebygging. Ressursfordelen vil være avtakende på lang sikt siden konkurrentene ventes å foreta investeringer som utjevner Lerøys ressursfordel. På lang sikt forventes derfor Lerøys samlede strategiske fordel å være på 2,9 prosent.

Basert på innsikt fra den strategiske regnskapsanalysen ble fremtidsregnskap og fremtidige avkastningskrav utarbeidet. Den fundamentale egenkapitalverdien av Lerøy ble beregnet ved hjelp av egenkapitalmetoden og selskapskapitalmetoden. Første verdiestimat fra de to metodene var henholdsvis 287,661- og 332,872 per aksje, basert på budsjetterte vekter i avkastningskravet. Gjennom konvergeringsprosessen ble vektene oppdatert stegvis hvilket resulterte i verdiestimat på 310,595 per aksje. Endelig verdiestimat ble nedjustert for konkurrisiko til 310,284 per aksje.

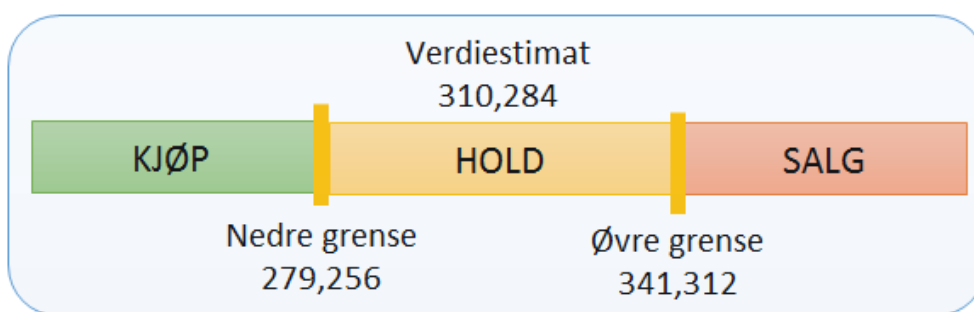
Gjennom simulerings- og sensitivitetsanalyse ble det avdekket at verdiestimatet inneholder store usikkerhetsmomenter, som hovedsakelig knyttes til budsjett drivere i konstant vekst. Omløpet til netto driftseiendeler og netto driftsmargin i konstant vekst var de mest kritiske budsjett drivere.

Komparativ verdivurdering i form av multiplikatormodellen ble gjennomført i kapittel 12, og resulterte i et verdiestimat på 320,508 per aksje. Dette bidrar til å styrke troverdigheten av verdiestimatet fra den fundamentale verdivurderingen.

Både fundamentalt og komparativt verdiestimat er høyere enn balanseført egenkapital, hvilket tyder på at selskapet forventes å skape merverdier for eierne i fremtiden.

13.2 Handlingsstrategi

Når vi skal utarbeide en handlingsstrategi for Lerøy sammenlignes verdiestimatet fra den fundamentale verdivurderingen med børskurs på tidspunktet for verdivurderingen. Det endelige verdiestimatet på 310,284 kroner per aksje er utarbeidet basert på offentlig tilgjengelig informasjon frem til årsskiftet 2014/2015 og verdsettelsestidspunkt er derfor 2. januar 2015. På grunn av store usikkerhetsmomenter i verdiestimatet utarbeides handlingsstrategien om kjøp, hold, eller salg med et avvik på 10 prosent fra endelig verdiestimat. Dersom børskurs er under nedre grense anbefales kjøp, og dersom børskurs er over øvre grense anbefales salg. Mellom øvre og nedre grense anbefales hold. Øvre og nedre grense er vist i figur 13-1.



Figur 13-1: Handlingsstrategi

Børskurs 2. januar 2015 er 278 kroner, hvilket så vidt er under nedre grense og medfører kjøpsanbefaling. Frem til juni 2015 har avkastningen vært negativ med rundt fem prosent, og aksjen handles 29. mai for 254 kroner. Avviket mellom børskurs og verdiestimat er dermed på 22 prosent. Vi har ikke registrert betydelige endringer i rammebetingelser eller lignende som tilsier at det fundamentale verdiestimatet bør justeres. Vår endelige handlingsstrategi er derfor kjøpsanbefaling for Lerøy.

14 Referanseliste

Bøker

Dahl, G. og Boye, K. (1997). *Verdsettelse i teori og praksis*. Ny utg. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.

Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. 3. utg. Hoboken: N.J:Wiley

Barney, J. (2011). *Gaining and sustaining competitive advantage*. 4. utg. Boston: Pearson.

Framnes, R., Pettersen, A. og Thjømøe, H.M. (2011). *Markedsføringsledelse*. 8. Utg. Oslo: Universitetsforlaget.

Grant, R.M. (2010). *Contemporary strategy analysis*. 7. utg. West Sussex: John Wiley & Sons.

Johnson, G., Whittington, R., Scholes, K., Angwin, D., Regnér, P. (2014). *Exploring strategy*. 10. utg. Harlow: Pearson Education.

Kaldestad, Y. og Møller, B. (2011). *Verdivurdering: Teoretiske modeller og praktiske teknikker for selskaper*. Oslo: Revisorforeningen.

Penman, S.H. (2013). *Financial statement analysis and security valuation*. 5. 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.

Presentasjoner

Guttormsen, A.G. (2013) *Hva påvirker lakseprisen*, Presentasjon, 2013. Tilgjengelig fra: <http://www.europharma.no/downloads/lofotseminar/presentasjoner/Guttormsen.pdf> [Lest 21.04.2015]

Knivsflå, K.H. (2014). Kjell Henry Knivsflå (NHH): BUS440 – Regnskapsanalyse og verdivurdering. Kursets hjemmeside: <http://course.nhh.no/master/BUS440/plansjar.htm>

Årsrapporter

Årsrapporter 2009-2013 og fjerdekvartalsrapport 2014 er hentet fra selskapenes hjemmesider:

Grieg Seafood: <http://www.griegseafood.no/invest/rapporter/>

Lerøy: <https://www.leroyseafood.com/Investor/Rapporter/Finansielle-rapporter/Arsrapporter/>

Marine Harvest: <http://www.marineharvest.no/investor/annual-reports/>

SalMar: <http://www.salmar.no/Investor/Rapporter/%C3%85rsrapporter>

Annen selskapsinformasjon

Lerøy (2015) *Fjerdekvartalspresentasjon 2014* Presentasjon, Oslo Tilgjengelig fra: <http://hugin.info/131537/R/1896565/672869.pdf> > [Lest 14.04.2015]

Marine Harvest (2013a) *Tredjekvartalsrapport 2013* Kvartalsrapport, Oslo Tilgjengelig fra: <http://hugin.info/209/R/1864661/654514.pdf>> [Lest 21.04.2015]

Marine Harvest (2014c) *Salmon farming industry handbook*, Rapport, 23. juni 2014. Marine Harvest. Tilgjengelig fra: <http://www.marineharvest.com/globalassets/investors/handbook/handbook-2014.pdf>> [Lest 21.04.2015]

Rapporter

Andreassen, O. og Robertsen, R. (2014) *Eierendringer for havbrukskonsesjoner tildelt i 2009*, Rapport, 04/2014. Tromsø, Nofima. Tilgjengelig fra: <http://www.nofima.no/filearchive/rapport-4-2014-eierendringer-for-havbrukskonsesjoner-tildelt-i-2009-runden.pdf>> [Lest 21.04.2015]

Damodaran, A. (2013) *Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and implications – The 2013 Edition*. Rapport, 2013. New York, Damodaran, A. Tilgjengelig fra: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2238064> [Lest 21.04.2015]

Holm, J.C. m.fl. (2015) *Laks på land*, Rapport, 14. januar 2015. Norskekysten, Arbeidsgruppe på oppdrag fra Nærings- og fiskeridepartementet. Tilgjengelig fra: <http://fiskeridir.no/content/download/36605/314345/version/1/file/laks-pa-land.pdf>> [Lest 21.04.2015]

Jakobsen, S-E., Berge, D.M. og Aarset, B. (2003) *Regionale og distriktpolitiske effekter av statlig havbruks- og fiskeripolitikk*, Arbeidsnotat, Bergen, Samfunns- og næringslivsforskning AS Tilgjengelig fra: https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/kilde/krd/rap/2003/0006/ddd/pdfv/182943-a16_03.pdf > [Lest 14.04.2015]

Liabø, L., Nystøyl, R., Pettersen, I., Vang, T.A. og Veggeland, F. (2007) *Rammebetingelser og konkurransevne for akvakultur. En sammenligning mellom Chile, Skottland og Norge*, Rapport, 03/2007. Oslo, Norsk institutt for landbruksforskning (NILF). Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/fkd/vedlegg/diverse/2007/r200703hele.pdf>> [Lest 21.04.2015]

Nærings- og fiskeridepartementet. (2013). *Verdens fremste sjømatnasjon*. St.meld. 22 (2013). Oslo: Nærings- og fiskeridepartementet. Tilgjengelig fra: <http://omega.regjeringen.no/nb/dep/nfd/dok/regpubl/stmeld/2012-2013/meld-st-22-20122013.html?id=718631> [Lest 21.04.2015].

PwC og Norske finansanalytikerens forening (NFF). (Desember, 2014) *Risikopremien i det norske markedet*. Rapport, 2014. Oslo, PwC og NFF. Tilgjengelig fra: http://www.pwc.no/no_NO/no/publikasjoner/deals/risikopremieundersokelse2014.pdf [Lest 21.04.2015]

Lover og forskrifter

Akvakulturloven (2005) *Lov om akvakultur av 17. juni 2005 nr. 79*. Tilgjengelig fra: <http://lovdata.no/lov/2005-06-17-79/> [Lest 21.04.2015].

Akvakulturdriftsforskriften. (2008) *Forskrift om drift av akvakulturanlegg*. Fastsatt ved kgl.res. 17. juni 2008 nr. 822 med hjemmel i akvakulturloven vedtatt 17.juni 2005 nr. 79. Tilgjengelig fra: <https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2008-06-17-822?q=akvakulturdriftsforskrift> [Lest 21.04.2015].

Artikler

Dyrnes, S. (2004). Verdssettelse ved bruk av multiplikatorer. *Praktisk økonomi & Finans*, 21(01), 43-52. [Tidsskrift]

Furuset, A. (2014). Oversikt: Konsepter for grønne konsesjoner. *Intrafish*, 21. juli 2014. [Internett]. Tilgjengelig fra: http://www.intrafish.no/gratis_nyheter/article1393956.ece [Lest 21.04.2015].

Norli, Ø. (2011). Praktisk bruk av Kapitalverdmodellen. *Praktisk økonomi & Finans*, 28(02), 15-21. [Tidsskrift]

Miller M.H. & Modigliani F. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investments. *The American Economic Review*, juni, 1958 (Volum 18 - 3. utg.). [Tidsskrift]. Tilgjengelig fra: <https://www.aeaweb.org/aer/top20/48.3.261-297.pdf> > [Lest 21.04.2015].

Poterba, J.M. og Summers, L.H. (1988). Mean reversion in stock prices. Evidence and implications. *Journal of Financial Economics*, 22(1988), 27-59. [Tidsskrift]

Riisnæs, I.G. (2015). Slapp fisk. *Dagens næringsliv*, 22. januar, 2015. [Internett]. Tilgjengelig fra: <http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2015/01/22/1929/Oppdrett/slapp-fisk> [Lest 23.01.2015].

Wernersen, C. og Skille, Ø.B. (2014). Kina stanser import av hel, norsk laks. *NRK*, 8. september 2014. [Internett]. Tilgjengelig fra: http://www.intrafish.no/gratis_nyheter/article1393956.ece [Lest 21.04.2015].

Nettsider

European Central Bank (ECB). (22. januar 2015a) *ECB announces expanded asset purchase programme*. [Internett], ECB. Tilgjengelig fra:

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.en.html> [Lest 14.04.2015]

Fish Pool. (2015) *Forward prices*. [Internett], Fish Pool ASA. Tilgjengelig fra:

<http://fishpool.eu/?page_id=93> [Lest 21.04.2015]

Fiskeri- og kystdepartementet. (9. november, 2012) *Grønn vekst i lakseoppdrett*. Tilgjengelig fra:

<<https://www.regjeringen.no/nb/aktuelt/gronn-vekst-i-lakseoppdrett/id707527/>> [Lest 21.04.2015]

Fiskeridirektoratet. (30. juni 2014b) *Grønne løyve gruppe C er klar*. Tilgjengelig fra:

<<http://fiskeridir.no/akvakultur/groene-loeyve/groene-loeyve-gruppe-c-er-klar>> [Lest 21.04.2015]

Fiskeridirektoratet. (28. mars 2014c) *Boda for grønne løyve gruppe B er opna*. Tilgjengelig fra:

<<http://fiskeridir.no/akvakultur/groene-loeyve/boda-for-groene-loeyve-gruppe-b-er-opna>> [Lest 21.04.2015]

Helsedirektoratet. (24. mars 2015) *Kostholdsrad fra helsedirektoratet* [Internett], Helsedirektoratet.

Tilgjengelig fra: <<https://helsedirektoratet.no/folkehelse/kosthold-og-ertering/kostrad-fra-helsedirektoratet>> [Lest 21.04.2015]

Laksefakta. (5. desember 2014a) *Rømming* [Internett], Laksefakta/Sjømat Norge, Skretting og

Norsk sjømatråd. Tilgjengelig fra: <<http://www.laksefakta.no/Milj%C3%B8-og-b%C3%A6reraft/Aktuelt/Les-mer-om/R%C3%B8mming>> [Lest 21.04.2015].

Laksefakta. (17. oktober 2014c) *Fra rogn til mat* [Internett], Laksefakta/Sjømat Norge, Skretting og

Norsk sjømatråd. Tilgjengelig fra: <<http://www.laksefakta.no/Norsk-havbruk/Laksens-livssyklus/Les-mer-om/Fra-rogn-til-mat>> [Lest 21.04.2015].

Marine Harvest. (2014a) *In brief* [Internett], Marine Harvest. Tilgjengelig fra:

<<http://www.marineharvest.com/about/in-brief/>> [Lest 21.04.2015].

Mattilsynet. (14. januar 2015a) *Fiske- og skjellsykdommer* [Internett], Mattilsynet. Tilgjengelig fra:

<http://www.mattilsynet.no/fisk_og_akvakultur/fiskehelse/fiske_og_skjellsykdommer/> [Lest 21.04.2015].

Mattilsynet. (2. februar 2015b) *Lakselus* [Internett], Mattilsynet. Tilgjengelig fra:

<http://www.mattilsynet.no/fisk_og_akvakultur/fiskehelse/fiske_og_skjellsykdommer/lakselus/> [Lest 21.04.2015].

Mattilsynet. (31. januar 2014) *Fiskevelferd* [Internett], Mattilsynet. Tilgjengelig fra: <http://www.mattilsynet.no/fisk_og_akvakultur/fiskevelferd/> [Lest 21.04.2015].

Nesfossen smolt. (2012) *Laksens livssyklus – fra rogn til matfisk* [Internett], Nesfossen smolt. Tilgjengelig fra: <<http://www.nesfossen.no/?PageID=143&ItemID=87>> [Lest 21.04.2015].

Norges Bank (NB). (2015a) *Valutakurs for EURO* [Internett], NB. Tilgjengelig fra: <<http://www.norges-bank.no/Statistikk/Valutakurser/valuta/EUR/>> [Lest 21.04.2015]

Norges sjømatråd. (2012) *Norges sjømatråd* [Internett], Norges sjømatråd. Tilgjengelig fra: <<http://www.seafood.no/Om-oss/Norges-sj%C3%B8matr%C3%A5d>> [Lest 21.04.2015].

Nærings- og fiskeridepartementet. (21. august, 2014) *Nye Russland-tiltak for norsk sjømat* [Internett], Nærings- og fiskeridepartementet. Tilgjengelig fra: <<https://www.regjeringen.no/nb/aktuelt/Nye-Russland-tiltak-for-norsk-sjomat/id766102/>> [Lest 21.04.2015]

Sjømat Norge og Eksportutvalget for fisk. (2011) *Norsk havbruk* [Internett], Sjømat Norge og Eksportutvalget for fisk. Tilgjengelig fra: <http://sjomatnorge.no/wp-content/uploads/2009/06/eff_fhl_komplett_lowres.pdf> [Lest 21.04.2015].

Utenriksdepartementet. (4. Januar 2007) *Handelspolitiske tiltak mot import av laks fra Norge til EU*. Tilgjengelig fra: <<https://www.regjeringen.no/nb/dokumenter/handelspolitiske-tiltak-mot-import-av-la/id440294/>> [Lest 21.04.2015]

World Health Organization (WHO). (2015) *PCBs and dioxins in salmon* [Internett], WHO. Tilgjengelig fra: <http://www.who.int/foodsafety/areas_work/chemical-risks/pops/en/index2.html> [Lest 21.04.2015]

Figurer

Alsaker, L.S. (14. mars, 2013) *Fragmentering av fiskeriforvaltningen – et gode eller onde?* [Internett], Fiskejuss.no, Steenstrup Stordrange DA. Tilgjengelig fra: <<http://fiskejuss.no/2013/03/fragmentering-av-fiskeriforvaltningen-et-gode-eller-onde/>> [Lest 21.04.2015].

European Central Bank (ECB). (2015b) *Financial market data* [Internett], ECB. Tilgjengelig fra: <http://sdw.ecb.europa.eu/browseTable.do?node=bbn175&SERIES_KEY=143.FM.A.U2.EUR.RT.MM.EURIBOR3MD.HSTA> [Lest 21.04.2015]

Fiskeridirektoratet. (19. Desember 2014a) *Oppdaterte rømmingstall*. Tilgjengelig fra: <<http://www.fiskeridir.no/statistikk/akvakultur/oppdaterte-roemmingstall>> [Lest 21.04.2015]

Laksefakta. (12. november 2014b) *Ingredienser i fiskefôr* [Internett], Laksefakta/Sjømat Norge, Skretting og Norsk sjømatråd. Tilgjengelig fra: <<http://laksefakta.no/Norsk-havbruk/Dette-spiser-laksen/Les-mer-om/Ingredienser-i-fiskef%C3%B4r>> [Lest 21.04.2015].

Norges Bank (NB). (2015b) *Valutakurs for EURO* [Internett], NB. Tilgjengelig fra: <http://www.norges-bank.no/WebDAV/stat/valutakurser/xlsx/valutakurser_m.xlsx> [Lest 21.04.2015]

Norges Bank (NB). (2015c) *Styringsrenten* [Internett], NB. Tilgjengelig fra: <<http://www.norges-bank.no/pengepolitikk/styringsrenten/>> [Lest 21.04.2015]

Norges Bank (NB). (2015d) *Statsobligasjoner daglige noteringer* [Internett], NB. Tilgjengelig fra: <<http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Daglige-noteringer/>> [Lest 21.04.2015]

Oslo Børs. (2015) *Lerøy Seafood Group* [Internett], Oslo Børs. Tilgjengelig fra: <<http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/LSG.OSE/overview>> [Lest 21.04.2015]

Statistisk sentralbyrå (SSB). (2015) *Ekspert av laks* [Internett], SSB. Tilgjengelig fra: <<https://www.ssb.no/statistikkbanken/selectvarval/Define.asp?subjectcode=&ProductId=&MainTable=EksLaksUke&nvl=&PLanguage=0&nyTmpVar=true&CMSSubjectArea=utenriksokonomi&KortNavnWeb=laks&StatVariant=&checked=true>> [Lest 21.04.2015]

Statistisk sentralbyrå (SSB). (2014) *Akvakultur, 2013, endelige tall*. [Internett], SSB. Tilgjengelig fra: <<https://www.ssb.no/fiskeoppdrett>> [Lest 21.04.2015]

Figuroversikt

Figur 2-1: Utvikling i 3 måneders NIBOR og EURIBOR (ECB, 2015b).....	15
Figur 2-2: Utvikling til den norske kronen mot euro (Norges Bank, 2015b).....	16
Figur 2-3: Utvikling i pris på norsk laks (SSB, 2015).....	16
Figur 2-4: Oversikt over ulike tilsynsorgan (Fritt etter Alsaker, 2013)	17
Figur 2-5: Utvikling i antall tillatelser for matfiskanlegg (SSB, 2014).....	18
Figur 2-6: Antall rømte laks og regnbueørret (Fiskeridirektoratet, 2014a).....	20
Figur 2-7: Ulike faser i verdikjeden	21
Figur 2-8: Produksjon av fiskefôr (Fritt etter Laksefakta, 2014b)	21
Figur 2-9: Lerøys nye segmentinndeling(Årsrapport 2013).....	28
Figur 2-10: Lerøys omsetningsfordeling i de ulike markedene	29
Figur 2-11: Utvikling i Lerøys aksjekurs (Oslo Børs, 2015)	30
Figur 3-1: Rammeverk for fundamental verdivurdering (Fritt etter Knivviflå, 2014, 01, s. 28).....	37
Figur 4-1: PESTEL-analyseverktøy (Fritt etter Grant, 2010, s. 65).....	40
Figur 4-2: Utvikling i rentenivået 2010-2017 (Norges Bank, 2015c).....	42
Figur 4-3: Porters femkraftsmodell (Fritt etter Porter, 1998).....	44
Figur 4-4: SWOT-analyse	55
Figur 5-1: Rammeverk for regnskapsanalyse.....	56
Figur 5-2: Omgruppering av balanseoppstillingen.....	67
Figur 5-3: Overgang fra total kapital til sysselsatt kapital	69
Figur 5-4: Overgang fra sysselsatt kapital til netto driftskapital	69
Figur 5-5: Rammeverk for forholdstallsanalyse.....	75
Figur 6-1: Rammeverk for analyse av kredittrisiko	76
Figur 6-2:Utvikling i likviditetsgrad 1 for Lerøy og bransjen.....	77
Figur 6-3: Utvikling i Likviditetsgrad 2 for Lerøy og bransjen	78
Figur 6-4: Utvikling i finansiell gjeldsdekningsgrad for Lerøy og bransjen.....	79
Figur 6-5: Utvikling i rentedekningsgrad for Lerøy og bransjen	80
Figur 6-6: Utvikling i egenkapitalandel for Lerøy og bransjen.....	82
Figur 6-7: Utvikling i netto driftsrentabilitet for Lerøy og bransjen	85
Figur 7-1: Regresjonsanalyse til Lerøy	90
Figur 8-1: Lerøys egenkapitalkrav- og rentabilitet.....	99

Figur 8-2: Utvikling i Lerøys og bransjens egenkapitalrentabilitet	101
Figur 8-3: Rammeverk for strategisk drifts- og finansieringsanalyse	102
Figur 8-4: Utvikling i netto driftsmargin for Lerøy og bransjen	106
Figur 9-1: Rammeverk for fremtidsregnskap	115
Figur 9-2:Utvikling i driftsinntektsvekst for Lerøy og bransjen	116
Figur 9-3: Utvikling i volumvekst for Lerøy og bransjen	117
Figur 9-4:Utvikling i driftsinntektsvekst for Lerøy	122
Figur 9-5: Utvikling i omløpet til netto driftseiendeler for Lerøy	123
Figur 9-6: Utvikling i netto driftsmargin for Lerøy	124
Figur 10-1: Egenkapitalbeta over budsjettperioden	131
Figur 11-1: Endring i verdiestimat per aksje gjennom konvergeringsprosessen	140
Figur 11-2: Frekvensfordeling for Lerøys verdiestimat	144
Figur 11-3: Bidrag til forklaring av variasjon i verdiestimatet	144
Figur 11-4: Oppsidepotensialet for aksjen	146
Figur 11-5: Nedsidepotensialet for aksjen.....	146
Figur 11-6: Sensitivitetsanalyse - driftsinntektsvekst i 2015 og i konstant vekst	147
Figur 11-7: Sensitivitetsanalyse - netto driftsmargin i 2015 og i konstant vekst	148
Figur 11-8: Sensitivitetsanalyse - omløpet til netto driftseiendeler i 2015 og i konstant vekst	148
Figur 11-9: Sensitivitetsanalyse - risikofri rente før skatt i konstant vekst.....	148
Figur 12-1: Verdiintervall for hver enkelt multiplikator	154
Figur 13-1: Handlingsstrategi.....	156

Tabelloversikt

Tabell 2-1: Oversikt over oppdrettsselskaper i utvalget.....	23
Tabell 2-2: Utvikling i Marine Harvests finansielle situasjon	25
Tabell 2-3: Utvikling i SalMars finansielle situasjon.....	26
Tabell 2-4: Utvikling i Grieg Seafoods finansielle situasjon	27
Tabell 2-5: Utvikling i Lerøys finansielle situasjon.....	30
Tabell 4-1: Resultat av bransjeanalysen	49
Tabell 4-2: VRIO-analyseverktøy (Barney, 2011, s.136)	50
Tabell 4-3: Resultatet fra VRIO-analysen.....	54
Tabell 5-1: Resultatregnskap Lerøy 2009-2014.....	59
Tabell 5-2: Balanseoppstilling Lerøy 2009-2014 (eiendeler)	59
Tabell 5-3: Balanseoppstilling Lerøy 2009-2014 (EK og gjeld).....	60
Tabell 5-4: Endring i EK Lerøy 2009-2014	60
Tabell 5-5: Fullstendig nettoresultat til EK 2009-2014.....	61
Tabell 5-6: Fullstendig driftsresultat før skatt 2009-2014.....	62
Tabell 5-7: Fullstendig finansresultat før skatt 2009-2014	63
Tabell 5-8: Unormalt driftsresultat 2009-2014	64
Tabell 5-9: Unormalt finansresultat	64
Tabell 5-10: Finansinntektsskattesats for Lerøy 2009-2014	65
Tabell 5-11: Driftsskattesats for Lerøy 2009-2014	65
Tabell 5-12: Unormal driftsskattesats for Lerøy 2009-2014.....	65
Tabell 5-13: Oversikt over fordelt skattekostnad	66
Tabell 5-14: Omgruppert resultatregnskap Lerøy 2009-2014.....	70
Tabell 5-15: Sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital Lerøy 2009-2014	70
Tabell 5-16: Netto driftseiendeler og netto driftskapital Lerøy 2009-2014	70
Tabell 5-17: Endring i egenkapital Lerøy 2009-2014.....	71
Tabell 5-18: Effekt av justeringer av målefeil i resultatregnskapet	72
Tabell 5-19: Effekt av justeringer av målefeil i balansen	73
Tabell 5-20: Omgruppert og justert resultatregnskap Lerøy 2009-2010.....	73
Tabell 5-21: Justerte sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital Lerøy 2009-2014.....	74
Tabell 5-22: Justerte netto driftseiendeler og netto driftskapital Lerøy 2009-2014.....	74

Tabell 5-23: Vekting av ulike perioder 2010-2014	75
Tabell 6-1: Lerøys kontantstrøm for analyseperioden	81
Tabell 6-2: Finansieringsmatrise for Lerøy (tall)	83
Tabell 6-3: Finansieringsmatrise for Lerøy (prosent)	83
Tabell 6-4: Finansieringsmatrise for bransjen (tall)	83
Tabell 6-5: Finansieringsmatrise for bransjen (prosent)	84
Tabell 6-6: Nøkkeltall som er grunnlag for syntetisk rating	86
Tabell 6-7: Første utkast til Lerøy og bransjens syntetiske rating	86
Tabell 7-1: Gjennomsnittlig årlig risikofri rente (Norges bank, 2015d)	89
Tabell 7-2: Markedsrisikopremie for analyseperioden:	90
Tabell 7-3: Beregnet og justert beta for Lerøy og de komparative virksomhetene	91
Tabell 7-4: Egenkapitalbeta 2010-2014	92
Tabell 7-5: Egenkapital- og minoritetskrav 2010-2014	93
Tabell 7-6: Kredittrisikopremie basert på syntetisk rating	93
Tabell 7-7: Finansielt gjeldskrav 2010-2014	94
Tabell 7-8: Finansiell gjeldsbeta 2010-2014	94
Tabell 7-9: Finansielt eiendelskrav 2010-2014	95
Tabell 7-10: Fordringsbeta 2010-2014	95
Tabell 7-11: Finansiell eiendelsbeta 2010-2014:	95
Tabell 7-12: Netto finansielt gjeldskrav 2010-2014	96
Tabell 7-13: Netto finansiell gjeldsbeta 2010-2014	96
Tabell 7-14: Netto driftskrav 2010-2014	96
Tabell 7-15: Oppsummering - avkastningskrav	97
Tabell 8-1: Utvikling i Lerøys egenkapitalrentabilitet	98
Tabell 8-2: Utvikling i Lerøys superrentabilitet	99
Tabell 8-3: Bransjens superrentabilitet	100
Tabell 8-4: Lerøys intern ressursfordel 1	100
Tabell 8-5: Lerøys intern ressursfordel 2	101
Tabell 8-6: Superrentabilitet for Lerøy	102
Tabell 8-7: Lerøys rene driftsfordel	103
Tabell 8-8: Bransjefordel drift	104

Tabell 8-9: Utvikling i rentabilitetsfordel drift.....	104
Tabell 8-10: Utvikling i kravfordel knyttet til drift.....	105
Tabell 8-11: Utvikling i marginfordel.....	105
Tabell 8-12: Common size-analyse.....	106
Tabell 8-13: Oppsummering av Lerøys marginulempe	107
Tabell 8-14: Lerøys omløpsfordel.....	108
Tabell 8-15: Utvikling i driftsinntekter per kilo for Lerøy og Bransjen	108
Tabell 8-16:Utvikling i netto driftseiendeler per kilo for Lerøy og bransjen.....	109
Tabell 8-17: Oppsummering - driftsfordel	109
Tabell 8-18: Gearingfordel drift	110
Tabell 8-19: Lerøys samlede driftsfordel	110
Tabell 8-20: Finansieringsfordel knyttet til finansiell gjeld.....	111
Tabell 8-21: Finansieringsfordel knyttet til finansielle eiendeler	111
Tabell 8-22: Finansieringsfordel knyttet til netto finansiell gjeld.....	112
Tabell 8-23: Finansieringsfordel knyttet til minoritetsinteresser	112
Tabell 8-24: Samlet finansieringsfordel for Lerøy.....	112
Tabell 8-25:Oppsummering - strategisk fordel	113
Tabell 9-1:Lerøys driftsinntekter over budsjettperioden.....	122
Tabell 9-2: Netto driftseiendeler for Lerøy over budsjettperioden	124
Tabell 9-3: Netto driftsresultat for Lerøy over budsjettperioden	125
Tabell 9-4: Netto finansiell gjeld for Lerøy over budsjettperioden.....	126
Tabell 9-5: Netto finanskostnad for Lerøy over budsjettperioden	126
Tabell 9-6: Minoritetsinteresser for Lerøy over budsjettperioden	127
Tabell 9-7: Netto minoritetsresultat for Lerøy over budsjettperioden	127
Tabell 9-8: Fremtidsregnskap over budsjettperioden.....	128
Tabell 9-9: Sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital over budsjettperioden	128
Tabell 9-10: Netto driftseiendeler og netto driftskapital over budsjettperioden	128
Tabell 9-11: Fri kontantstrøm over budsjettperioden.....	129
Tabell 10-1: Risikofri rente over budsjettperioden	131
Tabell 10-2: Markedsrisikopremie etter skatt over budsjettperioden.....	131
Tabell 10-3: Oppsummering - egenkapital- og minoritetskrav over budsjettperioden	132

Tabell 10-4:Lerøys syntetiske rating over budsjettperioden	132
Tabell 10-5:Finansielt gjeldskrav over budsjettperioden	133
Tabell 10-6: Finansiell gjeldsbeta over budsjettperioden.....	133
Tabell 10-7: Finansielt eiendelskrav over budsjettperioden.....	133
Tabell 10-8: Finansiell eiendelsbeta over budsjettperioden	133
Tabell 10-9:Netto finansielt gjeldskrav over budsjettperioden	134
Tabell 10-10: Netto finansiell gjeldsbeta over budsjettperioden.....	134
Tabell 10-11: Netto driftskrav over budsjettperioden	134
Tabell 10-12: Lerøys strategiske fordel over budsjettperioden.....	135
Tabell 10-13: Lerøys superrentabilitet over budsjettperioden	135
Tabell 11-1: EK-metoden - Fri kontantstrøm-modellen.....	138
Tabell 11-2: EK-metoden - Superprofittmodellen	138
Tabell 11-3: EK-metoden - Superprofittvekstmodellen	138
Tabell 11-4: SK-metoden - Fri kontantstrøm-modellen.....	139
Tabell 11-5: SK-metoden - Superprofittmodellen.....	139
Tabell 11-6: SK-metoden - Superprofittvekstmodellen	139
Tabell 11-7: Oppsummering - verdiestimat fra de ulike metodene og modellene	139
Tabell 11-8: Verdiestimat per aksje gjennom konvergeringsprosessen	141
Tabell 11-9: Historiske standardavvik for de ulike kritiske budsjettdriverne	142
Tabell 11-10: Forventningsverdier, standardavvik og sannsynlighetsfordeling (div).....	143
Tabell 11-11: Forventningsverdier, standardavvik og sannsynlighetsfordeling (ndm).....	143
Tabell 11-12: Forventningsverdier, standardavvik og sannsynlighetsfordeling (onde).....	143
Tabell 12-1: Nøkkeltall nødvendig for å beregne multipler	153
Tabell 12-2: Lerøys og bransjens multipler	153
Tabell 12-3: Komparativt verdiestimat	153

Formeloversikt

Formel 5-1: Fullstendig nettoresultat til EK.....	61
Formel 5-2: Finansinntektsskattesats	65
Formel 5-3: Driftsskattesats	65
Formel 6-1: Likviditetsgrad 1.....	77
Formel 6-2: Likviditetsgrad 2.....	78
Formel 6-3: Finansiell gjeldsdekning.....	79
Formel 6-4: Rentedekningsgrad	80
Formel 6-5: Netto driftsrentabilitet	84
Formel 7-1: Egenkapitalkrav	88
Formel 7-2: Finansielt gjeldskrav.....	93
Formel 8-1: Egenkapitalrentabilitet.....	98
Formel 8-2: Superrentabilitet	100
Formel 8-3: Ren driftsfordel.....	103
Formel 9-1: Årlig driftsinntektsvekst	121
Formel 11-1: Fri kontantstrøm-modellen	137
Formel 11-2: Superprofittmodellen.....	137
Formel 11-3: Superprofittvekstmodellen	137
Formel 11-4: Justering for konkursrisiko.....	141
Formel 12-1: Multiplikatormodell - Pris/Bok	151
Formel 12-2: Multiplikatormodell - Pris/Fortjeneste	152
Formel 12-3: Multiplikatormodell - Enterprise value/EBIDTA	152
Formel 12-4: Multiplikatormodell - Enterprise value/EBIT	152

15 Ordliste

AM	Anleggsmidler
CAPM	Capital Asset Pricing Model, kapitalverdimodellen
DAM	Driftsrelaterte anleggsmidler
DE	Driftseiendeler
DG	Driftsrelatert gjeld
DI	Driftsinntekter
div	Driftsinntektsvekst
DOM	Driftsrelaterte omløpsmidler
DR	Driftsresultat
dss	Driftsskattesats
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes, driftsresultat
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization, driftsresultat før avskrivning og nedskrivning.
EK	Egenkapital
ekk	Egenkapitalkrav
ekr	Egenkapitalrentabilitet
ekv	Egenkapitalvekst
EV	Enterprise Value, selskapsverdi
FAM	Finansielle anleggsmidler
FE	Finansielle eiendeler
fek	Finansielt eiendelskrav
FG	Finansiell gjeld
fgk	Finansielt gjeldskrav
FI	Finansinntekter
fiss	Finansinntektsskattesats
FK	Finanskostnader
FKE	Fri kontantstrøm til egenkapital
fkss	Finanskostnadsskattesats
FOM	Finansielle omløpsmidler
FVEK	Fundamentalverdi av egenkapital

HOG	Head-On-Gutted, hel slaktet fisk
IAS	International Accounting Standards
IFRS	International Financial Reporting Standards
ilp	Illikviditetspremie
KFG	Kortsiktig finansiell gjeld
KG	Kortsiktig gjeld
krp	Kreditrisikopremie
LFG	Langsiktig finansiell gjeld
LG	Langsiktig gjeld
LVEK	Likvidisjonsverdi av egenkapital
MI	Minoritetsinteresser
MM	Miller og Modigliani
mrd	Markedsrisikodel
mrp	Markedsrisikopremie
NDE	Netto driftseiendeler
NDK	Netto driftskapital
ndk	Netto driftskrav
ndm	Netto driftsmargin
ndr	Netto driftsrentabilitet
ndss	Normalisert driftsskattesats
NFG	Netto finansiell gjeld
NRE	Nettoresultat til egenkapital
NSK	Normal skattekostnad
OM	Omløpsmidler
onde	Omløpet til netto driftseiendeler
OSEBX	Oslo Stock Exchange Benchmark Index, Oslo Børs Hovedindeks
P	Sannsynlighet for konkurs
r_f	Risikofri rente
r_m	Markedsavkastning
s	Skattesats
SD	Standardavvik

SK	Skattekostnad og Selskapskapital
SP	Superprofitt
SPD	Superprofitt til netto driftskapital
SPE	Superprofitt til egenkapital
T	Budsjetthorisonen
UDR	Unormalt driftsresultat
UFR	Unormalt finansresultat
ufrss	Unormal finansresultatskattesats
VEK	Verdi av egenkapital
VNFG	Verdi av netto finansiell gjeld
WACC	Weighted Average Cost of Capital, vektet avkastningskrav
β_{ek}	Egenapitalbeta