



Universitetet
i Stavanger

Handelshøgskolen ved
Universitetet i Stavanger
Våren 2016

VERDSETTELSE AV LERØY SEAFOOD GROUP ASA



Havbruk - FOTO: Johan Wildhagen

av

Jan Egil Carr og Per Haakon Halaas

Spesialisering: Anvendt finans

Veileder: Bård Misund

Standard forside



Universitetet
i Stavanger

**DET SAMFUNNSVITENSKAPELIGE FAKULTET,
HANDELSHØGSKOLEN VED UIS
MASTEROPPGAVE**

STUDIEPROGRAM:

Master i Økonomi og Administrasjon

OPPGAVEN ER SKREVET INNEN FØLGENDE
SPESIALISERINGSRETNING:

Anvendt finans

ER OPPGAVEN KONFIDENSIELL? Nei

(NB! Bruk rødt skjema ved konfidensiell oppgave)

TITTEL: Verdsettelse av Lerøy Seafood Group ASA

ENGELSK TITTEL: Valuation of Lerøy Seafood Group ASA

FORFATTER(E)

Studentnummer:

208831

.....

227818

.....

Navn:

Jan Egil Carr

.....

Per Haakon Halaas

.....

VEILEDER:

Bård Misund

OPPGAVEN ER MOTTATT I TO – 2 – INNBUNDNE EKSEMPLARER

Stavanger,/..... 2016

Underskrift administrasjon:.....

Sammendrag

Formålet med denne utredningen er å finne ut om Lerøy Seafood Group ASAs aksje er rett priset. Det er tatt utgangspunkt i aksjeprisen per 01.03.2016, som var på NOK 372. Det er utført både en fundamental verdsettelse av selskapet, basert på diskontert kontantstrøm, og verdsettelse basert på multipler.

Den fundamentale verdsettelsen går over to perioder, hvor en har en planleggingsperiode på 7 år, og en terminalperiode, som er perioden etter planleggingsperioden. I den multippelbaserte analysen brukes EV/EBITDA-metoden, P/B-metoden og P/E-metoden, hvor gjennomsnittet av disse er aksjeprisen.

Vi har utført omgruppering av regnskapene for å gjøre dem mer investororienterte, og for å lettere kunne beregne fri kontantstrøm til selskapet. Her er det justert for poster som vi anser som unormale og som ikke vil gjenta seg.

I den strategiske analysen har vi brukt PESTEL-analyse for å se på eksterne forhold som påvirker bedriften, mens Porters fem krefter brukes for å analysere bransjen. Når det gjelder interne forhold brukes VRIN-analyse, før resultatene fra analysene oppsummeres i en SWOT-analyse. Resultatene fra analysen gir en strategisk fordel fra den eksterne analysen, på 1-2%, mens strategisk fordel fra den interne analysen er 3-4%. Dette gir samlet en midlertidig strategisk fordel på 4-6%, som bekreftes i kapittel 9.

Vi har i den fundamentale analysen kommet frem til et avkastningskrav (WACC) på 5,95%. Dette gir en aksjepris per 01.03.16 på NOK 385, mens den multippelbaserte analysen gir en aksjepris på NOK 380. Estimert verdi fra den fundamentale verdsettelsen gir oss et avvik på 3,5% fra aksjekursen per 01.03.16.

Innholdsfortegnelse

Sammendrag	3
Figur- og tabelliste	8
Forord	11
1.0 Innledning	12
2.0 Næring	14
2.1 Produksjonssykluser	15
2.1.1 Atlantisk laks (<i>Salmo salar</i>)	15
2.1.2 Regnbueørret (<i>Oncorhynchus mykiss</i>).....	16
2.1.3 Torsk (<i>Gadus morhua</i>)	16
2.1.4 Andre arter	17
2.2 Marked	17
2.2.1 Konkurrenter i bransjen	19
3.0 Lerøy Seafood Group ASA	21
3.1 Historie.....	21
3.2 Produkter.....	21
3.2.1 Lakseprodukter	22
3.2.2 Hvitfisk	22
3.2.3 Pelagisk fisk.....	22
3.2.4 Skalldyr	22
3.3 Organisasjonsstruktur	23
3.3.1 Havbruk.....	23
3.3.2 VAP – Bearbeiding	24
3.3.3 Salg og distribusjon.....	25
3.4 Marked	26
4.0 Teori	28
4.1 Diskontert kontantstrøm.....	28
4.1.1 Totalkapitalmetoden.....	28
4.1.2 Egenkapitalmetoden.....	29
4.1.3 Justert nåverdi (APV).....	29
4.1.4 Dividendemodellen	30
4.2 Markedsbasert metode	30
4.3 Opsjonsbasert metode	31
4.4 Drøfting av verdsettelsesmetoder.....	32

4.4.1 Diskontert kontantstrøm.....	32
4.4.2 Markedsbasert metode	34
4.4.3 Opsjonsbasert metode	34
4.5 Valg av metode	35
4.6 Egenkapitalkostnad.....	35
4.6.1 Kapitalverdimodellen.....	36
4.7 Totalkapitalkostnad (WACC)	43
5.0 Strategisk Analyse.....	44
5.1 Ekstern analyse	44
5.1.1 Politiske faktorer	44
5.1.2 Økonomiske faktorer.....	45
5.1.3 Demografiske faktorer	47
5.1.4 Teknologiske forhold.....	48
5.1.5 Miljømessige forhold	48
5.1.6 Juridiske forhold	50
5.1.7 Bransjeanalyse	50
5.1.8 Oppsummering av konkurranseanalysen	55
5.2 Intern analyse	56
5.2.1 VRIN.....	56
5.2.2 Oppsummering av ressursanalysen.....	61
5.3 SWOT	62
5.3.1 Styrker (strengths).....	62
5.3.2 Svakheter (weaknesses)	63
5.3.3 Muligheter (opportunities)	64
5.3.4 Trusler (threats).....	65
5.4 Strategisk fordel	66
6.0 Regnskapsanalyse	68
6.1 Valg av analysenivå	68
6.2 Valg av analyseperiode	68
6.3 Presentasjon av data.....	69
6.4 Omorganisering av regnskap	73
6.5 Justering av målefeil	73
6.6 Omorganisering av resultatregnskap.....	74
6.6.1 Unormale poster.....	74
6.6.2 Finans- og driftsposter	75

6.6.3 Utbytte.....	76
6.6.4 Skatt	76
6.6.5 Dirty surplus.....	76
6.6.6 Omgruppert resultatregnskap.....	77
6.7 Omorganisering av balanseregnskap	79
6.7.1 Finans- og driftsposter	79
7.0 Risikoanalyse	84
7.1 Kortsiktig likviditetsrisiko	84
7.1.1 Likviditetsgrad 1	84
7.1.2 Likviditetsgrad 2	85
7.2 Langsiktig likviditetsrisiko	87
7.2.1 Egenkapitalandel.....	87
7.2.2 Rentedeckningsgrad.....	88
7.2.3 Netto driftsrentabilitet	89
7.3 Likviditets-rating.....	90
8.0 Historisk avkastningskrav.....	92
8.1 Kapitalverdimodellen.....	92
8.1.1 Risikofri rente	92
8.1.2 Egenkapitalbeta.....	92
8.1.3 Markedets risikopremie.....	93
8.1.4 Likviditetspremie	94
8.1.5 Egenkapitalkrav	94
8.2 Finansielt gjeldskrav	94
8.3 Finansielt eiendelskrav.....	95
8.4 Netto finansielt gjeldskrav	95
8.5 Netto driftskrav	96
9.0 Analyse av lønnsomhet	97
9.1 Egenkapitalrentabilitet	97
9.2 Residualinntekt (strategisk fordel).....	98
9.2.1 Bransjefordel.....	100
9.2.2 Intern ressursfordel	100
9.3 Oppsummering - strategisk fordel.....	101
10.0 Prognoser	102
10.1 Driftsinntekter	102
10.2 Driftskostnader.....	105

10.2.1 Vareforbruk.....	105
10.2.2 Lønn- og andre personalkostnader.....	107
10.2.3 Andre driftskostnader.....	107
10.2.4 Avskrivninger.....	108
10.3 Skatt.....	108
10.4 Inntekt i tilknyttet selskap.....	108
10.5 Endring i utsatt skatt, netto arbeidskapital og CAPEX.....	108
10.6 Finansinntekt og finanskostnad.....	110
10.7 Utbytte.....	110
10.8 Fremtidige regnskap.....	111
10.8.1 Fremtidig resultatregnskap.....	111
10.8.2 Fremtidig balanseregnskap.....	112
11.0 Verdssettelse.....	114
11.1 Diskontert kontantstrøm.....	114
11.1.1 Totalkapitalkostnad (WACC).....	114
11.1.2 Vekst i terminalperioden.....	116
11.1.3 Aksjepris.....	116
11.2 Markedsbasert metode.....	116
11.2.1 Valg av sammenlignbare selskaper.....	117
11.2.2 Valg av multipler.....	117
11.2.3 Data.....	118
11.2.4 Aksjepris.....	121
11.3 Sensitivitetsanalyse.....	121
12.0 Diskusjon.....	123
13.0 Konklusjon.....	126
14.0 Referanser.....	127
Vedlegg 1: OSEBX - LSG.....	142
Vedlegg 2: MSCI WORLD INDEX - LSG.....	142
Vedlegg 3: Kontantstrømoppstilling.....	143
Vedlegg 4: Balanse.....	146
Vedlegg 5: Alternativt fremtidig resultatregnskap.....	147

Figur- og tabelliste

Figur 2.1 – Største eksportmarkeder i 2015	18
Figur 2.2 – Eksport	19
Figur 3.1 – Organisasjonsstruktur	23
Figur 3.2 – Havbruk	24
Figur 3.3 – VAP	25
Figur 3.4 – Bearbeidingsanlegg	26
Figur 3.5 – Salgsandeler	26
Figur 4.1 – Egenkapital som «call opsjon»	31
Figur 4.2 – Statsobligasjoner – Månedsgjennomsnitt	37
Figur 4.3 – MSCI World Index – LSG	39
Figur 4.4 – Årlige kurser – MSCI World Index	42
Figur 4.5 – Årlig avkastning – MSCI World Index	42
Figur 5.1 – Styringsrenten	46
Figur 6.1 – Omorganisering i hovedkategorier	73
Figur 7.1 – Likviditetsgrad 1	85
Figur 7.2 – Likviditetsgrad 2	86
Figur 7.3 – Egenkapitalandel	87
Figur 7.4 – Rentedekningsgrad	88
Figur 7.5 – Netto driftsrentabilitet	90
Figur 9.1 – Egenkapitalrentabilitet	98
Figur 9.2 – EKR vs. EKK	99
Figur 10.1 – Gjennomsnittspriser per år: 2007-2015	102
Figur 10.2 – Forventet prisvekst	103
Figur 10.3 – Mengde (laks og ørret – tonn)	104
Figur 10.4 – Driftsinntekter	104
Figur 10.5 – Endring i driftsinntekter	105
Figur 10.6 – Vareforbruk	106
Figur 10.7 – Vareforbruk i prosent av driftsinntekter	106
Figur 11.1 – Sensitivitetsanalyse	122

Tabell 3.1 – Havbruk	24
Tabell 4.1 – MSCI World Index – LSG	39
Tabell 4.2 – Gjennomsnittlige gjeldsbetaer etter rangering og forfall	40
Tabell 4.3 – Ugiret beta	40
Tabell 4.4 – Egenkapitalbeta	41
Tabell 5.1 – VRIN	62
Tabell 6.1 – Resultatregnskap 2005-2015	70
Tabell 6.2a – Balanseregnskap 2005-2015 – Eiendeler	71
Tabell 6.2b – Balanseregnskap 2005-2015 – Egenkapital og gjeld	72
Tabell 6.3 – Skatt på unormalt driftsresultat	75
Tabell 6.4 – Skatt på driftsresultat	76
Tabell 6.5 – Normalisert resultatregnskap	78
Tabell 6.6a – Biologiske eiendeler	80
Tabell 6.6b – Betalingsmidler	80
Tabell 6.6c – Annen egenkapital	80
Tabell 6.7a – Justert balanseregnskap – Eiendeler	81
Tabell 6.7b – Justert balanseregnskap – Egenkapital og gjeld	82
Tabell 6.8 – Omgruppert balanse	83
Tabell 7.1 – Likviditetsgrad 1	84
Tabell 7.2 – Likviditetsgrad 2	85
Tabell 7.3 – Egenkapitalandel	87
Tabell 7.4 – Rentedeckningsgrad	88
Tabell 7.5 – Netto driftsrentabilitet	89
Tabell 7.6 – Likviditets-rating	91
Tabell 7.7 – Syntetisk rating	91
Tabell 8.1 – Risikofri rente	92
Tabell 8.2 – Egenkapitalbeta	93
Tabell 8.3 – Historisk justert egenkapitalbeta	93
Tabell 8.4 – Markedets risikopremie	93
Tabell 8.5 – Egenkapitalkrav	94
Tabell 8.6 – Finansielt gjeldskrav	95
Tabell 8.7 – Finansielt eiendelskrav	95

Tabell 8.8 – Netto finansielt gjeldskrav	96
Tabell 8.9 – Netto driftskrav	96
Tabell 9.1 – Egenkapitalrentabilitet	97
Tabell 9.2 – Residualinntekt	99
Tabell 9.3 – Bransjefordel	100
Tabell 9.4 – Ressursfordel 1	100
Tabell 9.5 – Ressursfordel 2	101
Tabell 9.6 – Oppsummering av strategisk fordel	101
Tabell 10.1 – Heleide konsesjoner	102
Tabell 10.2 – Gjennomsnittlig årlig prisvekst	103
Tabell 10.3 – Lønn- og andre personalkostnader	107
Tabell 10.4 – Andre driftskostnader	107
Tabell 10.5 – Avskrivninger	108
Tabell 10.6 – Inntekt i tilknyttet selskap	108
Tabell 10.7 – Utsatt skatt, arbeidskapital og CAPEX	109
Tabell 10.8 – Endring i netto arbeidskapital	109
Tabell 10.9 – CAPEX	110
Tabell 10.10 – Finansinntekt og finanskostnad	110
Tabell 10.11 – Utbytte	110
Tabell 10.12 – Fremtidig resultatregnskap	111
Tabell 10.13a – Fremtidig balanse – Netto operasjonelle eiendeler	112
Tabell 10.13b – Fremtidig balanse - fortsettelse – Netto driftskapital	113
Tabell 11.1 – Fremtidig fri kontantstrøm	114
Tabell 11.2 – Egenkapital og gjeld	115
Tabell 11.3 – WACC	115
Tabell 11.4 – Aksjepris – Diskontert kontantstrøm	116
Tabell 11.5 – Omgrupperte balanser 2015 – Lerøy og sammenlignbare selskaper	118
Tabell 11.6 – Markedsverdi av egenkapital	119
Tabell 11.7 – EV/EBITDA	119
Tabell 11.8 – P/B	120
Tabell 11.9 – P/E	120
Tabell 11.10 – Scenarioanalyse	122

Forord

Vår masterutredning representerer avslutningen på vårt toårige masterprogram i Økonomi og Administrasjon ved Universitetet i Stavanger. Vi valgte å fordype oss i temaet verdsettelse, ettersom vi begge har gått spesialiseringen Anvendt finans. Bakgrunnen for valget er at verdsettelse er et interessant tema som oppsummerer store deler av pensum gjennom hele studieperioden. I tillegg hadde vi et ønske om å lære mer om hvordan man i større grad, utover forelesningene, utfører verdsettelse av selskaper.

For valg av selskap syntes vi det virket svært interessant å lære om fiskeri- og oppdrettsbransjen, ettersom dette er Norges nest største næring. Her syntes vi det faktum at bransjen får stort fokus fra politikere og media, samt bransjens utfordringer knyttet til biologiske faktorer, gjør det til en interessant næring. Bakgrunnen for vårt valg av Lerøy Seafood Group ASA som verdsettelsesobjekt, er at det er et norsk selskap, med lange røtter, som driver innen de fleste sjømatsegmenter.

Arbeidet med oppgaven har vært utfordrende, men også svært lærerikt. Det å utføre en verdsettelse av et stort børsnotert selskap, har ført til at vi har fått innsikt i utfordringer knyttet til verdsettelse i praksis. Spesielt vil vi her trekke fram tilgangen på informasjon. Vi har brukt offentlig informasjon, som har vært tilgjengelig på verdsettelsestidspunktet, dette betyr at vi bruker historisk informasjon. Vi mener likevel at vår bruk av årsrapporter, kvartalsrapporter, artikler og andre rapporter, gjør at vi har kommet fram til et kvalifisert verdiestimat av Lerøy.

Vi vil spesielt rette en takk til vår veileder Bård Misund, som har gitt oss konstruktive tilbakemeldinger og tips om litteratur i arbeidet med masterutredningen. Bård sine bidrag har gitt oss stort læringsutbytte.

Stavanger, juni 2016

Jan Egil Carr og Per Haakon Halaas

1.0 Innledning

I denne utredningen har vi valgt problemstillingen: *Er Lerøy Seafood Group ASAs aksje rett priset?*

Vi valgte denne problemstillingen fordi fiskeri- og oppdrettsnæringen i Norge har fått mye oppmerksomhet den siste tiden, og vi mener at denne bransjen har stort potensiale i framtiden.

Formålet med oppgaven er å finne ut om aksjen til Lerøy Seafood Group ASA (LSG) er riktig priset i markedet, eller om en bør kjøpe eller selge aksjen. Valg av Lerøy som verdsettelsesobjekt har sin bakgrunn i at selskapet er et kjent merkenavn, og ikke like mye analysert som f.eks. Marine Harvest.

Verdsettelse ble valgt fordi dette er et bredt tema, hvor en får brukt mye av kunnskapene en har tilegnet seg gjennom studiet, blant annet innen strategi, investering, finansiering og regnskapsanalyse. I tillegg vil en kunne finne ut om en aksje er riktig eller feil priset, noe vi synes er veldig interessant.

Andre utredninger bruker ofte OSEBX som markedsindeks eller en allerede oppgitt beta, i beregning av kapitalkostnad. Vi velger å bruke MSCI World Index, ettersom denne ikke er like relatert mot olje og shipping. I tillegg utfører vi en strategisk analyse og kredittrangering.

Ettersom LSG er børsnotert, er mye av informasjonen som trengs for å utføre en verdsettelse, tilgjengelig for allmenheten. Derfor har vi basert oppgaven på innhenting av selskapsrapporter, hvor disse analyseres, for så å komme frem til prognoser. Vi starter i kapittel 2 med å gå inn på næringen generelt, før vi i kapittel 3 kartlegger Lerøy Seafood Group som organisasjon. Videre, i kapittel 4, går vi inn på teorier som er viktige innen verdsettelse, for så å sammenligne disse, og velge metode. I kapittel 5 utfører vi en strategisk analyse, mens vi i kapittel 6 presenterer regnskapstall og omgruppering av regnskap. I kapittel 7 utføres en risikoanalyse, før det i kapittel 8 utarbeides historisk avkastningskrav for å øke lønnsomhetsanalysens kvalitet. I kapittel 9 analyseres lønnsomheten, for å finne ut om

en har strategisk fordel. I kapittel 10 utarbeides det prognoser basert på analysen vi har foretatt, før fremtidig resultat- og balanseregnskap presenteres. Regnskapene danner grunnlaget for beregning av fri kontantstrøm, som utføres i kapittel 11. Videre i kapittel 11 utføres verdsettelse basert på diskontert kontantstrøm og multipler. Det utføres også en sensitivitetsanalyse, for å se på hvor sensitiv aksjen er for endringer i ulike variabler. I kapittel 12 diskuteres resultatene vi har kommet frem til, før vi i kapittel 13 konkluderer.

2.0 Næring

I dette kapittelet vil vi se på fiskeri- og oppdrettsnæringen, produksjonssykluser og markedet, for å kunne gi et klart bilde på hvordan næringen fungerer. Vi vil i hovedsak fokusere på næringen i Norge.

I løpet av en 50-års periode økte fangsten fra verdens fiskerier fra ca. 20 millioner tonn i 1950, til ca. 92 millioner tonn i 2001. Tallene fra oppdrett var på ca. 1 million tonn i 1950, og ca. 38 millioner tonn i 2001. Ferskvannsarter utgjorde 31,3 millioner tonn i 2001, hvor 72% var fra oppdrett og 28% fra fangst (Hallenstvedt, 2015a).

I 2012 sto de 18 største fangstnasjonene for 76,2% av total fangst i havet. Kina topped listen, med Norge på en ellefte plass. De 15 største oppdrettsnasjonene sto for 92,7% av total produksjon i oppdrettsnæringen (Food and Agriculture Organization of the United Nations [FAO], 2014).

Bedriftsstrukturen til selskapene har utviklet seg fra en dominans av små enkeltforetak, til større selskaper organisert som AS og ASA. I denne type struktur integreres ofte flere deler av produksjonssyklusen, fra settefisk via matfisk, til slakteri, foredling og distribusjon. Integreringen kan skje i form av strategiske allianser, medeierskap eller samarbeidsavtaler (Hallenstvedt, 2015b).

Oppdrettsnæringen i Norge har vært konsesjonsbelagt siden 1973 (Hallenstvedt, 2015b). Skal en drive med oppdrett av laks og regnbueørret, må en få tildelt tillatelse. Maksimalt tillatt biomasse forteller oppdretteren hvor mye levende fisk en kan ha i sjøen til enhver tid (Fiskeridirektoratet, 2014).

Tall hentet fra Oslo Børs (2016a) 08.01.16, viser at det er flere store selskaper som opererer innenfor sjømatnæringen, disse er blant annet Marine Harvest, SalMar, Bakkafrost og Austevoll Seafood. Sist nevnte er hovedaksjonær i Lerøy, hvor selskapet per. 31.12.15 hadde en eierandel på 62,6%, mens Lerøy eide 0,6% av egne aksjer (Lerøy Seafood Group, 2016a, s. 7).

2.1 Produksjonssykluser

På verdensbasis blir det drevet oppdrett og fiske av flere arter, vi vil nedenfor gjengi de artene som har mest betydning for Lerøy, og prosessene som kjennetegner næringen i Norge.

Klekkeri- og settefiskanleggene utgjør grunnlaget for matfiskoppdrettet. Her ales yngel opp til det stadium hvor fisken kan settes ut i sjøen (Hallenstvedt, 2015b).

2.1.1 Atlantisk laks (*Salmo salar*)

Selve prosessen starter ved å tappe rogn fra hunnlaksen, og melke fra hannlaksen. Melken og rognen blandes sammen for å gi befruktet rogn. Etter dette legges rognen i klekkeriet (Vassvik, 2000, s. 7 og 9). Det tar rundt tre år å oppdrette en laks på 4-6 kilo (Smak av kysten, s.a.a).

Settefisk

Vanntemperaturen bør ligge på rundt 8 grader, da tar det ca. 60 dager til lakseroggen klekkes. Etter 25-30 dager i klekkeriet, blir rognen til øyerogn, man kan nå se to svarte prikker i egget. Rognen klekkes når skallet sprekker, og yngelen blir frigjort. I plommesekken har yngelen med seg mat for de første ukene. Utviklingen bestemmes nå av temperaturen, hvis vanntemperaturen multipliseres med antall døgn, får vi døgngrader. Tiden det tar for at fisken skal utvikle seg fra ett stadium til et annet, krever et visst antall døgngrader. F.eks. kommer en frem til 160 døgngrader ved å multiplisere en vanntemperatur på 8 grader med 20 døgn, og samme svaret om en multipliserer en vanntemperatur på 4 grader med 40 døgn (Vassvik, 2000, s. 9-16).

Når plommesekken er brukt opp, starter en med fôring. Yngelen flyttes nå fra klekkeriet og over i fiskekar, denne perioden varer i seks uker. Før smoltifiseringen vaksineres settefisken, smoltifisering vil si at settefisken tilpasser seg et liv i saltvann i stedet for ferskvann.

Transport av smolt til matfiskanleggene skjer både med bil og brønnbåt (Vassvik, 2000, s. 17-21). Laksen har nå tilbragt 10-16 måneder i ferskvann (Laksefakta, 2015).

Matfisk

Oppdrett til matfisk foregår for det meste i merder i sjøen, og fisken sorteres etter hvert som den vokser. Veksten påvirkes av foring og lys, bruk av tilleggsllys om vinteren og våren kan påvirke veksten i positiv retning (Vassvik, 2000, s. 22-24). Veksten vil også kunne påvirkes

av vannkvalitet, sykdom, lus og temperatur. Etter 14-22 måneder i merder, er fisken klar for slakting (Laksefakta, 2015).

Slakting

Merdene som laksen var i, må nå brakklegges i minimum to måneder før det kan settes ut ny fisk på lokasjonen (Laksefakta, 2014a). Fisken fraktes nå levende i brønnbåt, med sjøvann om bord. Fra ventemerder går ferden videre til slakteriet gjennom et rørsystem.

Slakteprosessen skjer ved bruk av høyteknologiske maskiner, hvor fisken blir sløyd, vasket, sortert etter størrelse og kvalitet, og lagt på is (Laksefakta, 2015; Vassvik, 2000, s. 37-38).

Distribusjon

Fisken pakkes i lukkede esker eller bokser med is, noe som er med på å forlenge levetiden og kvaliteten på laksen. Noe av produksjonen blir foredlet i Norge, men mesteparten transporteres til andre land, hvor den overtas av foredlingsbedrifter. Disse leverer tilpassede produkter til de ulike markedene (Laksefakta, 2014a).

Når det gjelder tradisjonell fangst, går en følgelig gjennom alle prosessene beskrevet ovenfor, bortsett fra oppdrettsdelen. Her går en gjennom fiske, slakting og distribusjon.

Oppdrettsprosessen når det gjelder andre arter, vil kunne variere pga. ulik biologi, men ha noen av de samme elementene (Nasjonalt institutt for ernærings- og sjømatforskning [NIFES], 2015a; Vassvik, 2000, s.49-62). Vi vil i det følgende derfor gjengi tiden det tar til produktene er slakteklare.

2.1.2 Regnbueørret (*Oncorhynchus mykiss*)

Det drives også oppdrett av regnbueørret, som har fått sitt navn av den karakteristiske fiolett-rosa fargen. I oppdrett kan denne fisken komme opp i en vekt på 10 kilo etter 15 måneder i sjøen. Under like forhold vil regnbueørreten kunne vokse raskere enn laksen (Vassvik, 2000, s. 48). Fisken slaktes når den er mellom 3-5 kilo (Smak av kysten, s.a.b). Ørreten er på dette tidspunktet 2-3 år.

2.1.3 Torsk (*Gadus morhua*)

Det er utfordringer når det gjelder oppdrett av torsk. Torskelarver har kompliserte krav til ernæring, og dersom larver og yngel ikke får nok mengder av ulike næringsstoffer, kan det

føre til feilutvikling og misdannelser. I Norge er det lite oppdrett av torsk. Oppdrettstorsk blir slaktet når den er 2-3 år og 3-4 kilo (NIFES, 2015b).

2.1.4 Andre arter

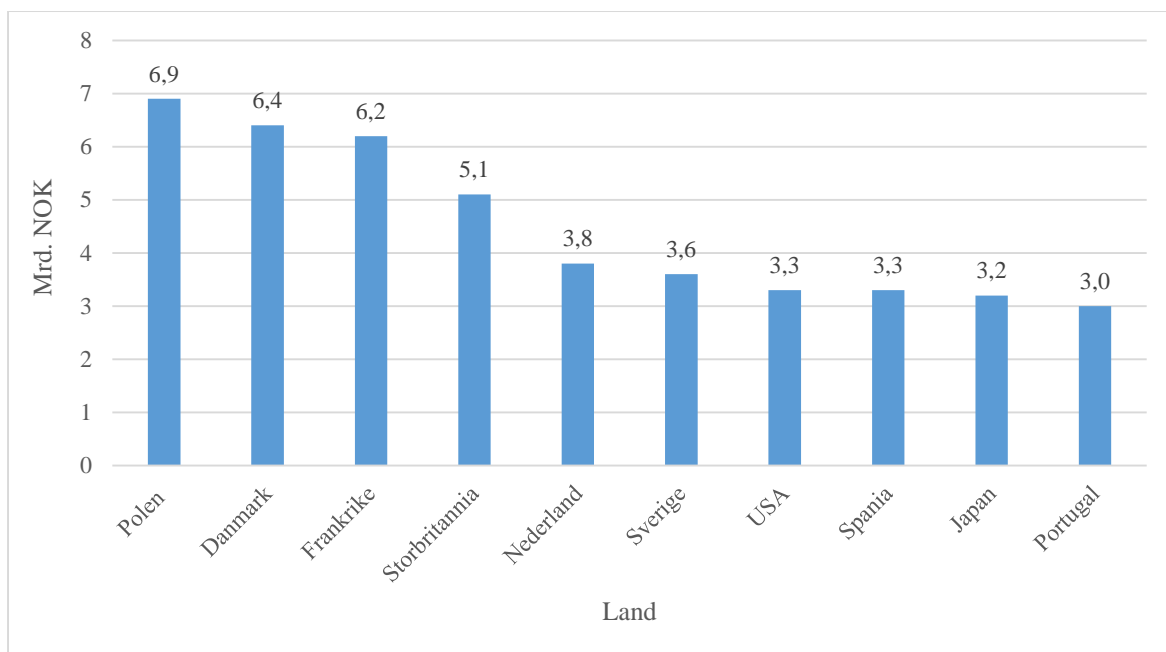
Det drives også oppdrett av kveite (*Hippoglossus hippoglossus*) og blåskjell (*Mytilus edulis*) (NIFES, 2015a). Kveiten blir først oppdrettet i kar på land, og når den vokser settes den i merder i sjøen. Kveiten slaktes etter 5 år (Smak av kysten, s.a.c).

Produksjon av blåskjell skjer enten i bunnkultur, flåtekultur eller bøyesekk, og er basert på innfangning av vill yngel (Vassvik, 2000, s. 52). Dyrkingen skjer ofte i to faser, hvor en høster anlegget etter den første vekstsesongen, sorterer skjellene etter størrelse, og setter dem ut igjen i dyrkingsstrømper. Blåskjell høstes etter 2-3 år, og selges levende eller innpakket (Smak av kysten, s.a.d).

2.2 Marked

Konsum av fisk per innbygger har vokst i takt med økte inntekter, økt befolkning og urbanisering. En stor andel av fisken som blir konsumert i utviklede land, blir importert. Dette skyldes jevn etterspørsel og minkende fiskeriproduksjon i disse landene. I utviklingsland er konsumet avhengig av lokal og sesongbasert tilgang på produkter, hvor tilbudet driver fiskerikjeden. Økte inntekter og velstand i disse landene, gjør at man opplever et økt mangfold av fisketyper, pga. økt import av fisk (FAO, 2014).

Sjømatnæringen er viktig for Norge, i og med at vi råder over et havområde som er mer enn seks ganger så stort som fastlandsarealet (Nærings- og fiskeridepartementet, s.a.a). Næringen leverer sjømat til mer enn 143 land. Det ble eksportert sjømat for 74,5 milliarder kroner i Norge i 2015, og 67% av den totale eksporten går innenfor EU (Norges sjømatråd, s.a.a).

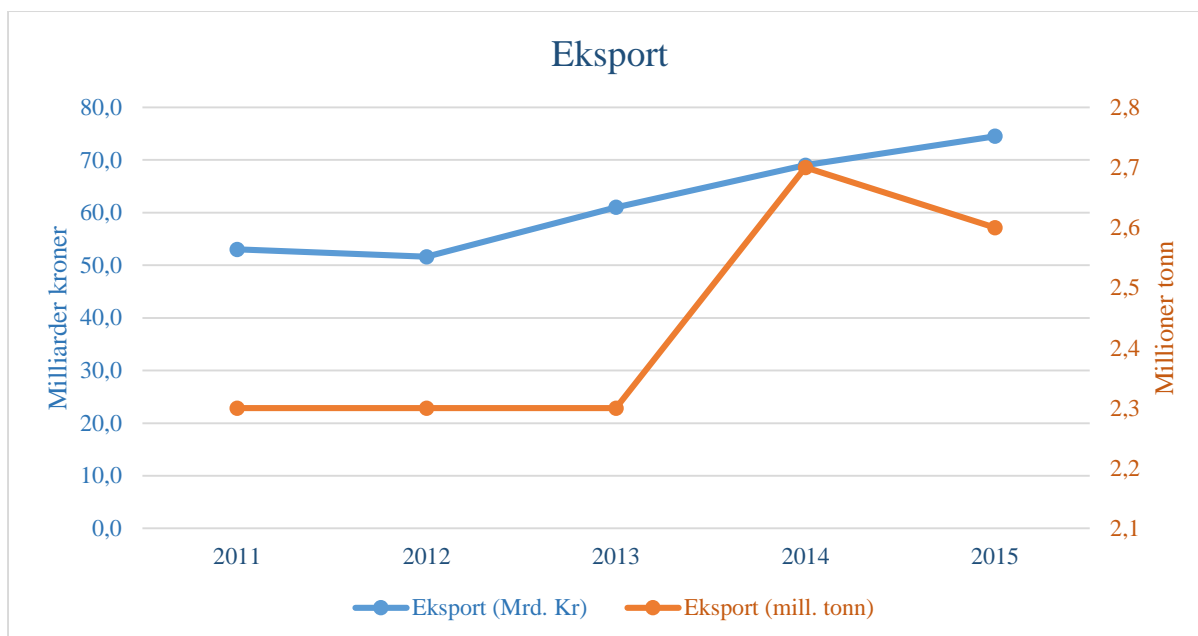


Figur 2.1 - Største eksportmarkeder i 2015 (Kilde: Norges sjømatråd, s.a.b, s. 7)

Som vist i figur 2.1, ser vi at Polen og Danmark er de største enkeltmarkedene, med Frankrike på en tredjeplass. Mye av eksporten som går til Polen og Danmark blir bearbeidet og solgt videre (Norges sjømatråd, s.a.b, s. 7 og 28).

Laks var den viktigste eksportvaren målt i verdi i 2015, med over halvparten av eksportverdien. Torsk kom på en andreplass, etterfulgt av pelagiske arter. Reker og skalldyr hadde en sterk vekst (Norges sjømatråd, s.a.b, s. 12 og 28).

Figur 2.2 viser eksport fra 2011 til 2015 målt i antall tonn og milliarder kroner. Vi ser at mengden eksportert har holdt seg stabil fra 2011 til 2013, med en oppgang fra 2013 til 2014, etterfulgt av en nedgang fra 2014 til 2015. Samtidig ser vi at verdien i kroner hadde en liten nedgang fra 2011 til 2012, men en stabil vekst deretter (Norges sjømatråd, s.a.b-s.a.d).



Figur 2.2 - Eksport (Kilde: Norges sjømatråd, s.a.b-s.a.d)

2.2.1 Konkurrenter i bransjen

Næringen er preget av store konkurrenter som et resultat av oppkjøp og fusjoner over de siste 15 årene. Dette har resultert i en sentralisert næring som er dominert av store aktører, hvor de mindre selskapene står for en liten del av den samlede produksjonen i Norge.

Her følger en kort beskrivelse av de største aktørene i bransjen i Norge, og et utvalg av selskaper som blant annet driver mye av sin virksomhet i Norge. Disse selskapene er videre brukt i oppgaven som sammenligningsgrunnlag, siden disse driver innen samme næring, og anses å ha like rammevilkår og risiko.

Marine Harvest ASA

Marine Harvest er verdens største produsent av laks, og et verdensledende oppdrettselskap. I dag tilsvarer selskapets lakseproduksjon 3,8 millioner daglige måltider, noe som gjør selskapet til Norges største matprodusent (Marine Harvest Group, s.a.a). Selskapet ble dannet i 2006, som et resultat av en sammenslåing mellom PanFish og Marine Harvest.

Selskapet er en stor internasjonal aktør, og driver virksomhet i over 20 land. Dette skiller Marine Harvest fra Lerøy, siden Lerøy driver mesteparten av sin oppdrettsvirksomhet i Norge, med en liten andel i utlandet, hovedsakelig Storbritannia.

SalMar ASA

SalMar er en av verdens største produsenter av oppdrettslaks, og som Lerøy, driver selskapet hovedsakelig sin virksomhet i Norge. Selskapet er relativt ungt og ble etablert i 1991.

Selskapet er basert på et oppkjøpt konkursbo, og siden oppstarten har selskapet ekspandert gjennom en serie oppkjøp. På denne måten har selskapet bygget seg opp til den store aktøren det er i dag, Norges tredje største produsent av atlantisk laks (SalMar ASA, s.a.a).

SalMar og Lerøy har drevet samarbeid gjennom flere selskap/prosjekter, og har gjennom selskapene Norskott AS og Villa Organic drevet oppdrett i Skottland, samt drevet innovativ og framtidsrettet produksjon av laks (Lerøy Seafood Group, 2015a, s. 20).

Austevoll Seafood ASA

Selskapet er et av Norges største sjømatkonsern, og er en stor aktør i oppdrettsbransjen.

Selskapet driver en stor del av sin virksomhet innen andre produkter enn laks, da spesielt innen pelagiske arter. Austevoll ble etablert i 1981, og har gjennom en rekke oppkjøp etablert seg som et av Norges største havbruksselskap (Austevoll Seafood ASA, s.a.a.). Austevoll Seafood ASA er Lerøy sin største deleier og innehar over 60% eierandel i Lerøy Seafood Group.

Grieg Seafood ASA

Grieg Seafood er en stor aktør innen oppdrettsbransjen, og driver spesielt innen laks og ørret, med en kapasitet på over 90 000 tonn slaktet vekt. Selskapet har sitt utspring i Norge, hvor de har en stor produksjon. Selskapet har også en internasjonal produksjon, og driver virksomhet både i Canada og Shetland (Grieg Seafood ASA, s.a.a.).

3.0 Lerøy Seafood Group ASA

Lerøy Seafood Group ASA (også nevnt LSG) er en av Norges ledende produsenter og eksportører av sjømat. I dag leverer selskapet sjømat som vil tilsvare fire millioner sjømatmåltider hver dag, til mer enn 70 markeder over hele verden (Lerøy Seafood Group, 2016b). Selskapet er i stor vekst, og hadde i 2015 en omsetning på 13,4 milliarder kroner, og sysselsatte drøyt 2300 ansatte.

3.1 Historie

Man kan spore Lerøy Seafood Groups aktiviteter helt tilbake til 1899 hvor fiskeren/kremmeren Ole Mikkel Lerøen solgte sin og andres fangst på fisketorget i Bergen. Dette gjør selskapet til et av verdens eldste sjømatselskap. Siden den gang har Lerøy gradvis utviklet seg til et omfattende sjømatkonsern, som følger hele verdikjeden, fra egg til ferdig produkt (Lerøy Seafood Group, 2016c).

I 1939 startet Hallvard Lerøy sr. og Elias Fjeldstad selskapet «Hallvard Lerøy AS», som i dag er konsernets største datterselskap. Helt siden oppstarten har selskapet vært innovative når det gjelder å ta del i nye idéer og forretningsområder innen industrien, spesielt når det gjelder å kommersialisere nye fiskearter. Selskapet bygde seg opp på fiskesorter som var betegnet som «ufisk» (pigghå, håbrann og makrellstørje), og har siden blitt verdens nest største lakseprodusent (Lerøy Seafood Group, 2016c).

Helt fram til 1997 var selskapet en tradisjonell familiebedrift drevet gjennom fire generasjoner Lerøy. I 2002 ble selskapet børsnotert, og har siden hentet inn kapital i flere omganger. Det er også gjort en serie store oppkjøp for å bygge opp det store fiskerikonsernet en har i dag. Denne utviklingen gjør at konsernet i dag er en totalleverandør, som tar del i hele verdikjeden (Lerøy Seafood Group, 2016c).

3.2 Produkter

Vi kan dele Lerøy sine produkter inn i fire kategorier: lakseprodukter, hvitfisk, pelagisk fisk og skalldyr. Laks er hovedproduktet til selskapet, og utgjør rundt tre fjerdedeler av den totale

omsetningen (Lerøy Seafood Group, 2016a, s. 24). Derfor vil dette produktet få hovedvekt i denne oppgaven.

3.2.1 Lakseprodukter

Som verdens nest største produsent av atlantisk laks, og verdens største ørretprodusent, har disse produktene vært sentrale i selskapets vekst og framtidige satsing (Lerøy Seafood Group, 2016b). Konsernet har som nevnt hatt en strategi om å bli en helintegrert leverandør, som betyr at selskapet tar del i hele verdikjeden, fra egg til ferdig produkt. Laks deles inn i hel laks og bearbeidet laks, og sto for henholdsvis 40,6% og 36,3% av konsernets inntekter i 2015. Ørret er konsernets største produktområde etter laks, og står for 8,2% av totalt salg (Lerøy Seafood Group 2016a s. 24).

3.2.2 Hvitfisk

Under kategorien “hvitfisk” kommer typiske kyst/havbunns arter som lyr, sei, diverse torsk- og kveitearter mfl. Det drives som nevnt oppdrett på torsk og kvite, men de fleste sortene i denne kategorien kommer fra tradisjonell fiske og fangst. Hvitfisk representerte 6,9% av selskapets omsetning i 2015, og hadde en vekst fra 2014 på 4,65% (Lerøy Seafood Group, 2016a, s. 24).

3.2.3 Pelagisk fisk

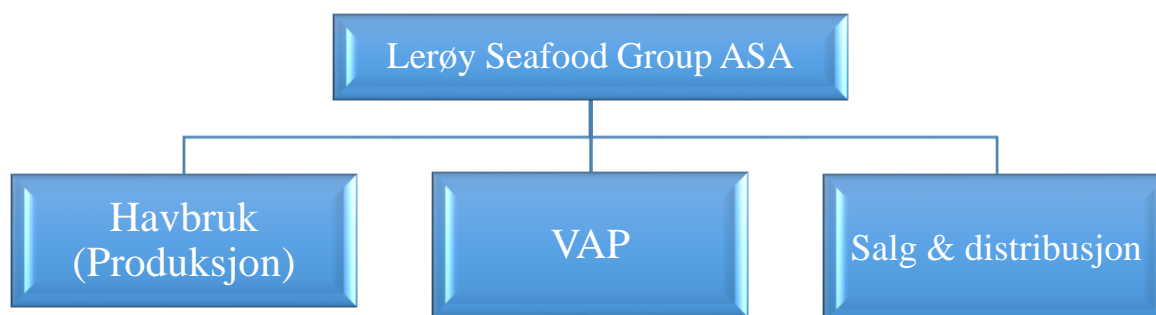
Ordet pelagisk betyr åpne vannmasser. Dette vil si arter som typisk ikke lever ved havbunnen, og er typiske stimfiker (Hjermann, Sælen & Store norske leksikon (2005-2007), 2015). Under denne kategorien har konsernet tre arter i sitt sortiment: sei, makrell og sild. Konsernet ser i dag dette som et lite nisjeprodukt i deres produktsortiment (Lerøy Seafood Group, 2015a, s. 18). Selv om pelagisk fisk bare sto for 0,8% av konsernets inntekter i 2015, var veksten på hele 25% fra året før (Lerøy Seafood Group, 2016a, s. 24).

3.2.4 Skalldyr

Skalldyr har en lang historie i Lerøy, og har vært en del av deres virksomhet nærmest siden starten av selskapet. I dag driver konsernet med alle de store kommersielle skalldyrproduktene, og produktene hadde 3,4% av den totale omsetningen i 2015. Skalldyr hadde en omsetningsnedgang på 19% sammenliknet med året før (Lerøy Seafood Group 2016a, s. 24).

3.3 Organisasjonsstruktur

Konsernets strategi om å være en helintegrert leverandør av sjømat, gjør at selskapet tar del i hele verdikjeden fra egg, til kunden. Selskapet deler sin virksomhet inn i tre segmenter: havbruk, VAP (videreforedling) og salg og distribusjon. Produksjonen er hovedsakelig lokalisert i Norge, med et fåtalls unntak, mens salg er globalt.



Figur 3.1 - Organisasjonsstruktur (Kilde: Lerøy Seafood Group, 2016d, s. 7)

3.3.1 Havbruk

Havbruk er selskapets aktiviteter innen produksjon av laks, ørret og annen sjømat, herunder slakting og filetering av fisken. Selskapet deler produksjonen inn i tre regioner. Den nordligste (Lerøy Aurora AS), har produksjon i Troms og Finnmark, hvor de produserer laks fra 26 konsesjoner. Lerøy Midt AS representerer Midt-Norge, hvor de produserer laks fra 57 konsesjoner. Mens Lerøy Sjøtroll produserer laks med 63 konsesjoner fra region Vest. Totalt medregnet både intern og ekstern produksjon, omsatte havbruk-segmentet i 2015 for ca. 6,5 milliarder kroner, en vekst på 4% fra året før. Til tross for økt omsetning, er driftsresultatet justert for biomasse, lavere enn året før. Årsaker til dette har vært høyere fôrkostnader, samt svært høye direkte og indirekte kostnader for å holde myndighetenes biologiske grenser (Lerøy Seafood Group, 2016a, s. 23).



Figur 3.2 - Havbruk (Kilde: Lerøy Seafood Group, 2016d, s. 9)

Konsernet har også produksjon utenfor Norge. Norskott Havbruk, som er deleid med SalMar ASA, er lokalisert i Skottland. I 2013 ble Villa Organic AS etablert, også dette et samarbeid mellom Lerøy Seafood Group og SalMar. Selskapet ble fisjonert mellom eierne i juli 2014, hvor konsernets andel er lagt under Lerøy Aurora AS.

Havbruk - Produksjon	Lisenser	Smolt	2011	2012	2013	2014	2015
Lerøy Aurora AS (Nord)	26	11,5	18 100	20 000	24 200	26 800	29 200
Lerøy Midt AS (Midt)	57	22	62 300	61 900	58 900	68 300	71 400
Øerøy Sjøtroll (Vest)	63	22,6	56 200	71 600	61 700	63 200	57 100
Totalt Norge	146	56,1	136 600	153 500	144 800	158 300	157 700
Villa Organic AS					6 000		
Norskott Havbruk (UK)			10 900	13 600	13 400	13 800	13 500
Total Produksjon			147 500	167 100	164 200	172 100	171 200

Tabell 3.1 – Havbruk - (Kilde: Lerøy Seafood Group, 2016d, s. 13)

3.3.2 VAP – Bearbeiding

VAP eller bearbeiding, er videreforedling i et vidt spekter av produkter. I 2014 ble VAP skilt ut som et eget segment fra det tidligere «produksjon»-segmentet, for å tydeligere skille mellom «produksjon/havbruk» og «videreforedling/bearbeiding» av produktene. Konsernet har investert betydelig innenfor verdiforedling, noe som har gitt grunnlaget for Lerøys brede produktsortiment. Dette har vært en viktig satsing, ettersom selskapet mener produksjonsbredden er sentral for å sikre fortsatt videre vekst i etterspørselen etter deres

produkter. VAP-segmentet har en geografisk spredning, ettersom konsernet har virksomheter i Sverige og Nederland gjennom datterselskapene Lerøy Smøgen Seafood AB og Rode Beheer BV Group (Lerøy Seafood Group, 2016d, s. 10).



Figur 3.3 - VAP (Kilde: Lerøy Seafood Group, 2016d, s. 10)

VAP er det minste segmentet i konsernet, med i overkant av 500 ansatte og en omsetning på 1,9 milliarder, inkludert ekstern drift. Til sammenligning er dette en omsetningsvekst på 19% fra året før. Segmentet har over tid opplevd stor vekst, i samsvar med konsernets strategi og investeringer. Effektiviteten har også blitt bedre, ettersom de hadde et driftsresultat før biomassejustering på 0,7 pr kilo, en oppgang fra 0,6 fra året før (Lerøy Seafood Group, 2016d, s. 28).

3.3.3 Salg og distribusjon

Salg og distribusjon-segmentet gjelder salg, marked- og produktutvikling, distribusjon og enkel videreforedling for egenproduserte produkter og for eksterne produsenter. Innen dette segmentet har Lerøy et bredt internasjonalt fotfeste, ettersom de er representert i mer enn 70 markeder over hele verden. Segmentet er et viktig virkemiddel i konsernets vekststrategi, ved å tilby kundene et bredt produktsortiment i nye markeder (Lerøy Seafood Group, 2015a, s. 17).

Segmentet er det desidert største segmentet i konsernet, ettersom det sto for 12,5 milliarder av konsernets omsetning og sysselsatte 759 ansatte i 2015. I de senere år har konsernet satset stort på distribusjon av fersk sjømat. Sentralt i ferskmat-logistikken er å ha bearbeidingsenheter (fish-cuts) i nærheten av kunden, noe som fremmer kvaliteten på

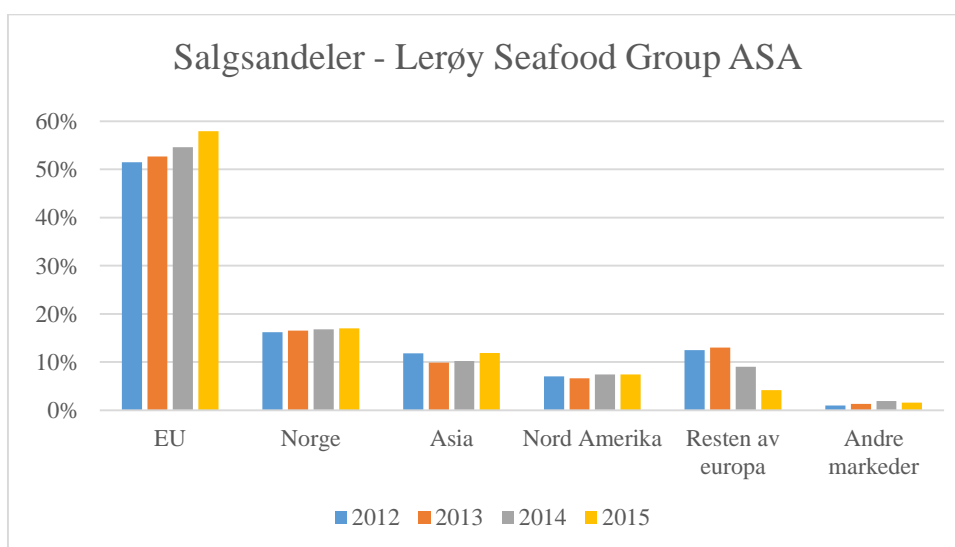
produktet og service til kundene. I dag har Lerøy en rekke bearbeidingsenheter i Europa, for å fremme vekststrategien til selskapet (Lerøy Seafood Group, 2016d, s. 11).



Figur 3.4 - Bearbeidingsanlegg/fish-cuts
(Kilde: Lerøy Seafood Group, 2016d, s. 11)

3.4 Marked

For Lerøy representerer hjemmemarkedet i Norge, 17% av den totale omsetningen, resterende 83% blir eksportert ut av landet. EU-landene er selskapets største marked, og står for 57,9% av selskapets salg. Asia representerer 11,9%, USA og Canada 7,4% og resten av Europa 4,2%. Andre markeder representerer 1,6%. Fram til 7.august 2014 var Russland, Lerøy sitt største enkeltmarked, med ca. 10% av selskapets totale salg.



Figur 3.5 – Salgsandeler (Kilde: Lerøy Seafood Group, 2013, s. 7, 2014, s. 7, 2015a, s. 7, 2016a, s. 24)

Veksten i den globale produksjonen av atlantisk laks økte med ca. 3,6% i 2015. Videre i 2016 er det ventet et fall i produksjonen på 3,6%, hvorav produksjonen i Norge er ventet å falle med 4,1%. Selv om volumveksten er ventet å være lav grunnet konsesjoner og kvoter, er effektivisering, høye fiskepriser og lav kronekurs ventet å gi Lerøy videre økonomisk vekst. Lerøys videre vekst er i større grad ventet å komme fra «andre markeder», framfor de mer etablerte markedene. Også internt i selskapet er veksten i havbruk ventet å avta, som et resultat av konsesjonssystemet, hvor avdelingene «VAP» og «salg og distribusjon» i større grad vil stå for den videre veksten i selskapet (Lerøy Seafood Group, 2016d, s. 28-31).

Etterspørselen etter atlantisk laks er sterk, og konsumet globalt sett, har økt med 5% i 2015. Her ser vi særlig sterk vekst i USA, EU og «andre markeder», mens konsumet i Japan og Russland er synkende. Særlig i Russland er konsumet svært synkende, og dette gir stor innvirkning på ørret-segmentet. Russland var selskapets desidert største enkeltmarked for ørret. Redusert etterspørsel fra Russland har gitt en lavere produksjon av ørret, 3% sammenlignet med året før. De siste to-tre årene har vært svake produksjonsår for ørret, men selskapet har stor tro på segmentet på lengre sikt. I 2015 var salget av ørret preget av midlertidig utestengelse av det hviterussiske markedet, i slutten av august. Dette ga store prisforskjeller, på oppimot 10 kr i forhold til laks (Lerøy Seafood Group, 2016a, s. 4).

Det europeiske markedet har hatt en større prosentandel av det totale salget, enn det som var ventet for 2015. Grunnen til dette er tidlig innhøsting av laks i region Midt, på grunn av biologiske årsaker. Dette ble i hovedsak solgt til det europeiske markedet. I framtiden er det ventet at EU-markedets andel av omsetningen, vil være mer sammenlignbart med de nasjonale eksporttallene for sjømat (Lerøy Seafood Group, 2016a, s. 4-17).

4.0 Teori

I dette kapitlet vil vi ta for oss ulike verdsettelsesmetoder, for så å argumentere for styrker og svakheter ved dem. Vi vil deretter velge den verdsettelsesmetoden vi vil bruke i våre beregninger. Formlene baserer seg i hovedsak på Berk og DeMarzo (2014), Bodie, Kane og Marcus (2014), Damodaran (2012), og Titman og Martin (2014).

Generelt sett skilles det mellom tre kategorier når det kommer til verdsettelse. Den ene er verdsettelse basert på diskontert kontantstrøm, den andre er markedsbasert verdsettelse, og den tredje er opsjonsbasert verdsettelse (Damodaran, 2012, s. 11).

4.1 Diskontert kontantstrøm

Ved bruk av denne metoden beregner en fri kontantstrøm til selskapet, og en relevant diskonteringsrente basert på risikoen ved å investere i selskapet. Videre diskonterer en disse kontantstrømmene for å komme frem til nåverdien av selskapet. Denne kategorien kan deles inn i blant annet totalkapitalmetoden, egenkapitalmetoden og dividendemodellen.

4.1.1 Totalkapitalmetoden

$$\text{Selskapsverdi}_0 = \sum_{t=1}^N \frac{(\text{Fri kontantstrøm til selskapet}_t)}{(1 + \text{WACC})^t} \quad (1)$$

Hvor *Fri kontantstrøm til selskapet_t* er forventet fri kontantstrøm til selskapet i periode *t*, *WACC* er avkastningskravet til totalkapitalen, dvs. kapitalkostnaden til alle investorer, både gjeldsholdere og egenkapitalholdere, *N* er levetiden og *t* er en gitt periode.

For å beregne verdien av egenkapitalen, kan en diskontere fremtidige kontantstrømmer med totalkapitalens avkastningskrav, for så å trekke fra gjelden. En kan også beregne fri kontantstrøm til egenkapitalen og diskontere denne med egenkapitalkostnaden.

4.1.2 Egenkapitalmetoden

$$\text{Verdi av egenkapital}_0 = \sum_{t=1}^N \frac{(\text{Fri kontantstrøm til egenkapitalen}_t)}{(1 + k_e)^t} \quad (2)$$

Hvor *Fri kontantstrøm til egenkapitalen_t* er forventet fri kontantstrøm til egenkapitalen i periode *t*. Fri kontantstrøm til egenkapitalen, er fri kontantstrøm til selskapet, fratrukket kreditorenes kontantstrøm, *k_e* er egenkapitalkostnaden, *N* er levetiden og *t* er en gitt periode.

Siden et selskap kan ha lang levetid, kan det være hensiktsmessig å dele verdsettelsen inn i to deler, hvor en først har en *planleggingsperiode* noen år frem i tid, for så å beregne *terminalverdien*, som har ubestemt tid.

Terminalverdien kan blant annet finnes ved hjelp av EBITDA-multippel, eller Gordon's vekstformel, vist i ligning (3). EBITDA-multippel vises i kapittel 4.2. Selskapsverdien blir da summen av nåverdien til kontantstrømmene i planleggingsperioden og nåverdien av terminalverdien.

$$\text{Verdi} = \frac{\text{Fri kontantstrøm til selskapet}_{t=1}}{\text{WACC} - g} \quad (3)$$

Hvor *Fri kontantstrøm til selskapet_{t=1}* er forventet fri kontantstrøm året etter planleggingsperioden, *g* er vekstraten og *WACC* er totalkapitalkostnaden.

4.1.3 Justert nåverdi (APV)

Ved bruk av en konstant WACC, antar en at selskapet har en kapitalstruktur i samsvar med en bestemt andel gjeld av selskapsverdien. Hvis en forventer endringer i kapitalstrukturen over tid, vil metoden med justert nåverdi (APV) være mest hensiktsmessig (Koller, Goedhart & Wessels, 2010, s. 121-122). Metoden kan vises som (Damodaran, 2012, s. 16):

$$\begin{aligned} \text{APV} = & \text{Selskapsverdi ved 100\% egenkapitalfinansiering} \\ & + \text{Nåverdi av spart skatt som følge av gjeld} \\ & - \text{Forventede konkurskostnader} \end{aligned}$$

Ved bruk av denne metoden diskonterer en fri kontantstrøm med egenkapitalkostnaden til et selskap som om det ikke hadde gjeld.

4.1.4 Dividendemodellen

Denne metoden baserer seg på beregne verdien av egenkapitalen ut i fra dividender på aksjene (Damodaran, 2012, s. 323):

$$\text{Verdi per aksje} = \sum_{t=1}^N \frac{E(DPS_t)}{(1 + k_e)^t} \quad (4)$$

Hvor $E(DPS_t)$ er forventet dividende per aksje i periode t , k_e er egenkapitalkostnaden, N er levetiden og t er en gitt periode. Egenkapitalen er her nåverdien av fremtidige dividender.

4.2 Markedsbasert metode

Den markedsbaserte, eller multippelbaserte metoden som den også kalles, baserer seg på å sammenligne seg med andre selskaper innenfor samme bransje. En bruker så multipler fra den eller disse selskapene for å komme frem til en verdi på verdsettelsesobjektet, eller egenkapitalen. Innenfor multippelbasert verdsettelse finnes det flere metoder, blant annet EV/EBITDA-multippel, P/E-multippel og P/B-multippel.

EV/EBITDA-metoden beregner selskapets verdi (Enterprise Value), og for å finne verdien av egenkapitalen, må en trekke fra netto gjeld, hvor netto gjeld er rentebærende forpliktelser fratrukket kontanter. Aksjeprisen finnes så ved å dividere verdien av egenkapitalen på antall utestående aksjer.

$$\text{Estimert selskapsverdi} = \frac{\text{Verdsettelsesobjektets EBITDA}}{\text{EV/EBITDA-rate}} * \text{Industriens EV/EBITDA-rate} \quad (5)$$

Hvor EV/EBITDA-raten er selskapsverdien dividert med EBITDA for de sammenlignbare selskapene. Industriens EV/EBITDA-rate er gjennomsnittet av ratene.

Alternativt kan en finne verdien av aksjen direkte, ved bruk av P/E-metoden. Dette vises ved bruk av ligning (6):

$$\text{Estimert aksjepris} = \text{Driftsresultat per aksje for verdsettelsesobjektet} * \text{Industriens P/E-rate} \quad (6)$$

Hvor P/E-raten er pris per aksje dividert med resultat per aksje for de sammenlignbare selskapene. Industriens P/E-rate er gjennomsnittet av ratene.

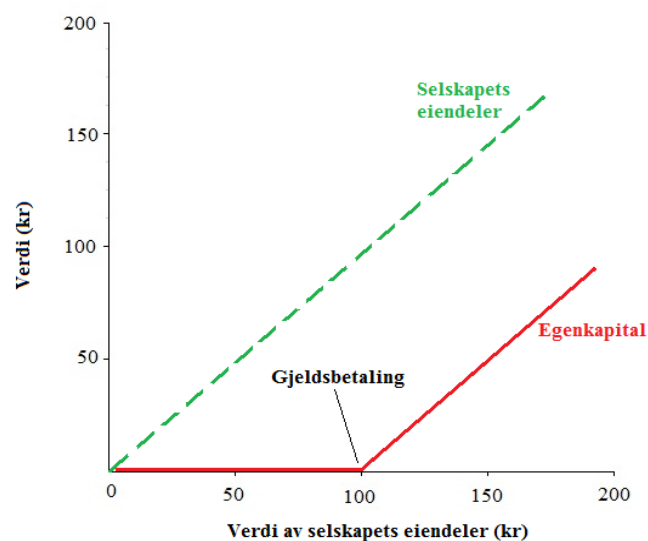
Ved bruk av P/B-metoden finner en verdien av egenkapitalen. Aksjeprisen finnes ved å dividere verdien av egenkapitalen med antall utestående aksjer.

$$\text{Estimert verdi av egenkapital} = \text{Verdsettelsesobjektets bokførte egenkapital} * \text{Industriens P/B-rate} \quad (7)$$

Hvor P/B-raten er markedsverdi av egenkapital dividert med bokført verdi av egenkapital. Industriens P/B-rate er gjennomsnittet av ratene.

4.3 Opsjonsbasert metode

Denne metoden baserer seg på å tolke kapitalstrukturen til et selskap som opsjoner på eiendelene. Her kan en se på aksjen som en «call-opsjon» på eiendelene til selskapet, med en utøvelsespris som er lik verdien av utestående gjeld (Berk & DeMarzo, 2014, s. 727).



Figur 4.1 – Egenkapital som «call-opsjon» (Kilde: Berk & DeMarzo, 2014, s. 727)

Som vist i figur 4.1, hvis verdien av selskapets eiendeler overstiger gjeldsbetalingen, får egenkapitalholderne verdien som er igjen etter at gjelden er betalt, hvis ikke går selskapet konkurs, og egenkapitalen er verdiløs.

Mulighetene til å utsette prosjekter eller investeringer, kan ha innvirkninger på verdsettelsen av et selskap. Patent eller patenter gir selskapet rett til å produsere et produkt eller tjeneste, og kan på denne måten verdsettes som en opsjon. Et selskap med naturressurser som har uutviklede reserver, kan velge å utvikle når prisen på ressursen er høy. Mulighetene et selskap har til å utvide eller forlate investeringer, kan også ha innvirkninger på selskapsverdien (Damodaran, 2012, s. 781 og 805).

4.4 Drøfting av verdsettelsesmetoder

Vi vil her ta for oss fordeler og ulemper ved de ulike metodene, for så å velge en verdsettelsesmetode vi vil bruke i våre beregninger.

Valg av metode vil avhenge av tilgjengelig informasjon, disponibel tid og pålitelighet. Diskontert kontantstrøm og markedsbasert metode gir de beste resultatene, og man bør kombinere noen varianter av disse (Kaldestad & Møller, 2011, s. 33). Titman og Martin (2014, s. 316) anbefaler også en kombinasjon av diskontert kontantstrøm og multipler. I en undersøkelse utført av Brotherson, Eades, Harris og Higgins (2014, s. 46-47) svarte alle investeringsbankene som deltok i undersøkelsen, at de bruker diskontert kontantstrøm for å beregne verdien av et selskap. I tillegg svarte alle at de bruker både multipler og vekstmodeller ved beregning av terminalverdi, hvor EBITDA-multippel blir mest nevnt. I følge Nissim (2013, s. 325) brukes generelt sett diskontert kontantstrøm og multipler i verdsettelse av egenkapitalen.

4.4.1 Diskontert kontantstrøm

Fordelene ved bruk av metodene innen diskontert kontantstrøm, er at det gjøres en grundig analyse av selskapet, basert på innhentet informasjon. Dette er også en metode som har blitt mye brukt under studiet vårt. I følge Damodaran (2012, s. 23) er det liten sannsynlighet for at verdsettelsen blir påvirket av feilprising i markedet, siden metoden baserer seg på selskapsspesifikke vekstrater og kontantstrømmer.

Ulempene ved bruk av metodene innenfor diskontert kontantstrøm, er at data til å utarbeide prognoser om fremtiden, kan være vanskelig tilgjengelig (Kaldestad & Møller, 2011, s. 33). For selskaper hvor en forventer tap i fremtiden, er det vanskelig å beregne fremtidige kontantstrømmer, siden metoden verdsetter selskapet med forutsetning om fortsatt drift, hvor en har positive kontantstrømmer til investorene. For sykliske selskaper vil metoden «glatte ut» forventede kontantstrømmer, med mindre analytikeren klarer å spå varigheten og starten på en økonomisk resesjon. Dersom et selskap har ubenyttede eiendeler, vil ikke verdien av disse være reflektert i verdien en får ved å diskontere fremtidige kontantstrømmer (Damodaran, 2012, s. 17-18). En annen ulempe er at metoden vektlegger fremtidige hendelser og prognoser over kontantstrøm, som baserer seg på historisk data og visse antakelser (Speranda, 2012, s. 804).

Egenkapitalmetoden kan være vanskelig å benytte, siden det er vanskelig å sammenstille kontantstrøm til egenkapitalen med korrekt egenkapitalkostnad. Dersom en forventer endringer i gjelden, må egenkapitalkostnaden justeres som følge av endring i risiko. Mange av måtene å omgå dette problemet på, kan ha restriksjoner som ikke samsvarer med prognosene en utarbeider over fremtidig kapitalstruktur. Dette kan føre til kontantstrømmer og egenkapitalkostnad som ikke samsvarer (Koller et al., 2010, s. 104 og 129).

Fordelene med APV-metoden viser seg når et selskap endrer kapitalstrukturen. Hadde en brukt et konstant totalavkastningskrav (WACC) i dette tilfellet, ville verdien av spart skatt blitt for høy. For å kompensere for dette måtte totalavkastningskravet blitt justert ved endring i kapitalstrukturen. APV-metoden separer verdien av spart skatt som følge av gjeld, og verdien av driften dersom selskapet var helt egenkapitalfinansiert (Koller et al., 2010, s. 121). Det som imidlertid kan være vanskelig ved bruk av APV-metoden, er å beregne sannsynligheten for mislighold, og kostnaden ved konkurs (Damodaran, 2012, s. 419).

Dividendemodellen kan virke hensiktsmessig, siden utbytte er en direkte form for avkastning. For banker og andre finansinstitusjoner er dette den enkleste måten å verdsette selskapet på, ettersom metoden tar hensyn til at deler av overskuddet må holdes tilbake for å finansiere regulatoriske krav til egenkapitalen, dersom selskapet vokser (Kaldestad & Møller, 2011, s. 38).

For dividendemodellen forutsetter metoden som benyttes for å finne avkastningskravet, en konstant gjeldsandel basert på markedsverdi, noe som er vanskelig å oppfylle i praksis (Kaldestad & Møller, 2011, s. 38). I tillegg er det knyttet stor usikkerhet til prognosene på et selskaps fremtidige dividender (Berk & DeMarzo, 2014, s. 282).

4.4.2 Markedsbasert metode

Fordelene ved bruk av multipl-basert verdsettelse, er at det er en enkel metode å bruke, dersom en har funnet gode sammenlignbare selskaper. Titman og Martin (2014, s. 276 og 290) mener at EBITDA-metoden egner seg best ved verdsetting av stabile og modne selskaper. Når det gjelder P/E-metoden, mener Lantz, Hikkerova, Mili og Sahut (2013, s. 30) at metoden egner seg lite for selskaper i vekst, fordi denne typen selskaper genererer lite profitt i starten.

Ved verdsettelse basert på multipler, kan det være vanskelig å finne sammenlignbare selskaper. I følge Damodaran (2012, s. 23) er det også problemer knyttet til at markedet kan ha vurdert verdien på de sammenlignbare selskapene feil, på denne måten vil verdsettelsen en utfører, bli feil. Speranda (2012, s. 806) mener derimot at en av fordelene med metoden, er at verdiene reflekterer nåværende situasjon i markedet.

Ulempen med EBITDA-metoden, er at EBITDA kun måler inntjening på eiendeler som allerede er en del av selskapet, og overser verdien av nye investeringer som selskapet foretar. Som følge av dette egner metoden seg dårlig for selskaper hvor verdien reflekterer store vekstmuligheter (Titman & Martin, 2014, s. 276).

Når det gjelder P/B-metoden er det lett å finne bokført verdi av egenkapital, forskjeller i alder på selskapenes eiendeler kan imidlertid føre til variasjoner mellom selskapene (Titman & Martin, 2014, s. 291).

4.4.3 Opsjonsbasert metode

Den grunnleggende hensikten med opsjonsbasert verdsettelse, er at metoden med diskontert kontantstrøm har en tendens til å undervurdere verdien av eiendeler som er avhengige av forekomsten av visse hendelser for å kunne generere avkastning. Opsjonsbasert verdsettelse tar hensyn til dette (Damodaran, 2012, s. 24). Metoden tar hensyn til selskapets fleksibilitet,

ettersom selskapet har mulighet å tilpasse strategien etter endringer i omgivelsene (Koller et al., 2010, s. 679).

Ulempene med opsjonsbasert verdsettelse når det gjelder utsettelse av prosjekter, er at verdien og variansen på underliggende, som i dette tilfellet er et prosjekt, er vanskelig å fastsette, siden prosjekter ikke blir omsatt. I tillegg er det ikke sikkert at prisadferden over tid samsvarer med antakelsene bak modellene for opsjonsprising. Det er heller ikke sikkert at det er en spesifikk periode hvor selskapet har retten til prosjektet. En annen ulempe er informasjonen som kreves. For å verdsette hver patent separat, trenger en informasjon som vanligvis kun er tilgjengelig for lederne i selskapet (Damodaran, 2012, s. 787 og 794).

Problemer ved å verdsette muligheten til å utvide, er at selskaper med muligheten til å utvide, i de fleste tilfeller ikke har en spesifikk tidshorisont for når beslutningen om utvidelse skal tas. I de tilfellene en vet levetiden på opsjonen, kan det være at verken størrelsen, og det potensielle markedet til produktet er visst. Når det gjelder muligheten til å forlate et prosjekt, kan en kun få et estimat på restverdien. I tillegg kan verdien av å forlate prosjektet endre seg over levetiden, noe som gjør det vanskelig å bruke de tradisjonelle teknikkene innen opsjonsverdsettelse. Det kan også være tilfellet at å forlate prosjektet ikke gir noen likvidasjonsverdi, men i stedet skaper kostnader, hvor en f.eks. må betale sluttvederlag til ansatte (Damodaran, 2012, s. 810 og 822).

4.5 Valg av metode

For verdsettelsen av LSG har vi valgt å legge til grunn diskontert kontantstrøm med total kapitalmetoden, hvor vi supplerer analysen ved bruk av markedsbasert metode. Valg av multipler innenfor markedsbasert metode presenteres i kapittel 11.2.2. Vi har valgt denne fremgangsmåten, fordi vi mener det er denne metoden som gir en grundigst analyse av selskapet, basert på fordeler og ulemper beskrevet ovenfor. Vi vil videre gå igjennom faktorer som er relevante ved bruk av diskontert kontantstrøm.

4.6 Egenkapitalkostnad

For å kunne beregne et selskaps total kapitalkostnad (WACC), må en beregne egenkapitalkostnaden, gjeldskostnad etter skatt, og den kapitalstrukturen selskapet har som

målsetting. Ingen av disse verdiene er direkte observerbare, derfor må en bruke forskjellige modeller, tilnærminger og antakelser for å komme frem til verdiene (Koller et al., 2010, s. 236).

4.6.1 Kapitalverdimodellen

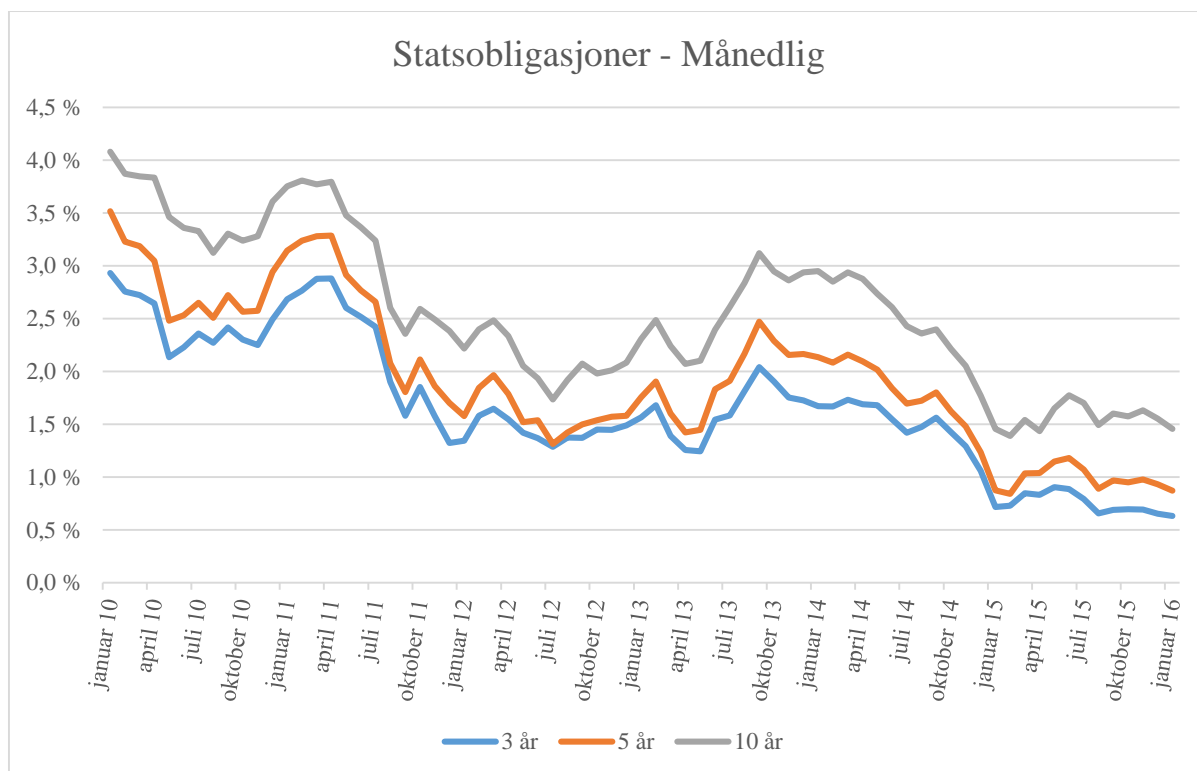
Ved en verdivurdering av et selskaps kontantstrøm, er egenkapitalkostnaden viktig. Denne representerer avkastningen som aksjonærene forventer å få ved å investere i selskapet (Bernstrøm, 2014, s. 107). For å beregne egenkapitalkostnaden, gjør en bruk av kapitalverdimodellen. Modellen kan vises på følgende måte:

$$k_e = E(r_i) = r_f + \beta_i [E(r_m) - r_f] \quad (8)$$

Hvor k_e er egenkapitalkostnad, $E(r_i)$ er forventet egenkapitalkostnad, r_f er risikofri rente, β_i er egenkapitalbeta, $E(r_m)$ er forventet avkastning i markedet og $[E(r_m) - r_f]$ er risikopremien en forventer i markedet.

Risikofri rente

Risikofri rente kan estimeres ved å se på statsobligasjoner. I USA er det vanlig å bruke 10-årige statsobligasjoner (Koller, Goedhart & Wessels., 2005, s. 302). I en undersøkelse utført av Brotherson, Eades, Harris og Higgins (2013, s. 24) svarte mesteparten at de brukte 10-årige obligasjoner. For selskaper i Norge utførte PWC og Norske Finansanalytikerers Forening (NFF) (2015, s. 7) en undersøkelse hvor en kom frem til at det i Norge for det meste benyttes 10-årige statsobligasjoner og normalisert langsiktig risikofri rente, for å finne risikofri rente. Mesteparten av de som benyttet normalisert langsiktig risikofri rente, benyttet en sats mellom 3% - 4%.



Figur 4.2 – Statsobligasjoner – Månedsgjennomsnitt (Kilde: Norges Bank & Oslo Børs, s.a.a)

Av figur 4.2 ser vi at trenden for statsobligasjoner stort sett har vært nedadgående, med unntak av noen svingninger. For januar 2016 var verdiene 0,63%, 0,87% og 1,45% for henholdsvis 3-årige, 5-årige og 10-årige statsobligasjoner. Gjennomsnittet av 10-årige statsobligasjoner i 2015 var på 1,57% (Norges Bank & Oslo Børs, s.a.b).

Beta

Kapitalverdimodellen skiller mellom systematisk risiko og usystematisk risiko. Systematisk risiko er den delen av f.eks. en aksjes risiko som er korrelert med markedets svingninger. Dette er en type risiko som påvirker alle selskaper og aksjer, og kan ikke diversifiseres bort. Risikofaktorer kan være uventede endringer i inflasjon, økonomiske utsikter osv.

Usystematisk risiko er den delen av aksjens risiko som ikke er korrelert med markedets svingninger, og som det går an å diversifisere bort dersom en har en stor nok portefølje. Denne risikoen er relatert til selskappspesifikke faktorer (Bernstrøm, 2014, s. 109).

Beta er et mål på systematisk risiko (Titman & Martin, 2014, s. 112). Siden en ikke kan observere beta frem i tid, er en avhengig av tilnærminger. Tilnærmingene baserer seg ofte på historiske beta-estimer (Brotherson et al., 2013, s. 24). En beta på 1.0 indikerer at en aksje svinger i takt med markedet. En beta som er større enn 1.0 indikerer at aksjen svinger mer

enn markedet, mens en beta som er mindre enn 1.0 indikerer at aksjen svinger mindre enn markedet. Beta defineres som:

$$\beta_i = \frac{\text{Kovarians aksje og markedsportefølje}}{\text{Varians markedsportefølje}} \quad (9)$$

Hvor β_i er egenkapitalbeta.

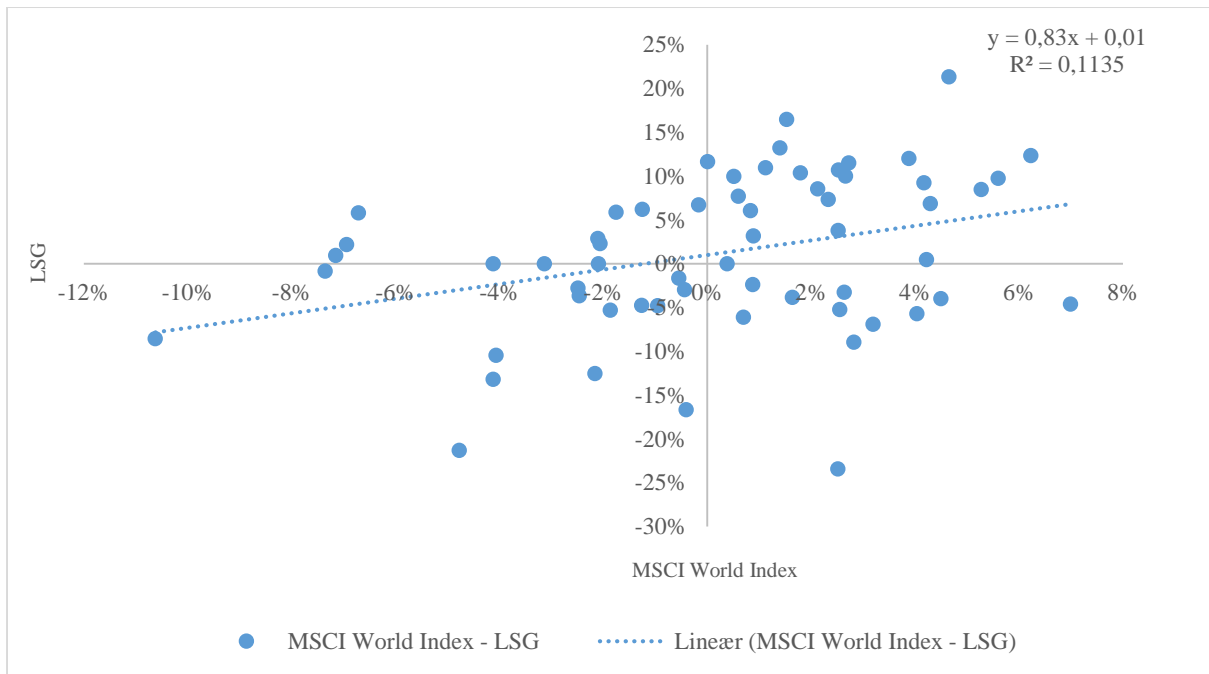
Beta kan også skrives som i formel (10). Titman og Martin (2014, s. 113) viser til at en aksjes beta kan beregnes ved at en tar en regresjon av selskapets meravkastning på aksjen, med meravkastning på indeksen.

$$(r_i - r_f)_t = \alpha + \beta_i(r_m - r_f)_t + e_t \quad (10)$$

Her er r_i observert avkastning en har fått ved å investere i selskapets egenkapital i periode t , r_f er risikofri rente observert i periode t , α er skjæringspunktet, β_i er betaen til selskapets egenkapital, r_m er markedets avkastning, $(r_m - r_f)$ er egenkapitalens risikopremie og e_t er den delen av egenkapitalavkastningen som ikke kan forklares av svingninger i markedet.

Siden LSG er børsnotert, kan vi finne betaen hos forskjellige byråer. F.eks. opererer E24 (22.02.2016) med en beta på 0,56 over ett år. Siden vi ikke vet hvordan denne er estimert, foretar vi en egen analyse. Det er vanlig å gjøre bruk av en markedsindeks i en analyse som dette. Fordi tallene på f.eks. OSEBX og S&P 500 er observerbare, og vi kan bruke disse til å beregne systematisk risiko.

I vedlegg 1 har vi beregnet LSG's beta til å være 0,76, mens R^2 er 0,1689. Ut i fra denne regresjonen vil dette si at LSG svinger mindre enn OSEBX, og at 16,89 % av svingningen til LSG kan forklares fra svingningen på OSEBX. Etersom Oslo Børs består av mange selskaper innen shipping og olje, vil vi benytte oss av en indeks som er mer internasjonal. Vi har derfor gjort bruk av MSCI World Index i våre beregninger. Dette er en indeks bestående av aksjer fra 23 utviklede land, og vi mener denne egner seg godt som en tilnærming av markedet. Resultatene av regresjonen vises i figur 4.3 og tabell 4.1. Observasjonene baserer seg på månedlig avkastning over 5 år, noe som gir 60 observasjoner.



Figur 4.3 – MSCI World Index – LSG (Kilde til beregninger: Oslo Børs, 2016b; Datastream, 2016)

Koeffisienter		P-verdi		t-Stat		Standardfeil	
Skjæringspunkt	X-variabel 1	Skjæringspunkt	X-variabel 1	Skjæringspunkt	X-variabel 1	Skjæringspunkt	X-variabel 1
0,0100	0,8300	0,3704	0,0085	0,9027	2,7247	0,0111	0,3046
R-kvadrat						0,1135	
Justert R-kvadrat						0,0982	
Observasjoner						60	

Tabell 4.1 – MSCI World Index – LSG (Kilde til beregninger: Oslo Børs, 2016b; Datastream, 2016)

Her har vi kommet frem til en beta på 0,83 og en R^2 på 0,1135. Ut i fra denne regresjonen vil dette si at LSG svinger mindre enn MSCI World Index og at 11,35% av svingningene til LSG, kan forklares med svingninger på MSCI World Index. Vi ser også fra vedlegg 2, at den virkelige verdien på beta ligger mellom 0,22 og 1,44 med 95% sannsynlighet.

Beregning av beta på denne måten vil bare være et supplement til en fullverdig analyse, vi vil derfor gå videre med å se på ugiret beta (unlevered beta) for industrien.

Siden ulike selskaper har forskjellig kapitalstruktur, må en gjøre en justering for dette for å kunne gjøre en sammenligning. Dette gjøres ved å beregne ugiret beta. Fremgangsmåten for dette vises i ligning (11), hvor ugiret beta finnes ved å flytte på leddene i ligningen.

$$\beta_i = \beta_u [1 + (1 - \tau_c)(D/E)] - \beta_d (1 - \tau_c) D/E \quad (11)$$

Hvor β_u er ugiret beta, E er markedsverdi på egenkapital, D er markedsverdi på gjeld, β_i er egenkapitalbeta, β_d er gjeldsbeta og τ_c er skattesatsen. Det er i enkelte tilfeller vanlig å anta at gjeldsbetaen er null, men dette blir feil dersom selskapet har en høy D/E -rate, fordi disse selskapene har større sannsynlighet for å gå konkurs (Berk & DeMarzo, 2014, s. 763). Skattesatsen settes til 25%, som er nåværende skattesats for bedrifter i Norge (Finansdepartementet, 2016).

Gjeldskostnad

Gjeldskostnaden kan beregnes på flere måter. Hvis det er liten sannsynlighet for at et selskap misligholder obligasjonen, kan en bruke obligasjonens YTM (yield to maturity) som et estimat på investorenes forventede avkastning. En kan også estimere gjeldskostnad ved å bruke kapitalverdmodellen. Dette forutsetter at en har funnet en gjeldsbeta (Berk & DeMarzo, 2014, s. 411-413).

En kan finne tilnærmet gjeldsbeta ved å bruke estimater fra obligasjonsindekser. Schaefer og Strebulaev (sitert av Berk & DeMarzo, 2014, s. 413) viste i 2009 gjennomsnittlige gjeldsbetaer, sortert etter rangering og forfall:

Rangering	A og høyere	BBB	BB	B	CCC
Gjennomsnittlig beta	< 0,05	0,10	0,17	0,26	0,31
Forfall	(BBB og høyere)	1-5 år	5-10 år	10-15 år	> 15 år
Gjennomsnittlig beta		0,01	0,06	0,07	0,14

Tabell 4.2 – Gjennomsnittlige gjeldsbetaer etter rangering og forfall (Kilde: Berk & DeMarzo, 2014, s. 413)

Selskap	Rangering	Egenkapitalbeta	Gjeldsbeta	Ugiret beta
Marine Harvest	BBB	0,8889	0,1000	0,8005
Austevoll Seafood	BBB	0,7168	0,1000	0,5742
Grieg Seafood	BBB	1,5292	0,1000	1,1106
SalMar	A	0,5942	0,0500	0,5186
Lerøy Seafood Group	A	0,8300	0,0500	0,7538
Gjennomsnitt				0,7516

Tabell 4.3 – Ugiret beta – (Kilde til beregninger: Oslo Børs, 2016b-2016f; Datastream, 2016; E24, 2016a-2016e; Marine Harvest Group, 2012-2016; Austevoll Seafood ASA, 2012a-2016; Grieg Seafood ASA, 2012-2016; SalMar ASA, 2012-2016; Lerøy Seafood Group, 2012-2016a)

I tabell 4.3 har vi beregnet gjennomsnittlig ugiret (unlevered) beta til å være på 0,75.

Rangeringene er funnet ved bruk av modeller i kapittel 7. Det er også verdt å igjen nevne at

Austevoll Seafood eier 62,6% av aksjene i LSG. For å beregne betaen til LSG, justeres ugiret beta med LSG sin egenkapital, gjeld og skattesats. Ettersom vi har beregnet beta før 01.03.16, vil ikke D/E-raten samsvare helt med raten i kapittel 11.1.1.

Selskap	Egenkapitalbeta	Gjeldsbeta
Lerøy Seafood Group	0,8275	0,0500

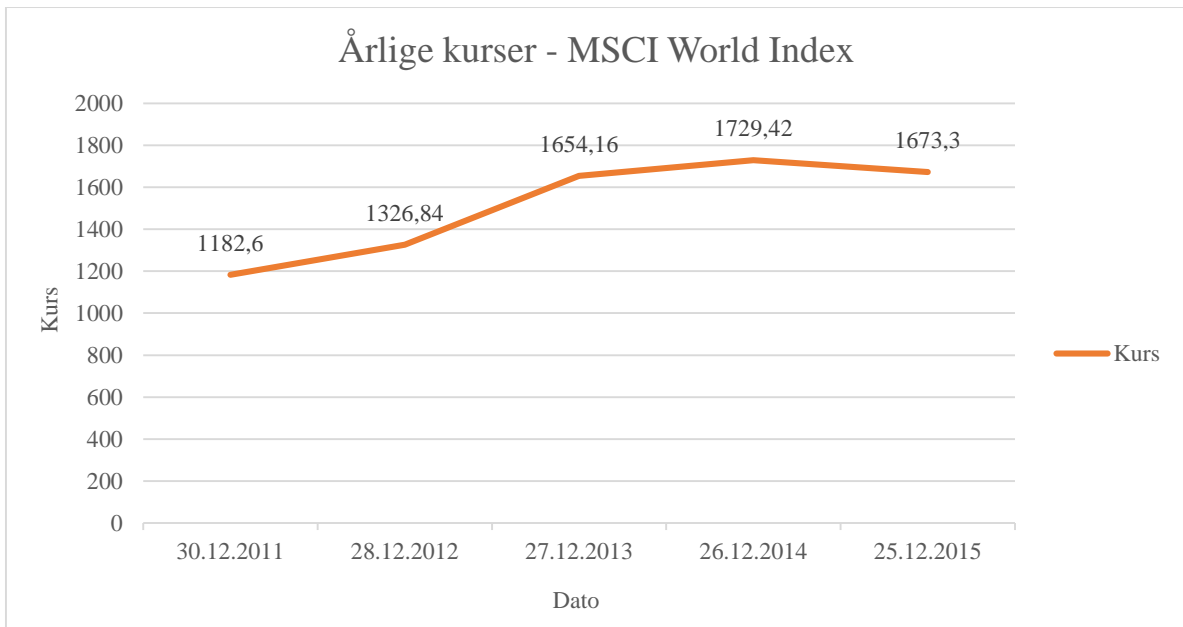
Tabell 4.4 – Egenkapitalbeta (Kilde til beregninger: Oslo Børs, 2016b-2016f; Datastream, 2016; E24, 2016a-2016e; Marine Harvest Group, 2012-2016; Austevoll Seafood ASA, 2012a-2016; Grieg Seafood ASA, 2012-2016; SalMar ASA, 2012-2016; Lerøy Seafood Group, 2012- 2016a)

Som vist i tabell 4.4, har vi kommet frem til en egenkapitalbeta på 0,8275. Dette er ikke så langt fra vårt opprinnelige estimat. Vi har valgt en gjeldsbeta på 0,05 for LSG, ut i fra rangering. Vi velger å ikke gjøre ytterligere justeringer, ettersom det er flere sammenlignbare selskaper.

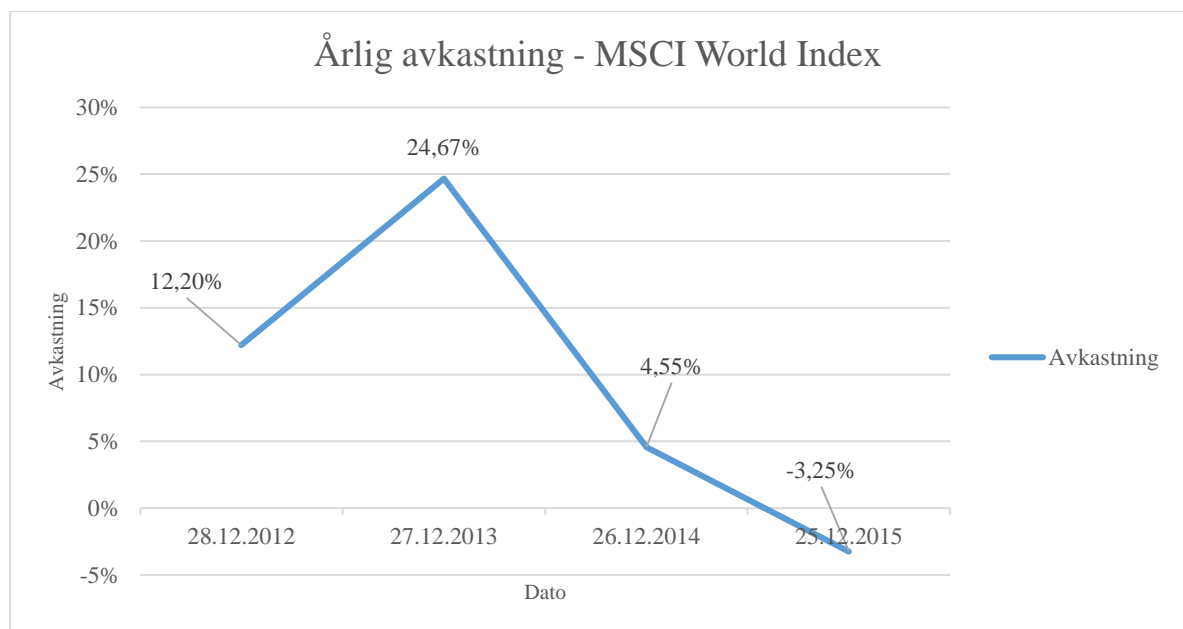
Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er avkastningen på markedsporteføljen, fratrukket risikofri rente. I undersøkelsen gjennomført av PWC og NFF (2015, s. 8), kom en frem til at i Norge lå markedets risikopremie på 5,2% i 2015. I samme undersøkelse kom en også frem til at medianen til markedets risikopremie har ligget på 5% de siste årene. Koller et al. (2010, s. 237) viser til at en rekke modeller opererer med en risikopremie på 4,5% og 5,5%.

Ser vi på kursen til MSCI World Index de siste årene, ser vi at kursen har vært stigende, med unntak av 26.12.2014 til 25.12.2015.



Figur 4.4 – Årlige kurser – MSCI World Index (Kilde: Datastream, 2016)



Figur 4.5 – Årlig avkastning – MSCI World Index (Kilde: Datastream, 2016)

Årlig avkastning vises i figur 4.5. Datoene sammenfaller ikke nøyaktig, grunnet fridager og tilgjengelig data, men de gir imidlertid en god indikasjon på årlig avkastning. Gjennomsnittet av avkastningene beregnes til 9,54%. For å oppnå en gjennomsnittlig risikopremie i markedet på f.eks. 5%, vil dette si at en må ha en gjennomsnittlig risikofri rente på 4,54%. Ut i fra dette kan det virke mest hensiktsmessig med bruk av normalisert langsiktig risikofri rente. Disse tallene baserer seg i midlertid på et kort tidsrom. I vår analyse har vi derfor valgt å basere oss på risikofri rente ut i fra 10-årslige statsobligasjoner og en risikopremie i markedet på 5,2%.

4.7 Totalkapitalkostnad (WACC)

Dersom et selskap er finansiert med både egenkapital og gjeld, vil risikoen til underliggende eiendeler ligne på risikoen til en portefølje bestående av selskapets gjeld og egenkapital. I dette tilfellet er det hensiktsmessig å bruke totalkapitalkostnaden for å beregne kapitalkostnaden til selskapets eiendeler (Berk & DeMarzo, 2014, s. 422 og 490):

$$\text{WACC} = \frac{E}{E + D}k_e + \frac{D}{E + D}k_d(1 - \tau_c) \quad (12)$$

Hvor E er markedsverdien av egenkapital, D er markedsverdien av gjeld, k_e er egenkapitalkostnaden, k_d er gjeldskostnaden og τ_c er skattesatsen.

Beregning av totalkapitalkostnad vises i kapittel 11.1.1. Vi vil videre utføre en strategisk analyse.

5.0 Strategisk Analyse

I dette kapitlet vil vi utføre en strategisk analyse, før vi utarbeider den finansielle analysen. Hensikten med å utarbeide en strategisk analyse, er å få inngående kunnskaper om bedriften og bransjen generelt. Vi deler analysen opp i en ekstern del og en intern del. Den eksterne delen tar for seg makro- og bransjeforhold, og har til hensikt å kartlegge omgivelsene til selskapet. Kartleggingen skjer ved hjelp av rammeverket «PESTEL» og Porters fem krefter. Den interne delen av analysen har til hensikt å analysere styrkene og svakhetene til selskapet. Her vil vi utføre en «VRIN»-analyse for å se om Lerøy har noen fordeler/ulempes i forhold til sine konkurrenter i bransjen. Til slutt vil vi konkludere om vi finner grunnlag for fremtidig egenkapitalrentabilitet utover egenkapitalkravet.

5.1 Ekstern analyse

Denne delen fokuserer på forhold som ligger utenfor bedriften, og som er med på å påvirke hele bransjen som sådan. For å utforske de makroøkonomiske forholdene til Lerøy, vil vi utføre en makroanalyse ved hjelp av rammeverket «PESTEL». Denne analysen kan hjelpe oss med å kartlegge hvilke omgivelsesfaktorer som er kritiske for bedriften i dag, og i framtiden.

5.1.1 Politiske faktorer

Som nevnt i kapittel 2.2, eksporterte norsk sjømatnæring, sjømat for 74,5 milliarder kroner i 2015. Derfor er Norges handelspolitikk av stor interesse for bransjen. Norge har sammen med sine samarbeidspartnere i EFTA og EU, et av verdens mest omfattende frihandelsavtaler, og er stadig i nye forhandlinger. For norsk fiskeriindustri er det viktig å konkurrere med samme betingelser som utenlandske aktører (Nærings- og fiskeridepartementet, 2014a, s.a.b).

Norsk sjømateksport er eksponert mot handelspolitiske konflikter, og kan bli påvirket av ulike sanksjoner som kan hindre næringen sin konkurranseevne. Endringer i de globale handelspolitiske vilkårene er vanskelige å forutse, og derfor vanskelig å unngå konsekvensene av. I dag er særlig handelsrestriksjonene til Russland og Kina av interesse, siden dette er store markeder for sjømat. Russland var det største markedet for norsk eksport

av sjømat fram til august 2014, og sto for 10% av all eksport av sjømat i 2013 (Norges sjømatråd, s.a.b). Handelsrestriksjonene til Russland har ført til at hele dette markedet forduftet over natten. Også tollunionen EAEU (Eurasian Economic Union) innførte restriksjoner på import av laks og ørret. Restriksjonene fra EAEU ble opphevet i fjerde kvartal 2015, men hadde betydelig negativ innvirkning for prissettingen i markedet (Lerøy Seafood Group, 2016a, s. 4). Det kinesiske markedet har også vært preget av politiske konflikter. Etter at den kinesiske regime-kritikeren Liu Xiaobo vant Nobels fredspris i 2010, har eksportveksten til Kina vært relativt lav.

Intern politikk

Sjømatnæringens produksjon påvirkes av den nasjonale fiskeripolitikken. Her kan lover produsentene må forholde seg til endres, noe som kan endre næringens oppdrettsvirksomhet og tradisjonelt fiske. Dette kan gjelde forskrifter om medisinbruk, sikkerhetstiltak, konsesjoner m.m.

Det er fiskerimyndighetene som regulerer hvordan konsesjoner blir tildelt. Formålet med konsesjonsreguleringen er å kontrollere og begrense hva aktørene i næringen produserer (Nærings- og fiskeridepartementet, 2015). Konsesjonsendringer kan påvirke selskapene sin konkurransevne overfor andre konkurrenter. I den tradisjonelle havbruksnæringen er det mange måter som brukes for å regulere fiske og fangst. Dette kan gjelde hvem som kan fiske, hvor man kan fiske, størrelse på kvoter og andre kvalifikasjoner for å søke etter kvoter. Det samme gjelder i oppdrettsnæringen, som strengt reguleres med fokus på plassering, helse, sikkerhet og miljøpåvirkninger (Nærings- og fiskeridepartementet, 2015). Endrede produksjonsvilkår kan være faktorer som gjør norsk sjømatnæring mindre konkurransedyktig overfor utenlandske aktører.

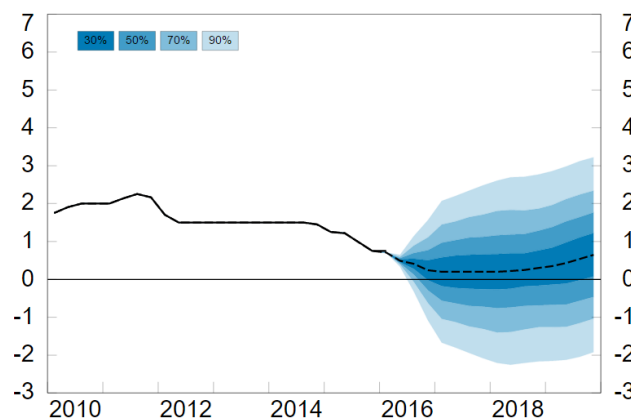
5.1.2 Økonomiske faktorer

Økonomiske faktorer som påvirker bransjen er fiskepriser, valutakurser og andre makroøkonomiske faktorer som spiller inn på produksjon og konsum av sjømat. For produsenter av sjømat, er prisen de får for sine produkter avgjørende for deres inntekter. Ettersom selve produksjonen av oppdrettsfisk er en prosess som tar flere år å fullføre, kan det være stort skille mellom salgspris den dagen man starter produksjonen, og til fisken er salgsklar. Prisendring er derfor en stor risikofaktor for selskapet, og er en avgjørende faktor for virksomhetens resultat.

Selskaper innen næringen som opererer internasjonalt, er utsatt for risiko når det kommer til utenlandsk valuta. F.eks. kan en ha et tilfelle hvor et norsk selskap vet at det vil motta \$1 000 om 2 måneder fra et amerikansk selskap. Endringer i valutakursen mellom norske kroner og amerikanske dollar, kan ha positive eller negative effekter, alt etter om kursen går opp eller ned (Hull, 2012, s. 10-11). Som eksportør er valutakurs av stor betydning, siden en får betalt i utenlandsk valuta. 2015 har vært et år med drastisk svekkelse av den norske kronen mot utenlandsk valuta. Svak norsk kronekurs gir eksportbedrifter bedre konkurranseforhold mot utenlandske produsenter. Ettersom det utenlandske markedet for norsk sjømat er dominerende overfor hjemmemarkedet, er bransjen følsom for valutaendringer.

Gjeldsrisiko

Et selskap som har langsiktig gjeld med flytende rente, vil være risikoutsatt mot renteøkninger. Oppdrettsnæringen er en kapitalkrevende næring med tilhørende høy finansiell risiko. Det er vanlig praksis i bransjen å redusere den finansielle risikoen ved bruk av rentederivater og andre finansielle instrumenter. Styringsrenten har stor påvirkning på rentebærende gjeld, og er derfor av stor interesse i en så kapitalkrevende næring. I figur 5.1 framgår det at styringsrenten er ventet å holdes på et relativt lavt nivå framover. Norges Bank begrunner sine anslag med at veksten i verdensøkonomien er moderat, og at den norske økonomien møter utfordringer med økende arbeidsledighet og fortsatt lav oljepris (Norges Bank, 2015a, 2015b, s.a.a).



Figur 5.1 - Styringsrenten (Kilde: Norges Bank, s.a.a)

Likviditetsrisiko

Svingninger i fiskepriser, fôrpriser og produksjons- og slaktevolum, vil kunne påvirke bedriftenes betalingsevne. Det er da en risiko for at ulike faktorer setter selskapet i en posisjon der det ikke kan gjøre opp sine forpliktelser til avtalt tid.

Kreditrisiko

For selskaper som driver med salg av varer, vil det alltid være en risiko for at motparten ikke kan gjøre opp for seg. Dette kan skape direkte tap på fordringer, og redusere selskapets resultat og betalingsevne.

Inflasjon

Inflasjon er en vedvarende økning i det generelle prisnivået, med andre ord ett fall i verdien på kronen. Inflasjon er en faktor som det er nødvendig å ta hensyn til, siden vi i denne utredningen skal estimere fremtidige kontantstrømmer. Norges Bank har 2,5% årlig inflasjon som mål, dette betyr at over tid skal konsumprisene vokse rundt 2,5% årlig (Norges Bank, s.a.b).

5.1.3 Demografiske faktorer

Verdens befolkning øker i et stadig raskere tempo, og er ifølge FN ventet å nå 9 milliarder innen 2050, før veksten avtar (Forente Nasjoner [FN], 2013). Dette betyr at verdens befolkning er ventet å øke med nesten 30% på relativt få år, dette krever økt matkonsum (Lerøy Seafood Group, 2015a, s. 50). FAO (s.a.) har estimert at verdens samlede matproduksjon må øke med 70% innen 2050 for å holde tritt med befolkningsveksten, samt hindre dages «sult-situasjon». FAO sier videre at utfordringer for økt matproduksjon, blant annet er mindre landbruksareal, som et resultat av stadig økende urbanisering. Dette gir grunn til å tro at mer av verdens matvareproduksjon vil ta sted i havet. I dag er under 5% av verdens matvareproduksjon i havet, selv om det dekker 70% av verdensoverflaten, det er derfor all grunn til å tro at dette vil øke (laks.no, 2016).

Som et resultat av befolkningsveksten, er det ventet at etterspørselen etter sjømatprodukter vil bli større i årene som kommer. Med tanke på denne utviklingen, er oppdrettslaks en mer ressurseffektiv kilde til mat, siden den kun krever 1,2 kg mat for å vokse ett kilo. Til sammenlikning krever dyr som ku, sau, gris og høne henholdsvis 8 kg, 8 kg, 3 kg og 2 kg for å vokse ett kilo (Lerøy Seafood Group, 2015a, s. 45). Ressurseffektiviteten i

oppdrettsbransjen er med på å øke verdens matvareproduksjon på en mer fremtidsrettet måte. Det må også trekkes fram at laks er en næringsrik fisk, rik på omega 3, sunne fettstoffer og vitaminer, samt en god kilde til proteiner. Sjømat er en god kilde til næringsstoffer som kan være mangelfulle i annen type matvarer (NIFES, 2015c). Derfor er også helsegevinstene med sjømat fordelaktige for framtidig matvareproduksjon.

5.1.4 Teknologiske forhold

Innovasjon og stadig fornyelse innen maritim teknologi, er viktig for å utvikle mer effektiv og bærekraftig produksjon. Nye teknologiske løsninger kan effektivisere produksjonen, både innen akvakulturen og tradisjonelt fiskeri. Tradisjonelt fiske er regulert av kvoter, grunnet bestandsregulering, dermed vil mesteparten av framtidig verdiskapning komme fra videreforedling og effektivisering av produksjonen. Dette gjelder også oppdrettsbransjen, som er regulert av oppdrettsloven, som også har til formål å sikre en livskraftig kystnæring (Oppdrettsloven, 1985). Dette begrenser veksten i produksjonen slik den gjøres i dag. Framgangen innen lukkede oppdrettsanlegg er med på øke produksjonsveksten, siden disse anleggene ikke er bundet av de samme geografiske og biologiske forholdene som begrenser de åpne anleggene. Dette gjør det mulig for andre land som i utgangspunktet ikke har de geografiske forholdene for oppdrett, å produsere.

5.1.5 Miljømessige forhold

Bransjen har store miljømessige utfordringer med tanke på lakselus, rømming, medisiner og avfall fra merder.

Lakselus

Lakselus er den vanligste parasitten på laks, og den kan formere seg på laks og ørret i saltvann. Lusen påfører fisken sår som kan gi infeksjoner og problemer med saltbalansen. Det jobbes med å sikre kontroll over lusenivåene, blant annet ved telling av lus. Lus som er resistente mot medisiner er også et problem. Andre metoder for å holde kontroll med lusene, er rensfisk som spiser lus av laksen, spyling av lus, beskyttelseskjørt, badbehandling, spesialfôr og laser (Laksefakta, 2014b).

Lakselus er en parasitt som lever naturlig utenfor kysten vår, parasitten er en av de største tapsårsakene innen oppdrettsbransjen i dag, og Havforskningsinstituttet anslår årlige tap på 500 millioner kroner. Tapene kommer i hovedsak av kjemikaliebruk, ekstraarbeid og vekttap

(Havforskningsinstituttet, 2014). Oppblomstring kan forekomme i tilknytning til oppdrettsanlegg, derfor brukes det ulike medisiner og rensefisk for å hindre store lusebestander i anleggene. Selv om det er relativt få lus i oppdrettsanleggene, kan mengden fisk føre til økt andel infisert villaks. Lakselus kan overføres fra oppdrettsanlegg til villaks, fordi parasitten kan overleve uten vert i flere dager (World Wide Fund for Nature [WWF], s.a.).

Rømming

Rømt oppdrettsfisk kan gyte sammen med villfisk. Dette kan påvirke overlevelsesevnen til ville bestander og tap av genetiske ressurser (Havforskningsinstituttet, 2012). Hvis utviklingen fortsetter, vil oppdrettsvirksomheten kunne utrydde hele laksebestander (Miljødirektoratet, 2013). Hver laks som rømmer er et økonomisk tap for næringen, og oppdrettere møter strengere krav når det gjelder sikring av anleggene (Laksefakta, 2014c). Rømming kan føre til store tap både økonomisk, og for den naturlige laksebestanden. Forskning viser at det biologiske mangfoldet hos laksebestanden er redusert, som et resultat av rømt oppdrettslaks som formerer seg med villaksen. Videre kan denne utviklingen resultere i en laksebestand som er mindre overlevelsesdyktig (Rønning, 2011).

Sykdom

Sykdom kan overføres fra oppdrettsfisk til villfisk, og fra villfisk til oppdrettsfisk. Mange sykdommer eksisterer naturlig, men i lave frekvenser. Når et utbrudd skjer i et oppdrettsanlegg, spres smitten lettere fra ett individ til et annet (Røsvik, 1997, s. 52). I oppdrettsnæringen i Norge skyldes de største tapene virusinfeksjoner. Det finnes ingen kur mot disse sykdommene, og fisk som viser tegn på sykdom blir destruert (Nærings- og fiskeridepartementet, 2014b). Ved et sykdomsutbrudd vil det dermed være kostnader forbundet med tap av fisk og dårlig vekst, men også ved medisinerer for å fjerne sykdommen.

Næringsalter

Fiskeoppdrett slipper ut næringsalter fra rester av fiskefôr og fiskens avføring (Miljødirektoratet, 2012). Dette kan føre til økt algeproduksjon, som igjen kan føre til lavt oksygeninnhold på sjøbunnen. For områder med lite vannutskiftning kan dette ha negative konsekvenser for livet på havbunnen, og for fisken. Det arbeides med strengere krav til

miljøovervåkning, og på lokaliteter hvor det er dårlig miljøtilstand, må det tas en vurdering om driften skal stoppe og anlegget flyttes (Miljødirektoratet, 2014).

5.1.6 Juridiske forhold

Bransjen er regulert av det juridiske lovverket man har i de respektive land man driver virksomhet. Her regulerer staten arbeidslover, minstepriser, konkurranselovgivning, og helse- og sikkerhetspolitikk. I Norge har vi et av verdens strengeste lovverk når det gjelder fiskeri- og oppdrettsvirksomhet. På mange måter kan fiskeribransjen i Norge nyte godt av statens «vellykkede» bestandsregulering, når vi sammenlikner oss med andre land i Europa (Regjeringen, 2007). Også de strenge juridiske forholdene som regulerer oppdrettsbransjen, har vist seg å gagne produsentene. Reglene som omhandler kvoter og biologiske forhold, har vist seg svært fordelaktige når vi sammenlikner Norge med Chile. ILA-krisen, som fant sted i Chile i perioden 2007-2009, førte til dramatisk produksjonsreduksjon fra verdens nest største oppdrettsland. Mangel på forebyggende tiltak og driftsstrukturen, med tett avstand mellom oppdrettsanlegg, er hevdet å være hovedårsaken til den store ILA-epidemien (iLaks.no, 2014a).

5.1.7 Bransjeanalyse

Vi vil videre kartlegge bransjens konkurransearena ved bruk av en konkurrentanalyse bygget på rammeverket «Porters fem krefter». Analysen vil gi oss innsikt i hvilke aktører som er i stand til å utnytte sin markedsposisjon til å kapre deler av verdiskapningen i næringen, og hvilke trusler som finnes på konkurransearenaen i dag, og i framtiden.

Kundenes forhandlingsstyrke

Ved å analysere kundene får vi et bilde over hvor stor forhandlingsmakten til kundene er. Indikatorer på høy kundemakt er lave byttekostnader, og liten grad av produktdifferensiering. Partenes størrelse og avhengighetsforholdet vil være avgjørende for deres forhandlingsmakt. (Løwendahl & Wenstøp, 2009, s. 213)

Det selges ulike produkter, både ubehandlede og bearbejdede. Selv om det finnes mange ulike sjømat-sorter og bearbejdingsprosesser, er varene tilbudt av mange tilbydere. Dette gjør det vanskelig for kjøpere å skille den ene produsentens varer fra den andre, og vi kan kalle varene i bransjen for standardiserte. At de aller største kommersielle sortene, som laks, er handlet i godt utviklede markeder med finansielle instrumenter som futures, forwards og

opsjoner, bidrar til denne standardiseringen i markedet. Utenom geografisk opphav, miljø og produksjonsmetoder, ser kundene på produktene som mer eller mindre standardiserte produkter, noe som gjør kundene prissensitive.

For kundene er det lave kostnader knyttet opp til bytte av leverandør, noe som bidrar til kundens forhandlingsmakt. Samarbeidsavtaler med kunder for å skape tettere bånd mellom seg og sine kunder, er tilstede i dag, men det er ikke tilstrekkelig til å klassifiseres som høye byttekostnader. Sjømat er en vare som har begrenset levetid, noe som gir kundene økt forhandlingsmakt, siden leverandøren er avhengig av å skape nok etterspørsel for sine produkter. Holdbarheten på produktene gjør at kundene stiller krav til punktlighet og fleksibilitet i leverandørens logistikk.

Totalt anser vi at kundenes forhandlingsmakt er betydelig, og at det er stor risiko for at kunder vil tilrive seg en uforholdsmessig stor andel av verdiskapningen.

Leverandørenes forhandlingsstyrke

Ved å analysere leverandørene får vi et bilde over hvor stor forhandlingsmakten er. Indikatorer på høy leverandørmakt er få tilbydere, høye byttekostnader og stor grad av produktdifferensiering. Partenes størrelse og avhengighetsforholdet vil være avgjørende for deres forhandlingsmakt (Løwendahl & Wenstøp, 2009, s. 216).

For oppdrettsbransjen er det produsenter av smolt, fôr og rensefisk som er de viktigste leverandørene. Ettersom de fleste oppdrettsselskapene er selvforsynt med smolt og rensefisk, er det produsentene av fôr som er deres viktigste leverandører. Næringen for produksjon av fiskefôr i Norge er preget av få, men store aktører. Lerøy bruker i all hovedsak EWOS og Skretting. Lerøy, samt de andre oppdrettsselskapene er avhengig av fiskefôr i sin produksjon. Begge disse faktorene skulle tilsi at leverandørene har stor forhandlingsmakt.

Faktorer som taler for redusert leverandørmakt, er at oppdrettsbransjen er preget av at det finnes store enkeltaktører, noe som fører til et gjensidig avhengighetsforhold mellom produsent og leverandør. I tillegg selger fôrleverandørene et standardisert produkt, hvor det er enkelt for oppdrettsselskapene å skifte leverandør.

Samlet sett ser vi trusselen for at leverandørene skal ta uforholdsmessig stor andel av verdiskapningen, som liten/moderat.

Trusler fra nye konkurrenter

«Ved å analysere muligheten for inntrengere på konkurransearenaen får vi et bilde av hvor enkelt det er å etablere seg på den. Jo dyrere og mer komplisert dette er, desto høyere er inngangsbarrierene, og desto sterkere favoriseres etablerte bedrifter» (Løwendahl & Wenstøp, 2009, s. 206).

Trusselen for større nyetableringer i Norge er relativt små, grunnet de store oppstartskostnadene, som vil påføre eventuelle nyetableringer store inngangsbarrierer. Det vil kreve store investeringer i anlegg, kompetanse og konsesjoner. Dette kan også være vanskelig å få tak i, siden staten har strenge regler for hvor man kan, og hvem som kan få konsesjonsrettigheter. Det faktum at det eksisterer store aktører som er med i hele verdikjeden, fører til at det vil være vanskelig med nyetableringer, med tanke på stordriftsfordeler.

Det vil være vanskelig for nye aktører i alle land hvor det er eksisterende oppdrettsindustri, siden inngangsbarrierer og manglende områder med gode produksjonsforhold, vil være vanskelig å oppdrive. Tradisjonell oppdrett begrenser seg til et fåtall mulige produsentland, siden det er mange produksjonsforhold som må ligge til grunn for oppdrettsanlegg. Ny teknologi gir derimot større mulighet for nyetableringer. Landbaserte oppdrettsanlegg vil fjerne geografiske og biologiske produksjonsbarrierer, som tilstrekkelige hav-areal, vanngjennomstrømming, passende temperaturer og andre naturlige forutsetninger for produksjonen. Nye aktører kan dra nytte av tidligere nevnte faktorer i analysen, som liten produkt differensiering, lave byttebarrierer for leverandør, samt at det er flere aktører på kundesiden. Ettersom at det er gunstige salgspriser, og etterspørselen som tidligere nevnt er ventet å øke, er det gode forutsetninger for nyetableringer i framtiden.

Totalt anser vi at trusselen for nyetableringer er forholdsvis lav i dag, men med stort potensial i framtiden. Da spesielt med tanke på produksjon som resultat av ny teknologi, som gjør produksjonen mindre avhengig av biologiske og geografiske faktorer.

Trusler fra substitutter

Ved å analysere substituttene, får vi et bilde av hvor enkelt det er for konsumentene å erstatte Lerøy sine produkter med andre, alternative produkter. Høye byttekostnader og produktdifferensiering, gjør det vanskeligere for konsumentene å velge substituttproduktene (Løwendahl & Wenstøp, 2009, s. 210).

Det har vært økt produktdifferensiering i sjømatindustrien de siste årene, noe som har resultert i et større spekter av produkter enn tidligere. Derfor er det mulig å kalle ulike produkter av samme fiskesort som substitutter. For bransjen, som vi har definert som norsk sjømat, og i hovedsak norsk oppdrett, er deres substitutter andre proteintilganger som kylling, storfe, lam, svin og andre sjømatprodukter som ikke produseres i Norge. Vi har tidligere nevnt at sjømat har store helsegevinster, og det er all grunn til å tro at det er derfor mange kunder prefererer sjømat fremfor andre proteintilganger. Trolig kreves det en relativt stor prisøkning innen sjømat, for at sjømat skal bli byttet ut med andre produkter. Derfor er det andre sjømatprodukter som klassifiseres som det nærmeste substituttet for Lerøy sitt produktsortiment.

Det finnes alternative kilder til proteiner, omega 3, vitaminer og fettstoffene som finnes i sjømat. Alternativene finnes i de substituttene som tidligere er nevnt, samt kosttilskudd. Konsumentene har heller ingen byttekostnader forbundet med endret atferd.

Samlet sett ser vi på trusselen fra substitutter for norsk sjømatnæring som lav/moderat.

Intern rivalisering

Ved å analysere konkurrentene i bransjen, får vi et bilde av hvor høy og stabil konkurranseintensiteten er. Jo høyere og mindre stabil konkurranseintensiteten er, desto vanskeligere er det for bedriften å finne en posisjon som gir gode marginer som kan opprettholdes over tid (Løwendahl & Wenstøp, 2009, s. 210).

Faktorer som er med på å øke den interne konkurransen, er at det er mange tilbydere av sjømat i Norge, relativt lav produktdifferensiering og lave kostnader knyttet til å bytte leverandør/produsent. Om vi ser primært på oppdrettsbransjen, er også den preget av mange tilbydere, både i Norge og i utlandet. Bransjen er preget av høye faste kostnader, siden det kreves store investeringer ved oppstart, alt fra havbruk, videreforedlingsanlegg og

distribusjonsanlegg. De variable kostnadene er derimot relativt lave. Begge disse faktorene vil tilsi lavere marginer over tid. Begrensede muligheter for produksjonsøkning, både innen tradisjonell fiske og oppdrett, vil medføre økt konkurranse når det gjelder hvem som får ta del i produksjonen. I oppdrettsbransjen er det begrensede muligheter for økt produksjon, siden det er staten som regulerer konsesjonene, derav produksjonsmengden. Manglende muligheter for økt produksjon, vil i utgangspunktet føre til økt rivalisering blant produsentene. Siden det er staten som tildeler konsesjonene, og har klare insentiver for å hindre et scenario med et fåtall store produsenter, reduserer dette noe av konkurranseintensiteten i bransjen.

Tider med høy etterspørsel og pris, er også med på dempe konkurransen, siden dette skaper gode vekstforhold og gode marginer for selskapene. Disse faktorene kan endre seg over tid og det er ingen garanti for at dette skal vedvare i framtiden.

Det er også verdt å nevne utgangsbarrierer med tanke på eventuelle lokale nedleggelse. I tradisjonelt fiske er det begrenset ansvar rundt mottakene, mens det i oppdrettsbransjen har vist seg å være mulig å videreselge sine konsesjoner. Dermed er det rimelig å si at det er relativt lave utgangsbarrierer i bransjen.

Konkurranse bringer med seg mange positive effekter, som økt effektivisering gjennom nytenkning, og forbedrede produksjonsmetoder. I tillegg kommer økt fokus på nye produkter, både gjennom produksjon av nye arter, og ved å skape nye produkter av eksisterende arter. Resultatmessig kan dette fremme bransjens konkurranseevne, både mot andre norske, og utenlandske selskaper.

Totalt mener vi at den interne rivaliseringen i bransjen er moderat. Som et resultat av konsesjonssystemet, som demper konkurranseintensiteten.

Nøytralisering av trusler

Her vil vi se på eventuelle tiltak som kan gjøres for å motvirke de ulike truslene. For å motvirke kundenes forhandlingsmakt, kan man skape et tettere samarbeid med kundene, noe som fører til høyere byttekostnader for kjøper. Lerøy har inngått et slikt samarbeid. Et eksempel på dette er distribusjonsanlegget Sjømathuset, som er et samarbeid med Norges Gruppen. Samarbeidet mellom produsent og detaljist gjør at de to selskapene i større grad er bundet av hverandre, og at byttebarrierene hos kunden er større. For å motvirke

leverandørens forhandlingsmakt, kan tiltak som oppstart av egen fôrproduksjon føre til en bedre forhandlingsposisjon overfor leverandørene.

Trusselen knyttet opp til nye konkurrenter, er i hovedsak ny teknologi, som kan gjøre det mulig med produksjon på land. Produksjonen blir da uavhengig av geografiske og biologiske forhold. Dette vil i hovedsak være avhengig av produksjonskostnader knyttet til landproduksjon. Her kan tiltak som å fokusere på fiskehelse, levekår og naturlig produksjon være med på å differensiere seg fra landbasert produksjon.

Tiltak for å redusere trusselen fra substitutter er det vanskelig for Lerøy å gjøre noe med selv. Lerøy og bransjen generelt, kan gjennom ulike bransjeorganisasjoner, som Norsk sjømatråd, sette fokus på helsegevinster og etisk produksjon, for å hindre negativ omtale av oppdrettslaks og overfiske.

5.1.8 Oppsummering av konkurranseanalysen

Gjennom konkurranseanalysen konkluderer vi med at kundenes forhandlingsmakt er den største enkeltrusselen for å tilrive seg uforholdsmessig stor andel av verdiskapningen. Grunner til dette er lav produkt differensiering, lave byttekostnader og at kundene er preget av å være store nasjonale og internasjonale grossister. Også leverandørens forhandlingsmakt er relativt sterk, som et resultat av at oppdrettsbransjen er avhengig av fôr i sin produksjon, samt at leverandørene er preget av å være få, men store. Gjensidig avhengighet og størrelsen på oppdrettsselskapene er med på å dempe leverandørens forhandlingsmakt.

I dag ser vi trusselen fra nye konkurrenter i Norge som relativt lave, av grunner som store inngangsbarrierer og stordriftsfordeler. Vi ser derimot større trusler i framtiden som resultat av ny teknologi, som gjør økt produksjon uavhengig av geografiske og biologiske faktorer, mulig. Trusselen fra substitutter ser vi som lav/moderat, siden det er helseeffekten av norsk sjømat som er i fokus hos kundene. Økt ventet etterspørsel av sjømat, som resultat av økende befolkningsvekst, i kombinasjon med begrensede muligheter for økt matvareproduksjon på land, er også med på å redusere trusselen fra substitutter.

5.2 Intern analyse

Videre vil vi i den interne analysen se på hvilke strategiske ressurser Lerøy besitter, som kan gi varige konkurransefortrinn. Med konkurransefortrinn menes det at selskapet besitter ressurser som gjør dem i stand til å produsere til lavere pris, eller har produkter som kundene verdsetter høyere enn hos selskapets konkurrenter (Johnson, Whittington & Scholes, 2011, s. 199). I denne analysen vil vi benytte oss av rammeverket «VRIN». Denne modellen bygger på å vurdere de strategiske ressursene til selskapet innen kategoriene: «Value», «Rarity», «Inimitability» og «Non- substitutability», for å se om det skaper grunnlag for varige konkurransefortrinn (Johnson et al., 2011). Deretter vil vi analysere Lerøys strategiske ressurser, for å se om selskapet har noe varig konkurransefortrinn/ressursfordeler overfor sine konkurrenter.

5.2.1 VRIN

VRIN-analysen er et rammeverk som kartlegger selskapets ressurser og evner til å utnytte ressursene. Hensikten er å finne ut om ressursene kan gi selskapet varige konkurransefortrinn. Analysen går gjennom fire betingelser, som hver for seg har en forsterkende konkurranseeffekt. Er alle betingelsene oppfylt, kan ressursen gi selskapet varig konkurransefortrinn (Johnson et al., 2011, s. 89-94). De fire betingelsene analysen bygger på er følgende:

- Value: - Her menes det at verdien er større enn kostnaden av ressursen
- Rarity: - Er ressursen sjelden, i forhold til etterspørsel?
- Inimitability: - Er den vanskelig å kopiere?
- Non-Substitutability: - Kan andre ressurser være substitutter for ressursen?

Lokalisering

Geografisk sett, har konsernet liten internasjonal spredning, ettersom majoriteten av produksjonen foregår i Norge. Dette gjør selskapet spesielt risikoutsatt for regionale utfordringer. Handelsrestriksjoner og lokale biologiske utfordringer, kan bli svært utslagsgivende, siden konsernet har et sentralisert produksjonsområde/strategi. Her kan man ta lærdom fra Norges handelsutfordringer knyttet til Russland og Kina, og de biologiske utfordringene oppdrettsindustrien i Chile led under, knyttet til lakselus-epidemien for noen år tilbake. Til gjengjeld er produksjonen i Norge spredd langs hele kysten, fordelt på tre

regioner (nord, midt og vest) med relativt lav smittefare mellom anleggene. Norges strenge regelverk innen bransjen er med på å forsterke den lave smittefaren.

Oppsummert mener vi at den lite geografisk spredte produksjonen er et klart risikomoment, og kan utgjøre en ressursulempe med hensyn til politiske og biologiske utfordringer som kan forekomme i Norge.

Produksjon

Lerøys strategi om å være en helintegrert leverandør av atlantisk laks og ørret, er en klar styrke. Dette innebærer å ha kontroll på, og eierskap i hele verdikjeden. For å imøtekomme denne målsetningen har konsernet gjort store investeringer i alle produksjonsområder, alt fra smoltproduksjon, bearbeidingsentre og distribusjonsanlegg. Resultatet er at konsernet har gode vekstmuligheter, og er mindre avhengig av andre selskaper i sin virksomhet. Ettersom dette er en utvikling alle de store selskapene i bransjen er med på, er det ikke et konkurransefortrinn konsernet vil ha på sine konkurrenter i framtiden.

Teknologi

Konsernet satser på ny teknologi og innovasjon. Eksempler på dette er de nye lukkede anleggene «Preline», hvor man kan produsere smolt på opp til 1kg i lukkede anlegg i sjøen. Anlegget reduserer smittefare og rømming, og vil redusere tiden i sjøen. Også satsningen på «Ocean Forrest» viser selskapets villighet til å satse på mer miljøvennlig og framtidrettet produksjon. Denne måten å drive på, skaper verdier av restavfallet som kommer fra tradisjonell oppdrett. Konsernets villighet til å satse på ny teknologi, er en klar styrke, men er ikke særegent for selskapet sammenlignet med konkurrentene i bransjen.

Konsesjoner

Som vi har nevnt tidligere, er konsesjonene i Norge en begrenset ressurs regulert av staten, som et resultat av biologiske og geografiske faktorer. Lerøy disponerer 141 konsesjoner spredd over hele norskekysten. Fordelingen langs norskekysten er en klar styrke med tanke på faktorer som smittefare. Konsernet disponerer i dag 26 konsesjoner i Region Nord (Troms og Finnmark fylke), 55 i Region Midt og 60 i Region Vest. Konsesjoner er en begrenset ressurs, som det er vanskelig å få mer av. Dette fører til at ressursen er sjelden og ikke imiterbar på kort sikt.

Slik konsesjonssystemet er organisert, mener vi at selskapet har en varig ressursfordel, ved at de besitter en sjelden ressurs som er verdifull.

Produktbredde

Som tidligere nevnt, har Lerøy et bredt produktspekter, noe som gir flere bein å stå på. Produktsortimenter som skalldyr, pelagisk fisk og hvitfisk gir selskapet et mer diversifisert produktsortiment, enn mange av sine konkurrenter. Dette gjør selskapet mindre risikoutsatt for endring i kundepreferanser og pris, noe som hadde vært en stor risiko om man eksempelvis kun hadde produsert laks. Også videreføringen innen hver sjømat-sort gir selskapet økt konkurransefortrinn. F.eks. selger de i dag ikke bare hel laks, men også ferdigprodusert sushi. Konsernets brede produktsortiment kan gi mersalg, på bakgrunn av at kunden lettere kan forholde seg til én leverandør som kan oppfylle deres behov.

Ut i fra et strategisk perspektiv, kan produktbredden vise seg å være viktig for å sikre en bred kundegruppe. Endringer i kundepreferanse og pris, eller utvikling innen produksjonsteknologi innen andre sorter enn salmonearter, kan gi økt lønnsomhet innen andre segmenter. Hvis dette hadde vært tilfellet, vil selskapet ha en sterk posisjon, med gode vekstmuligheter, ettersom de allerede er representert i de andre segmentene, derav har «førstetrekkefordel» i markedet. Hvis så var tilfelle, ville Lerøys satsning i alternative produktsortimenter vise seg å være fordelaktig. Særlig om bransjens største produktgruppe, laks, blir rammet av lavere lønnsomhet, vil diversifiseringen i flere sjømatprodukter vise seg å være en styrke.

Oppsummert mener vi at selskapets brede produktsortiment er en stor potensiell ressursfordel. Det må videre trekkes fram at det vil være en midlertidig ressursfordel, siden det er mulig å kopiere ressursen.

Produksjonsinput

Av de store input-driverne som smolt, fôr og rensefisk, er selskapet i stor grad selvforsynt når det gjelder både smolt og rensefisk. Dette har de oppnådd gjennom flere utbygninger og oppkjøp de siste årene. I 2014 har selskapet investert 150 millioner kroner i utvidelse av sitt smoltanlegg i Laksefjord (Finnmark), dette har resultert i en samlet smoltproduksjon i region Nord på 12 millioner smolt. Dette er mer passende med omfanget av deres aktivitet i området. I landet forøvrig, produserer selskapet 22 millioner og 23 millioner i henholdsvis

region Midt og Vest. Dette gjør selskapet i stor grad selvforsynt med smolt, som er en verdifull ressurs, samt kopierbar og ikke unik for bransjen forøvrig. Også rensefisk er en viktig input i produksjonen, ettersom dette er en mer miljøvennlig måte å takle luseproblemene på. I 2014 kjøpte selskapet 34% av Norsk Oppdrettsservice AS, som er ledende innen produksjon av rognkjeks, med produksjon i Sør- og Vest-Norge. Oppkjøpet av Norsk oppdrettsservice AS, samt bygging av to egne nye anlegg, og oppkjøp av tilsvarende produsent i Nord-Norge, gjør selskapet selvforsynt med rensefisk i alle regioner. Produksjonen av rensefisk er en verdifull ressurs for selskapet, både fordi det tar seg av luseproblemet, og minimerer bruken av medikamenter. Strategien om å bli selvforsynt er kopierbar og subsidierbar, siden det er andre typer rensefisk og metoder som kan brukes for å ta seg av problemet.

Ettersom de fleste oppdrettsprodusentene er selvforsynt med smolt og rensefisk, er det fôr som er selskapets viktigste input. Her er selskapet avhengig av andre leverandører av fiskefôr, som EWOS og Skretting. I motsetning er andre oppdrettsselskaper, som Marine Harvest, mindre avhengig, siden de har startet med egen produksjon av fiskefôr (Marine Harvest, 2015, s. 6). Dette utgjør en helt klar strategisk ulempe ettersom dette kan hemme tilgangen til fiskefôr, samt leverandørenes forhandlingsmakt, som nevnt tidligere. Lerøy har satset på forskning på området, og har sammen med sine leverandører arbeidet for å sikre kvaliteten på fôret de bruker. I den anledning har selskapet bygget opp moderne FOU-anlegg for forsøk på fiskefôr (Lerøy Seafood Group, 2015a, s. 44). Arbeidet innen forskning og samarbeidet med sine leverandører er med på å redusere ressursulempen.

Oppsummert mener vi at avhengigheten av eksterne leverandører av fiskefôr er en klar strategisk ulempe. At andre oppdrettsselskaper har egen produksjon som gjør dem mindre avhengig av eksterne leverandører, utgjør en ulempe strategisk sett. Leverandørenes forhandlingsmakt kan føre til at selskapet får høyere kostnader knyttet til fôr. Investeringene i smolt og rensefisk, samt egen forskning på fiskefôr, er med på å begrense ressursulempen.

Salg og distribusjon

Lerøy har et godt utbygd salgs- og distribusjonsorganisasjon. Konsernet selger sine varer i mer enn 70 markeder verden over. Helt sentralt i denne prosessen står konsernets største selskap, «Hallvard Lerøy AS», representert ved flere salgskontor og søsterselskaper i en rekke land. Konsernets tilstedeværelse i markedet gir i større grad mulighet for oppfølging av

kunder og utvikling av nye kunderelasjoner. Tilstedeværelse i markedet er derfor svært fordelaktig i konkurransen om kundene. Konsernets salgs- og distribusjonsorganisasjon er en viktig strategisk ressurs for konsernet, den er ikke sjelden, siden andre konkurrenter har tilsvarende utbygd organisasjon, og er imiterbar for de som ikke har det.

Selskapet har derimot en særegen evne til å møte markedets behov, noe vi kan se ut i fra deres lange historie. Helt siden oppstarten har selskapet vært innovative når det gjelder å ta del i nye idéer og forretningsområder i bransjen. Spesielt når det gjelder å kommersialisere nye sjømatorter. Historisk sett har fiskesorter som er betegnet som «ufisk», vært sentral i oppbyggingen av selskapet.

Lerøys lange erfaring og kompetanse innenfor salg og distribusjon av sjømat mener vi er en ressurs, noe som kan gi selskapet en varig ressursfordel.

Finansielle ressurser

Lerøy driver i en kapitalkrevende bransje, hvor selve produksjonen tar flere år inntil man har et ferdig produkt. I en så langsiktig og kapitalkrevende næring er det viktig å ha god finansiell soliditet, både for å gjøre investeringer og for midlertidige endringer i markedet som kan påvirke lønnsomheten. Som et stort sjømatkonsern, har selskapet større finansielle ressurser enn sine mindre konkurrenter, samt at de ikke har de største finansielle ressursene i bransjen. Lerøy sine nøkkeltall viser god soliditet, de har en stabil egenkapitalprosent på over 50%, som anses å være relativt høyt. Dette kan gi Lerøy den økonomiske tryggheten organisasjonen trenger i utfordrende tider, og gi muligheter for framtidig vekst gjennom oppkjøp og investeringer. Lerøy er ikke i noen unik posisjon overfor sine konkurrenter, ettersom Marine Harvest, SalMar, Austevoll Seafood og Grieg Seafood, for å nevne noen, har tilsvarende egenkapitalprosent over tid. Selskapet er slik vi ser det, ikke i noen unik posisjon med tanke på tilgangen til kapital. Og vi anser at den grad av tilgjengelighet av kapital selskapet besitter, er relativt lett imiterbar av deres konkurrenter.

Totalt sett mener vi at selskapets finansielle soliditet er en verdifull ressurs for å utvikle selskapet videre. Da med tanke på muligheten til å sikre framtidig vekst gjennom oppkjøp og investeringer. Lerøy sin finansielle soliditet er ikke unik i forhold til deres konkurrenter i næringen, og gir derfor selskapet ingen unik ressursfordel.

Immaterielle ressurser

For å kunne drive sjømatkonsernet Lerøy, er det viktig å ha god kompetanse i alle forretningsområder, alt fra havbruk og videreforedling, til salg og distribusjon. Denne kompetansen har selskapet ervervet gjennom sin lange historie i bransjen. Dette gjelder alt fra hvordan man optimaliserer produksjonen, til hvordan man skal markedsføre produktene i forskjellige land. Kompetansen gjennom hele produksjonskjeden er en verdifull ressurs for selskapet, men er imidlertid ikke unikt for Lerøy, siden kompetansen er tilgjengelig for andre konkurrenter, samt at kompetansen på mange måter også er imiterbar over tid.

Relasjonen selskapet har opparbeidet seg til sine kunder, er derimot en mer unik ressurs overfor sine konkurrenter. Som tidligere nevnt, er selskapet representert ved flere salgskontorer og søsterselskaper i en rekke land. Tilstedeværelse i markedet gir i større grad mulighet for oppfølging av kunder og utvikling av nye kunderelasjoner. Kunderelasjonene er en verdifull ressurs som er mer unik for selskapet, overfor sine konkurrenter. Det må imidlertid presiseres at konkurrentene til Lerøy opererer på samme måte, og ressursen er derfor ikke sjelden, og den er imiterbar.

Totalt sett mener vi at kompetansen selskapet har gjennom hele verdikjeden er en verdifull ressurs for selskapet, men den er imidlertid ikke unik, ettersom kompetansen er tilgjengelig for andre konkurrenter, samt at kompetansen på mange måter også er imiterbar over tid.

5.2.2 Oppsummering av ressursanalysen

Videre vil vi oppsummere ressursanalysen ved rammeverket VRIN, som du kan se under i tabell 5.1. Som diskutert over, kartla vi selskapets ressurser og deres evne til å bruke ressursene. Analysen går gjennom fire betingelser, som hver for seg har en forsterkende konkurranseeffekt. Er alle betingelsene oppfylt, kan ressursen gi selskapet varig konkurransefortrinn. Vi ser at Lerøy har mange viktige ressurser, men at flesteparten ikke kan gi en varig ressursfordel, ettersom flere lar seg kopiere eller subsidiere. Vi tror derimot at flere av ressursene Lerøy besitter, er i stand til å gi selskapet et midlertidig konkurransefortrinn.

	Value	Rarity	Inimitability	Non-substitutability	Vurdering
Lokalisering	Ja	Nei	Nei	Ja	Ulempe
Produksjon	Ja	Ja	Nei	Nei	Paritet
Teknologi	Ja	Ja	Ja	Nei	Paritet
Konsesjoner	Ja	Ja	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
Produktbredde	Ja	Ja	Nei	Ja	Midlertidig Fortrinn
Innsatsfaktorer	Ja	Nei	Nei	Nei	Midlertidig ulempe
Salg og distribusjon	Ja	Ja	Nei	Nei	Midlertidig fortrinn
Finansielle ressurser	Ja	Nei	Nei	Nei	Paritet
Immaterielle ressurser	Ja	Nei	Nei	Nei	Paritet

Tabell 5.1 - VRIN

5.3 SWOT

For å oppsummere analysen vil vi utføre en SWOT-analyse. Her vil vi presentere selskapets styrker, svakheter, muligheter og trusler, og på denne måten konkludere den strategiske analysens hovedpunkter.

5.3.1 Styrker (strengths)

Lerøy har lange røtter i bransjen og har vært med i utviklingen av sjømatproduksjonen i Norge. Dette har ført til at selskapet har bred kompetanse i faget og kjenner bransjen godt. Ved hjelp av stadig nye oppkjøp de siste 10 årene, har konsernet etablert seg som en helintegret leverandør, som i flere av deres produkt-sortiment er med i hele verdikjeden. Selskapet er derfor godt rustet for framtidig vekst, og en trygg leverandør av kvalitetssjømat. Investeringene som er gjort for å øke egen produksjon av smolt og rensefisk, er en klar styrke, siden dette skaper grunnlag for videre vekst.

Konsernet har opparbeidet seg et godt utbygd, og effektivt salgs- og distribusjonssystem. Selskapet er representert i flere land med egne salgskontor for bedre oppfølging av kunder og utvikling av nye kunderelasjoner. Fokus på god kunderelasjon er en styrke for selskapet, da vi

tidligere har nevnt kundenes sterke forhandlingsmakt i bransjen. I 2014 sto deres nye distribusjonssenter "Sjømathuset" ferdig, et av Europas mest moderne distribusjonsanlegg av fersk sjømat. Sjømathuset er et samarbeid mellom Lerøy og Norges Gruppen, Norges største handelshus av dagligvarer. Dette samarbeidet resulterer i et godt samarbeid mellom produsent og detaljist (Lerøy Seafood Group, 2016e).

Innovasjon og stadig fornyelse er et viktig satsingsområde for konsernet. I samarbeid med miljøorganisasjonen Bellona, har de opprettet Ocean forrest AS. Dette er et forskningsprosjekt som går ut på å skape verdier av restavfallet som oppdrettsvirksomheten medfører (Lerøy Seafood Group, 2015a, s. 48). Også satsingen på lukkede anlegg har vært et stort satsingsområde for selskapet. 2015 var det første året «Preline-anleggene» var i produksjon av smolt, i lukkede anlegg til sjøs. At Lerøy satser på nye innovative prosjekter, viser at de er åpne for den teknologiske utviklingen i bransjen, samt har miljøfokus i sitt arbeid. Satsing i bruken av ny teknologi er en stor styrke for selskapet, gitt bransjens utvikling.

Den samlede produksjonen til Lerøy har en hovedvekt på laks og ørret, men driver også produksjon og salg av hvitfisk, pelagisk fisk og skalldyr som representerer henholdsvis 7,1%, 0,7% og 4,5% av omsetningen til selskapet om vi fordeler den på de ulike produktene (Lerøy Seafood Group, 2015a, s.18). Som tidligere nevnt, er det en styrke for selskapet å ha en stor bredde i sitt produktsortiment. Dette gjør selskapet mindre risikoutsatt for endring i kundepreferanser og pris, som er en stor risiko, om man eksempelvis kun hadde produsert laks.

5.3.2 Svakheter (weaknesses)

Vi ser på konsernets geografiske diversifisering som en svakhet i deres virksomhet. Man kan dra lærdom fra Chile, hvor man i 2007-2009 opplevde en oppblomstring av laksesykdommer, som førte til kraftig redusert produksjon (iLaks.no, 2014a). Også handelspolitiske utfordringer kan bli svært utslagsgivende, ettersom selskapet er svært eksponert mot Norges utenrikspolitikk. Her kan vi ta lærdom fra handelsrestriksjonene til Russland og Kina. Dette viser at en bred geografisk spredning av produksjonen kan gjøre selskapet mindre utsatt for negative eksternaliteter.

Selv om selskapet driver produksjon og salg av andre arter enn laks, har selskapet stor vekt på produksjon av laks, ettersom dette representerer tre fjerdedeler av selskapets omsetning. Dette gjør selskapet utsatt mot endrede kundepreferanser og pris. Større satsning på andre produktområder kan gi selskapet flere bein å stå på.

Vi har tidligere i bransjeanalysen satt søkelyset på kundens forhandlingsmakt, som kan tolkes å være svært høy. Dette kommer av kundenes størrelse og det faktum at Lerøy selger et produkt som har begrenset lagringstid. Også leverandørens forhandlingsmakt er en svakhet for selskapet, da med tanke på tilgangen til fôr. Som tidligere nevnt i den interne analysen, er Lerøy avhengig av sine leverandører av fiskefôr, mens andre oppdrettsselskaper i større grad produserer egen. Dette kan ses som en strategisk trussel, da leverandørenes forhandlingsmakt kan føre til høyere kostnader for selskapet.

5.3.3 Muligheter (opportunities)

Lerøy har store muligheter til å bruke mer ressurser på andre produktområder enn laks og ørret. De har en robust produksjon og videreforedlingsprosess av andre arter, som viser at selskapet har bred kompetanse innen hvitfisk, pelagisk fisk og skalldyr. Selskapet har i dag en større andel av slik produksjon enn mange av sine konkurrenter, og ser i dag på dette som en viktig del av å være en totalleverandør av norsk sjømat

Økt produksjon utenfor Norge er en strategi med potensielt store fordeler. Ettersom selskapet driver hoveddelen av sin produksjon i Norge, er de sårbare for «lokale» negative eksternaliteter som kan hemme produksjonen. Eksempler på dette kan være lokalt høye temperaturer, uvær eller lignende naturfenomener, som kan redusere produksjonen av sjømat. Også makroøkonomiske faktorer som kronkurs, styringsrente og arbeidslønninger, har stor innvirkning på driften. Med økt satsing på produksjon i utlandet, kan selskapet redusere risikoen mot «lokale» negative eksternaliteter. Lerøy har produksjon av sjømat i utlandet, og selskapet har i samarbeid med SalMar utviklet Norsknott Havbruk med lokasjoner i Skottland. Vi mener det er store diversifiseringseffekter i å øke produksjonen utenfor Norge.

Mulighetene til å knytte et enda sterkere bånd til sine kunder, kan gjøre kundenes byttebarrierer større. En stor andel av Lerøy sine produkter er standardiserte. Som vi har nevnt tidligere, er det store gevinster i å knytte tettere bånd med sine kunder, og på denne måten skaffe seg et konkurransefortrinn overfor sine konkurrenter. Her har selskapet etablert

salgskontorer i utlandet, for å gi tettere oppfølging av sine kunder, og viser til økt samarbeid med Norges Gruppen, som er et av Norges største handelshus. Samarbeid med store grossister kan gi økt markedsandel og mindre prissensitivitet i et marked hvor mange av kundene anser produktene som «standardiserte».

Økt salg i «nye markeder» kan føre til økt lønnsomhet. Konsernlederen i Lerøy Seafood Group har i sine årsberetninger nevnt flere ganger, at mulighetene for økt vekst er størst i «other markets». Her har selskapet store muligheter til å sette av større ressurser til markedsføring og eksponering. Dette kan oppnås gjennom samarbeid med andre norske aktører, som har til formål å fremme norsk sjømat.

Et voksende marked som er i stadig større fokus, er India. Med en økonomi i vekst, og sine snart 1,3 milliarder innbyggere, med en stor andel vegetarianere, som spiser sjømat, er dette et marked som er svært interessant for Lerøy (Norges sjømatråd, s.a.e). Ettersom India er et potensielt stort marked, har Norges sjømatråd hatt økt fokus på regionen. EFTA har i dag ingen frihandelsavtale, dette har ført til høye tollmurer for norske selskaper som vil eksportere sjømat til landet (Nærings- og fiskeridepartementet, 2013). Nå er tollmurene senket fra 30% til 10%, noe som bedrer konkurranseevnen til norske selskaper med interesse for India (iLaks.no, 2014b). Det har over lengre tid vært forhandlinger mellom EFTA og India om en frihandelsavtale. Enighet mellom partene er ventet å øke norsk konkurranseevne i området.

5.3.4 Trusler (threats)

Det er flere faktorer som kan påvirke produksjonen, salget og markedet i sjømatbransjen. Som nevnt tidligere, kan negative eksternaliteter påvirke produksjonen. Høye vanntemperaturer kan føre til oppblomstring av lakselus, noe som kan redusere produktiviteten. Dette er en alvorlig trussel, ettersom lakselus er en av de største tapsårsakene i oppdrettsbransjen i dag, og kan strekke seg opp til 500 millioner kroner årlig (Havforskningsinstituttet, 2014).

Rømming kan føre til store tap, både økonomisk og på den naturlige laksebestanden. I 2014 rømte drøyt 52 tusen fisk fra Lerøy sine anlegg, noe som tilsvarer 0,05% av det totale antall fisk de hadde i sine anlegg. I overkant av 48 tusen var resultat av uvær, som viser at produksjonen er sårbar mot været (Lerøy Seafood Group, 2015a, s. 41). Rømming av

oppdrettsfisk har stor påvirkning på det biologiske mangfoldet til de naturlige fiskebestandene. Rønning (2011) viser til endringer i det biologiske mangfoldet hos laksebestanden, som et resultat av rømt oppdrettslaks.

Politiske utfordringer kan få store konsekvenser. Norsk laks har siden 7. august 2014 vært utestengt fra det russiske markedet, og er i dag utestengt fra både det russiske og det kinesiske markedet. Handelsboikotten fra Russland har vært svært krevende, siden dette markedet sto for 10% av selskapets totale salg av laks og ørret (Lerøy Seafood Group, 2015a, s. 9). Disse handelsutfordringene viser hvor sårbare selskapet er for endringer i det politiske klimaet.

Ny teknologi som kan gjøre det mulig å produsere sjømat uten de naturlige biologiske og geografiske faktorene, er en stor trussel for selskapet. I dag er det begrenset hvor mye sjømat som kan produseres, ut i fra naturlige faktorer som bestand, miljø, konsesjoner, mm. Om ny teknologi i større grad kan gjøre det lønnsomt å produsere på land, mister selskapet mye av sine konkurransefordeler.

5.4 Strategisk fordel

Vi vil her konkludere om vi finner grunn til residual inntekt, som et resultat av den strategiske analysen. I den strategiske analysen har vi kartlagt og drøftet selskapets interne- og eksterne ressurser og omgivelser, og funnet fram til flere strategiske fordeler og ulemper, både i den bransjeorienterte- og interne ressursanalysen.

I den bransjeorienterte analysen har vi drøftet forholdene til oppdrettsbransjen i Norge. Her vil vi trekke fram bransjens regelverk, som er med på å sikre en bærekraftig vekst, i kontrast fra andre regioner, eksempelvis Chile, som har opplevd store biologiske utfordringer, som et resultat av at bransjen er mindre regulert. Produksjonsvilkårene er en stor positiv faktor, som sørger for en lavere risiko for norske oppdrettere, og er med på å trygge produksjonen, og er følgelig et konkurransefortrinn mot andre mindre regulerte regioner. Vi vil også trekke fram norske myndigheters arbeid for å sikre gunstige handelsvilkår for eksportbedrifter, ved sine handelsavtaler med andre land. Det finnes også ulemper for sjømatbransjen i Norge, de vi vil fokusere på, er den lave volumveksten og risikoen for handelsrestriksjoner. Når vi ser på volumveksten til norsk sjømat, har den i senere år vært lav. Det produseres like mye laks i

dag som i 2012 (Lerøy Seafood Group, 2016d, s. 31). Årsaker til dette er konsesjoner og bestandsreguleringer, som begrenser produksjonen av norsk sjømat. Vi vil også trekke fram risikoen for handelsrestriksjoner, som påvirker prisutviklingen til produktene. Eksempler i de senere år er restriksjonene som Russland og EAEU (Eurasian Economic Union) innførte, og den lave eksportveksten til Kina, som resultat av politiske utfordringer. Selv om restriksjonene til EAEU ble opphevet i andre halvdel av 2015, viser dette hvor utsatt bransjen er overfor handelsrestriksjoner.

Fra den interne, mer ressursbaserte analysen, vil vi trekke fram Lerøys godt utbygde salgs- og distribusjonssystem, selskapets kvoter og tillatelser, og produktbredden de kan vise til sine kunder. I segmentet salg og distribusjon, har selskapet gjort store investeringer for å nå sin strategi om å tilby nye produkter til nye markeder. Dette har de gjort ved å ha nærhet til kundene og kjenne deres behov. Kunnskapen har resultert i et konkurransefortrinn overfor andre konkurrenter. Konsernets konsesjoner og kvoter, gir en produksjonsfordel overfor andre produsenter, siden dette er en ressurs med lav vekst. Også konsernets brede produktsortiment gir bedre konkurransefortrinn overfor konkurrenter med et mer snevert produktsortiment. Lerøy sine interne ulemper er, og har vært, tilgangen til innsatsfaktorer som fôr, rensfisk og andre produksjonsinputer. Fôr er den største inputen i oppdrettsproduksjon, og selskapet er avhengig av eksterne produsenter. Dette er en strategisk ulempe overfor andre konkurrenter, som f.eks. Marine Harvest, som har stor intern fôrproduksjon.

Oppsummert vil vi tallfeste Lerøy Seafood Group sin strategiske fordel til å være 1-2% fra den eksterne delen av analysen og 3-4% fra den interne delen. Totalt 4-6% som midlertidig strategisk fordel.

6.0 Regnskapsanalyse

I dette kapittelet vil vi utføre en analyse av resultat- og balanseregnskapet til LSG. Vi vil gå igjennom analysenivå, analyseperiode, og omorganisere og justere regnskapene, for å gjøre dem mer investororienterte til verdsettelsesformål.

Når det gjelder verdsettelse, er regnskapsanalyse viktig. Regnskapene viser hvilke historiske resultater som er oppnådd, forpliktelser som eksisterer, sammenheng mellom aktivitet og investeringer i anleggsmidler og arbeidskapital, og historisk utvikling i kontantstrømmer (Kaldestad & Møller, 2011, s. 49).

6.1 Valg av analysenivå

Grunnet oppbygningen av selskapet og tilgangen til Lerøy Seafood Groups konsernregnskap, har vi valgt å vurdere alt i ett konsern, fremfor å vurdere hvert av datterselskapene separat. Dette er mest hensynsfullt, siden hele konsernet er tett innvevd i én felles virksomhet, samt vanskelighetene med å spesifisere informasjonen separat for hvert av datterselskapene, siden ikke all denne informasjon er tilgjengelig (Kaldestad & Møller, 2011, s. 53).

6.2 Valg av analyseperiode

For valg av analyseperiode, har vi valgt å hente inn data over en 10 års periode, fra 2005 til 2015. Dette har vi gjort for å hindre at tallene er påvirket av kortsiktige opp- og nedgangskonjunkturer, som kan medføre at estimeringen blir overvurdert eller undervurdert. Bransjen kjennetegnes av å være syklisk, og er sterkt påvirket av prisen på produktene, dermed vil vi med en relativt lang tidshorison, være mindre påvirket av enkeltfaktorer. Datainnhenting gir oss også fleksibilitet, siden vi kan benytte oss av en kortere tidsperiode der det er mer representativt. Faren ved å innhente data over en lang tidshorison, er at man risikerer å benytte data som er lite relevant, ettersom virksomheten og rammevilkårene kan ha endret seg (Kaldestad & Møller, 2011, s. 48).

6.3 Presentasjon av data

Vi har hentet inn regnskapstall fra 2005 til og med 2015. Her vil vi presentere resultatregnskap, balanseregnskap og kontantstrømoppstilling. Grunnlaget for å hente data fra 2005 og utover er beskrevet tidligere, ved at tallene i mindre grad er preget av kortsiktige opp- og nedgangskonjunkturer. At konsernet har rapportert sine regnskap ved bruk av IFRS-metoden i hele perioden, gjør data lett tilgjengelig. Innhenting av data i 2015 har basert seg på kvartalsrapporter, framfor en mer komplett årsrapport. Grunnen til dette er at Lerøy ikke offentligjør årsrapporten før begynnelsen av mai. Ettersom vi stoppet datainnhenting 01.03.16, er årsrapporten for 2015 ikke tilgjengelig, og vi er nødt til å benytte oss av kvartalsrapporter. Som en følge av kvartalsrapportenes manglende spesifisering, har vi vektet tallene basert på historiske data, for å få mer representative data.

Fra tabell 6.1 ser vi at årsresultatene har vært nokså svingende de siste årene. Vi ser også at driftsinntektene har hatt en stabil vekst fra 2005 til 2015, med unntak av 2008 og 2012.

Tabell 6.2a og b viser opprinnelig balanseregnskap for LSG. Tallene fra 2005 til 2014 er hentet fra årsregnskapene, mens tallene for 2015 er hentet fra fjerde kvartalsrapport, og vektet. I vedlegg 3 presenterer vi opprinnelig kontantstrømoppstilling. Vi vil videre gjøre en omorganisering av resultat- og balanseregnskapet.

(Tall i NOK 1 000)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Salgs-/driftsinntekter	4 014 454	5 616 592	6 290 898	6 057 053	7 473 807	8 887 671	9 176 873	9 102 941	10 764 714	12 579 465	13 450 725
Andre gevinster og tap									53 805	117 409	34 206
Vareforbruk	(3 254 686)	(4 105 186)	(4 698 675)	(4 279 152)	(5 177 492)	(5 479 869)	(6 184 793)	(6 499 768)	(7 039 813)	(8 450 392)	(9 278 374)
Endring i varelager					135 068	(132 291)	318 613	57 449	258 380	447 053	465 960
Lønn- og andre personalkostnader	(245 819)	(399 999)	(579 004)	(664 377)	(690 477)	(777 845)	(967 789)	(1 031 872)	(1 094 464)	(1 270 880)	(1 411 024)
Andre driftkostnader	(191 625)	(342 943)	(472 158)	(579 295)	(586 743)	(691 791)	(858 107)	(853 884)	(1 004 148)	(1 262 518)	(1 447 625)
Ordinære avskrivninger	(48 214)	(84 707)	(153 846)	(197 023)	(204 007)	(219 624)	(271 899)	(291 768)	(307 175)	(369 480)	(433 916)
Nedskrivninger								(33 000)	(5 500)	(1 982)	(0)
Sum driftskostnader	(3 740 344)	(4 932 835)	(5 903 683)	(5 719 847)	(6 523 651)	(7 301 420)	(7 963 975)	(8 652 843)	(9 192 720)	(10 908 199)	(12 104 979)
Driftresultat før justering fisk i sjø	274 110	683 757	387 215	337 206	950 156	1 586 251	1 212 898	450 098	1 625 799	1 788 675	1 379 953
Justering fisk i sjø til virkelig verdi	69 412	85 938	15 838	(36 369)	60 483	298 538	(615 767)	294 735	764 229	(327 414)	188 508
Driftsresultat	343 522	769 695	403 053	300 837	1 010 639	1 884 789	597 131	744 832	2 390 028	1 461 261	1 568 461
Inntekt tilknyttet selskap	64 534	128 982	35 509	13 716	62 744	122 006	19 741	24 831	192 188	91 939	61 376
Netto finansposter	(17 090)	(40 294)	(69 736)	(150 507)	(86 105)	(66 272)	(81 884)	(95 153)	(101 840)	(119 790)	(128 728)
Resultat før skattekostnad	390 966	858 383	368 826	164 046	987 278	1 940 523	534 988	674 510	2 480 376	1 433 410	1 501 109
Sum skattekostnad	(90 019)	(205 938)	(89 262)	(36 994)	(257 137)	(510 952)	(156 311)	(182 749)	(593 981)	(328 939)	(268 226)
Årsresultat	300 947	652 445	279 564	127 052	730 141	1 429 571	378 677	491 761	1 886 395	1 104 471	1 232 883
Herav majoritetens andel	300 402	651 516	277 016	124 730	729 488	1 419 507	382 705	480 797	1 733 352	1 055 916	1 179 718
Herav minoritetens andel	545	929	2 550	2 322	653	10 062	(4 028)	10 963	153 043	48 557	53 165

Tabell 6.1 – Resultatregnskap 2005-2015 (Lerøy Seafood Group, 2006-2016a)

(Tall i NOK 1 000)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ANLEGGSMIDLER											
Utsatt skattefordel	0	0	0	0	4 461	3 697	6 546	21 545	11 807	42 263	9 828
Konseksjoner	309 400	764 587	1 183 089	1 291 625	1 289 977	1 972 239	1 981 726	1 978 924	1 978 656	2 151 686	2 151 625
Goodwill	134 508	1 157 761	1 649 216	1 668 302	1 669 634	1 875 521	1 897 147	1 993 129	2 008 485	2 082 705	2 230 000
Sum immaterielle eiendeler	443 908	1 922 348	2 832 305	2 959 927	2 964 072	3 851 457	3 885 419	3 993 598	3 998 948	4 276 654	4 391 452
Driftsmidler	190 947	442 570	747 661	897 811	843 716	1 116 878	1 362 173	1 289 389	1 434 980	1 659 810	1 920 970
Bygninger og tomter	93 885	252 492	401 467	397 007	381 683	469 456	474 211	805 150	942 032	1 016 906	978 663
Sum varige driftsmidler	284 832	695 062	1 149 128	1 294 818	1 225 399	1 586 334	1 836 384	2 094 539	2 377 012	2 676 716	2 899 633
Aksjer	2 615	5 737	26 423	23 161	23 115	22 989	23 173	18 281	5 553	8 066	31 645
Aksjer i tilknyttet selskap	320 867	308 592	289 474	277 455	272 970	338 864	329 168	331 056	735 071	566 965	641 193
Langsiktige fordringer	1 621	244	681	6 274	11 928	8 129	8 453	8 607	26 171	32 263	22 653
Pensjonsmidler	245	360	535	469	0	0	0	0	0	0	0
Sum finansielle anleggsmidler	325 348	314 933	317 113	307 359	308 013	369 982	360 794	357 944	766 795	607 294	695 492
SUM ANLEGGSMIDLER	1 054 088	2 932 343	4 298 546	4 562 104	4 497 484	5 807 773	6 082 597	6 446 081	7 142 755	7 560 664	7 986 576
OMLØPSMIDLER											
Biologiske eiendeler	528 123	1 052 319	1 494 133	1 676 164	1 858 562	2 706 733	2 370 938	2 724 941	3 727 361	3 681 993	4 320 830
Andre varer	95 337	189 326	265 008	223 158	236 311	290 379	328 045	326 225	358 482	524 947	552 065
Kundefordringer	594 752	752 676	690 800	772 440	876 127	1 013 932	934 443	995 289	1 486 428	1 427 796	1 876 618
Andre fordringer	83 065	169 539	219 885	159 844	130 734	176 282	148 395	199 083	316 192	302 692	248 197
Aksjer og verdipapirer	810	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Betalingsmidler	191 157	509 872	537 738	388 486	707 989	1 357 096	1 597 429	1 082 797	872 513	1 360 272	999 417
Sum omløpsmidler	1 493 244	2 673 732	3 207 564	3 220 092	3 809 723	5 544 422	5 379 250	5 328 337	6 760 976	7 297 700	7 997 127
SUM EIENDELER	2 547 332	5 606 075	7 506 110	7 782 196	8 307 207	11 352 195	11 461 847	11 774 419	13 903 731	14 858 364	15 983 703

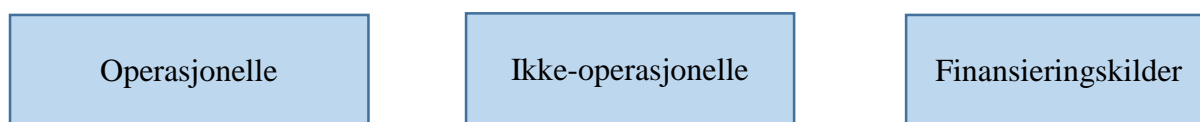
Tabell 6.2a – Balanseregnskap 2005-2015 – Eieendeler (Lerøy Seafood Group, 2006-2016a)

(Tall i NOK 1 000)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EGENKAPITAL											
Aksjekapital	39 377	42 777	53 577	53 577	53 577	54 577	54 577	54 577	54 577	54 577	66 237
Egne aksjer	(66)	(285)	(8 687)	(12 355)	(12 355)	(12 355)	(20 479)	(330)	(330)	(330)	(330)
Overkursfond	816 656	1 243 830	2 601 390	2 601 390	2 601 390	2 731 690	2 731 690	2 731 690	2 731 690	2 731 690	2 720 029
Sum innskutt egenkapital	855 967	1 286 322	2 646 280	2 642 612	2 642 612	2 773 912	2 765 788	2 785 937	2 785 937	2 785 937	2 785 936
Annenn egenkapital	0	0	1 111 733	1 101 073	1 639 076	2 671 798	2 497 047	2 528 638	3 969 263	4 476 377	5 099 758
Øvrig konsernkapital	413 274	1 034 225	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Sum opplyst egenkapital	413 274	1 034 225	1 111 733	1 101 073	1 639 076	2 671 798	2 497 047	2 528 638	3 969 263	4 476 377	5 099 758
Minoritetsinteresser	6 705	20 172	20 830	20 658	18 568	548 564	534 931	649 381	793 747	817 282	878 357
SUM EGENKAPITAL	1 275 946	2 340 719	3 778 843	3 764 343	4 300 256	5 994 274	5 797 766	5 963 956	7 548 947	8 079 596	8 764 052
GJELD											
Pensjonsforpliktelser	4 191	8 869	12 012	13 211	14 990	9 025	7 812	7 646	3 227	6 878	8 196
Andre forpliktelser	0	0	0	0	0	0	7 168	44 788	36 700	131 980	61 353
Sum avsetninger for forpliktelser	4 191	8 869	12 012	13 211	14 990	9 025	14 980	52 434	39 927	138 858	69 549
Utsatt skatt	154 237	451 172	643 529	669 327	834 877	1 260 028	1 083 693	1 230 458	1 486 972	1 531 262	1 628 863
Pantegjeld/langsiktig rentebærende gjeld	458 545	1 577 997	1 724 699	1 672 761	1 504 707	2 221 701	2 429 365	2 402 770	2 356 803	2 767 118	2 377 123
Annenn langsiktig gjeld	0	0	0	4 150	826	1 312	0	0	0	0	0
Sum annen langsiktig gjeld	612 782	2 029 169	2 368 228	2 346 238	2 340 410	3 483 041	3 513 058	3 633 228	3 843 775	4 298 380	4 005 986
SUM LANGSIKTIG GJELD	616 973	2 038 038	2 380 240	2 359 449	2 355 400	3 492 066	3 528 038	3 685 662	3 883 702	4 437 238	4 075 535
Leverandørgjeld	373 030	468 529	508 294	544 757	615 996	638 213	705 165	826 677	1 059 434	1 053 524	1 006 280
Kortsiktige kredittter	131 082	382 003	566 594	841 921	646 105	434 121	760 977	911 887	682 574	469 276	1 465 144
Skyldige offentlige avgifter mv.	12 182	32 963	37 743	49 014	55 671	74 312	62 386	66 915	103 656	70 073	79 560
Betalbar skatt	19 206	153 513	76 154	16 631	93 551	395 233	322 105	88 925	320 344	335 062	230 184
Annenn kortsiktig gjeld	118 913	190 310	158 242	206 081	240 228	323 976	285 410	230 400	305 074	413 595	362 948
Sum kortsiktig gjeld	654 413	1 227 318	1 347 027	1 658 404	1 651 551	1 865 855	2 136 043	2 124 802	2 471 082	2 341 530	3 144 116
SUM EGENKAPITAL OG GJELD	2 547 332	5 606 075	7 506 110	7 782 196	8 307 207	11 352 195	11 461 847	11 774 419	13 903 731	14 858 364	15 983 703

Tabell 6.2b – Balanseregnskap 2005-2015 – Egenkapital og gjeld (Lerøy Seafood Group, 2006-2016a)

6.4 Omorganisering av regnskap

Resultat- og balanseregnskap er i utgangspunktet ikke satt opp for å kunne gjøre vurderinger av verdi og operasjonelle resultater. Resultatregnskapet kombinerer blant annet profitt fra driften med finansieringskostnader. For å kunne foreta en analyse av regnskapene, må en derfor omorganisere disse (Koller et al., 2010, s. 133-136). Omorganisering av regnskap og balanse, gjøres slik at en kan få mer investororienterte regnskap, og for å lettere kunne beregne fri kontantstrøm.



Figur 6.1 – Omorganisering i hovedkategorier (Basert på Koller et al., 2010, s. 133)

Regnskapene kan omorganiseres i tre hovedkategorier, som vist i figur 6.1. For å beregne fri kontantstrøm, må balanseregnskapet omorganiseres for å skille mellom operasjonelle og ikke-operasjonelle poster, mens resultatregnskapet må omorganiseres for å beregne netto driftsresultat fratrukket justert skatt (NOPLAT). NOPLAT er profitten generert fra «kjerne-driften», og ekskluderer inntjeneringer fra ikke-operasjonelle eiendeler eller finansielle utgifter, som f.eks. renter (Koller et al., 2010, s. 133-135).

Når en skal beregne fremtidige kontantstrømmer, må en også se på engangsposter og poster som ikke gjentar seg, og korrigere for disse. Engangsposter er poster som ikke gjentar seg med regelmessighet, f.eks. erstatning eller tekniske feil på anleggene. Et normalisert regnskap bør inneholde et visst nivå av engangsposter, for å ikke gi et for godt bilde. Når det gjelder poster som ikke gjentar seg, kan dette være omlegginger av virksomhet og avhendelse av eiendeler som ikke er relatert til driften osv. (Kaldestad & Møller, 2011, s. 58).

6.5 Justering av målefeil

Det er optimalt at finansielle eiendeler og gjeld er ført til virkelig verdi, mens driftsrelaterte eiendeler og gjeld til historisk kost. Regnskapet er revisorbekreftet av PricewaterhouseCoopers AS (PWC), vi kan derfor være sikre på at regnskapet er ført etter de lover og regler som gjelder for Lerøy Seafood Group ASA. Selskapene vi har benyttet som sammenligningsgrunnlag har også gjennomgått de samme justeringer i henhold til lover og regler.

6.6 Omorganisering av resultatregnskap

For å gjøre resultatregnskapet mer tilpasset til verdsettelsesformål, må vi omorganisere regnskapet slik at vi skiller mellom normale og unormale poster, samt justerer for hvilke innvirkninger det har på skatt m.m. Dette gjør det mulig å lage et normalisert resultat.

6.6.1 Unormale poster

Når vi videre skal framstille omgruppert resultatregnskap, tar vi bort unormale poster. Dette gjør vi for at engangsinntekter og engangskostnader, samt poster som er preget av å ha en tilfeldig karakter, ikke skal påvirke framtidig estimering. Grunnlaget for dette er at postene ikke vil gjenta seg i framtiden.

Postene «andre gevinster og tap» og «gevinst ved salg av driftsmidler», er av en karakter som gjør at dette er engangstilfeller. Eksempelvis består 2014 «andre gevinster og tap» av 117 409 millioner kroner, som et resultat av ny verdimåling av Lerøy Finnmark, salg av aksjer i SalmoBreed og salg av varige driftsmidler. Dette er fjernet i den videre estimeringen i oppgaven, siden dette ikke kan klassifiseres som normal driftsinntekt. Det kan også argumenteres for at vi burde justere for «erstatninger», «leieinntekter» og «andre driftsinntekter». Vi velger imidlertid å beholde disse, siden en bør ha et visst nivå av denne type poster (Kaldestad & Møller, 2011, s. 58).

«Nedskrivninger» er klassifisert som en unormal post, ettersom dette relaterer seg til nedskrivninger av verdier av tomter, bygg, maskiner, utstyr og liknende. Dette relaterer seg til eiendom og aktiviteter hvor driften har opphørt. Dermed anses dette som en engangskostnad, og trekkes følgelig ut av videre estimering.

«Endring i varelager» og «verdijustering av biologiske eiendeler» er poster som har stor variasjon over tid, og ser ut til å ha en mer tilfeldig karakter. Dette kommer av faktorene «mengde fisk i merdene» og «prisen på fisken på opptellingstidspunktet». Dette gjør at det er store svingninger i postene. Postene består av ikke-realiserbare verdiendringer, og er bokføringer som ikke direkte påvirker kontantstrømmene. Derfor er disse kategorisert som unormale poster, og skal ikke være med i det normaliserte driftsregnskapet. «Verdijustering av biologiske eiendeler» er regulert av IAS 41 (Lerøy Seafood Group, 2015a, s. 72). Posten består av verdijustering av biologiske eiendeler, samt verdijustering på fishpoolkontrakter.

Måling av biologiske eiendeler beregnes ut ifra prisforskjeller med hensyn til kvalitet, samt kostnader knyttet til logistikk og sløyvesvinn.

Postene «annen finansinntekt» og «annen finanskostnad» holdes utenfor det normaliserte driftsresultatet. Her føres utbytte, salg av aksjer, og andre utdelinger fra andre selskaper som ikke er en del av selskapets drift. Derfor er ikke disse med i estimeringen av fremtidige kontantstrømmer.

I tabell 6.3 er de unormale postene som ikke skal være med i det normaliserte driftsregnskapet listet opp, og utarbeidet som «unormalt driftsresultat», og beskattet på samme måte som det normaliserte driftsresultatet. I tabellen er det ikke spesifisert hvilke poster som er «unormale driftsposter» og hvilke som er «unormale finansielle poster».

(Tall i NOK 1 000)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Andre gevinster og tap	0	0	0	0	0	0	0	0	53 805	117 409	34 206
Endring varelager	0	0	0	0	135 068	(132 291)	318 613	57 449	258 380	447 053	465 960
Nedskrivninger	0	0	0	0	0	0	0	(33 000)	(5 500)	(1 982)	0
Verdijustering av biologiske eiendeler	69 412	85 938	15 838	36 369	60 483	298 538	615 767	294 735	764 229	327 414	188 508
Gevinst ved salg av driftsmidler	(250)	(2 921)	(13 861)	(2 760)	(220)	0	14 060	5 795	0	0	0
Annen finansinntekt	0	0	30 125	5 537	1 761	3 773	3 231	2 967	4 305	14 843	19 758
Annen finanskostnad	(1 752)	(4 488)	(2 940)	(2 463)	(5 593)	(4 917)	(4 523)	(3 401)	(3 838)	(5 410)	(6 861)
Unormalt driftsresultat	67 410	78 529	29 162	36 683	191 499	165 103	947 148	324 545	1 071 381	899 327	701 571
Skatt på unormalt driftsresultat	18 875	21 988	8 165	10 271	53 620	46 229	265 201	90 873	299 987	242 818	189 424

Tabell 6.3 Skatt på unormalt driftsresultat (Basert på Lerøy Seafood Group, 2006-2016a)

6.6.2 Finans- og driftsposter

I årsregnskapene til Lerøy er det ikke et klart skille mellom finansielle- og driftsrelaterte poster. Hensikten med å skille mellom finans- og driftsposter, er å ha et mer korrekt bilde for verdiskapning på lang sikt. Derfor holdes finansielle poster utenfor driftsresultatet.

De fleste postene i regnskapet er uproblematisk å klassifisere, og vil derfor ikke drøftes nærmere. Vi finner det derimot hensiktsmessig å begrunne postene «inntekt fra tilknyttede selskap» og «andre gevinster og tap». Førstnevnte er resultat fra datterselskaper som opererer i samme bransje, og er derfor klassifisert som en driftsrelatert post. «Andre gevinster og tap»

står spesifisert i notene. Dette er salg og avvikling av driftsmidler, og er derfor klassifisert som en driftsrelatert post.

6.6.3 Utbytte

Ettersom Lerøy fører regnskap etter IFRS i hele analyseperioden, er utbytte ikke en kilde som skaper komplikasjoner i regnskapet. Tidligere, med andre regler, måtte dette omgjøres for å sikre rett perspektiv med hensyn til verdsettelse, for ikke å føres som gjeld. Endringene i regler som gjelder i hele analyseperioden, gjør at utbytte ikke er hensyntatt i det omgrupperte regnskapet.

6.6.4 Skatt

I tabell 6.4 kan man se våre kalkulasjoner og justeringer for skatt i det omgrupperte resultatregnskapet. Justeringene gjør driftsresultatet tilpasset for verdsettelse, ettersom dette justerer for skatt på unormale poster. Skattekostnaden er hentet fra resultatregnskapet, mens skatt på renter er beskattet, og trukket fra eller lagt til, i henhold til selskapsskatten. I perioden har selskapsskatten vært 28% til og med 2013, for så å bli nedjustert til 27% i 2014 og 2015.

(Tall i NOK 1 000)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Sum skattekostnad	90 019	205 938	89 262	36 994	257 137	510 952	156 311	182 749	593 981	328 939	268 226
Skatt på renteinntekt	(2 705)	(4 560)	(8 283)	(9 146)	(3 691)	(4 677)	(11 544)	(9 512)	(5 026)	(5 672)	(7 101)
Skatt på rentekostnad	6 999	14 585	35 421	52 149	26 727	22 913	34 110	36 033	33 672	40 562	45 340
Skatt på unormalt driftsresultat	(18 875)	(21 988)	(8 165)	(10 271)	(53 620)	(46 229)	(265 201)	(90 873)	(299 987)	(242 818)	(189 424)
Skatt på driftsresultat	75 439	193 976	108 235	69 725	226 554	482 959	(86 325)	118 398	322 640	121 011	117 041

Tabell 6.4 – Skatt på driftsresultat (Kilde til beregninger: Lerøy Seafood Group, 2006-2016a)

6.6.5 Dirty surplus

Kongruensprinsippet vil si at alle inntekter, kostnader, gevinster og tap, regnskapsførers over resultatregnskapet. For utenom kapitalinnskudd og uttak, skal alle endringer i egenkapitalen være representert i resultatregnskapet (Rskl, 1998). For å identifisere brudd på dette har vi sett på føringer til egenkapitalen. Her er posten «omregningsdifferanse» en kilde som representerer slike kapitaljusteringer.

6.6.6 Omgruppert resultatregnskap

I det omgrupperte resultatregnskapet, har vi valgt å holde «unormale driftsposter», «unormalt finansresultat», «skatt på unormalt driftsresultat» og «omregningsdifferanse» utenfor det normaliserte resultatet. Hensikten med dette er at disse postene ikke er representative for selskapets videre vekst. Andre poster som anses som unormale, er poster markert med stjerne i tabell 6.5. Justeringen mellom «salg av lisenser» og «andre gevinster og tap» i 2013, skyldes forskjell mellom tall oppgitt i resultatregnskap og kontantstrømoppstilling. Noen poster er trukket fra, mens andre er flyttet. Dette skyldes at enkelte poster føres som egen linje i opprinnelig regnskap, og at en dermed ikke trenger å trekke dem fra. «Endring i varelager» anses som unormal, og får derfor ikke innvirkning på varekostnadene.

(Tall i 1 000 NOK)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Salgs-/driftsinntekter	4 014 454	5 616 592	6 290 898	6 057 053	7 473 807	8 887 671	9 176 873	9 102 941	10 764 714	12 579 465	13 450 725
Salg av anleggsmidler (gevinst/tap)*	(250)	(2 921)	(13 861)	(2 760)	(220)	(2 757)	(14 060)	(5 795)	0	0	0
Salg av aksjer (gevinst/tap)*	0	0	(25 134)	0	0	0	0	0	0	0	0
Salg av lisenser*	0	0	0	0	0	0	0	0	(53 756)	0	0
Andre gevinster og tap*	0	0	0	0	0	0	0	0	53 805	117 409	34 206
Driftsinntekter	4 014 204	5 613 671	6 251 903	6 054 293	7 473 587	8 884 914	9 162 813	9 097 146	10 764 763	12 579 465	13 450 725
Vareforbruk	(3 254 686)	(4 105 186)	(4 698 675)	(4 279 152)	(5 177 492)	(5 479 869)	(6 184 793)	(6 499 768)	(7 039 813)	(8 450 392)	(9 278 374)
Endring i varelager*	0	0	0	0	135 068	(132 291)	318 613	57 449	258 380	447 053	465 960
Lønn- og andre personalkostnader	(245 819)	(399 999)	(579 004)	(664 377)	(690 477)	(777 845)	(967 789)	(1 031 872)	(1 094 464)	(1 270 880)	(1 411 024)
Andre driftskostnader	(191 625)	(342 943)	(472 158)	(579 295)	(586 743)	(691 791)	(858 107)	(853 884)	(1 004 148)	(1 262 518)	(1 447 625)
Avskrivninger	(48 214)	(84 707)	(153 846)	(197 023)	(204 007)	(219 624)	(271 899)	(291 768)	(307 175)	(369 480)	(433 916)
Driftskostnader	(3 740 344)	(4 932 835)	(5 903 683)	(5 719 847)	(6 658 719)	(7 169 129)	(8 282 588)	(8 677 292)	(9 445 600)	(11 353 270)	(12 570 939)
Driftsresultat	273 860	680 836	348 220	334 446	814 868	1 715 785	880 225	419 854	1 319 163	1 226 195	879 786
Skatt på normalisert driftsresultat	(75 439)	(193 976)	(108 235)	(69 725)	(226 554)	(482 959)	86 325	(118 398)	(322 640)	(121 011)	(117 041)
Justert driftsresultat etter skatt	198 421	486 860	239 985	264 721	588 314	1 232 826	966 550	301 456	996 523	1 105 184	762 745
Inntekt i tilknyttet selskap	64 534	128 982	35 509	13 716	62 744	122 006	19 741	24 831	192 188	91 939	61 376
Netto driftsresultat	262 955	615 842	275 494	278 437	651 058	1 354 832	986 291	326 287	1 188 711	1 197 123	824 121
Finansinntekt	9 659	16 284	29 583	32 664	13 182	16 704	41 229	33 972	17 951	21 006	26 300
Skatt på finansinntekt	(2 705)	(4 560)	(8 283)	(9 146)	(3 691)	(4 677)	(11 544)	(9 512)	(5 026)	(5 672)	(7 101)
Totalkapital (syssele satt kapital)	269 910	627 567	296 794	301 955	660 549	1 366 859	1 015 976	350 747	1 201 635	1 212 457	843 320
Finanskostnad	(24 997)	(52 090)	(126 504)	(186 245)	(95 455)	(81 832)	(121 821)	(128 691)	(120 258)	(150 229)	(167 925)
Skatt på finanskostnad	6 999	14 585	35 421	52 149	26 727	22 913	34 110	36 033	33 672	40 562	45 340
Minoritetens andel	(545)	(929)	(2 550)	(2 322)	(653)	(10 062)	(4 028)	(10 963)	(153 043)	(48 557)	(53 165)
Resultat til egenkapital	251 367	589 133	203 161	165 536	591 169	1 297 878	924 236	247 127	962 007	1 054 233	667 570
Unormale driftsposter	69 162	83 017	1 977	33 609	195 331	166 247	948 440	324 979	1 070 914	889 894	688 674
Unormalt finansresultat	(1 752)	(4 488)	27 185	3 074	(3 832)	(1 144)	(1 292)	(434)	467	9 433	12 897
Skatt på unormalt driftresultat	(18 875)	(21 988)	(8 165)	(10 271)	(53 620)	(46 229)	(265 201)	(90 873)	(299 987)	(242 818)	(189 424)
Omrøgningsdifferanse	(5 225)	5 758	(31 685)	(16 226)	(44 675)	2 619	1 492	(13 826)	85 118	94 502	96 912
Fullstendig nettoresultat til egenkapital	294 677	651 432	192 473	175 722	684 373	1 419 371	1 607 675	466 973	1 818 519	1 805 244	1 276 629
Egenkapitaltransaksjoner	167 959	406 570	1 190 245	(125 326)	(149 553)	261 830	(576 677)	(311 744)	(386 522)	(668 326)	(645 340)
Endring i egenkapital	462 636	1 058 002	1 382 718	50 396	534 820	1 681 201	1 030 998	155 229	1 431 997	1 136 918	631 289

Tabell 6.5 – Normalisert resultatregnskap (Kilde til beregninger: Lerøy Seafood Group, 2006-2016a)

6.7 Omorganisering av balanseregnskap

I dette kapittelet vil vi presentere omorganisert balanseregnskap, og forklare justeringene som er gjort.

6.7.1 Finans- og driftsposter

For å tilpasse balansen til verdivurderingsformål, må vi omorganisere Lerøy sin balanse ved å skille mellom driftsrelaterte og finansielle poster. Hensikten med dette er å klargjøre hvilke poster som er verdiskapende, og derfor med på å bidra til driftsresultatet. Vi vil her kommentere begrunnelsene for våre antagelser i kategoriseringen av de ulike postene. Poster vi mener det ikke er nødvendig å kommentere, vil vi ikke gå nærmere inn på.

- Konsesjoner, driftsmidler, bygninger og tomter er klassifisert som driftsmidler, siden dette er nødvendige ressurser i den daglige driften av selskapet.
- Goodwill er en immateriell post som representerer eiendeler som ikke kan spesifiseres. Hos Lerøy er denne posten et resultat av oppkjøp av selskaper som er med i driften av konsernet. Dermed definerer vi *goodwill* som driftsrelatert.
- Aksjer, både i tilknyttede selskap og tilgjengelig for salg, er driftsrelatert, siden dette er eierposter i samme virksomhet
- Aksjer og verdipapirer er sett på som både kortsiktige og langsiktige investeringer, og behandles som utestående eiendeler, som ikke har noe med driften av virksomheten å gjøre, og anses derfor som finansrelaterte.
- Langsiktige fordringer er omtalt i notene som «andre fordringer». I motsetning til andre driftsrelaterte poster, som f.eks. kundefordringer, er dette finansielle fordringer, og derfor kategorisert som en finansiell post.
- Pensjonsmidler er forbundet med driften, ettersom dette er knyttet til de ansatte i selskapet. Derfor er dette en driftsrelatert post.
- Varer består av biologiske eiendeler og andre varer anses å være driftsrelaterte, ettersom dette er nødvendige ressurser for den daglige driften.
- Andre fordringer inkluderer merverdiavgift, forskuddsbetalinger og valutaterminkontrakter. Dette anser vi å ha driftsrelatert betydning.
- Betalingsmidler/kontanter og kontantekvivalenter anses som en driftsrelatert post, siden dette består av kontanter som er nødvendig for den daglige driften, som f.eks. arbeidskapital.

- Annen langsiktig gjeld er til forskjell fra pantegjeld/langsiktig rentebærende gjeld, ikke rentebærende, og anses derfor som driftsrelatert.

Vi har videre justert ulike poster med hensyn til framtidig verdierestimert, basert på notene i årsrapportene. Tabell 6.7a og b viser justert balanseregnskap for LSG, mens tabell 6.8 viser omorganisert- og justert balanseregnskap. Tabell 6.6a til c viser justeringer som er gjort.

(Tall i NOK 1 000)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Endring i varelager (totalt)	0	0	0	0	(135 068)	(2 777)	(321 390)	(378 839)	(637 219)	(1 084 272)	(1 550 232)
Verdjustering biologiske eiendeler (totalt)	69 412	155 350	171 188	207 557	268 040	566 578	1 182 345	1 477 080	2 241 309	2 568 723	2 757 231
Justering	69 412	155 350	171 188	207 557	403 108	569 355	1 503 735	1 855 919	2 878 528	3 652 995	4 307 463
Føring i omgruppert balanse (biologiske eiendeler)	458 711	896 969	1 322 945	1 468 607	1 455 454	2 137 378	867 203	869 022	848 833	28 998	13 367

Tabell 6.6a – Biologiske eiendeler (Kilde til beregninger: Lerøy Seafood Group, 2006-2016a)

(Tall i NOK 1 000)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Andre gevinster og tap (totalt)	0	0	0	0	0	0	0	0	53 805	171 214	205 420
Annen finansinntekt (totalt)	0	0	30 125	35 662	37 423	41 196	44 427	47 394	51 699	66 542	86 300
Annen finanskostnad (totalt)	1 752	6 240	9 180	11 643	17 236	22 153	26 676	30 077	33 915	39 325	46 186
Justering	1 752	6 240	(20 945)	(24 019)	(20 187)	(19 043)	(17 751)	(17 317)	(71 589)	(198 431)	(245 534)
Betalingsmidler	191 157	509 872	537 738	388 486	707 989	1 357 096	1 597 429	1 082 797	872 513	1 360 272	999 417
Føring i omgruppert balanse (betalingsmidler)	192 909	516 112	516 793	364 467	687 802	1 338 053	1 579 678	1 065 480	800 924	1 161 841	753 883

Tabell 6.6b – Betalingsmidler (Kilde til beregninger: Lerøy Seafood Group, 2006-2016a)

(Tall i NOK 1 000)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Justering (biologiske eiendeler)	69 412	155 350	171 188	207 557	403 108	569 355	1 503 735	1 855 919	2 878 528	3 652 995	4 307 463
Justering (betalingsmidler)	1 752	6 240	(20 945)	(24 019)	(20 187)	(19 043)	(17 751)	(17 317)	(71 589)	(198 431)	(245 534)
Endring i omgruppert balanse (annen egenkapital)	67 660	149 110	192 133	231 576	423 295	588 398	1 521 486	1 873 236	2 950 117	3 851 426	4 552 997
Balanseført annen egenkapital	413 274	1 034 225	1 111 733	1 101 073	1 639 076	2 671 798	2 497 047	2 528 638	3 969 263	4 476 377	5 099 758
Føring i omgruppert balanse (annen egenkapital)	345 614	885 115	919 600	869 497	1 215 781	2 083 400	975 561	655 402	1 019 146	624 951	546 761

Tabell 6.6c – Annen egenkapital (Kilde til beregninger: Lerøy Seafood Group, 2006-2016a)

«Kontanter og kontantekvivalenter» (betalingsmidler) er her justert i samsvar med unormale poster. Hensikten med dette er å justere eiendelene slik at de blir representative for verdsettelsesbruk.

(Tall i NOK 1 000)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
ANLEGGSMIDLER											
Utsatt skattefordel	0	0	0	0	4 461	3 697	6 546	21 545	11 807	42 263	9 828
Konsesjoner	309 400	764 587	1 183 089	1 291 625	1 289 977	1 972 239	1 981 726	1 978 924	1 978 656	2 151 686	2 151 625
Goodwill	134 508	1 157 761	1 649 216	1 668 302	1 669 634	1 875 521	1 897 147	1 993 129	2 008 485	2 082 705	2 230 000
Driftsmidler	190 947	442 570	747 661	897 811	843 716	1 116 878	1 362 173	1 289 389	1 434 980	1 659 810	1 920 970
Bygninger og tomter	93 885	252 492	401 467	397 007	381 683	469 456	474 211	805 150	942 032	1 016 906	978 663
Aksjer	2 615	5 737	26 423	23 161	23 115	22 989	23 173	18 281	5 553	8 066	31 645
Aksjer i tilknyttet selskap	320 867	308 592	289 474	277 455	272 970	338 864	329 168	331 056	735 071	566 965	641 193
Langsiktige fordringer	1 621	244	681	6 274	11 928	8 129	8 453	8 607	26 171	32 263	22 653
Pensjonsmidler	245	360	535	469	0	0	0	0	0	0	0
Sum anleggsmidler	1 054 088	2 932 343	4 298 546	4 562 104	4 497 484	5 807 773	6 082 597	6 446 081	7 142 755	7 560 664	7 986 577
OMLØPSMIDLER											
Biologiske eiendeler	458 711	896 969	1 322 945	1 468 607	1 455 454	2 137 378	867 203	869 022	848 833	28 998	13 367
Andre varer	95 337	189 326	265 008	223 158	236 311	290 379	328 045	326 225	358 482	524 947	552 065
Kundefordringer	594 752	752 676	690 800	772 440	876 127	1 013 932	934 443	995 289	1 486 428	1 427 796	1 876 618
Andre fordringer	83 065	169 539	219 885	159 844	130 734	176 282	148 395	199 083	316 192	302 692	248 197
Aksjer og verdipapirer	810	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Betalingsmidler	192 909	516 112	516 793	364 467	687 802	1 338 053	1 579 678	1 065 480	800 924	1 161 841	753 883
Sum omløpsmidler	1 425 584	2 524 622	3 015 431	2 988 516	3 386 428	4 956 024	3 857 764	3 455 099	3 810 859	3 446 274	3 444 130
Sum eiendeler	2 479 672	5 456 965	7 313 977	7 550 620	7 883 912	10 763 797	9 940 361	9 901 180	10 953 614	11 006 938	11 430 707

Tabell 6.7a – Justert balanseregnskap – Eiendeler (Kilde til beregninger: Lerøy Seafood Group, 2006-2016a)

(Tall i NOK 1 000)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
EGENKAPITAL											
Aksjekapital	39 377	42 777	53 577	53 577	53 577	54 577	54 577	54 577	54 577	54 577	66 237
Egne aksjer	(66)	(285)	(8 687)	(12 355)	(12 355)	(12 355)	(20 479)	(330)	(330)	(330)	(330)
Overkursfond	816 656	1 243 830	2 601 390	2 601 390	2 601 390	2 731 690	2 731 690	2 731 690	2 731 690	2 731 690	2 720 029
Sum innskutt egenkapital	855 967	1 286 322	2 646 280	2 642 612	2 773 912	2 773 912	2 765 788	2 785 937	2 785 937	2 785 937	2 785 936
Annen egenkapital	345 614	885 115	919 600	869 497	1 215 781	2 083 400	975 561	655 402	1 019 146	624 951	546 761
Sum oppkjøpt egenkapital	345 614	885 115	919 600	869 497	1 215 781	2 083 400	975 561	655 402	1 019 146	624 951	546 761
Minoritetsinteresser	6 705	20 172	20 830	20 658	18 568	548 564	534 931	649 381	793 747	817 282	878 357
Sum egenkapital	1 208 286	2 191 609	3 586 710	3 532 767	3 876 961	5 405 876	4 276 280	4 090 720	4 598 830	4 228 170	4 211 054
LANGSIKTIG GJELD											
Pantegjeld/langsiktig rentebærende gjeld	458 545	1 577 997	1 724 699	1 672 761	1 504 707	2 221 701	2 429 365	2 402 770	2 356 803	2 767 118	2 377 123
Annen langsiktig gjeld	0	0	0	4 150	826	1 312	0	0	0	0	0
Utsatt skatt	154 237	451 172	643 529	669 327	834 877	1 260 028	1 083 693	1 230 458	1 486 972	1 531 262	1 628 863
Pensjonsforpliktelser	4 191	8 869	12 012	13 211	14 990	9 025	7 812	7 646	3 227	6 878	8 196
Andre forpliktelser	0	0	0	0	0	0	7 168	44 788	36 700	131 980	61 353
Sum langsiktig gjeld	616 973	2 038 038	2 380 240	2 359 449	2 355 400	3 492 066	3 528 038	3 685 662	3 883 702	4 437 238	4 075 535
KORTSIKTIG GJELD											
Leverandørgjeld	373 030	468 529	508 294	544 757	615 996	638 213	705 165	826 677	1 059 434	1 053 524	1 006 280
Kortsiktige kredittier	131 082	382 003	566 594	841 921	646 105	434 121	760 977	911 887	682 574	469 276	1 465 144
Skyldige offentlige avgifter mv.	12 182	32 963	37 743	49 014	55 671	74 312	62 386	66 915	103 656	70 073	79 560
Betalbar skatt	19 206	153 513	76 154	16 631	93 551	395 233	322 105	88 925	320 344	335 062	230 184
Annen kortsiktig gjeld	118 913	190 310	158 242	206 081	240 228	323 976	285 410	230 400	305 074	413 595	362 948
Sum kortsiktig gjeld	654 413	1 227 318	1 347 027	1 658 404	1 651 551	1 865 855	2 136 043	2 124 804	2 471 082	2 341 530	3 144 116
Sum gjeld	1 271 386	3 265 356	3 727 267	4 017 853	4 006 951	5 357 921	5 664 081	5 810 466	6 354 784	6 778 768	7 219 651
Sum egenkapital og gjeld	2 479 672	5 456 965	7 313 977	7 550 620	7 883 912	10 763 797	9 940 361	9 901 186	10 953 614	11 006 938	11 430 705

Tabell 6.7b – Justert balanseregnskap – Egenkapital og gjeld (Kilde til beregninger: Lerøy Seafood Group, 2006-2016a)

(Tall i NOK 1 000)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Operasjonelle anleggsmidler	1 052 467	2 932 099	4 297 865	4 555 830	4 485 556	5 799 644	6 074 144	6 437 474	7 116 584	7 528 401	7 963 924
Langsiktig driftsrelatert gjeld	158 428	460 041	655 541	686 688	850 693	1 270 365	1 091 505	1 238 104	1 490 199	1 538 140	1 637 059
Netto operasjonelle anleggsmidler	894 039	2 472 058	3 642 324	3 869 142	3 634 863	4 529 279	4 982 639	5 199 370	5 626 385	5 990 261	6 326 865
Operasjonelle omløpsmidler	1 424 774	2 524 622	3 015 431	2 988 516	3 386 428	4 956 024	3 857 764	3 455 099	3 810 859	3 446 274	3 444 130
Kortsiktig operasjonell gjeld	523 331	845 315	780 433	816 483	1 005 446	1 431 734	1 375 066	1 212 917	1 788 508	1 872 254	1 678 972
Operasjonell arbeidskapital	901 443	1 679 307	2 234 998	2 172 033	2 380 982	3 524 290	2 482 698	2 242 182	2 022 351	1 574 020	1 765 158
Netto operasjonelle eiendeler	1 795 482	4 151 365	5 877 322	6 041 175	6 015 845	8 053 569	7 465 337	7 441 552	7 648 736	7 564 281	8 092 024
Egenkapital	1 201 581	2 171 437	3 565 880	3 512 109	3 858 393	4 857 312	3 741 349	3 441 339	3 805 083	3 410 888	3 332 697
Minoritetsinteresser	6 705	20 172	20 830	20 658	18 568	548 564	534 931	649 381	793 747	817 282	878 357
Langsiktig finansiell gjeld	458 545	1 577 997	1 724 699	1 672 761	1 504 707	2 221 701	2 436 533	2 447 558	2 393 503	2 899 098	2 438 476
Finansielle anleggsmidler	1 621	244	681	6 274	11 928	8 129	8 453	8 607	26 171	32 263	22 653
Netto langsiktig finansiell gjeld	456 924	1 577 753	1 724 018	1 666 487	1 492 779	2 213 572	2 428 080	2 438 951	2 367 332	2 866 835	2 415 823
Kortsiktig finansiell gjeld	131 082	382 003	566 594	841 921	646 105	434 121	760 977	911 887	682 574	469 276	1 465 144
Finansielle omløpsmidler	810	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Netto kortsiktig finansiell gjeld	130 272	382 003	566 594	841 921	646 105	434 121	760 977	911 887	682 574	469 276	1 465 144
Netto finansiell gjeld	587 196	1 959 756	2 290 612	2 508 408	2 138 884	2 647 693	3 189 057	3 350 838	3 049 906	3 336 111	3 880 967
Netto driftskapital	1 795 482	4 151 365	5 877 322	6 041 175	6 015 845	8 053 569	7 465 337	7 441 558	7 648 736	7 564 281	8 092 022

Tabell 6.8 – Omgruppert balanse (Kilde til beregninger: Lerøy Seafood Group, 2006-2016a)

Tabell 6.8 viser omgruppert balanse med hensyn til netto operasjonelle eiendeler og netto driftskapital. Det er små avvik i 2012 og 2015, dette skyldes avrundinger i opprinnelig regnskap. Vedlegg 4 viser også omgruppert balanse, men da med hensyn til sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital.

7.0 Risikoanalyse

Vi vil i dette kapittelet analysere kredittrisikoen til selskapet og utvalget av bransjen. På denne måten kartlegges selskapets likviditetsrisiko. Dette er relevant for utregning av framtidige avkastningskrav, hvor selskapets risiko har stor effekt på investorenes avkastningskrav. Vi vil dele kapittelet inn i en kortsiktig- og langsiktig del, for deretter å se på selskapets kreditt-rating.

Kredittrisiko vil si kreditors risiko for mislighold på sine utestående beløp. Vi vil i dette kapittelet analysere selskapets likviditet og soliditet. Dette vil vi gjøre ved å sammenligne deres måltall opp mot sammenlignbare selskaper, som vi vil kalle «bransje». Her vil vi ta for oss likviditetsgrad 1 og 2 som et mål på kortsiktig likviditetsrisiko, og videre egenkapitalandel og rentedekningsgrad, som mål på langsiktig likviditetsrisiko.

7.1 Kortsiktig likviditetsrisiko

Innen kortsiktig likviditetsrisiko har vi likviditetsgrad 1 og 2. Nedenfor vises utregningene.

7.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 er et forholdstall mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Dette er et måltall på selskapets betalingsevne, ettersom et høyere tall reflekterer bedre betalingsevne. Omløpsmidlene er her de mest likvide midlene til bedriften, og kortsiktig gjeld er kreditter som forfaller innen regnskapsåret.

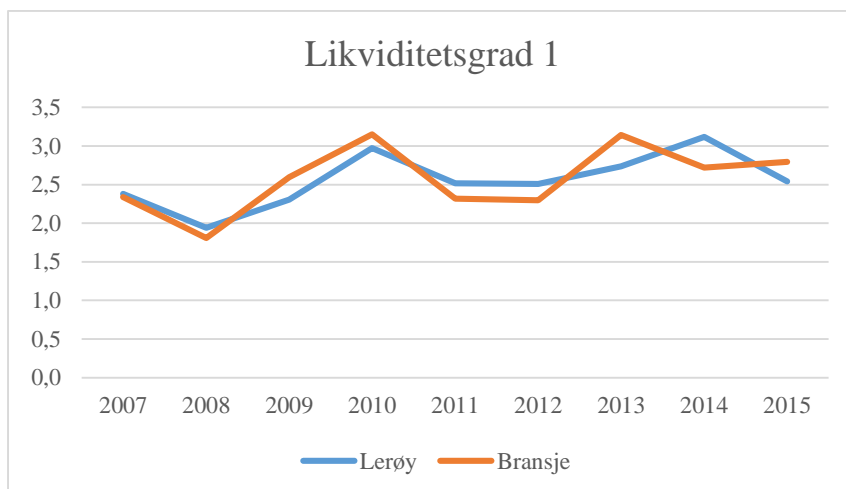
$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}} \quad (13)$$

Likviditetsgrad 1	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Lerøy	2,381	1,942	2,307	2,972	2,518	2,508	2,736	3,117	2,544
Bransje	2,339	1,808	2,595	3,150	2,316	2,298	3,141	2,720	2,795

Tabell 7.1 – Likviditetsgrad 1 (Kilde til beregninger: Marine Harvest Group, 2007-2016; Austevoll Seafood ASA, 2007-2016; Grieg Seafood ASA, 2007-2016; SalMar ASA, 2007-2016; Lerøy Seafood Group, 2007-2016a)

Tabell 7.1 viser at utviklingen i bransjen har vært positiv. Som tommelfingerregel sier man at et selskap med en likviditetsgrad 1 over to, har god likviditet. Både Lerøy og bransjen ellers

viser til en relativt høy likviditetsgrad, noe som viser at selskapet og bransjen har en lav likviditetsrisiko, ettersom det kan forventes at man ikke misligholder kreditter. I de senere årene kan vi blant annet se at Lerøy har hatt et høyere forholdstall enn bransjen i perioden 2011, 2012 og 2014, og ser ut til å ha en solid likviditet.



Figur 7.1 – Likviditetsgrad 1 (Kilde til beregninger: Marine Harvest Group, 2007-2016; Austevoll Seafood ASA, 2007-2016; Grieg Seafood ASA, 2007-2016; SalMar ASA, 2007-2016; Lerøy Seafood Group, 2007- 2016a)

7.1.2 Likviditetsgrad 2

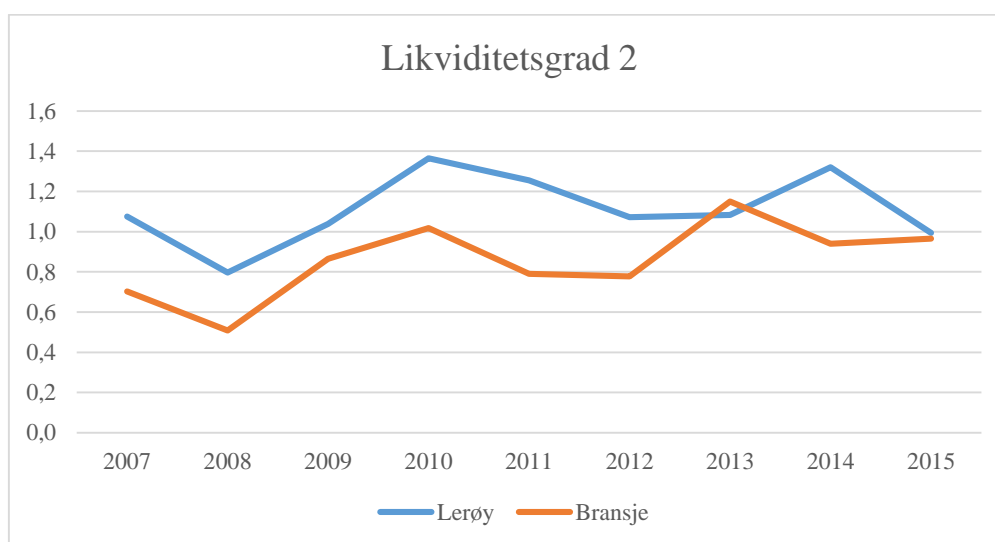
Likviditetsgrad 2, er som likviditetsgrad 1, et forholdstall mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld, hvor høyere måltall representerer høyere likviditet. Forskjellen fra likviditetsgrad 1, er at man her trekker «varer» ut fra omløpsmidler. Hensikten med dette er at «varer» ikke er like likvide som andre omløpsmidler, som f.eks. kontanter. Dette er svært relevant for oppdrettsselskaper, ettersom varelager og biologiske eiendeler representerer en stor del av omløpsmidlene.

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Omløpsmidler} - \text{varer}}{\text{Kortsiktig gjeld}} \quad (14)$$

Likviditetsgrad 2	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Lerøy	1,075	0,796	1,038	1,365	1,255	1,072	1,083	1,320	0,994
Bransje	0,702	0,509	0,865	1,018	0,791	0,777	1,151	0,940	0,965

Tabell 7.2 – Likviditetsgrad 2 (Kilde til beregninger: Marine Harvest Group, 2007-2016; Austevoll Seafood ASA, 2007-2016; Grieg Seafood ASA, 2007-2016; SalMar ASA, 2007-2016; Lerøy Seafood Group, 2007- 2016a)

Tabell 7.2 viser at likviditetsgrad 2 har vært stabil. Som tommelfingerregel sier man at likviditetsgrad 2 bør være større enn tallet 1. Vi ser at Lerøy viser til generelt sterke likviditetstall, ettersom de kun i 2008 og 2015, er under dette nivået. Sammenlignet med bransjen, har Lerøy gode måltall, ettersom de scorer høyere likviditetstall enn bransjen i alle år i perioden, utenom i 2013. Vi kan videre se en positiv trend i bransjen. Grunnen til at likviditetsgrad 2 skiller seg så sterkt fra likviditetsgrad 1 i oppdrettsbransjen, er at «varer» utgjør en stor del av selskapenes omløpsmidler.



Figur 7.2 – Likviditetsgrad 2 (Kilde til beregninger: Marine Harvest Group, 2007-2016; Austevoll Seafood ASA, 2007-2016; Grieg Seafood ASA, 2007-2016; SalMar ASA, 2007-2016; Lerøy Seafood Group, 2007- 2016a)

En lav likviditetsgrad her, vil indikere høyere konkurrisiko. Et resultat av å ta bort varer, eller de minst likvide omløpsmidlene, er at man sitter igjen med finansielle eiendeler selskapet har tilgjengelig. Vi ser her at spesielt bransjen, har mindre finansielle eiendeler enn kortsiktig gjeld, i forhold til hva som er ønskelig. Vi mener derimot at dette ikke representerer økt konkurrisiko. Vi ser at bransjen er preget av vekst, investeringer og virksomhetssammenslåinger som er svært kapitalbindende. Vi legger til grunn at dette vil bedre seg i framtiden, og at en derfor vil ha mer likvider tilgjengelig, noe som vil føre til bedre likviditetsmåltall.

Vi legger til grunn at det er lav konkurrisiko på kort sikt for Lerøy og bransjen. Dette konkluderer vi med, ettersom selskapene kan vise til høye måltall på likviditetsgrad 1, samt en positiv utvikling i likviditetsgrad 2.

7.2 Langsiktig likviditetsrisiko

Innenfor langsiktig likviditetsrisiko har vi egenkapitalandel, rentedekningsgrad og netto driftsrentabilitet.

7.2.1 Egenkapitalandel

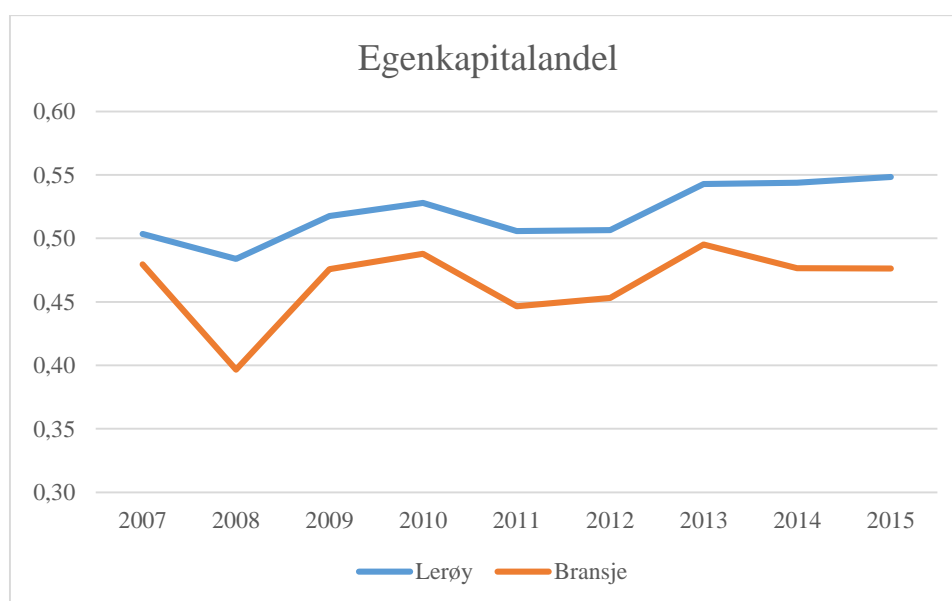
Egenkapitalandelen viser hvor stor andel av totalkapitalen som er finansiert med egenkapital. En høyere EK-andel indikerer høyere soliditet. Dette gjør selskaper mer robuste og i bedre stand til å takle vanskelige tider, enn selskaper som er finansiert med stor grad av gjeld.

$$\text{Egenkapitalandel} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}} \quad (15)$$

Egenkapitalandel	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Lerøy	0,503	0,484	0,518	0,528	0,506	0,507	0,543	0,544	0,548
Bransje	0,479	0,397	0,476	0,488	0,447	0,453	0,495	0,477	0,476

Tabell 7.3 – Egenkapitalandel (Kilde til beregninger: Marine Harvest Group, 2007-2016; Austevoll Seafood ASA, 2007-2016; Grieg Seafood ASA, 2007-2016; SalMar ASA, 2007-2016; Lerøy Seafood Group, 2007- 2016a)

Oppdrettsbransjen er preget av å være en kapitalbindende og syklisk bransje. Her er det knyttet stor risiko til pris, valuta og biologiske forhold, noe som viser viktigheten av å ha en solid kapitalstruktur. Dette kan gjøre selskapet i bedre stand til å ta tap.



Figur 7.3 – Egenkapitalandel (Kilde til beregninger: Marine Harvest Group, 2007-2016; Austevoll Seafood ASA, 2007-2016; Grieg Seafood ASA, 2007-2016; SalMar ASA, 2007-2016; Lerøy Seafood Group, 2007- 2016a)

Vi ser at både Lerøy og resten av oppdrettsbransjen viser til en relativt høy egenkapitalandel. Dette viser høy soliditet, og er svært viktig, ettersom dette gjør det enklere å sikre finansiering, både med egenkapital og lån med gunstige betingelser. Vi ser også at det er en stabil og positiv trend, som er med å underbygge lav konkursrisiko for selskapet og bransjen. Videre ser vi også at Lerøy har hatt en høyere EK-andel enn bransjen i alle år, noe som indikerer høy soliditet.

7.2.2 Rentedekningsgrad

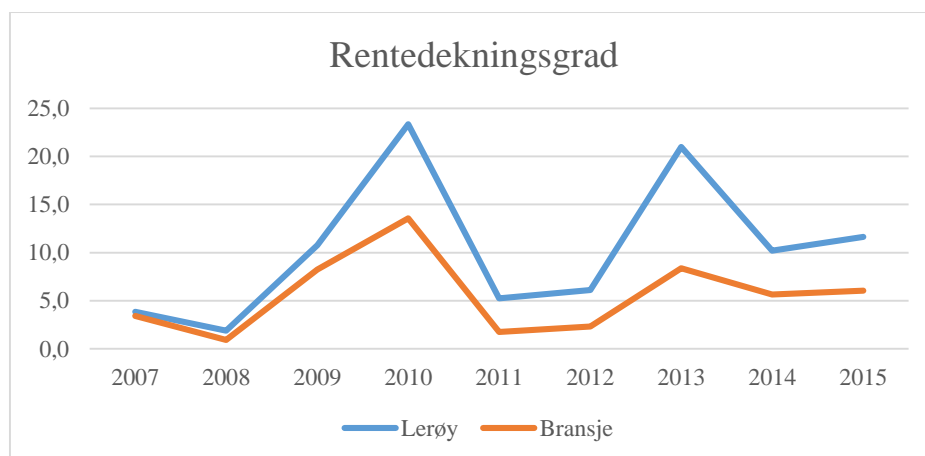
Når vi ser på likviditetsrisiko, er rentedekningsgrad et godt forholdstall, som kan beskrive selskapets evne til å betjene sine finansforpliktelser.

$$\text{Rentedekningsgrad} = \frac{\text{Ordinært resultat} + \text{finanskostnader}}{\text{Finanskostnader}} \quad (16)$$

Rentedekningsgrad	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Lerøy	3,849	1,869	10,770	23,369	5,234	6,106	20,988	10,210	11,629
Bransje	3,397	0,909	8,254	13,584	1,735	2,317	8,373	5,627	6,026

Tabell 7.4 – Rentedekningsgrad (Kilde til beregninger: Marine Harvest Group, 2007-2016; Austevoll Seafood ASA, 2007-2016; Grieg Seafood ASA, 2007-2016; SalMar ASA, 2007-2016; Lerøy Seafood Group, 2007- 2016a)

I utregningen av dette forholdstallet, har vi valgt å følge «rentedekningsgrad-formelen», og har benyttet resultatregnskapet og tilhørende noter for å kunne regne ut måltallet. Resultatet av utregningene kan man se i tabell 7.4.



Figur 7.4 – Rentedekningsgrad (Kilde til Beregninger: Marine Harvest Group, 2007-2016; Austevoll Seafood ASA, 2007-2016; Grieg Seafood ASA, 2007-2016; SalMar ASA, 2007-2016; Lerøy Seafood Group, 2007- 2016a)

Vi ser at måltallet er svært volatil, ettersom rentedekningsgraden varierer svært mye gjennom analyseperioden. Grunnen til at tallene er så volatile, er at de baserer seg på resultater fra år til år. Resultatene har sammenheng med konjunkturer i markedet. Vi ser videre at Lerøy har relativt høye forholdstall, med unntak av 2007 og 2008, noe som bekrefter sterk likviditet. Vi anser det derfor som tvilsomt at Lerøy vil ha problemer med å dekke sin finansielle gjeld.

Vi anser dermed den langsiktige likviditetsrisikoen for Lerøy som lav, ettersom selskapet gjennom sine måltall viser til god soliditet.

7.2.3 Netto driftsrentabilitet

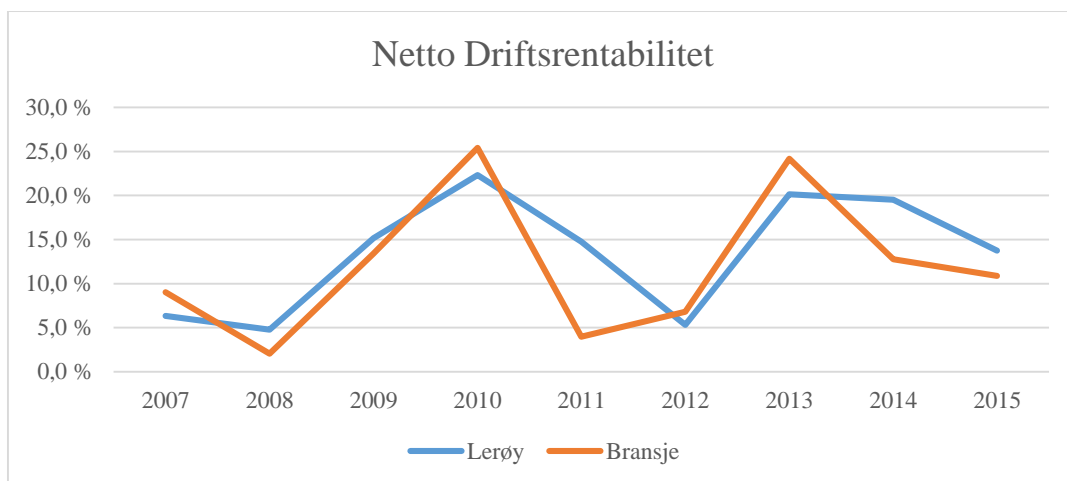
NDR er et forholdstall som tas opp igjen i lønnsomhetskapittelet, ettersom dette er et måltall for lønnsomhet. Det brukes også i syntetisk-rating, ettersom det også gir god forklaringskraft for kredittrisiko. Dette er fordi lønnsomheten direkte påvirker egenkapitalen, som igjen utgjør selskapets soliditet overfor eventuelle tap. Formel er hentet fra Knivsfå (NHH, BUS 440) sine undervisningsnotater.

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{\text{Netto driftsresultat}}{\text{Netto driftseiendeler}_{IB} + \frac{\Delta \text{NDE} - \text{Netto driftsresultat}}{2}} \quad (17)$$

Netto Driftsrentabilitet	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Lerøy	6,32 %	4,76 %	15,17 %	22,30 %	14,75 %	5,30 %	20,12 %	19,50 %	13,73 %
Bransje	9,02 %	2,06 %	13,41 %	25,39 %	3,97 %	6,82 %	24,18 %	12,75 %	10,87 %

Tabell 7.5 – Netto driftsrentabilitet (Kilde til beregninger: Marine Harvest Group, 2007-2016; Austevoll Seafood ASA, 2007-2016; Grieg Seafood ASA, 2007-2016; SalMar ASA, 2007-2016; Lerøy Seafood Group, 2007- 2016a)

I utregningen av dette forholdstallet har vi valgt å følge formelen, og har benyttet det normaliserte regnskapet. Hensikten med dette er å gjøre tallene mer relevante for framtidig estimering av kredittrisiko. Resultatet av utregningene kan man se i tabell 7.5.



Figur 7.5 – Netto driftsrentabilitet (Kilde til beregninger: Marine Harvest Group, 2012-2016; Austevoll Seafood ASA, 2012-2016; Grieg Seafood ASA, 2012-2016; SalMar ASA, 2012-2016; Lerøy Seafood Group, 2012- 2016a)

Vi ser at rentabiliteten er svært volatil, ettersom variasjonen er svært stor i analyseperioden. Grunnen til at tallene er så volatile, er at de baserer seg på driftsresultater, som igjen har sammenheng med konjunkturer i markedet. Vi ser videre at Lerøy og bransjen beveger seg parallelt, noe som er et resultat av markedet i analyseperioden.

7.3 Likviditets-rating

Her vil vi oppsummere risikoanalysen gjennom å foreta en kredittvurdering av selskapet. Dette er en måte å rangere selskapets finansielle risiko på, for så å kunne justere risikoen på avkastningskravet ved å legge til en «kreditt-spread». Måten dette gjøres på, er å karaktersette selskapet ved bruk av en karakterskala som går fra AAA til D, hvor AAA representerer et selskap med sterk økonomi, med lav risiko for å misligholde sine forpliktelser. Og hvor karakter D representer den andre enden av skalaen, med høy konkurrisiko. En slik rangering er av interesse for investorer og långivere, for å beslutte hvilke krav som settes på selskapet.

Vi har valgt å benytte oss av en rating-modell som er hentet fra Knivsflå (NHH, BUS 440) sine undervisningsnotater. Her benytter man følgende forholdstall: likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. Modellen gir et godt bilde av selskapenes kredittrisiko, hvor bruken av ulike forholdstall er med på å gi en god indikasjon på kredittklasse.

Rating	LG1	Rentedekningsgrad	Egenkapitalandel	Netto Drifstrentabilitet
AAA	11,6	16,9	0,94	0,35
AA	6,2	6,3	0,85	0,266
A	3	3,35	0,66	0,166
BBB	1,7	2,16	0,44	0,096
BB	1,2	1,22	0,32	0,068
B	0,9	0,9	0,22	0,04
CCC	0,6	0,07	0,13	0,012
CC	0,5	-0,76	0,08	-0,016
C	0,4	-1,58	-0,02	-0,044
D	0,3	-2,41	-0,18	-0,072

Tabell 7.6 – Likviditets-rating (Kilde: Knivsflå, NHH, BUS440)

I tabell 7.7 er Lerøy og bransjens syntetiske rating listet opp, ut i fra beregninger gjort i tabell 7.6.

Syntetisk Rating	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Lerøy	BBB	BB	BB	A	BBB	BB	A	A	A
Bransje	BBB	B	A	A	BBB	BBB	A	BBB	BBB
Tidsvektet (Ler)	A								
Tidsvektet (Bra)	BBB								

Tabell 7.7 – Syntetisk rating (Kilde til beregninger: Marine Harvest Group, 2007-2016; Austevoll Seafood ASA, 2007-2016; Grieg Seafood ASA, 2007-2016; SalMar ASA, 2007-2016; Lerøy Seafood Group, 2007- 2016a)

Utarbeidelsen av den syntetiske rangeringen gir en lett oversikt over selskapet og bransjen sin finansielle posisjon og konkurrisiko. Her kan vi konkludere med at Lerøy har en god finansiell posisjon og har lav konkurrisiko. Selskapet presterer over bransjegenomsnittet, noe som bekrefter dette.

8.0 Historisk avkastningskrav

For å videre utføre en analyse av lønnsomheten til Lerøy, er vi nødt til å utarbeide historisk avkastningskrav for å kunne sammenligne måltallene i analyseperioden. Hensikten med dette er å tilføre lønnsomhetsanalysen mer data, noe som er med på å øke analysens kvalitet. Spesifikt er vi ute etter å avdekke residual inntekt i Lerøy sin lønnsomhet. Dette kan være med å kvalitetssikre vår strategiske analyse. Rent metodisk vil vi benytte oss av kapitalverdimodellen for å finne egenkapitalkravet, deretter vil vi kalkulere finansielt gjeldskrav, for så å finne netto driftskrav.

8.1 Kapitalverdimodellen

Kapitalverdimodellen er beskrevet i detalj i kapittel 4.6.1.

8.1.1 Risikofri rente

For utarbeidelsen av historisk avkastningskrav, har vi valgt å bruke årlig gjennomsnitt av 10-årige statsobligasjoner, som mål på risikofri rente (Norges Bank & Oslo Børs, s.a.b). Videre i utarbeidelsen av historisk egenkapitalkrav, vil vi følgelig justere for skatt, og på denne måten være mer korrekt overfor investor. Risikofri rente er i større grad beskrevet i kapittel 4.6.1.

Risikofri rente	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
rf- 10 årig statobligasjon	0,048	0,045	0,040	0,035	0,031	0,021	0,026	0,025	0,016
Skatt	0,013	0,013	0,011	0,010	0,009	0,006	0,007	0,007	0,004
Risikofri rente e. skatt	0,034	0,032	0,029	0,025	0,022	0,015	0,019	0,018	0,011

Tabell 8.1 – Risikofri rente (Kilde: Norges Bank & Oslo Børs, s.a.b)

8.1.2 Egenkapitalbeta

Egenkapitalbeta er et mål på systematisk risiko knyttet til investeringen i selskapet (Titman & Martin, 2014, s. 112). Som vi tidligere forklarte i kapitel 4.6.1, skilles det mellom systematisk- og usystematisk risiko, hvor førstnevnte er korrelert med markedets svingninger, som er markedsspesifikt, og ikke mulig å diversifisere seg bort fra. Sistnevnte er risiko som ikke er korrelert med markedets svingninger, og er derfor selskapsspesifikk og mulig å diversifisere seg bort fra (Bernstrøm, 2014, s. 109).

I kapittel 4.6.1 estimerte vi Lerøys beta i analyseperioden til å være 0,828, og har på samme måte funnet betaene til de sammenlignbare selskapene.

	Lerøy	Marine Harvest	Slamar	Austevoll	Grieg Seafood	Bransje
Egenkapitalbeta	0,828	0,834	0,865	0,948	1,021	0,917

Tabell 8.2 – Egenkapitalbeta (Kilde til beregninger: Oslo Børs, 2016b-2016f; Datastream, 2016; E24, 2016a-2016e; Marine Harvest Group, 2012-2016; Austevoll Seafood ASA, 2012-2016; Grieg Seafood ASA, 2012-2016; SalMar ASA, 2012-2016; Lerøy Seafood Group, 2012- 2016a)

Historisk beta til egenkapitalen i analyseperioden, kan nå regnes ut ved følgende formel:

$$\beta_{EK} = \frac{\beta_{\text{Netto driftskapital}}}{\frac{\text{Egenkapital}}{\text{Netto Driftskapital}} + \frac{\text{minoritetsinteresser}}{\text{Netto Driftskapital}}} \quad (18)$$

Lerøy sin justerte egenkapitalbeta i analyseperioden, er vist i tabell 8.3.

Lerøy	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Ujustert beta	0,8275	0,8275	0,8275	0,8275	0,8275	0,8275	0,8275	0,8275	0,8275
Egenkapital	3 565 880	3 512 109	3 858 393	4 857 312	3 741 349	3 441 339	3 805 083	3 410 888	3 332 697
Minoritetsinteresser	20 830	20 658	18 568	548 564	534 931	649 381	793 747	817 282	878 357
Netto Driftskapital	5 877 322	6 041 175	6 015 845	8 053 569	7 465 337	7 441 558	7 648 736	7 564 281	8 092 022
Justert ek-beta	1,356	1,415	1,284	1,233	1,445	1,505	1,376	1,480	1,590

Tabell 8.3 – Historisk justert egenkapitalbeta (Kilde til beregning: Lerøy Seafood Group, 2007- 2016a)

8.1.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er avkastningen på markedsporteføljen, fratrukket risikofri rente. I undersøkelsen gjennomført av PWC og NFF (2015, s. 8), kom en frem til at i Norge lå markedets risikopremie på 5,2% i 2015. I samme undersøkelse kom en også frem til at medianen til markedets risikopremie har ligget på 5% de siste årene. Her har vi valgt å benytte oss av den historiske informasjonen som finnes i disse rapportene fra 2011 til 2015. I den resterende perioden har vi valgt en MRP på 5%. Dette støttes opp av rapporten som et godt anslag i henhold til den historiske avkastningen i markedet. Markedets risikopremie er i større grad beskrevet i kapittel 4.6.1.

Markedets risikopremie	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
MRP	0,05	0,05	0,05	0,05	0,052	0,05	0,051	0,052	0,052

Tabell 8.4 – Markedets risikopremie (Kilde: PWC & NFF, 2014, 2015)

8.1.4 Likviditetspremie

Et selskap som er handlet på børs, er i seg selv et tegn på at aksjen er likvid, men det er ikke slik at den er kategorisert som enkel å omsette på kort tid. Det kan være ulike faktorer/restriksjoner som kan gjøre aksjen mindre likvid (Damodaran, 2012, s. 687). I Lerøys tilfelle er eiersiden dominert av få store eiere, spesielt Austevoll Seafood Group ASA, som eier ca. 63% av selskapet. Dette gjør at det kan være vanskelig å omsette aksjene i omsettelige midler over kort tid. Til sammenligning ville et selskap som er eid av flere mindre eiere, være mer likvid, fordi det hadde vært enklere å omsette sine eierposter. Dette gjør at vi legger til en «likviditetspremie» for å kompensere for hvor likvid aksjen er for eierne. Størrelsen på likviditetspremien har vi satt til 1%, ettersom vi mener denne effekten ikke er dramatisk med tanke på at selskapet har en relativt lav spred mellom kjøps- og salgspris.

8.1.5 Egenkapitalkrav

Med informasjonen vi har fremlagt i dette kapittelet, har vi satt opp det historiske egenkapitalkravet i tabell 8.5. Her ser vi et stabilt egenkapitalkrav gjennom perioden, selv om risikofri rente faller.

Egenkapitalkrav	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Snitt
Vekting	2,5 %	2,5 %	5 %	10 %	10 %	15 %	15 %	20 %	20 %	
rf - f. skatt	0,048	0,045	0,040	0,035	0,031	0,021	0,026	0,025	0,016	0,026
Skatt	0,013	0,013	0,011	0,010	0,009	0,006	0,007	0,007	0,004	0,007
rf - e. skatt	0,034	0,032	0,029	0,025	0,022	0,015	0,019	0,018	0,012	0,019
Justert ek-beta	1,356	1,415	1,284	1,233	1,445	1,505	1,376	1,480	1,590	1,448
MRP	0,050	0,050	0,050	0,050	0,052	0,050	0,051	0,052	0,052	0,051
Likviditetspremie	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
Egenkapitalkrav	0,112	0,113	0,103	0,097	0,108	0,100	0,099	0,105	0,104	0,103

Tabell 8.5 - Egenkapitalkrav

8.2 Finansielt gjeldskrav

Krav til avkastningen på finansiell gjeld skal representere kravet til långiverne for deres utlån til selskapene. Dette utgjør kostnaden til selskaper som vil låne i kredittmarkedet. Det finansielle gjeldskravet består av to deler: «risikofri rente etter skatt» og «kredittrisikopremie».

$$\text{Finansielt gjeldskrav} = r_f \text{ etter skatt} + \text{Kredittrisikopremie} \quad (19)$$

Risikofri rente etter skatt har vi utarbeidet over. For å finne selskapets kredittrisikopremie, har vi valgt å ta utgangspunkt i en modell hentet fra Knivsflå (NHH, BUS 440) sine undervisningsnotater, som viser kredittrisikopremie for ulike kreditt-rating.

Finansielt gjeldskrav	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Vekting	2,5 %	2,5 %	5 %	10 %	10 %	15 %	15 %	20 %	20 %
Rating	BBB	BB	BB	A	BBB	BB	A	A	A
rf - Etter skatt	0,034	0,032	0,029	0,025	0,022	0,015	0,019	0,018	0,012
Kredittrisikopremie	0,014	0,031	0,031	0,010	0,014	0,031	0,010	0,010	0,010
Finansielt gjeldskrav	0,048	0,063	0,060	0,035	0,036	0,046	0,029	0,028	0,022
Tidsvektet FGK	0,034								

Tabell 8.6 – Finansielt gjeldskrav (Kilde: Knivsflå, NHH, BUS440)

Som vi ser, har gjeldskravet sunket de siste årene, i sammenheng med stadig lavere risikofri rente. Tidsvektet finansielt gjeldskrav i analyseperioden lå på 3,4%.

8.3 Finansielt eiendelskrav

For å kalkulere kravet til den finansielle gjelden, er vi nødt til å finne finansielt eiendelskrav. For å finne det finansielle eiendelskravet, har vi benyttet formelen under, hvor resultatet presenteres i tabell 8.7.

$$FEK = \frac{\text{Kontanter}}{FE} * r_f + \frac{\text{Fordringer}}{FE} * (r_f + \text{Risikopremie}) + \frac{\text{inv}}{FE} * r_f * MRP \quad (20)$$

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Fek	0,044	0,042	0,039	0,035	0,032	0,025	0,029	0,028	0,022

Tabell 8.7 – Finansielt eiendelskrav

Risikopremien for fordringer er satt til 1%, ettersom dette er i likhet med kredittrisikopremien. Vi ser her at kravet for de finansielle eiendelene har en nedadgående trend, som følge av lavere risikofri rente.

8.4 Netto finansielt gjeldskrav

Etter å ha beregnet avkastningskravet for både finansiell gjeld- og eiendeler, kan vi estimere selskapets historiske netto finansielle gjeldskrav. Her vektet det finansielle gjelds- og eiendelskravet for å finne netto finansielt gjeldskrav.

$$\text{NFGK} = \text{FGK} * \frac{\text{Finansiell gjeld}}{\text{Netto Finansiell gjeld}} - \text{FEK} * \frac{\text{Finansielle eiendeler}}{\text{Netto finansiell gjeld}} \quad (21)$$

Ved å benytte tallene i det omgrupperte balanseregnskapet i kapittel 6, har vi estimert det historiske finansielle gjeldskravet til:

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Finansielt gjeldskrav	0,048	0,063	0,060	0,035	0,036	0,046	0,029	0,028	0,022
FG/NFG	1,627	1,598	1,863	2,017	1,771	1,730	2,066	2,012	1,849
Finansielt eiendelskrav	0,044	0,042	0,039	0,035	0,032	0,025	0,029	0,028	0,022
FE/NFG	0,000	0,002	0,006	0,003	0,003	0,003	0,009	0,010	0,006
Netto finansielt gjeldskrav	0,035	0,061	0,078	0,039	0,035	0,057	0,039	0,038	0,024

Tabell 8.8 – Netto finansielt gjeldskrav

Vi ser fra tabell 8.8 at det finansielle gjeldskravet synker, som et resultat av lavere finansielt gjelds- og eiendelskrav.

8.5 Netto driftskrav

Etter å ha beregnet avkastningskravet for både investorer og kreditorer, kan vi estimere selskapets historiske netto driftskrav. Dette finner vi ved å multiplisere egenkapitalkravet med andelen egenkapital (hvor egenkapitalandel er: EK/netto driftskapital), og legge til netto finansielt gjeldskrav, multiplisert med andel finansiell gjeld (hvor andel finansiell gjeld er: NFG/netto driftskapital). Formel er hentet fra Knivsflå (NHH, BUS 440) sine undervisningsnotater.

$$\text{Netto Driftskrav} = \text{Egenkapitalkrav} * \frac{\text{EK}}{\text{NDK}} + \text{Netto finansielt gjeldskrav} * \text{NDK} \quad (22)$$

Netto Driftskrav	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Egenkapitalkrav	0,112	0,113	0,103	0,097	0,108	0,100	0,099	0,105	0,104
Andel EK	0,610	0,590	0,649	0,674	0,636	0,617	0,659	0,650	0,631
Netto finansielt gjeldskrav	0,035	0,061	0,078	0,039	0,035	0,057	0,039	0,038	0,024
Andel Finansiell gjeld	0,390	0,411	0,353	0,327	0,365	0,384	0,344	0,354	0,371
Netto Driftskrav	0,082	0,092	0,094	0,078	0,081	0,084	0,079	0,082	0,075

Tabell 8.9 – Netto driftskrav

I dette kapittelet har vi med dette estimert de historiske avkastningskravene med hensyn til både investorer og kreditorer. Dette vil gi grunnlag for utarbeidelsen av lønnsomhetsanalysen, som kommer i neste kapittel.

9.0 Analyse av lønnsomhet

Egenkapitalrentabilitet sier noe om avkastningen til kapitalen, og denne er mulig å sammenligne med andre virksomheter over tid. Om egenkapitalrentabiliteten er større enn kravet, er driften lønnsom. Hvis egenkapitalrentabiliteten er større enn avkastningskravet, kalles det residual inntekt, evt. «Abnormal earnings growth» (Penman, 2013, s. 166).

Vi vil videre i dette kapitlet foreta en analyse av lønnsomheten og avdekke en eventuell strategisk fordel, både på bransje- og selskapsnivå. Dette vil basere seg på den strategiske analysen som er foretatt tidligere.

9.1 Egenkapitalrentabilitet

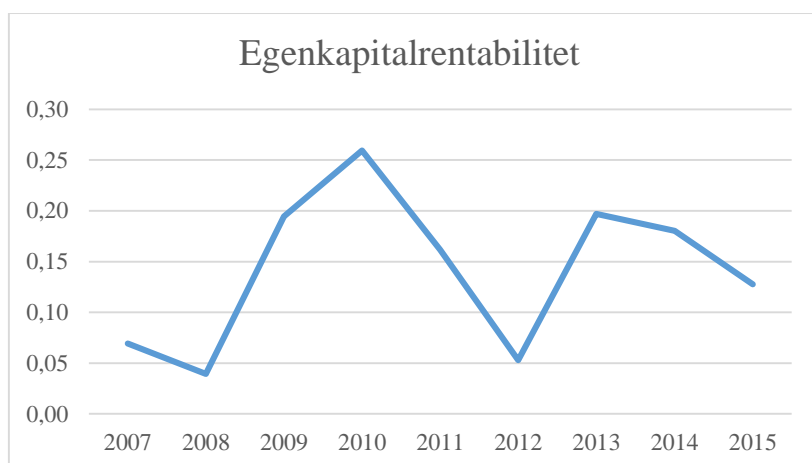
Egenkapitalrentabilitet er et resultatmål som viser avkastningen investorene får på egenkapitalen de har investert i selskapet. Hensikten er å se hvilken avkastning det har vært på den investerte kapitalen. I utregningen vil vi ta i bruk informasjon fra det omgrupperte regnskapet, og regne ut ved bruk av følgende formel:

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Netto resultat til EK}}{\text{EK}_{t-1} + \frac{\Delta \text{EK} - \text{Netto resultat til EK}}{2}} \quad (23)$$

EK-retabilitet	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Vekting	2,5 %	2,5 %	5 %	10 %	10 %	15 %	15 %	20 %	20 %
Lerøy	0,069	0,039	0,194	0,259	0,162	0,053	0,197	0,180	0,128
Tidsvektet	0,154								

Tabell 9.1 – Egenkapitalrentabilitet (Kilde til beregning: Lerøy Seafood Group, 2007- 2016a)

Vi ser at selskapet har en positiv egenkapitalrentabilitet i hele analyseperioden, ettersom selskapet har gitt avkastning til investorenes egenkapital. Det ser også ut til at rentabiliteten blir lavere over tid. Det kan være mange årsaker til dette, f.eks. økte investeringer og virksomhetssammenslåinger, som er svært kapitalbindene, og gir høyere kostnader.



Figur 9.1 – Egenkapitalrentabilitet (Kilde til beregning: Lerøy Seafood Group, 2007- 2016a)

Vi ser videre at egenkapitalrentabiliteten i analyseperioden er syklisk. Dette er et karakteristisk trekk ved bransjen, noe som har en klar effekt på lønnsomheten for Lerøy og bransjen generelt. I periodene vi kan kalle «høykonjunktur», med høye laksepriser, ser vi at egenkapitalrentabiliteten er høy. Men i periodene med «lavkonjunktur», ser vi at pressede marginer påvirker lønnsomheten, med lavere egenkapitalrentabilitet. Periodevis er rentabiliteten så høy at den vil være godt over samtlige realistiske kapitalkrav, mens mindre gode perioder gjør at gjennomsnittlig tidsvektet egenkapitalrentabilitet er 15,4%. Hensikten med tidsvektning er å legge vekt på nyere informasjon, uten å legge unaturlig mye vekt på gode eller dårlige år. Selv om tallene er utarbeidet fra normaliserte tall, er det store sykliske svingninger, hvilket ikke er ønskelig i framtidsestimering og verdsettelsesformål.

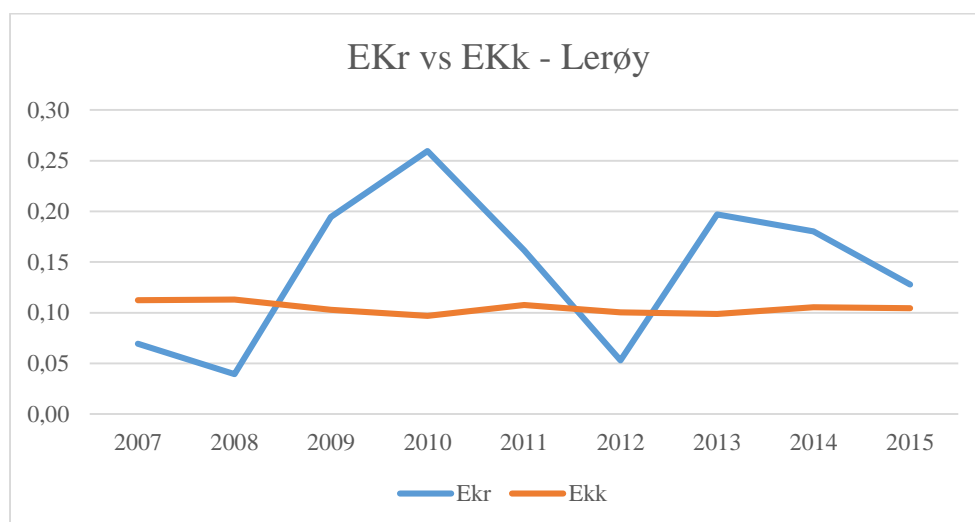
9.2 Residualinntekt (strategisk fordel)

For å få mer relevant forståelse av den historiske egenkapitalrentabiliteten, er vi nødt til å sammenligne den med det historiske egenkapitalkravet. Sammenligningen gir mer informasjon om lønnsomheten, ettersom kapitalkravet tar hensyn til risikoen i driften og bransjen. Dersom egenkapitalrentabiliteten er større enn egenkapitalkravet, kalles det residual inntekt, eller med andre ord superrentabilitet. Om egenkapitalrentabiliteten er større enn egenkapitalkravet som vi beregnet i foregående kapittel, kan dette forklares som historisk strategisk fordel.

Lerøy	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Vekting	2,5 %	2,5 %	5 %	10 %	10 %	15 %	15 %	20 %	20 %
Ekr	0,069	0,039	0,194	0,259	0,162	0,053	0,197	0,180	0,128
Ekk	(0,112)	(0,113)	(0,103)	(0,097)	(0,108)	(0,100)	(0,099)	(0,105)	(0,104)
SF	-0,043	-0,074	0,091	0,163	0,054	-0,047	0,098	0,075	0,023
Tidsvektet snitt	0,0505								

Tabell 9.2 – Residualinntekt (Kilde til beregning: Marine Harvest Group, 2007-2016; Austevoll Seafood ASA, 2007-2016; Grieg Seafood ASA, 2007-2016; SalMar ASA, 2007-2016; Lerøy Seafood Group, 2007- 2016a)

I tabell 9.2 ser vi at Lerøy har en høyere egenkapitalrentabilitet enn egenkapitalkravet i de fleste årene, med unntak av perioder som kommer som et resultat av lave fiskepriser.



Figur 9.2 – EKR vs. EKK (Kilde til beregning: Marine Harvest Group, 2007-2016; Austevoll Seafood ASA, 2007-2016; Grieg Seafood ASA, 2007-2016; SalMar ASA, 2007-2016; Lerøy Seafood Group, 2007- 2016a)

Vi har her, som tidligere, tidsvektet måltallene med samme vekting. Hensikten med dette er å legge vekt på nyere informasjon, uten å legge unaturlig mye vekt på gode eller dårlige år. Vi har tidligere nevnt, i den strategiske analysen, at bransjen har vært preget av sentralisering ved store oppkjøp. Derfor er nyere informasjon om lønnsomheten mer representativ. Totalt sett ser vi at Lerøy har en gjennomsnittlig residualinntekt på 5,1%, som er i tråd med vårt anslag i den strategiske analysen.

Vi vil videre forklare den strategiske fordelene ved å dekomponere den med hensyn til «bransjefordel», «intern ressursfordel 1» og «intern ressursfordel 2».

9.2.1 Bransjefordel

For å illustrere bransjefordelen tar vi bransjens egenkapitalrentabilitet og trekker fra bransjens egenkapitalkrav.

Bransje	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Vekting	2,5 %	2,5 %	5 %	10 %	10 %	15 %	15 %	20 %	20 %
Ekr-B	0,098	-0,132	0,195	0,316	0,022	0,038	0,248	0,111	0,095
Ekk-B	(0,122)	(0,134)	(0,114)	(0,108)	(0,112)	(0,098)	(0,098)	(0,103)	(0,096)
SF-B	-0,024	-0,266	0,082	0,209	-0,090	-0,060	0,151	0,008	-0,001
Tidsvektet Snitt	0,0235								

Tabell 9.3 – Bransjefordel (Kilde til beregning Marine Harvest Group, 2007-2016; Austevoll Seafood ASA, 2007-2016; Grieg Seafood ASA, 2007-2016; SalMar ASA, 2007-2016)

Her ser vi at vektet gjennomsnitt er 2,35%, noe som vil si den andelen bransjefordelen utgjør av den strategiske fordelten. Dette er også med på å bekrefte våre antagelser i den strategiske analysen. Det er også verdt å legge merke til at bransjen følger samme trend som Lerøy.

Dette er med på å forklare viktigheten av eksterne faktorer i næringen.

9.2.2 Intern ressursfordel

Fordelen relatert til forhold basert på interne ressurser er her illustrert ved måltallene ressursfordel 1 og 2. Disse beregnes ved å se på egenkapitalrentabiliteten til Lerøy overfor bransjens rentabilitet, og ved egenkapitalkravet til bransjen overfor kravet til Lerøy.

Ved å beregne intern ressursfordel 1, ser vi på om Lerøy har et høyere egenkapitalkrav enn bransjen. Altså om Lerøy har et høyere resultat på egenkapitalen sin, noe som vil tilsi høyere effektivitet enn resten av bransjen. Dette kan forklares med hvordan selskapet benytter sine ressurser, som vi drøftet i den strategiske analysen.

Ressursfordel 1	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Vekting	2,5 %	2,5 %	5 %	10 %	10 %	15 %	15 %	20 %	20 %
Ekr-Lerøy	0,069	0,039	0,194	0,259	0,162	0,053	0,197	0,180	0,128
Ekr-Bransje	(0,098)	-(0,132)	(0,195)	(0,316)	(0,022)	(0,038)	(0,248)	(0,111)	(0,095)
Ressursfordel 1	-0,029	0,171	-0,001	-0,057	0,139	0,015	-0,051	0,069	0,033
Tidsvektet snitt	0,0268								

Tabell 9.4 – Ressursfordel 1 (Kilde til beregning: Marine Harvest Group, 2007-2016; Austevoll Seafood ASA, 2007-2016; Grieg Seafood ASA, 2007-2016; SalMar ASA, 2007-2016; Lerøy Seafood Group, 2007-2016a)

I tabell 9.4 ser vi at Lerøy har en ressursfordel overfor bransjen i analyseperioden, på 2,68%. Her ser vi at Lerøy presterer bedre enn bransjen i år hvor det er forholdsvis høy og lav lønnsomhet. Dette er med på å bekrefte at Lerøy sine ressursfordeler er med på å gi selskapet et konkurransefortrinn, som drøftet i den strategiske analysen.

Ved å beregne intern ressursfordel 2, ser vi på Lerøy sitt avkastningskrav mot bransjens krav. Dette gjør vi for å se om det er ulikt egenkapitalkrav, som et resultat av at investorene tar hensyn til risiko.

Ressursfordel 2	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Vekting	2,5 %	2,5 %	5 %	10 %	10 %	15 %	15 %	20 %	20 %
Ekk-Bransje	0,122	0,134	0,114	0,108	0,112	0,098	0,098	0,103	0,096
Ekk-Lerøy	(0,112)	(0,113)	(0,103)	(0,097)	(0,108)	(0,100)	(0,099)	(0,105)	(0,104)
Ressursfordel 2	0,010	0,021	0,011	0,011	0,005	-0,003	-0,001	-0,002	-0,008
Tidsvektet snitt	0,0002								

Tabell 9.5 – Ressursfordel 2 Kilde til beregning: Marine Harvest Group, 2007-2016; Austevoll Seafood ASA, 2007-2016; Grieg Seafood ASA, 2007-2016; SalMar ASA, 2007-2016; Lerøy Seafood Group, 2007- 2016a)

Her ser vi at bransjen har et høyere egenkapitalkrav enn hva Lerøy har. Ved vektet gjennomsnitt beregnes dette til å være 0,02%. Differansen anses således å være liten. Dette har sammenheng med risikoen til bransjen overfor Lerøy, da betaverdiene er ulike i utregningen av egenkapitalkrav.

9.3 Oppsummering - strategisk fordel

I tabell 9.6 er måltallene ovenfor oppsummert, for å gi et oversiktsbilde over Lerøys estimerte strategiske fordel. Tallene som er beregnet kan ses i sammenheng med vår strategiske analyse i kapittel 5.

Oppsummering SF	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Vekting	3 %	3 %	5 %	10 %	10 %	15 %	15 %	20 %	20 %
Bransjefordel	-0,024	-0,266	0,082	0,209	-0,090	-0,060	0,151	0,008	-0,001
Ressursfordel 1	-0,029	0,171	-0,001	-0,057	0,139	0,015	-0,051	0,069	0,033
Ressursfordel 2	0,010	0,021	0,011	0,011	0,005	-0,003	-0,001	-0,002	-0,008
SF	-0,043	-0,074	0,091	0,163	0,054	-0,047	0,098	0,075	0,023
Tidsvektet snitt	0,0505								

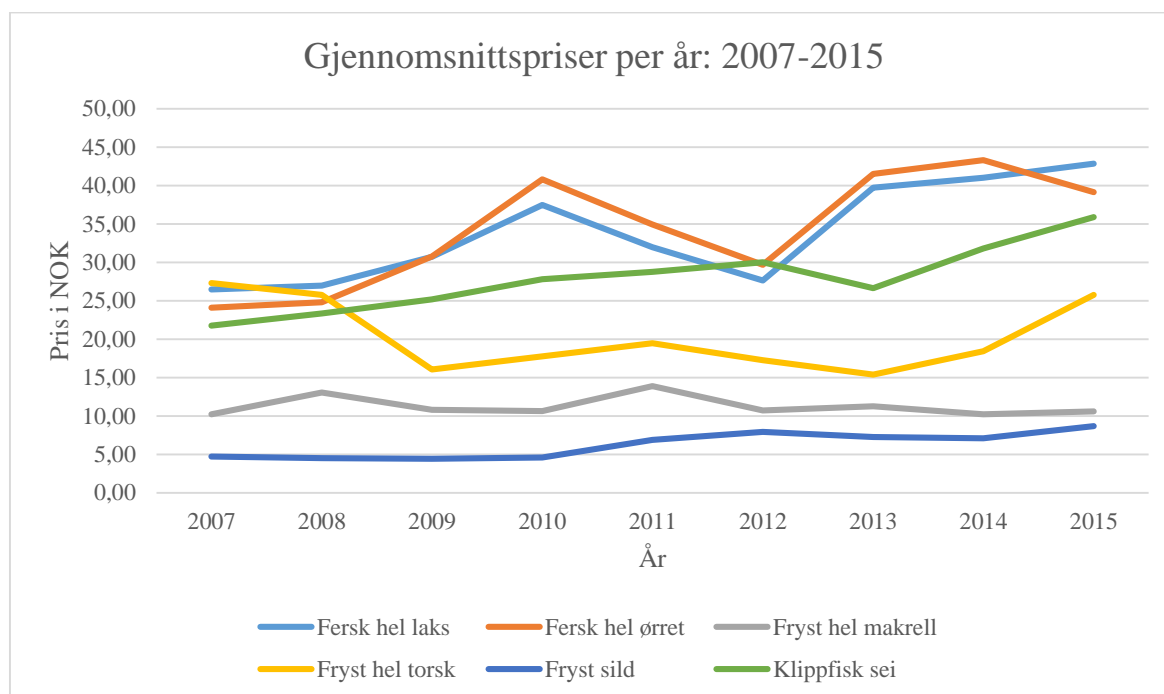
Tabell 9.6 – Oppsummering av strategisk fordel (Kilde til beregning: Marine Harvest Group, 2007-2016; Austevoll Seafood ASA, 2007-2016; Grieg Seafood ASA, 2007-2016; SalMar ASA, 2007-2016; Lerøy Seafood Group, 2007- 2016a)

10.0 Prognoser

I dette kapittelet vil vi ta for oss postene i de normaliserte regnskapene, og analysere disse, for så å komme opp med et estimat på hvordan de vil utvikle seg i fremtiden. Vi har lagt til grunn en planleggingsperiode på 7 år. Vi vil spesifikt kommentere postene som er viktige for beregning av fri kontantstrøm.

10.1 Driftsinntekter

Ettersom en har en begrenset mengde en kan fiske som følge av konsesjoner, vil driftsinntektene avhenge mye av fiskeprisen, og da spesielt prisen på laks og ørret, i tillegg til valutakurser og oppkjøp. Figur 10.1 viser prisutviklingen på utvalgte arter fra 2007 til 2015, mens tabell 10.1 viser utvikling i konsesjoner fra 2005 til 2014.



Figur 10.1 – Gjennomsnittspriser per år: 2007–2015 (Kilde: Norges sjømatråd, s.a.d)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Heleide konsesjoner - oppdrett (laks og ørret)	44	73,5	101	105	105	130	130	130	130	141

Tabell 10.1 – Heleide konsesjoner (Kilde: Lerøy Seafood Group, 2006-2016a)

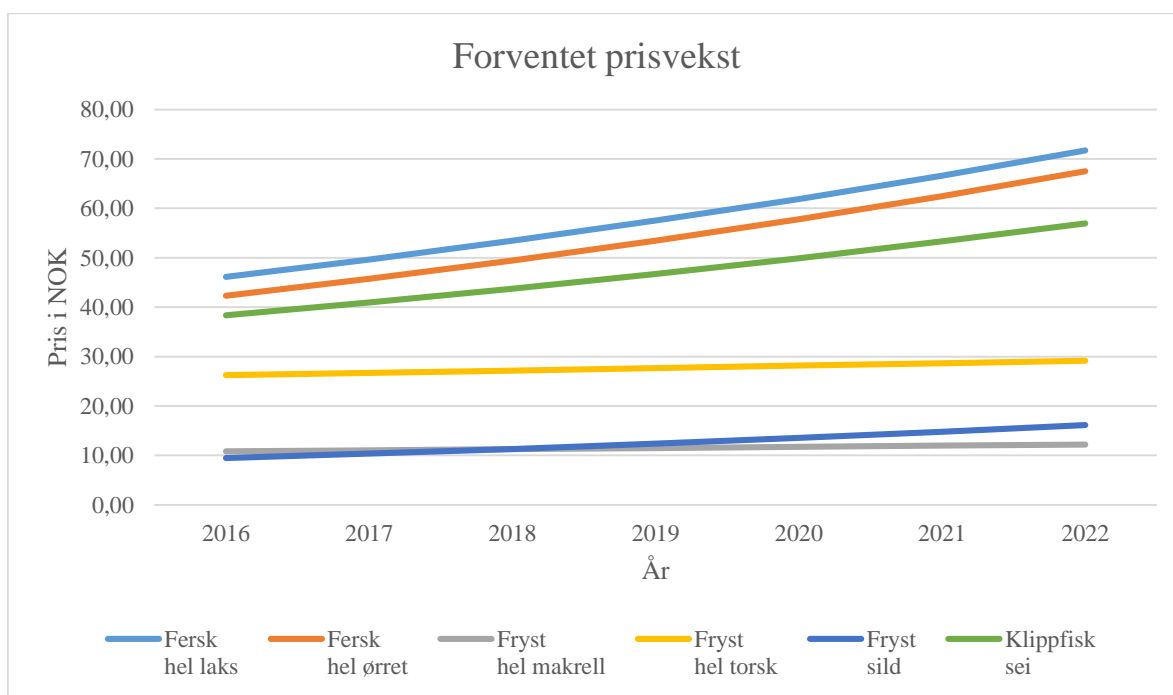
Av tabell 10.1 ser vi at antall konsesjoner har vært stabil de siste årene, med en økning i 2014. I fremtiden antar vi en lav vekst i konsesjoner og tradisjonelt fiske.

Gjennomsnittlig årlig prisvekst for de ulike artene vises i tabell 10.2. For fremtiden har vi valgt å legge til grunn 2,5 % inflasjon årlig, i henhold til fastsatt inflasjonsmål i Norge (Norges Bank, s.a.b).

	Fersk hel laks	Fersk hel ørret	Fryst hel makrell	Fryst hel torsk	Fryst sild	Klippfisk sei
Gjennomsnitt	7,63 %	8,10 %	2,04 %	1,79 %	9,30 %	6,81 %

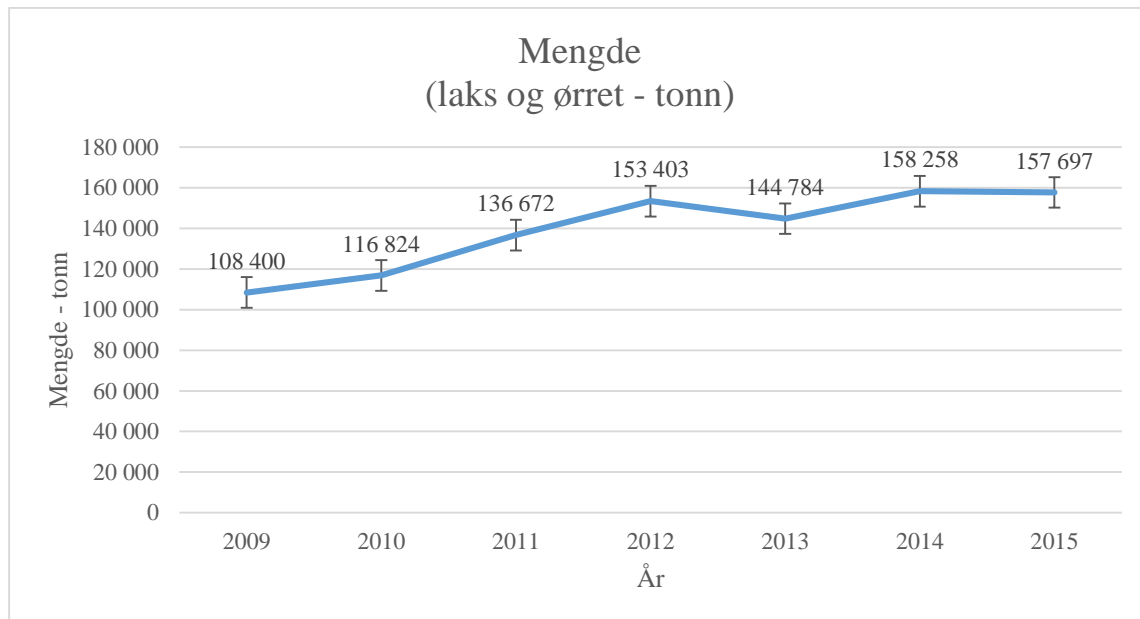
Tabell 10.2 – Gjennomsnittlig årlig prisvekst (Kilde: Norges sjømatråd, s.a.d)

Forventet prisvekst de kommende årene vises i figur 10.2. Dersom produksjonsmengden holdes konstant, kan en dermed forvente vekst i driftsinntektene. Det er imidlertid verdt å merke seg at denne beregningen ser bort fra problemer som kan oppstå, f.eks. redusert etterspørsel eller andre faktorer som kan ha utslag på prisen. Etter planleggingsperioden antar vi at veksten avtar og flater mer ut.



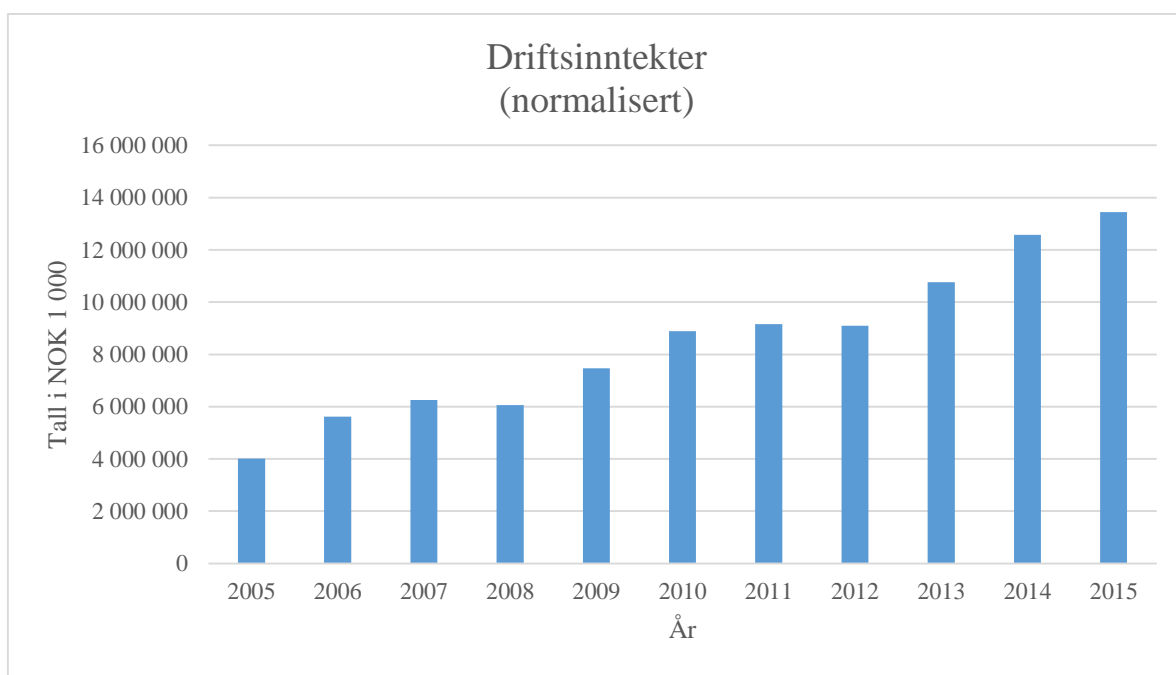
Figur 10.2 – Forventet prisvekst – (Kilde til beregninger: Norges sjømatråd, s.a.d)

LSG rapporterer spesifikk mengde høstet volum fra 2009 til 2015, dette gjelder imidlertid kun laks og ørret. Av figur 10.3 ser vi at mengden laks og ørret vokste fra 2009 til 2012, og fra 2013 til 2014. En hadde nedgang fra 2012 til 2013 og fra 2014 til 2015.



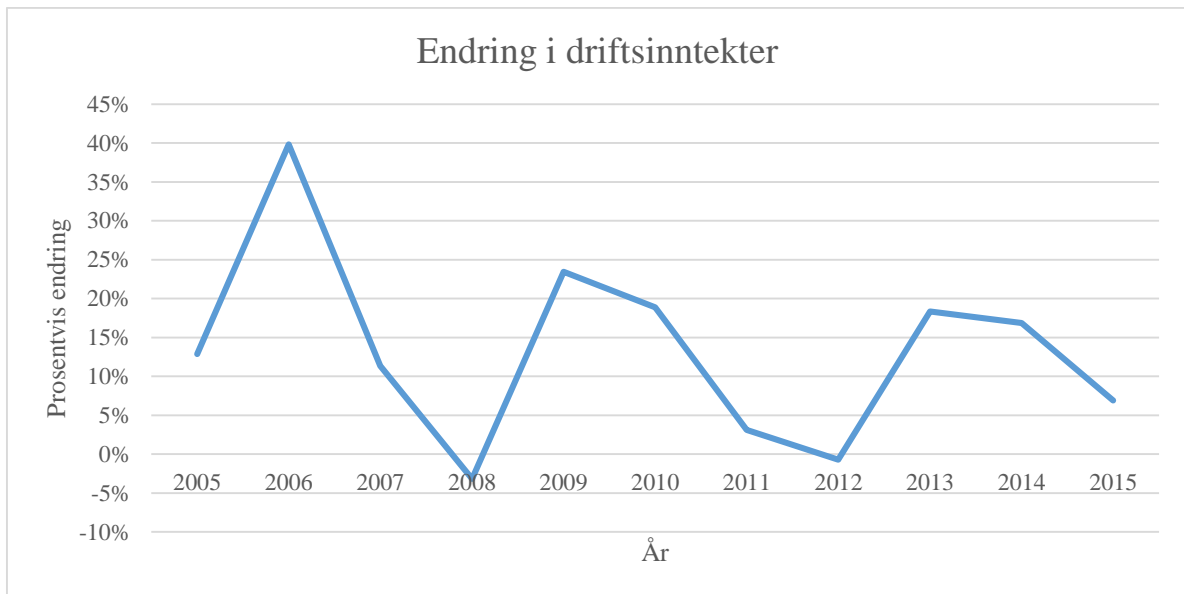
Figur 10.3 – Mengde (laks og ørret – tonn) (Kilde: Lerøy Seafood Group, 2010-2016a)

Endringen i normaliserte driftsinntekter vises i figur 10.4. Trenden har vært oppadgående med unntak av 2008 og 2012.



Figur 10.4 – Driftsinntekter (Kilde: Lerøy Seafood Group, 2006-2016a)

Gjennomsnittlig årlig vekst i driftsinntektene fra 2005 til 2015 har vært på 13,43 %. Dette kan virke som en høy vekst, men veksten kan blant annet forklares ved oppkjøp og gunstig prisvekst på hovedproduktene.



Figur 10.5 – Endring i driftsinntekter (Kilde til beregninger: Lerøy Seafood Group, 2006-2016a)

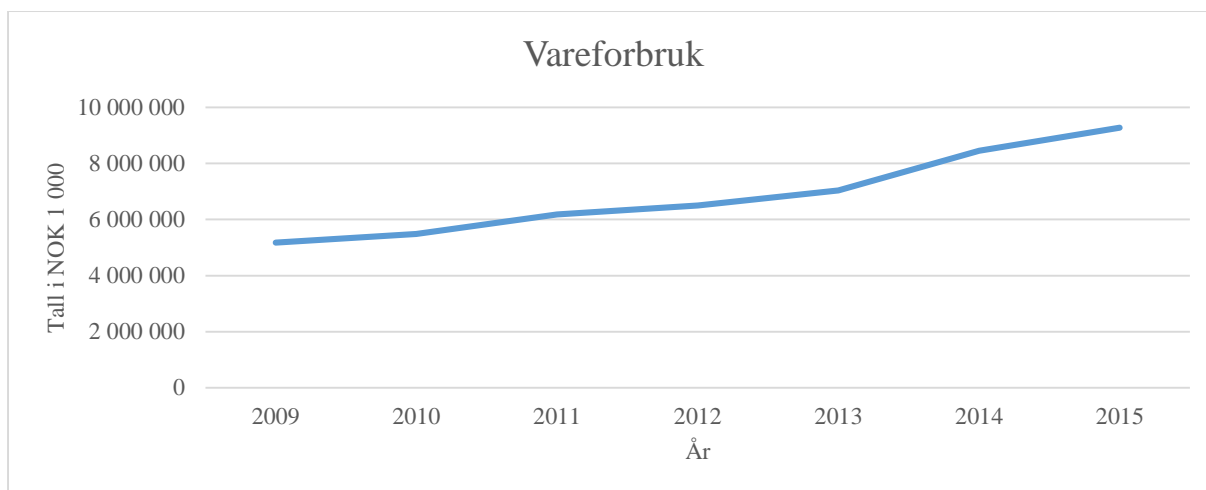
Å anta en like stor vekst i driftsinntekter for fremtiden, virker uhensiktsmessig. I fremtiden antar vi at oppkjøpene vil avta, og at en dermed tilegner seg mindre konsesjoner som følge av oppkjøp. Vi har lagt til grunn en årlig vekst i driftsinntektene på 7,97%. Dette er gjennomsnittet av 13,43%, som vi anser som et godt scenario, og 2,50%, som vi anser som et dårlig scenario. Den midlertidige strategiske fordelene vi har analysert i den strategiske analysen, og lønnsomhetskapittelet, er med på å bekrefte at Lerøy kan opprettholde en vekst på 7,97% i planleggingsperioden.

10.2 Driftskostnader

Driftskostnadene kan deles inn i flere poster, vi vil videre gå igjennom de ulike postene.

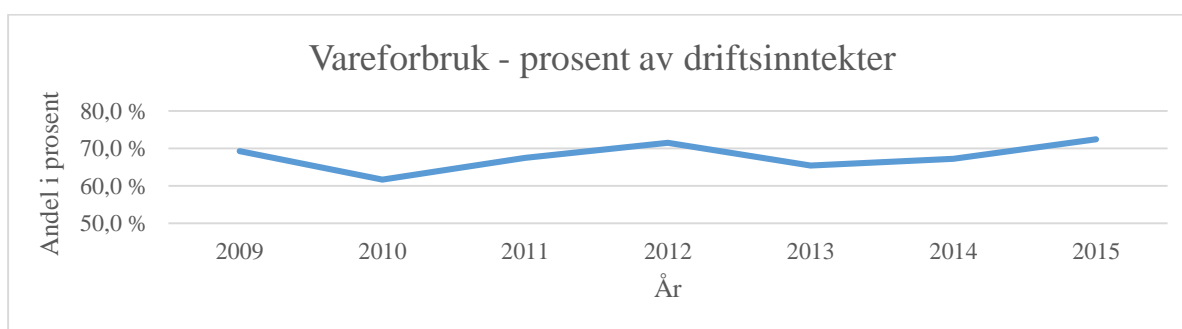
10.2.1 Vareforbruk

Vareforbruk er lite spesifisert i notene, vi ser imidlertid at vareforbruket har en sammenfallende trend med laksepris og salgsinntekter, og venter at denne trenden vedvarer.



Figur 10.6 – Vareforbruk – (Kilde: Lerøy Seafood Group, 2006-2016a)

«Endring i varelager» spesifiseres ikke som egen post før i 2009, og vi ser at denne er en del av «vareforbruk» de tidligere årene. Ettersom det i enkelte år ikke er samsvar mellom «endring i varelager» i resultatregnskapet og kontantstrømoppstilling, legger vi derfor til grunn 2009-2015 i denne beregningen. Fra figur 10.6 ser vi at vareforbruk har hatt en jevn stigning de siste årene. Ettersom fôr til fiskene er en viktig innsatsfaktor for et selskap som driver innen havbruk, antas fôrprisene å ha stor innvirkning på vareforbruket. I 2015 presentasjonen av årsberetningen, presiserer Lerøy at de høye lakseprisene er et resultat av en svekket krone. De presiserte videre at dette har en like stor innvirkning på varekostnaden, ettersom selskapet kjøper mye fôr og annet materiell fra utlandet (Presentasjon Q4 2015 Lerøy Seafood Group, 2016). Vi velger å beregne vareforbruket som prosent av driftsinntekter, ettersom det bør være en nær sammenheng over tid (Kaldestad & Møller, 2011, s. 386).



Figur 10.7 – Vareforbruk i prosent av driftsinntekter (Kilde til beregninger: Lerøy Seafood Group, 2006-2016a)

Vareforbruk i prosent av driftsinntekter har vært nokså stabilt. I vår analyse vil vi derfor bruke gjennomsnittet av denne andelen, som ligger på 67,35%. Prosentandelen er ventet å variere som et resultat av råvarekostnader og biologiske faktorer.

10.2.2 Lønn- og andre personalkostnader

Fra 2005 til 2015 har den gjennomsnittlige veksten i lønn- og andre personalkostnader vært på over 20%. Når vi sammenlikner med den historiske veksten i driftsinntekter på 13,43%, er dette et nivå som ikke kan vedvare i framtiden, og er følgelig ventet å avta. Årsaker til en så høy vekst i lønn- og andre personalkostnader, er høy lønnsvekst, samt stor økning i antall ansatte. I perioden 2005 til 2014 økte antall ansatte med 14,9% årlig. Nyansettelser er ventet å ha en høyere kostnad i etableringsperioden, og er med på å forklare de høye lønnskostnadene. Vi antar en videre vekst i lønn- og andre personalkostnader, men lavere enn det historiske snittet, siden historisk data er preget av stor økning i perioden 2005 til 2007. I tillegg kommer vanskelighetene med vedvarende produktjonsvekst etter dagens forhold, noe som kommer frem av den strategiske analysen. Vi anser 20,47% som et høyt estimat, mens en vekst på 2,50%, i tråd med Norges Banks inflasjonsmål, anses som lavt. Vi baserer denne posten på gjennomsnittet av det høye og lave estimatet, som vist i tabell 10.3.

(Endring)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gjennomsnitt
Lønn- og andre personalkostnader	22,17 %	62,72 %	44,75 %	14,74 %	3,93 %	12,65 %	24,42 %	6,62 %	6,07 %	16,12 %	11,03 %	20,47 %
Gjennomsnitt av høy og lav vekst												11,49 %

Tabell 10.3 – Lønn- og andre personalkostnader (Kilde til beregninger: Lerøy Seafood Group, 2006-2016a)

10.2.3 Andre driftskostnader

Denne posten er beregnet som prosent av inntekter, fordi vi forventer en økning ved økte inntekter, og nedgang ved reduserte inntekter. «Andre driftskostnader», som andel av driftsinntekter har ikke ligget under 7% de siste årene, derfor velger vi å basere oss på gjennomsnittlig andel i perioden 2007 til 2015.

(Andel av driftsinntekter)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gjennomsnitt
Andre driftskostnader	7,55 %	9,57 %	7,85 %	7,79 %	9,37 %	9,39 %	9,33 %	10,04 %	10,76 %	9,07 %

Tabell 10.4 – Andre driftskostnader (Kilde til beregninger: Lerøy Seafood Group, 2008-2016a)

10.2.4 Avskrivninger

Avskrivninger er også beregnet som prosent av inntekter. Siden vi antar økte inntekter, blant annet som følge av investeringer, vil avskrivningene ha en sammenheng med inntektene.

Avskrivninger som andel av inntekter, har ikke vært lavere enn 2% de siste årene. Vi velger derfor å beregne gjennomsnitt fra 2007 til 2015.

(Andel av driftsinntekter)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gjennomsnitt
Avskrivninger	2,46 %	3,25 %	2,73 %	2,47 %	2,97 %	3,21 %	2,85 %	2,94 %	3,23 %	2,90 %

Tabell 10.5 – Avskrivninger (Kilde til beregninger: Lerøy Seafood Group, 2008-2016a)

10.3 Skatt

Skattesatsen for bedrifter i Norge ligger for øyeblikket på 25%. Skattesatsene vil følgelig kunne variere i de forskjellige landene LSG har sin virksomhet, men ettersom det meste av virksomheten er i Norge, velger vi å bruke den norske skattesatsen. Regjeringen har foreslått å senke skatten i Norge ytterligere, men ettersom dette ikke er vedtatt ennå, velger vi å gå ut fra en sats på 25% (Finansdepartementet, 2015).

10.4 Inntekt i tilknyttet selskap

«Inntekt i tilknyttet selskap» er beregnet ut i fra et historisk gjennomsnitt, hvor vi antar at denne er konstant i fremtiden. Det kan argumenteres for at denne posten kunne blitt beregnet ut i fra driftsinntekter, ettersom de tilknyttede selskapene opererer innenfor samme bransje. Der er imidlertid liten sammenheng mellom driftsinntekter og inntekt i tilknyttet selskap.

(Tall i NOK 1 000)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gjennomsnitt
Inntekt i tilknyttet selskap	64 534	128 982	35 509	13 716	62 744	122 006	19 741	24 831	192 188	91 939	61 376	74 324

Tabell 10.6 – Inntekt i tilknyttet selskap (Kilde: Lerøy Seafood Group, 2006-2016a)

10.5 Endring i utsatt skatt, netto arbeidskapital og CAPEX

Grunnet forskjeller i hvordan investorer og myndighetene utfører skatteberegning, forekommer det utsatt skatt. For selskaper i vekst vil denne forskjellen gjøre at rapportert skattekostnad er høyere enn den faktiske skattekostnaden. For å justere for denne forskjellen legger en til økning i utsatt skatt, eller trekker fra reduksjon, når en beregner fri kontantstrøm til selskapet (Koller et al., 2010, s. 148; Titman & Martin, 2014, s. 198). Utsatt skatt og utsatt

skattefordel baserer seg på gjennomsnittlig andel av driftsinntektene i 2015. For poster hvor det skal beregnes endring år for år, velger vi å basere oss på 2015-tallene, for å unngå store endringer grunnet forskjell i gjennomsnitt og faktiske tall observert i 2015. Beregningene vises i tabell 10.7. Endring i utsatt skatt er beregnet ved å ta endring i utsatt skatt (gjeld), og trekke fra endring i utsatt skattefordel (eiendel).

Utsatt skatt			
(Andel av driftsinntekter)	2015	(Andel av driftsinntekter)	2015
Utsatt skatt (gjeld)	12,11 %	Utsatt skattefordel	0,07 %
Netto arbeidskapital			
Omløpsmidler		Kortsiktig gjeld	
(Andel av varekostnader)	2015	(Andel av varekostnader)	2015
Biologiske eiendeler	0,14 %	Leverandørgjeld	10,85 %
Andre varer	5,95 %		
(Andel av driftsinntekter)	2015	(Andel av driftsinntekter)	2015
Kundefordringer	13,95 %	Skyldige offentlige avgifter mv.	0,59 %
Andre fordringer	1,85 %	Betalbar skatt	1,71 %
Betalingsmidler	5,60 %	Annen kortsiktig gjeld	2,70 %
Varige driftsmidler (CAPEX)			
(Andel av driftsinntekter)	2015	(Andel av driftsinntekter)	2015
Driftsmidler	14,28 %	Bygninger og tomter	7,28 %

Tabell 10.7 – Utsatt skatt, arbeidskapital og CAPEX (Kilde til beregninger: Lerøy Seafood Group, 2006-2016a)

Vi ser at for arbeidskapital varierer det mellom andel av driftsinntekter og varekostnader, mens for varige driftsmidler er beregningene gjort ut i fra andel av driftsinntekter. Netto arbeidskapital er beregnet som omløpsmidler fratrukket kortsiktig gjeld.

(Tall i NOK 1 000)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Netto arbeidskapital	1 765 158	1 917 031	2 069 756	2 234 648	2 412 677	2 604 888	2 812 413	3 036 471
Endring i netto arbeidskapital		151 872	152 725	164 892	178 029	192 212	207 525	224 058

Tabell 10.8 – Endring i netto arbeidskapital (Kilde til beregninger: Lerøy Seafood Group, 2006-2016a)

CAPEX er beregnet som endring i varige driftsmidler, hvor en har lagt til avskrivninger (Titman & Martin, 2014, s. 29; Kaldestad & Møller, 2011, s. 389).

(Tall i NOK 1 000)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Varige driftsmidler	2 899 633	3 130 639	3 380 050	3 649 330	3 940 063	4 253 957	4 592 859	4 958 761
Avskrivninger		421 275	454 837	491 073	530 196	572 435	618 040	667 277
CAPEX		652 282	704 248	760 353	820 929	886 330	956 942	1 033 179

Tabell 10.9 – CAPEX (Kilde til beregninger: Lerøy Seafood Group, 2006-2016a)

10.6 Finansinntekt og finanskostnad

Finansinntektene og finanskostnadene svinger nok så mye, vi har valgt å bruke gjennomsnitt i perioden 2005-2015 for finansinntektene. Når det gjelder finanskostnadene, antar vi at disse vil endre seg ved opptak og nedbetaling av lån. Finanskostnadene baserer seg på gjennomsnittlig andel av langsiktig rentebærende gjeld.

(Tall i NOK 1 000)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gjennomsnitt
Finansinntekt	9 659	16 284	29 583	32 664	13 182	16 704	41 229	33 972	17 951	21 006	26 300	23 503
(Andel av langsiktig rentebærende gjeld)												
Finanskostnad	5,45 %	3,30 %	7,33 %	11,13 %	6,34 %	3,68 %	5,01 %	5,36 %	5,10 %	5,43 %	7,06 %	5,93 %

Tabell 10.10 – Finansinntekt og finanskostnad (Kilde til beregninger: Lerøy Seafood Group, 2006-2016a)

10.7 Utbytte

Ordinært utbytte er forventet å ligge på rundt NOK 12,00 per aksje, i henhold til LSGs utbyttepolitikk (Lerøy Seafood Group, 2015a, s. 24). Dette gir et konstant utbytte som vist i tabell 10.11.

(Tall i NOK 1 000)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Utbytte	654 928	654 928	654 928	654 928	654 928	654 928	654 928
Minoritetsinteresser	29 354	29 354	29 354	29 354	29 354	29 354	29 354

Tabell 10.11 – Utbytte (Kilde: Lerøy Seafood Group, 2015a, s. 24, 2016a, s. 21)

Når det gjelder utbytte til minoritetsinteresser, er dette satt til samme nivå som i 2015, som var på 29 354 000 NOK.

10.8 Fremtidige regnskap

Basert på prognosene i dette kapittelet, presenteres her fremtidig resultatregnskap og balanse, fri kontantstrøm presenteres i kapittel 11.1.

10.8.1 Fremtidig resultatregnskap

Alternativt oppsett av resultatregnskapet presenteres i vedlegg 5. Minoritetens andel i tabell 10.12 baserer seg på gjennomsnittlig andel av resultat før skatt i perioden 2005-2015. Resultat før skatt vises i vedlegg 5. Når det gjelder skatt på inntekt i tilknyttet selskap, trekkes denne fra total skattekostnad i regnskapene til LSG. Det ser ut som om denne inntekten allerede er beskattet, og vi velger derfor å føre den på samme måte som LSG.

(Tall i NOK 1 000)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	14 522 310	15 679 266	16 928 394	18 277 036	19 733 122	21 305 210	23 002 542
Vareforbruk	(9 780 858)	(10 560 075)	(11 401 369)	(12 309 687)	(13 290 369)	(14 349 179)	(15 492 342)
Lønn- og andre personalkostnader	(1 573 113)	(1 753 822)	(1 955 290)	(2 179 901)	(2 430 313)	(2 709 492)	(3 020 741)
Andre driftskostnader	(1 317 268)	(1 422 211)	(1 535 515)	(1 657 846)	(1 789 922)	(1 932 521)	(2 086 480)
Avskrivninger	(421 275)	(454 837)	(491 073)	(530 196)	(572 435)	(618 040)	(667 277)
Driftskostnader	(13 092 515)	(14 190 946)	(15 383 247)	(16 677 630)	(18 083 040)	(19 609 232)	(21 266 840)
Driftsresultat	1 429 795	1 488 321	1 545 146	1 599 406	1 650 082	1 695 978	1 735 702
Skatt på driftsresultat	(357 449)	(372 080)	(386 287)	(399 852)	(412 520)	(423 994)	(433 925)
Inntekt i tilknyttet selskap	74 324	74 324	74 324	74 324	74 324	74 324	74 324
Netto driftsresultat	1 146 671	1 190 565	1 233 184	1 273 879	1 311 885	1 346 308	1 376 100
Finansinntekt	23 503	23 503	23 503	23 503	23 503	23 503	23 503
Skatt på finansinntekt	(5 876)	(5 876)	(5 876)	(5 876)	(5 876)	(5 876)	(5 876)
Totalkapital	1 164 298	1 208 192	1 250 811	1 291 506	1 329 513	1 363 935	1 393 728
Finanskostnad	(182 305)	(174 509)	(164 998)	(153 915)	(141 465)	(127 926)	(113 666)
Skatt på finanskostnad	45 576	43 627	41 249	38 479	35 366	31 982	28 417
Minoritetens andel	(34 538)	(36 241)	(37 944)	(39 621)	(41 242)	(42 768)	(44 154)
Resultat til egenkapital	993 031	1 041 070	1 089 119	1 136 449	1 182 172	1 225 222	1 264 324

Tabell 10.12 – Fremtidig resultatregnskap (Kilde til beregninger: Lerøy Seafood Group, 2006-2016a)

10.8.2 Fremtidig balanseregnskap

Balanseregnskapet presenteres her på bakgrunn av omgruppering.

(Tall i NOK 1 000)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Utsatt skattefordel	10 611	11 456	12 369	13 354	14 418	15 567	16 807
Konsesjoner	2 151 625	2 151 625	2 151 625	2 151 625	2 151 625	2 151 625	2 151 625
Goodwill	2 230 000	2 230 000	2 230 000	2 230 000	2 230 000	2 230 000	2 230 000
Driftsmidler	2 074 009	2 239 240	2 417 635	2 610 242	2 818 193	3 042 711	3 285 116
Bygninger og tomter	1 056 630	1 140 809	1 231 695	1 329 821	1 435 764	1 550 148	1 673 645
Aksjer	31 645	31 645	31 645	31 645	31 645	31 645	31 645
Aksjer i tilknyttet selskap	641 193	641 193	641 193	641 193	641 193	641 193	641 193
Pensjonsmidler	0	0	0	0	0	0	0
Operasjonelle anleggsmidler	8 195 713	8 445 969	8 716 162	9 007 880	9 322 839	9 662 889	10 030 031
Annen langsiktig gjeld	0	0	0	0	0	0	0
Utsatt skatt	1 758 630	1 898 736	2 050 003	2 213 322	2 389 652	2 580 029	2 785 574
Pensjonsforpliktelse	17 028	18 384	19 849	21 430	23 138	24 981	26 971
Langsiktig driftsrelatert gjeld	1 775 658	1 917 120	2 069 852	2 234 752	2 412 789	2 605 010	2 812 545
Netto operasjonelle anleggsmidler	6 420 055	6 528 849	6 646 309	6 773 127	6 910 049	7 057 879	7 217 486
Biologiske eiendeler	14 091	15 213	16 426	17 734	19 147	20 672	22 319
Andre varer	581 963	628 326	678 384	732 429	790 779	853 779	921 797
Kundefordringer	2 026 123	2 187 540	2 361 815	2 549 975	2 753 125	2 972 460	3 209 268
Andre fordringer	267 970	289 319	312 368	337 254	364 122	393 131	424 450
Betalingsmidler	813 943	878 788	948 799	1 024 387	1 105 998	1 194 110	1 289 242
Operasjonelle omløpsmidler	3 704 091	3 999 187	4 317 792	4 661 779	5 033 171	5 434 151	5 867 077
Leverandørgjeld	1 060 776	1 145 286	1 236 528	1 335 039	1 441 398	1 556 230	1 680 211
Skyldige offentlige avgifter mv.	85 898	92 741	100 130	108 107	116 720	126 018	136 058
Betalbar skatt	248 523	268 322	289 698	312 778	337 696	364 600	393 646
Annen kortsiktig gjeld	391 863	423 082	456 788	493 179	532 469	574 890	620 690
Kortsiktig operasjonell gjeld	1 787 060	1 929 431	2 083 144	2 249 103	2 428 283	2 621 738	2 830 605
Operasjonell arbeidskapital	1 917 031	2 069 756	2 234 648	2 412 677	2 604 888	2 812 413	3 036 471
Netto operasjonelle eiendeler	8 337 086	8 598 604	8 880 957	9 185 804	9 514 938	9 870 292	10 253 957

Tabell 10.13a – Fremtidig balanse – Netto operasjonelle eiendeler (Kilde til beregninger: Lerøy Seafood Group, 2006-2016a)

(Tall i NOK 1 000)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Aksjekapital	66 237	66 237	66 237	66 237	66 237	66 237	66 237
Egne aksjer	(330)	(330)	(330)	(330)	(330)	(330)	(330)
Overkursfond	2 720 029	2 720 029	2 720 029	2 720 029	2 720 029	2 720 029	2 720 029
Opptjent egenkapital	884 864	1 271 005	1 705 196	2 186 717	2 713 960	3 284 254	3 893 650
Egenkapital	3 670 800	4 056 941	4 491 132	4 972 653	5 499 896	6 070 190	6 679 586
Minoritetsinteresser	883 541	890 428	899 018	909 285	921 173	934 587	949 387
Pantegjeld/ langsigtig rentebærende gjeld	3 075 014	2 943 504	2 783 076	2 596 136	2 386 137	2 157 785	1 917 254
Andre forpliktelser	56 398	56 398	56 398	56 398	56 398	56 398	56 398
Langsigtig finansiell gjeld	3 131 412	2 999 902	2 839 474	2 652 533	2 442 535	2 214 182	1 973 652
Finansielle anleggsmidler	11 548	11 548	11 548	11 548	11 548	11 548	11 548
Netto langsigtig finansiell gjeld	3 119 864	2 988 355	2 827 927	2 640 986	2 430 988	2 202 635	1 962 104
Kortsiktig finansiell gjeld	662 880	662 880	662 880	662 880	662 880	662 880	662 880
Finansielle omløpsmidler	0	0	0	0	0	0	0
Netto kortsiktig finansiell gjeld	662 880	662 880	662 880	662 880	662 880	662 880	662 880
Netto finansiell gjeld	3 782 745	3 651 235	3 490 807	3 303 866	3 093 868	2 865 515	2 624 984
Netto driftskapital	8 337 086	8 598 604	8 880 957	9 185 804	9 514 938	9 870 292	10 253 957

Tabell 10.13b Fremtidig balanse-fortsettelse – Netto driftskapital (Kilde til beregninger: Lerøy Seafood Group, 2006-2016a)

Langsigtig rentebærende gjeld endres som følge av finansieringsbehov og nedbetaling.

Opptjent egenkapital er beregnet ved å ta opptjent egenkapital ved årets begynnelse, legge til årsresultat for det spesifikke året, og trekke fra utbytte. Minoritetsinteresser i balansen er beregnet ved å ta minoritetsinteresser ved årets begynnelse, legge til minoritetens andel av resultat for det spesifikke året, og trekke fra utbytte til minoritet.

11.0 Verdssettelse

I dette kapittelet vil vi utføre verdsettelsen av Lerøy Seafood Group ASA. Vi vil utføre verdsettelse basert på diskontert kontantstrøm og verdsettelse basert på multipler.

11.1 Diskontert kontantstrøm

Fri kontantstrøm vises i tabell 11.1. For å neddiskontere denne, trenger vi et avkastningskrav.

(Tall i NOK 1 000)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	14 522 310	15 679 266	16 928 394	18 277 036	19 733 122	21 305 210	23 002 542
Vareforbruk	(9 780 858)	(10 560 075)	(11 401 369)	(12 309 687)	(13 290 369)	(14 349 179)	(15 492 342)
Endring i varelager	0	0	0	0	0	0	0
Lønn- og andre personalkostnader	(1 573 113)	(1 753 822)	(1 955 290)	(2 179 901)	(2 430 313)	(2 709 492)	(3 020 741)
Andre driftskostnader	(1 317 268)	(1 422 211)	(1 535 515)	(1 657 846)	(1 789 922)	(1 932 521)	(2 086 480)
EBITDA	1 851 071	1 943 158	2 036 220	2 129 602	2 222 517	2 314 017	2 402 979
Avskrivninger	(421 275)	(454 837)	(491 073)	(530 196)	(572 435)	(618 040)	(667 277)
EBIT	1 429 795	1 488 321	1 545 146	1 599 406	1 650 082	1 695 978	1 735 702
Skatt på EBIT	(357 449)	(372 080)	(386 287)	(399 852)	(412 520)	(423 994)	(433 925)
Inntekt fra tilknyttet selskap (etter skatt)	74 324	74 324	74 324	74 324	74 324	74 324	74 324
Endring i utsatt skatt	128 984	139 260	150 355	162 333	175 266	189 229	204 304
NOPLAT	1 275 655	1 329 825	1 383 539	1 436 212	1 487 151	1 535 536	1 580 405
Avskrivninger	421 275	454 837	491 073	530 196	572 435	618 040	667 277
Endring i netto arbeidskapital	(151 872)	(152 725)	(164 892)	(178 029)	(192 212)	(207 525)	(224 058)
CAPEX	(652 282)	(704 248)	(760 353)	(820 929)	(886 330)	(956 942)	(1 033 179)
Fri kontantstrøm fra drift	892 777	927 690	949 367	967 451	981 045	989 109	990 445
Finansinntekt (etter skatt)	17 627	17 627	17 627	17 627	17 627	17 627	17 627
Fri kontantstrøm til totalkapitalen	910 404	945 317	966 994	985 078	998 672	1 006 737	1 008 073

Tabell 11.1 Fremtidig fri kontantstrøm (Kilde til beregninger: Lerøy Seafood Group, 2006-2016a)

11.1.1 Totalkapitalkostnad (WACC)

Egenkapitalkostnaden er beregnet ved bruk av kapitalverdimodellen, hvor risikofri rente er satt til 1,57%, som var gjennomsnittet av 10-årige statsobligasjoner i 2015. Vi har valgt gjennomsnitt av 2015, fremfor renten 01.03.16, ettersom denne renten ville hatt mer

svingninger. Basert på beregninger i kapittel 4.6.1, er egenkapitalbeta er satt til 0,8275. Markedets risikopremie er satt til 5,2%, som vist i kapittel 4.6.1.

$$k_e = E(r_i) = 1,57\% + 0,8275 * [5,20\%] = 5,87\%$$

Vi legger også til en likviditetspremie, ettersom Austevoll Seafood ASA eier en stor del av aksjene i LSG. Likviditetspremien settes til 1%, som beskrevet i kapittel 8.1.4. Dette gir en egenkapitalkostnad på 6,87%.

Gjeldskostnaden beregnes også ved bruk av kapitalverdimodellen, hvor gjeldbeta er satt til 0,05 basert på rangering, mens skattesats er satt til 25%.

$$k_d = 1,57\% + 0,05 * [5,20\%] = 1,83\%$$

Dette gir en gjeldskostnad etter skatt på 1,37%.

Når det gjelder vektning av egenkapital og gjeld, brukes markedsverdien av egenkapitalen per 01.03.16. For gjelden brukes bokførte verdier per 31.12.15. Aksjekursen 01.03.16 var på 372, mens antall utestående aksjer var på 54 247 592. Vi vil her poengtere at dette er *utestående* aksjer, egne aksjer er derfor trukket fra. Vektingene vises i tabell 11.2, hvor gjelden er bokført verdi av langsiktig gjeld. WACC vises i tabell 11.3, og er beregnet til 5,95%.

Andel egenkapital	Andel gjeld	Totalt
20 180 104 224	4 075 535 000	24 255 639 224
83,20 %	16,80 %	100,00 %

Tabell 11.2 – Egenkapital og gjeld (Lerøy Seafood Group, 2016a)

Andel egenkapital	Egenkapitalkostnad	Andel gjeld	Gjeldskostnad (etter skatt)
83,20 %	6,87 %	16,80 %	1,37 %
WACC			
5,95 %			

Tabell 11.3 – WACC

11.1.2 Vekst i terminalperioden

Vekst i terminalperioden er satt til 2,5%, det samme som inflasjonsmålet til Norges Bank. I undersøkelsen gjennomført av PWC og NFF (2015, s. 14) svarte mesteparten at 2-2,5% bør benyttes som nominell langsiktig resultatvekst. I undersøkelsen gjennomført i 2014, svarte 48% av de som benyttet 2,5% som langsiktig inflasjon, at de også benytter en nominell resultatvekst på 2,5% (PWC & Norske Finansanalytikerers Forening [NFF], 2014, s. 17).

11.1.3 Aksjepris

Neddiskontert kontantstrøm fra planleggingsperioden, og neddiskontert terminalverdi, vises i tabell 11.4. Etersom vi verdsetter per. 01.03.16, neddiskonteres hvert av årene fratrukket to måneder. F.eks. neddiskonterer vi kontantstrømmen i 2022 med 6,83 år.

(Tall i NOK 1 000)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Nåverdi av kontantstrøm	867 603	850 292	820 953	789 350	755 311	718 659	679 208
Terminalverdi i 2022							29 960 556
Nåverdi av terminalverdi	20 186 486						
Enterprise verdi	25 667 861						
Netto rentebærende gjeld	(3 903 620)						
Minoritetsinteresser (bokført)	(878 357)						
Verdi av egenkapital	20 885 884						
Verdi av aksjen	385,01						

Tabell 11.4 – Aksjepris – Diskontert kontantstrøm

11.2 Markedsbasert metode

Vi vil her, som et supplement til den fundamentale verdsettelsen over, utføre en markedsbasert verdsettelse. Hensikten med en supplerende verdivurdering er å teste verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen.

Verdsettelsen baserer seg på å sammenligne priser, eiendeler og resultater, for å komme fram til verdiestimat. I kapittel 4.4 drøftet vi metoden, her presiserte vi at metodens kvalitet avhenger av hvilke sammenlignbare selskaper, og hvilke multipler man bruker i utregningen. Multipplmetoden baserer seg på at vi operer i et effisient marked.

11.2.1 Valg av sammenlignbare selskaper

Utvalget av sammenlignbare selskaper er sett på som den mest kritiske delen i en markedsbasert verdsettelse. Når det gjelder hvilke sammenlignbare selskaper vi har valgt å bruke i denne verdsettelsen, har vi sett etter sammenlignbare faktorer. Dette inkluderer bransje, omsetning, geografi og tilgjengelig data. Vi har ut i fra disse faktorene brukt selskapene Marine Harvest ASA, Grieg Seafood ASA, SalMar ASA og Austevoll Seafood ASA i vår markedsbaserte verdsettelse. Etersom alle disse selskapene driver innenfor samme bransje, og har samme forretningsmodell, mener vi disse selskapene egner seg godt i denne type verdsettelse.

11.2.2 Valg av multipler

Utvalget av multipler har vært basert på hvilke drivere som er mest relevante i henhold til drift og resultat. Vi har derfor valgt å bruke tre multipler: «EV/EBITDA», «Price/Book value» og «Price/Earnings».

Fordelen med EV/EBITDA-metoden er at den er «kapitalstruktur-nøytral», og er derfor å foretrekke når selskapet/bransjen kjennetegnes av store «non-cash expenses». Vi har tidligere karakterisert bransjen som en kapitalkrevende næring med mye realkapital. Derfor er «EV/EBITDA» en multippel vi har valgt å ha med i verdsettelsen.

En annen, mye brukt multippel er P/E, som viser hvor mange år det tar å tjene inn investeringen. Metoden egner seg best for selskaper med lik kapitalstruktur, risiko og stabile utsikter for framtidig vekst. Ulemper med metoden er at den baserer seg på regnskapsmessige tall, og er av lite verdi hvis noen av de sammenlignbare selskapene presterer dårlig og har negativ fortjeneste. Dermed er denne metoden å foretrekke for selskaper som har en historie med positiv fortjeneste (Titman & Martin, 2014, s. 290).

«Price/Book-value» er en annen multippel som brukes mye, ettersom den reflekterer selskapsverdien over balanseført bokført verdi (egenkapital). Metoden viser verdiene reflektert i balansen, og egner seg best når balansen reflekterer virkelig verdi, overfor markedsverdi, og når selskapene bokfører eiendelene etter samme prinsipper (Titman & Martin, 2014, s. 291).

11.2.3 Data

Vår markedsbaserte verdsettelse av Lerøy Seafood Group baserer seg på historiske data. Her vil vi regne ut multiplikatorer for hver multippel, for å videre regne ut selskapsverdien til Lerøy. Estimatenes fra de forskjellige multiplene vil så bli vektet likt, og på denne måten kvalitetssikre verdsettelsen. Selskapsverdien vil så deles på antall aksjer for å få pålydende aksjekurs.

Datainnhenting for verdsettelsen er hentet fra tilgjengelige 2015-regnskapsdata. Ettersom vi endte vår datainnhenting 01.03.16, er kvartalsrapporter brukt som kilde for flere av selskapene, ettersom disse ikke har framlagt årsrapporter ved dette tidspunktet.

I utregningen har vi benyttet oss av omgrupperte tall, som er mer egnet for verdsettelsesformål.

	Lerøy	Marine Harvest	Grieg Seafood	SalMar	Austevoll Seafood
Driftsrelaterte anleggsmidler	7 963 924	20 496 700	2 792 011	5 325 500	15 520 505
Langsikteige driftsrelatert gjeld	1 637 059	5 884 600	837 931	2 761 400	2 962 157
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	6 326 865	14 612 100	1 954 080	2 564 100	12 558 348
Driftsrelaterte omløpsmidler	3 444 130	19 647 700	2 993 906	4 723 500	9 665 381
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	1 678 972	3 832 000	1 150 788	1 583 500	1 988 484
Driftsrelatert arbeidskapital	1 765 158	15 815 700	1 843 118	3 140 000	7 676 897
Netto driftseiendeler	8 092 024	30 427 800	3 797 198	5 704 100	20 235 245
Finansielle anleggsmidler	22 653	4 000	4 093	636 200	33 428
Finansielle omløpsmidler	-	111 700	145 767	258 300	621 000
Finansielle eiendeler	22 653	115 700	149 860	894 500	654 428
Sysselsatte eiendeler	8 114 677	30 543 500	3 947 058	6 598 600	20 889 673
Egenkapital	3 332 697	18 178 300	2 207 162	5 147 300	9 036 031
Minoritetsintesser	878 357	8 900	30 349	79 700	4 574 777
Langsiktige finansiell gjeld	2 438 476	10 279 300	1 518 261	1 231 200	5 322 635
Korstsiktig finansiell gjeld	1 465 144	2 077 000	191 284	140 400	1 956 230
Finansiell gjeld	3 903 620	12 356 300	1 709 545	1 371 600	7 278 865
Sysselsatt kapital	8 114 675	30 543 500	3 947 056	6 598 600	20 889 673

Tabell 11.5 Omgrupperte balanser 2015- Lerøy og sammenlignbare selskaper

Ved beregning av den markedsbaserte verdien av egenkapitalen, vil vi ta utgangspunkt i totalt antall aksjer, fratrukket egne aksjer. Egne aksjer trekkes fra, fordi egne aksjer ikke er en ekstern investor.

	Lerøy	Marine Harvest	Grieg Seafood	Salmar	Austevoll Seafood
Aksjer	54 577 368	450 085 652	111 662 000	113 299 999	202 717 374
- Egne aksjer	329 776	-	11 166 200	1 180 081	1 722 223
= Utestående aksjer	54 247 592	450 085 652	100 495 800	112 119 918	200 995 151
* Aksjekurs (01.03.16)	372	126	34	184	61
= Markedsverdi EK	20 180 104 224	56 710 792 152	3 436 956 360	20 630 064 912	12 310 952 999

Tabell 11.6 – Markedsverdi av egenkapital

EV/EBITDA

Utregningen av EV/EBITDA er gjort ved å dele EV på EBITDA. Her er EV regnet ut ved å multiplisere antall utestående aksjer med markedspris per 01.03.16, for så legge til finansiell gjeld og minoritetsinteresser, deretter deler vi EV på EBITDA.

$$EBITDA \text{ Multipl} = \frac{EV}{EBITDA} \quad (24)$$

Multiplikatoren er på 14,60, som er over Lerøys individuelle på 13,76. En lavere multiplikator tilsier at Lerøy er undervurdert, og gir derfor et høyere anslag for selskapets verdi. Videre multipliseres den gjennomsnittlige multiplikatoren med Lerøys EBITDA, for deretter å trekke fra finansiell gjeld og minoritetsinteresser, som er funnet i den omgrupperte balansen. Dette gir en estimert aksjepris på NOK 400.

EV/EBITDA	Lerøy	Marine Harvest	Grieg Seafood	Salmar	Austevoll Seafood
Markedsverdi EK	20 180 104	56 710 792	3 436 956	20 630 065	12 310 953
Finansiell gjeld	3 903 620	12 356 300	1 709 545	1 371 600	7 278 865
Minoritetsinteresser	878 357	8 900	30 349	79 700	4 574 777
Verdi av driftskapital	24 962 082	69 075 992	5 176 850	22 081 365	24 164 595
EBITDA	1 813 868	4 358 600	261 311	1 725 300	2 244 076
Multipl	13,762	15,848	19,811	12,799	10,768
Multiplikator	14,598				
Verdianslag	26 478 050				
Finansiell gjeld	3 903 620				
Minoritetsintesser	878 357				
Verdianslag (EK)	21 696 073				
Estimert aksjepris	400				

Tabell 11.7 - EV/EBITDA

P/B

For å finne P/B-multiplikatoren, tar vi verdien av driftskapital, og deler denne på selskapets bokførte egenkapital for 2015.

$$P/B = \frac{\text{Antall aksjer} * \text{Pris pr aksje} + \text{Finansiell gjeld} + \text{Minoritetsinteresser}}{\text{Bokført verdi (EK)}} \quad (25)$$

Her får vi en multiplikator som er større enn Lerøy sin, noe som tilsier at aksjen er undervurdert. Videre multipliseres multiplikatoren med antall utestående aksjer, og vi trekker fra finansiell gjeld og minoritetsinteresser. Dette gir en estimert aksjepris på NOK 395.

P/B	Lerøy	Marine Harvest	Grieg Seafood	Salmar	Austevoll Seafood
Verdi av driftskapital	24 962 082	69 075 992	5 176 850	22 081 365	24 164 595
Bokført EK (2015)	8 764 052	18 187 200	2 242 596	5 227 000	13 610 808
Multipl	2,85	3,80	2,31	4,22	1,78
Multiplikator	2,991				
Verdianslag	26 212 558				
Finansiell gjeld	3 903 620				
Minoritetsinteresser	878 357				
Verdianslag (EK)	21 430 580				
Estimert aksjepris	395				

Tabell 11.8 – P/B

P/E

Formelen for å finne P/E multiplikatoren består av verdi av driftskapital i teller, og netto driftsresultat i nevner.

$$P/E = \frac{\text{Antall aksjer} * \text{Pris pr aksje} + \text{Finansiell gjeld} + \text{minoritetsinteresser}}{\text{Netto Driftsresultat}} \quad (26)$$

Som ved utregningen av de foregående multiplikatorene, multipliserer vi multiplikatoren med antall utestående aksjer, og trekker fra gjeld og minoritetsinteresser, for så å finne estimert aksjepris. Aksjeprisen på NOK 344 er her lavere enn pålydende per 01.03.16.

P/E	Lerøy	Marine Harvest	Grieg Seafood	Salmar	Austevoll Seafood
Verdi av driftskapital	24 083 725	69 067 092	5 146 501	22 001 665	19 589 818
Netto driftsresultat	824 121	2 272 300	97 667	1 229 156	1 608 000
Multipl	29,224	30,395	52,694	17,900	12,183
Multiplikator	28,479				
Verdianslag	23 470 261				
Finansiell gjeld	3 903 620				
Minoritetsinteresser	878 357				
Verdianslag (EK)	18 688 283				
Estimert aksjepris	344				

Tabell 11.9 - P/E

11.2.4 Aksjepris

Prisestimatet i henhold til multiplene, viser at Lerøys aksjepris er anslått til å være NOK 380 per aksje. Dette er et prisestimat på 2,15% over pålydende aksjepris, NOK 372 (01.03.16).

Prisestimatet er funnet ved å vekte de tre verdiestimatene i den markedsbaserte verdsettelsen, likt, for å så finne et prisestimat.

$$\frac{400kr + 395kr + 344kr}{3} = NOK 380$$

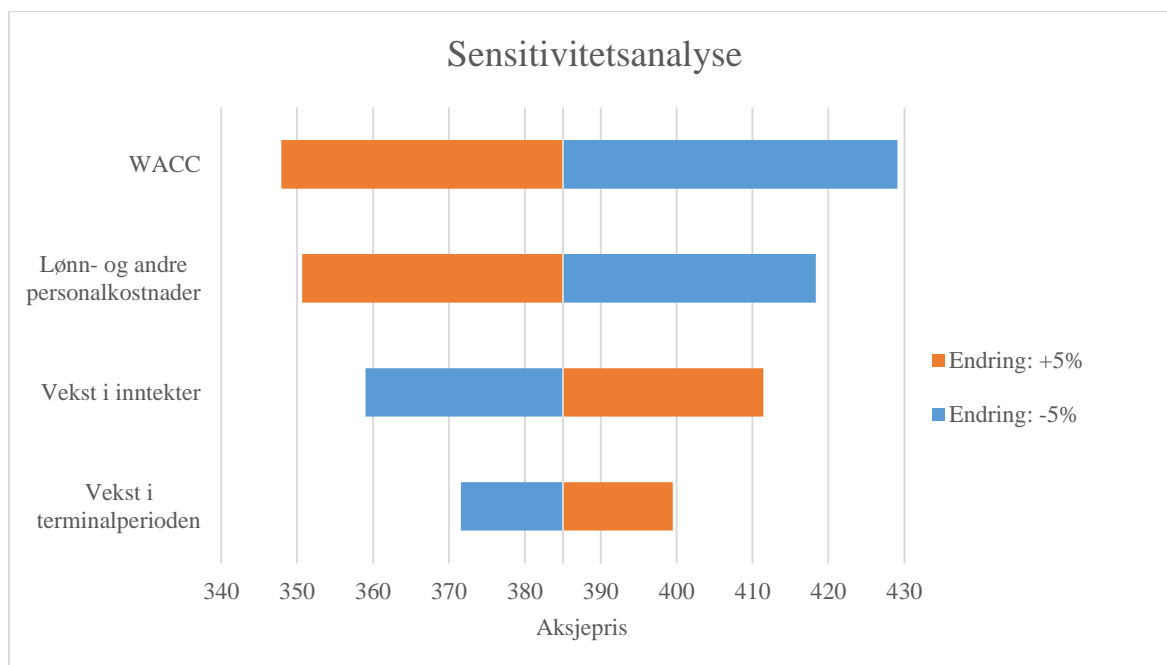
I følge dette prisestimatet er aksjen, i likhet med den fundamentale verdsettelsen, underpriset. Vi ser her at prisestimatene varierer en del, men er med på å gi et bedre grunnlag for endelig konklusjon og anbefaling videre.

11.3 Sensitivitetsanalyse

I figur 11.1 har vi foretatt en sensitivitetsanalyse, for å kunne se hvor sensitiv aksjeprisen er for endringer i enkelte variabler. Vi ser at aksjeprisen er svært sensitiv overfor endringer i avkastningskravet. En endring i avkastningskravet fra 5,95% til 5,65% (endring på -5%), endrer aksjeprisen fra NOK 385,01 til NOK 429,08. Dette tilsvarer en økning i prisen på 11,45%. Den høye sensitiviteten skyldes at avkastningskravet inngår i beregning av terminalverdien, og at terminalverdien utgjør en stor del av selskapets verdi.

Prisen er også veldig sensitiv overfor endringer i lønn- og andre personalkostnader. En endring i veksten i lønn- og andre personalkostnader fra 11,49% til 12,06% (endring på 5%), endrer aksjeprisen fra NOK 385,01 til NOK 350,66. Dette tilsvarer en reduksjon i prisen på 8,92%. Sensitiviteten skyldes at denne posten utgjør en betydelig del av kostnadene.

Vi ser også at aksjeprisen er minst sensitiv overfor vekst i inntekter og vekst i terminalperioden. Det er imidlertid verdt å merke seg at en her kun har endret én og én variabel, mens en har holdt de andre variablene konstante. I tillegg har en endret variablene med samme prosentsats. Det er også muligheter for at alle variablene kan endre seg samtidig, og gi utslag på aksjeprisen, noe som vises i tabell 11.10.



Figur 11.1 - Sensitivitetsanalyse

	Vekst i terminalperioden	Vekst i inntekter	Lønn- og andre personalkostnader	WACC	
Opprinnelig aksjepris					385,01
Endring	-5 %	+3 %	-3 %	+5 %	
Aksjepris ved endringer					368,45

Tabell 11.10 - Scenarioanalyse

Fra tabell 11.10 ser vi at prisen går fra NOK 385,01 til NOK 368,45, ved endring i de forskjellige variablene. Dette tilsvarer en reduksjon i aksjeprisen på 4,30%.

12.0 Diskusjon

Resultatene fra vår analyse gir en aksjepris på NOK 385 per 01.03.16. Dette er høyere enn faktisk aksjepris denne dagen, som var på NOK 372. Vi vil i dette kapittelet drøfte sentrale elementer som ligger bak dette estimatet.

Ettersom økonomiske verdsettelsesmodeller baserer seg på forenklinger og estimer for framtiden, vil det forekomme differanser i verdi knyttet til modellens estimat og markedsverdi på verdsettelsestidspunktet. Vår fundamentale verdsettelse baserer seg på antagelser og forenklinger for framtiden, og vil derfor variere noe ut i fra hvilke antagelser man forutsetter. Dette kan f.eks. være risiko, utbytte og avskrivninger, noe som kan skape avvik i estimeringen. Også den markedsbaserte verdsettelsen tar utgangspunkt i ulike antagelser og forenklinger, noe som skaper usikkerhet rundt prisestimatet. Usikkerhet kan f.eks. være rundt hvilke multipler og sammenlignbare selskaper man velger, og hvilke data man tar utgangspunkt i. Dette gjør at det eksisterer avvik mellom våre estimer og markedsverdi på verdsettelsestidspunktet.

En terminalverdi som utgjør en stor del av selskapets verdi er med på å gjøre aksjeprisen sensitiv for endringer i avkastningskravet. Koller et al. (2010, s. 213) argumenterer for at terminalverdien utgjør en stor del av selskapets totale verdi, og at det derfor er viktig med et godt estimat på terminalverdien. Titman og Martin (2014, s. 318 og 325) argumenterer blant annet for at terminalverdien er viktig, og at den ofte kan utgjøre mer enn 50% av selskapets verdi.

Det kan også argumenteres for at vi kunne brukt forskjellige avkastningskrav på hver kontantstrøm. Koller et al. (2010, s. 241) argumenterer for at en ideelt sett bør diskontere hver kontantstrøm ved bruk av statsobligasjoner med samme tid til forfall, men i realiteten er det få som praktiserer dette. Ulempen dersom vi hadde brukt en kort rente, f.eks. 3 måneder, er at denne svinger mer enn en lang rente. Dette gjør avkastningskravet mer ustabil. En kort rente er imidlertid ikke påvirket av risikopremie knyttet til inflasjonsrisiko. En lang rente varierer mindre enn en kort, men det kan være innbakt premie for inflasjonsrisiko i renten (Kaldestad & Møller, 2011, s. 110).

Som vist i tabell 11.10, kan mange faktorer endre seg samtidig, og gi endring i aksjeprisen. Aksjeprisen er mest sensitiv for endringer i avkastningskravet. For å igjen illustrere sensitiviteten overfor avkastningskravet, utgjør en økning på 5% i avkastningskravet (en økning i WACC fra 5,95% til 6,25%), en reduksjon på 9,63% i verdiestimatet. Det er derfor viktig med en god analyse for å finne avkastningskravet.

Informasjonsinnhenting har vært en sentral del av verddivurderingen. Her har tidsforskyvninger vært en utfordring, ettersom vårt verdsettelsestidspunkt er 01.03.16. Vi har dermed ikke hatt tilgang på fullstendig årsrapport for 2015, noe som har gjort bruk av kvartalsrapporter nødvendig. For å få tilstrekkelig detaljert regnskap, har vi vektet poster. Vektingen baserer seg på historiske tall, noe som ikke nødvendigvis er korrekt for framtiden.

For beregning av inntekter baserer vi oss på et historisk gjennomsnitt. Det mest ideelle ville vært om vi hadde hatt nøyaktig informasjon over mengden fisk solgt, og antallet for hver art. Da kunne vi satt dette opp mot prisen på de ulike produktene. I årsrapportene kommer imidlertid antall solgte enheter lite frem, annet enn laks og ørret. Eventuelt kunne vi tatt for oss ørret og laks separat, og basert oss på gjennomsnitt for de andre artene. I begge tilfellene måtte vi uansett ha basert oss på et prisanslag på de ulike produktene i fremtiden, på samme måte som vi baserer oss på et anslag over salgsinntektene direkte. Vi mener derfor at et anslag på inntektene basert på historisk gjennomsnitt, fungerer bra i dette tilfellet.

Når en utfører en verdsettelse er det viktig å ta hensyn til inflasjon. F.eks. er inflasjon inkludert i estimatet vårt for vekst i driftsinntekter, som er på 7,97%. Dette gjør at reel vekst i driftsinntektene er på 5,47%, når en trekker fra inflasjonsmålet til Norges Bank på 2,5%. Samtidig utfører en samme justering på kostnadene.

I terminalperioden bruker vi en vekst på 2,5%. Dette er det samme som inflasjonsmålet, og vi mener dette kan forsvares ut i fra hva som er vanlig praksis, vist i kapittel 11.1.2. I tillegg vil en høy vekst i terminalperioden kunne gi en urealistisk høy verdi, dersom andre faktorer holdes like.

Som beskrevet i kapittel 4.6.1, baserer beta seg på historisk informasjon (Brotherson et al., 2013, s. 24). Ut i fra dette antar vi at historisk beta vil være lik beta i fremtiden. Det er ikke

nødvendigvis slik at historisk informasjon vil være det rette for fremtiden. F.eks. kan det skje endringer i markedet, som er med på å endre beta.

Mulige årsaker til at prisestimatene våre og markedsverdien på verdsettelsestidspunktet varierer, kan være forskjellige antagelser om framtidige inntekter og kostnader. Gjennom utredningen viser vi til at selskapet har gode vekstpotensialer, og muligheter for økt effektivitet og forbedret produksjon. Vi kan også operere med andre forutsetninger i vår utregning av WACC. Her kan antagelsene om risikofri rente, kredittrangering, risikopremie og likviditetspremie, gi forskjellig utslag i avkastningskravet, som igjen påvirker prisestimeringen.

Vår bruk av MSCI World Index i utregningen av betaverdier, er med på å øke kvaliteten på innhentet data, ettersom beregningene baserer seg på mer diversifiserte indekstall, i motsetning til Oslo børs, hvor få bransjer har overvekt. Vi vil også trekke frem vår utarbeidelse av den strategiske analysen, og kredittrangeringen, som elementer som er med på å øke kvaliteten på utredningen. I vår strategiske analyse får vi dyptgående informasjon om bransje, selskap og marked, noe som gir oss god informasjon knyttet til verdierestimering av Lerøy.

I starten av juni ble det offentliggjort at Lerøy kjøper 64% av Havfisk og 74% av Norway Seafoods. Oppkjøpet gjør konsernet til en av Norges største aktører innen tradisjonelt fiske. Oppkjøpet sikrer konsernet 11% av den totale fangstknoten av hvitfisk i Norge. Ettersom vi har påpekt Lerøys risiko overfor lakseprisen, da over tre fjerdedeler av inntektene kommer fra laks, mener vi dette er et svar på dette. Oppkjøpet har ikke fått noen vekt i utredningen, ettersom dette ikke var kjent på verdsettelsestidspunktet.

13.0 Konklusjon

I utarbeidelse av analysen har vi gjort en rekke forutsetninger. Etersom LSG har vært i bransjen i mange år, antar vi at kapitalstrukturen vil holdes nokså lik i fremtiden. Vi antar også at renten på 10-årige statsobligasjoner vil holde seg stabil, at egenkapitalbeta vil være konstant, og at markedets risikopremie i Norge vil holde seg på samme nivå som de siste årene. Vi antar også at gjeldskostnaden holdes lik gjennom analyseperioden, og at kontantstrømmene kommer i slutten av året.

Ut i fra våre forutsetninger og analyse, har vi i den fundamentale verdsettelsen kommet frem til en aksjepris per 01.03.16 på NOK 385 for LSG-aksjen. I den multippelbaserte verdsettelsen kom vi frem til en aksjepris på 380. Verdiene sammenfaller godt, og ettersom den multippelbaserte metoden anses å være et supplement til den fundamentale analysen, vektlegges den fundamentale verdsettelsen.

Faktisk pris i markedet per 01.03.2013 var på NOK 372, dette er 13 kr lavere enn vårt anslag. Dette indikerer at aksjen er feilpriset, og at den er underpriset. Lerøy Seafood Group ASAs aksje er dermed *ikke* rett priset. Ut i fra en investors perspektiv, ville vi på denne dagen anbefalt kjøp av aksjen, ettersom en kan forvente en prisstigning i fremtiden.

14.0 Referanser

Austevoll Seafood ASA. (2012a). *Annual Report 2011*. Storebø: Austevoll Seafood ASA.

Hentet fra

http://www.auss.no/Files/Filer/Auss/pdf/Annual%20report/auss_annualreport2011.pdf

Austevoll Seafood ASA. (2012b). *1st quarter financial report - 2012*. Storebø: Austevoll

Seafood ASA. Hentet fra <http://www.auss.no/investor/results-webcast/2012/1st-quarter-financial-report-2012>

Austevoll Seafood ASA. (2012c). *2nd quarter financial report - 2012*. Storebø: Austevoll

Seafood ASA. Hentet fra

http://www.auss.no/Files/Filer/Auss/pdf/Quarterly%20reports/2012/AUSS_Q2_2012_ENG.pdf

Austevoll Seafood ASA. (2012d). *3rd quarter financial report - 2012*. Storebø: Austevoll

Seafood ASA. Hentet fra

http://www.auss.no/Files/Filer/Auss/pdf/Quarterly%20reports/2012/AUSS_Q3_2012_financial%20report.pdf

Austevoll Seafood ASA. (2013). *4th quarter financial report - 2012*. Storebø: Austevoll

Seafood ASA. Hentet fra

http://www.auss.no/Files/Filer/Auss/pdf/Quarterly%20reports/2012/AUSS_Q4_2012_report_eng.pdf

Austevoll Seafood ASA. (2014). *Annual Report 2013*. Storebø: Austevoll Seafood ASA.

Hentet fra

http://www.auss.no/Files/Filer/Auss/pdf/Annual%20report/AUSS_Annual_Report_2013.pdf

Austevoll Seafood ASA. (2015a). *Annual Report 2014*. Storebø: Austevoll Seafood ASA.

Hentet fra

<http://www.auss.no/Files/Filer/Auss/pdf/Annual%20report/Annual%20Report%202014%20Austevoll%20Seafood%20ASA.pdf>

Austevoll Seafood ASA. (2015b). *1st quarter financial report – 2015*. Storebø: Austevoll Seafood ASA. Hentet fra

http://www.auss.no/Files/Filer/Auss/pdf/Quarterly%20reports/2015/AUSS_Q1_2015_ENG.pdf

Austevoll Seafood ASA. (2015c). *2nd quarter financial report – 2015*. Storebø: Austevoll Seafood ASA. Hentet fra

http://www.auss.no/Files/Filer/Auss/pdf/Quarterly%20reports/2015/AUSS_Q2_2015_ENG.pdf

Austevoll Seafood ASA. (2015d). *3rd quarter financial report – 2015*. Storebø: Austevoll Seafood ASA. Hentet fra

http://www.auss.no/Files/Filer/Auss/pdf/Quarterly%20reports/2015/AUSS_Q3_2015_ENG.pdf

Austevoll Seafood ASA. (2016). *4th quarter financial report – 2015*. Storebø: Austevoll Seafood ASA. Hentet fra

http://www.auss.no/Files/Filer/Auss/pdf/Quarterly%20reports/2015/AUSS_Q4_2015_ENG.pdf

Austevoll Seafood ASA. (s.a.a.). *About us*. Hentet 12.05.16, fra

<http://www.auss.no/about/about>

Austevoll Seafood ASA. (s.a.b). *Results and webcast*. Hentet 12.05.16, fra

<http://www.auss.no/investor/results-webcast>

Berk, J., & DeMarzo, P. (2014). *Corporate Finance* (3 utg.). Essex: Pearson Education Limited.

Bernstrøm, S. (2014). *Valuation: The Market Approach*. Hentet fra <http://site.ebrary.com.ezproxy.uis.no/lib/hisbib/reader.action?docID=10865372>

Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A.J. (2014). *Investments* (10th Global Edition). Berkshire: McGraw-Hill Education.

Brotherson, W.T., Eades, K.M., Harris, R.S., & Higgins, R.C. (2013). «Best Practices» in Estimating the Cost of Capital: An Update. *Journal of Applied Finance*, 23(1), 15-33. Hentet fra <http://web.b.ebscohost.com.ezproxy.uis.no/ehost/pdfviewer/pdfviewer?sid=70b8efe8-a95e-47fd-b3c6-1e6d09d37f55%40sessionmgr112&vid=31&hid=107>

Brotherson, W.T., Eades, K.M., Harris, R.S., & Higgins, R.C. (2014). Company Valuation in Mergers and Acquisitions: How is Discounted Cash Flow Applied by Leading Practitioners. *Journal of Applied Finance*, 24(2), 43-51. Hentet fra <http://web.b.ebscohost.com.ezproxy.uis.no/ehost/pdfviewer/pdfviewer?sid=d3734e2f-928b-42ac-a121-055bbc140f64%40sessionmgr111&vid=5&hid=101>

Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3.utg.). New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Datastream. (2016). *MSCI World Index*. Hentet 22.02.2016, fra <http://training.thomsonreuters.com/datastream/>

E24. (2016a). *Lerøy Seafood Group (LSG)*. Hentet 22.02.2016, fra <https://bors.e24.no/?#!/instrument/LSG.OSE>

E24. (2016b). *Marine Harvest (MHG)*. Hentet 22.02.2016, fra <https://bors.e24.no/?#!/instrument/MHG.OSE>

E24. (2016c). *Austevoll Seafood (AUSS)*. Hentet 22.02.2016, fra <https://bors.e24.no/?#!/instrument/AUSS.OSE>

E24. (2016d). *Grieg Seafood (GSF)*. Hentet 22.02.2016, fra <https://bors.e24.no/?#!/instrument/GSF.OSE>

E24. (2016e). *SalMar (SALM)*. Hentet 22.02.2016, fra <https://bors.e24.no/?#!/instrument/MHG.OSE>

Finansdepartementet. (2015). *Skattereform for omstilling og vekst*. Hentet 17.04.2016, fra <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/skattereform-for-omstilling-og-vekst/id2457106/>

Finansdepartementet. (2016). *Skattesatser 2016*. Hentet 20.01.16, fra <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-fradrag-og-belopsgrenser-i-2016/id2457143/>

Fiskeridirektoratet. (2014). *Biomasse*. Hentet 20.01.16, fra <http://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Drift-og-tilsyn/Biomasse>

Food and Agriculture Organization of the United Nations (FAO). (2014). *The State of World Fisheries and Aquaculture* (2014). Hentet fra <http://www.fao.org/3/d1eaa9a1-5a71-4e42-86c0-f2111f07de16/i3720e>

Food and Agriculture Organization of the United Nations (FAO). (s.a.). *FAO says Food Production must Rise by 70%*. Hentet 03.03.2016, fra <https://www.populationinstitute.org/resources/populationonline/issue/1/8/>

Forente Nasjoner (FN). (2013). *World population is projected to reach 9,6 billion by 2050*. Hentet 08.01.16, fra <https://www.un.org/development/desa/en/news/population/un-report-world-population-projected-to-reach-9-6-billion-by-2050.html>

Grieg Seafood ASA. (2012). *Årsrapport 2011*. Bergen: Grieg Seafood ASA. Hentet fra <http://hugin.info/138681/R/1606308/509118.pdf>

Grieg Seafood ASA. (2013). *Årsrapport 2012*. Bergen: Grieg Seafood ASA. Hentet fra <http://hugin.info/138681/R/1696258/558589.pdf>

Grieg Seafood ASA. (2014). *Årsrapport 2013*. Bergen: Grieg Seafood ASA. Hentet fra <http://hugin.info/138681/R/1781531/609557.pdf>

Grieg Seafood ASA. (2015a). *Årsrapport 2014*. Bergen: Grieg Seafood ASA. Hentet fra <http://hugin.info/138681/R/1917479/685909.pdf>

Grieg Seafood ASA. (2015b). *Q1 2015*. Bergen: Grieg Seafood ASA. Hentet fra <http://hugin.info/138681/R/1920289/687873.pdf>

Grieg Seafood ASA. (2015c). *Q2 2015*. Bergen: Grieg Seafood ASA. Hentet fra <http://hugin.info/138681/R/1946335/706184.pdf>

Grieg Seafood ASA. (2015d). *Q3 2015*. Bergen: Grieg Seafood ASA. Hentet fra <http://hugin.info/138681/R/1964792/717212.pdf>

Grieg Seafood ASA. (2016). *Q4 2015*. Bergen: Grieg Seafood ASA. Hentet fra <http://hugin.info/138681/R/1987063/729212.pdf>

Grieg Seafood ASA. (s.a.a.) *Om Grieg Seafood*. Hentet 12.05.16, fra <http://www.griegseafood.no/grieg-seafood-asa-n/om-grieg-seafood/>

Grieg Seafood ASA. (s.a.b) *Rapporter*. Hentet 12.05.16, fra <http://www.griegseafood.no/invest/rapporter/>

Hallenstvedt, A. (2015a). *Fiskeri*. *Store Norske Leksikon*. Hentet fra <https://snl.no/fiskeri>

Hallenstvedt, A. (2015b). *Fiskeoppdrett*. *Store Norske Leksikon*. Hentet fra <https://snl.no/fiskeoppdrett>

Havforskningsinstituttet. (2012). *Rømt fisk og genetisk påvirkning*. Hentet 18.01.16, fra http://www.imr.no/temasider/akvakultur/romt_fisk_og_genetisk_pavirkning/nn-no

Havforskningsinstituttet. (2014). *Lakselus*. Hentet 13.01.2016, fra <http://www.imr.no/temasider/parasitter/lus/lakselus/nb-no>

Hjermann, D.Ø., Sælen, O.H., & Store norske leksikon (2005-2007). (2015). *Pelagisk*. *Store Norske Leksikon*. Hentet fra <https://snl.no/pelagisk>

Hull, J.C. (2012). *Options, Futures and Other Derivatives* (8. utg.). Toronto: Pearson Education, Inc.

iLaks.no. (2014a). *Doktorgrad på Chiles ILA-krise*. Hentet 20.01.2016, fra <http://ilaks.no/doktorgrad-pa-chiles-ila-krise/>

iLaks.no. (2014b). *Åpner India*. Hentet 20.01.2016, fra <http://ilaks.no/apner-india/>

Johnson, G., Whittington, R., & Scholes, K. (2011). *Exploring Strategy: Text & Cases* (9. utg.). Essex: Prentice Hall.

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

Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2005). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (4. utg.). New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (5. utg.). New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Laks.no. (2016). *Laks ut i verden*. Hentet 20.01.2016, fra <http://laks.no/>

Laksefakta. (2014a). *Fra merd til slakting*. Hentet, 18.01.16, fra <http://www.laksefakta.no/Norsk-havbruk/Laksens-livssyklus/Les-mer-om/Fra-merd-til-slakting>

Laksefakta. (2014b). *Lakselus*. Hentet 18.01.16, fra <http://www.laksefakta.no/Milj%C3%B8-og-b%C3%A6rekraft/Aktuelt/Les-mer-om/Lakselus>

Laksefakta. (2014c). *Rømming*. Hentet 18.01.16, fra <http://www.laksefakta.no/Milj%C3%B8-og-b%C3%A6rekraft/Aktuelt/Les-mer-om/R%C3%B8mming>

Laksefakta. (2015). *Fra rogn til mat*. Hentet 19.01.16, fra <http://www.laksefakta.no/Norsk-havbruk/Laksens-livssyklus/Les-mer-om/Fra-rogn-til-mat>

Lantz, J.S., Hikkerova, L., Mili, M., & Sahut, J.M. (2013). Evaluation of Growing Business: Which Method, What Risks? *International Journal of Business*, 18(1), 26-34. Hentet fra <http://web.b.ebscohost.com.ezproxy.uis.no/ehost/pdfviewer/pdfviewer?sid=b190c2d2-e608-4914-aad0-f43d8609e356%40sessionmgr103&vid=4&hid=118>

Lerøy Seafood Group ASA. (2006). *Annual Report 2005*. Bergen: Lerøy Seafood Group ASA. Hentet fra <http://hugin.info/131537/R/1257941/274647.pdf>

Lerøy Seafood Group ASA. (2007). *Annual Report 2006*. Bergen: Lerøy Seafood Group ASA. Hentet fra <http://hugin.info/131537/R/1257931/274640.pdf>

Lerøy Seafood Group ASA. (2008). *Annual Report 2007*. Bergen: Lerøy Seafood Group ASA. Hentet fra <http://hugin.info/131537/R/1257937/274644.pdf>

Lerøy Seafood Group ASA. (2009). *Annual Report 2008*. Bergen: Lerøy Seafood Group ASA. Hentet fra <http://hugin.info/131537/R/1730059/578121.pdf>

Lerøy Seafood Group ASA. (2010). *Annual Report 2009*. Bergen: Lerøy Seafood Group ASA. Hentet fra <http://hugin.info/131537/R/1407387/578104.pdf>

Lerøy Seafood Group ASA. (2011). *Annual Report 2010*. Bergen: Lerøy Seafood Group ASA. Hentet fra <http://hugin.info/131537/R/1504277/578097.pdf>

Lerøy Seafood Group ASA. (2012). *Annual Report 2011*. Bergen: Lerøy Seafood Group ASA. Hentet fra <http://hugin.info/131537/R/1601935/578092.pdf>

Lerøy Seafood Group ASA. (2013). *Annual Report 2012*. Bergen: Lerøy Seafood Group ASA. Hentet fra <http://hugin.info/131537/R/1691813/578088.pdf>

Lerøy Seafood Group ASA. (2014). *Annual Report 2013*. Bergen: Lerøy Seafood Group ASA. Hentet fra <http://hugin.info/131537/R/1779067/607923.pdf>

Lerøy Seafood Group ASA. (2015a). *Annual Report 2014*. Bergen: Lerøy Seafood Group ASA. Hentet fra <http://hugin.info/131537/R/1912099/682396.pdf>

Lerøy Seafood Group ASA. (2015b) *Kvartalsrapport (Q1) 2015*. Bergen: Lerøy Seafood Group ASA. Hentet fra <http://hugin.info/131537/R/1921115/688418.pdf>

Lerøy Seafood Group ASA. (2015c) *Kvartalsrapport (Q2) 2015*. Bergen: Lerøy Seafood Group ASA. Hentet fra <http://hugin.info/131537/R/1945219/705154.pdf>

Lerøy Seafood Group ASA. (2015d) *Kvartalsrapport (Q3) 2015*. Bergen: Lerøy Seafood Group ASA. Hentet fra <http://hugin.info/131537/R/1965921/717843.pdf>

Lerøy Seafood Group ASA. (2016a). *Kvartalsrapport (Q4) 2015*. Bergen: Lerøy Seafood Group ASA. Hentet fra <http://hugin.info/131537/R/1988194/729939.pdf>

Lerøy Seafood Group ASA. (2016b). *Kort om Lerøy*. Hentet 07.01.16, fra <https://www.leroyseafood.com/no/Storkjokken/Om-Leroy-Sjomatgruppen/Kort-om-Leroy/>

Lerøy Seafood Group ASA. (2016c). *Historie*. Hentet 07.01.16, fra <https://www.leroyseafood.com/no/Forbruker/Om-Leroy/Historie/>

Lerøy Seafood Group ASA. (2016d). *Kvartal-presentasjon (Q4) 2015*. Bergen: Lerøy Seafood Group ASA. Hentet fra <http://hugin.info/131537/R/1988194/729940.pdf>

Lerøy Seafood Group ASA. (2016e). *Satser sammen på fersk fisk og sjømat*. Hentet 14.01.2016, fra <https://www.leroyseafood.com/no/Investor/Om-Leroy/Nyheter/2014/Sjomathuset/>

Løwendahl, B.R., & Wenstøp. F.E. (2009). *Grunnbok i strategi*. Oslo: Cappelen.

Marine Harvest Group. (2012). *Annual report 2011*. Bergen: Marine Harvest Group. Hentet fra <http://hugin.info/209/R/1608160/510268.pdf>

Marine Harvest Group. (2013). *Annual report 2012*. Bergen: Marine Harvest Group. Hentet fra <http://hugin.info/209/R/1696633/558857.pdf>

Marine Harvest Group. (2014). *Annual reports 2013*. Bergen: Marine Harvest Group. Hentet fra <http://hugin.info/209/R/1781099/609198.pdf>

Marine Harvest Group. (2015). *Annual reports 2014*. Bergen: Marine Harvest Group. Hentet fra <http://hugin.info/209/R/1915630/684760.pdf>

Marine Harvest Group. (2016). *Annual reports 2015*. Bergen: Marine Harvest Group. Hentet fra <http://hugin.info/209/R/1999866/737534.pdf>

Marine Harvest Group (s.a.a). *Norges største oppdrettsselskap*. Hentet 12.05.2016, fra <http://www.marineharvest.no/about/norges-storste/>

Marine Harvest Group (s.a.b). *Annual reports*. Hentet 12.05.2016, fra <http://www.marineharvest.no/investor/annual-reports/>

Miljødirektoratet. (2012). *Fiskeoppdrett*. Hentet 19.01.16, fra <http://www.miljostatus.no/tema/hav-og-kyst/fiskeoppdrett/#heading2>

Miljødirektoratet. (2013). *Oppdrett truer villaksen*. Hentet 18.01.16, fra <http://www.miljodirektoratet.no/no/Nyheter/Nyheter/Nyhetsarkiv/2009/8/Oppdrett-truer-villaksen/>

Miljødirektoratet. (2014). *Tilførsler av næringsalter fra fiskeoppdrett*. Hentet 19.01.16, fra <http://www.miljostatus.no/tema/hav-og-kyst/fiskeoppdrett/tilforsler-av-naringsalter-fra-fiskeoppdrett/>

Nasjonalt institutt for ernærings- og sjømatforskning (NIFES). (2015a). *Oppdrettsarter*. Hentet 19.01.16, fra <http://nifes.no/forskningstema/akvakultur/oppdrettsarter/>

Nasjonalt institutt for ernærings- og sjømatforskning (NIFES). (2015b). *Torsk (oppdrett)*. Hentet 18.01.16, fra <http://nifes.no/forskningstema/akvakultur/oppdrettsarter/torsk-oppdrett-2/>

Nasjonalt institutt for ernærings- og sjømatforskning (NIFES). (2015c). *Sjømaten inneholder*. Hentet 08.01.16, fra <http://nifes.no/forskningstema/sjomat-og-helse/sjomaten-inneholder/>

Nissim, D. (2013). Relative Valuation of U.S. Insurance Companies. *Review of Accounting Studies*, 18(2), 324-359. doi: 10.1007/s11142-012-9213-8

Norges Bank. (2015a). *Styringsrenten holdes uendret på 0,75 prosent*. Hentet 05.04.2016, fra <http://www.norges-bank.no/Publisert/Pressemeldinger/2015/Pressemelding-17122015/>

Norges Bank. (2015b). *Hovedstyrets vurdering*. Hentet 05.04.2016, fra http://www.norges-bank.no/pages/104192/hovedstyrets_vurdering.pdf

Norges Bank. (s.a.a). *Styringsrenten*. Hentet 05.04.2016, fra <http://www.norges-bank.no/pengepolitikk/Styringsrenten/>

Norges Bank. (s.a.b). *Inflasjon*. Hentet 05.04.2016, fra <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Inflasjon/>

Norges Bank & Oslo Børs. (s.a.a). *Statsobligasjoner månedsgjennomsnitt*. Hentet 04.02.2016, fra <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Manedsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>

Norges Bank & Oslo Børs. (s.a.b). *Statsobligasjoner årsgjennomsnitt*. Hentet 04.02.2016, fra <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>

Norges sjømatråd. (s.a.a). *Norsk sjømateksport mer enn doblet på 10 år*. Hentet 11.01.16, fra <https://www.seafood.no/Nyheter-og-media/Nyhetsarkiv/Pressemeldinger/Norsk-sj%C3%B8mateksport-mer-enn-doblet-p%C3%A5-10-%C3%A5r2>

Norges sjømatråd. (s.a.b). *Årstallkonferansen 2015*. Tromsø: Norges sjømatråd. Hentet 12.01.16, fra <http://seafood.no/sj%C3%B8mattall>

Norges sjømatråd. (s.a.c). *Nøkkeltall*. Hentet 14.01.16, fra <http://seafood.no/Nyheter-og-media/N%C3%B8kkeltall>

Norges sjømatråd. (s.a.d). *Nøkkeltall*. Hentet 05.04.16, fra <http://www.seafood.no/Nyheter-og-media/Nøkkeltall2>

Norges sjømatråd. (s.a.e). *India: Mulighetens marked*. Hentet 12.01.16, fra <http://www.seafood.no/Nyheter-og-media/Nyhetsarkiv/India-Mulighetens-marked>

Nærings- og fiskeridepartementet. (2013). *EFTA og India nærmere forhandlingsløsning*. Hentet 05.04.2016, fra <https://www.regjeringen.no/no/tema/naringsliv/handel/nfd---innsiktsartikler/frihandelsavtaler/nyheter/nyheter/efta-og-india-narmere-forhandlingslosnin/id747358/>

Nærings- og fiskeridepartementet. (2014a). *Om frihandelsavtaler*. Hentet 15.04.2016, fra <https://www.regjeringen.no/no/tema/naringsliv/handel/nfd---innsiktsartikler/frihandelsavtaler/handelsavtaler/id438842/>

Nærings- og fiskeridepartementet. (2014b). *Fiskehelse/lakselus*. Hentet 15.01.16, fra <https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/fiske-og-havbruk/oppdrettslaksen/sykdom/id607091/>

Nærings- og fiskeridepartementet. (2015). *Konsesjonssystemet – generelt*. Hentet 15.04.2016, fra <https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/fiske-og-havbruk/fiskeflaten-listeside/konsesjonssystemet--generelt/id418041/>

Nærings- og fiskeridepartementet. (s.a.a). *Fiskeri og havbruk*. Hentet 07.01.16, fra <https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/fiske-og-havbruk/id1277/>

Nærings- og fiskeridepartementet. (s.a.b). *Frihandels- og investeringsavtaler*. Hentet 15.04.2016, fra <https://www.regjeringen.no/no/tema/naringsliv/handel/nfd---innsiktsartikler/frihandelsavtaler/id2344484/>

Oppdrettsloven. (1985). Forskrift om tildeling, endring og bortfall av konsesjoner og lokaliteter for oppdrett av laks, ørret og regnbueørret (laksetildelingsforskriften). Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/forskrift-om-tildeling-endring-og-bortfa/id423996/>

Oslo Børs. (2016a). *OSLO Seafood Index*. Hentet 08.01.16, fra <http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/OSLSFX.OSE/overview>

Oslo Børs. (2016b). *Lerøy Seafood Group*. Hentet 16.02.2016, fra <http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/LSG.OSE/overview>

Oslo Børs. (2016c). *Marine Harvest*. Hentet 16.02.2016, fra <http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/MHG.OSE/overview>

Oslo Børs (2016d). *Austevoll Seafood*. Hentet 16.02.2016, fra <http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/AUSS.OSE/overview>

Oslo Børs. (2016e). *Grieg Seafood*. Hentet 16.02.2016, fra <http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/GSF.OSE/overview>

Oslo Børs. (2016f). *SalMar*. Hentet 16.02.2016, fra <http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/SALM.OSE/overview>

Oslo Børs. (2016g). *Hovedindeksen*. Hentet 16.02.2016, fra <http://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/OSEBX.OSE/overview>

Penman, S. H. (2013). *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. (Fifth Edition). New York: McGraw-Hill

Presentasjon Q4 2015 Lerøy Seafood Group. (2016). [Vidioklipp]. Hentet fra <http://presenter.qbrick.com/?pguid=16ae384a-3c94-4369-9754-f226e6b5fc06>

PWC & Norske Finansanalytikeres Forening (NFF). (2014). *Risikopremien i det norske markedet*. Oslo: PWC. Hentet fra <http://www.pwc.no/no/publikasjoner/deals/risikopremieundersokelse2014.pdf>

PWC & Norske Finansanalytikeres Forening (NFF). (2015). *Risikopremien i det norske markedet 2015*. Oslo: PWC. Hentet fra <http://www.pwc.no/no/publikasjoner/deals/rapport/risikopremie-2015.pdf>

Regjeringen. (2007). «*Norsk*» fiskeripolitikk i EU? Hentet 20.01.2016, fra https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/norsk_fiskeripolitikk/id695169/

Rskl. (1998). Regnskapsloven. Hentet fra <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1998-07-17-56?q=regnskapsloven>

Rønning, A. (2011, 20.08). Villaks-gener påvirket av oppdrett. Hentet 20.01.2016, fra <http://forskning.no/fisk-oppdrett-naturvern-biologisk-mangfold-marinbiologi-molekylaerbiologi-genteknologi/2011/08>

Røsvik, I.O. (1997). *Biologi for akvakultur*. Hentet fra <http://www.nb.no/nbsok/nb/5aea91025aa440be0887ce6034ebebe3.nbdigital?lang=no#0>

SalMar ASA. (2012). *Årsrapport 2011*. Frøya: SalMar ASA. Hentet fra <http://hugin.info/138695/R/1607522/559614.pdf>

SalMar ASA. (2013). *Årsrapport 2012*. Frøya: SalMar ASA. Hentet fra <http://hugin.info/138695/R/1697772/559610.pdf>

SalMar ASA. (2014). *Årsrapport 2013*. Frøya: SalMar ASA. Hentet fra <http://hugin.info/138695/R/1781478/609515.pdf>

SalMar ASA. (2015a). *Årsrapport 2014*. Frøya: SalMar ASA. Hentet fra <http://hugin.info/138695/R/1917404/685879.pdf>

SalMar ASA. (2015b). *Kvartalsrapport – første kvartal 2015*. Frøya: SalMar ASA. Hentet fra <http://hugin.info/138695/R/1922668/689343.pdf>

SalMar ASA. (2015c). *Kvartalsrapport – andre kvartal 2015*. Frøya: SalMar ASA. Hentet fra <http://hugin.info/138695/R/1947268/707013.pdf>

SalMar ASA. (2015d). *Kvartalsrapport – tredje kvartal 2015*. Frøya: SalMar ASA. Hentet fra <http://hugin.info/138695/R/1966223/717995.pdf>

SalMar ASA. (2016). *Kvartalsrapport – fjerde kvartal 2015*. Frøya: SalMar ASA. Hentet fra <http://hugin.info/138695/R/1987431/729481.pdf>

SalMar ASA. (s.a.a). *Historie*. Hentet 12.05.16, fra <http://www.salmar.no/Om-SalMar/Historie>

SalMar ASA. (s.a.b). *Rapporter*. Hentet 12.05.16 fra <http://www.salmar.no/Investor/Rapporter>

Smak av kysten (s.a.a). *Laks – oppdrett*. Hentet 08.03.16, fra <http://www.sesongkalender.no/fiskeslag/art/laks-oppdrett/>

Smak av kysten. (s.a.b). *Regnbueørret*. Hentet 20.01.16, fra <http://www.sesongkalender.no/fiskeslag/art/oerret-regnbue/>

Smak av kysten. (s.a.c). *Kveite – oppdrett – Atlantisk oppdrettskveite*. Hentet 19.01.16, fra <http://www.sesongkalender.no/fiskeslag/art/kveite-atlantisk-oppdrettskveite/>

Smak av kysten. (s.a.d). *Blåskjell*. Hentet 19.01.16, fra <http://www.sesongkalender.no/fiskeslag/art/blaaskjell/>

Speranda, I. (2012). Firm Valuation – New Methodological Approach. *Economic Research – Ekonomska Istrazivanja*, 25(3), 803-824. Hentet fra <http://web.b.ebscohost.com.ezproxy.uis.no/ehost/pdfviewer/pdfviewer?sid=26be986e-9305-470d-9666-c9558b1c7914%40sessionmgr107&vid=5&hid=118>

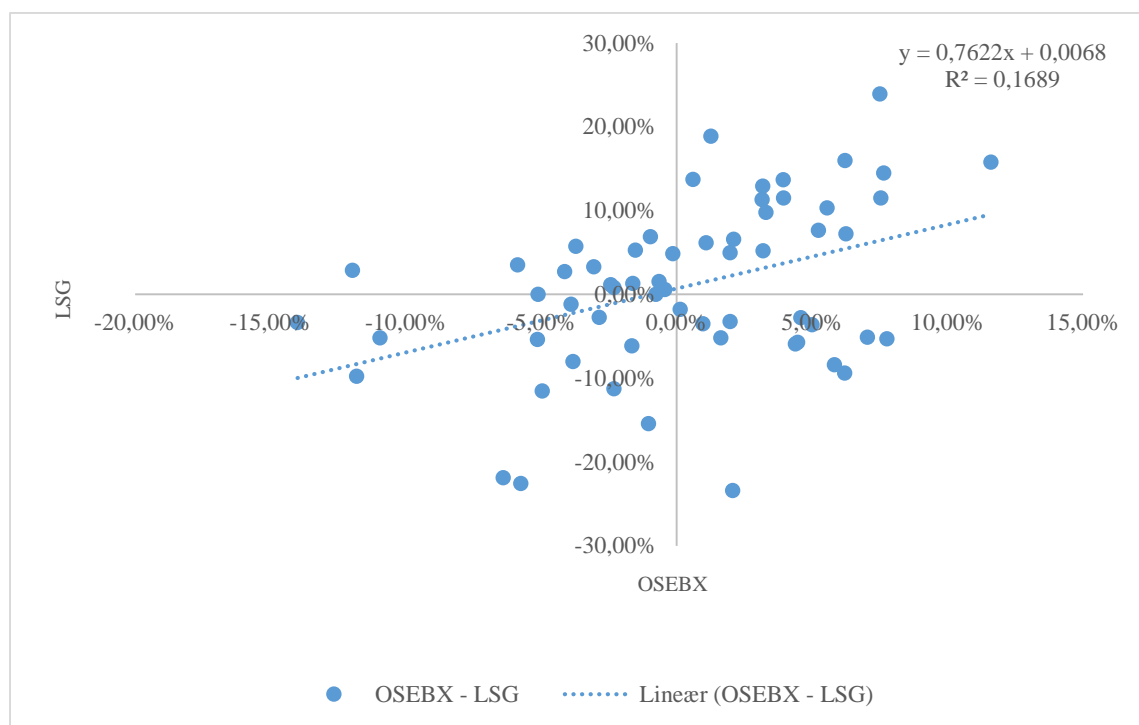
Titman, S., & Martin, J. (2014). *Valuation: The Art and Science of Corporate Investment Decisions* (2. Utg.). Essex: Pearson Education Limited.

Vassvik, V. (2000). *Havbruk – et fargerikt eventyr: En bildereise i den blå åkeren*. Hentet fra <http://www.nb.no/nbsok/nb/90e941475d94d21cf6f6868f3bac51ee?index=3#10>

Wildhagen, J. [Bilde] (s.a.). Hentet 15.05.2016, fra <http://www.multiconsult.no/markedsomrader/industri/>

World Wide Fund for Nature (WWF). (s.a.). *Parasitter og sykdommer*. Hentet 20.01.2016, fra http://www.wwf.no/dette_jobber_med/hav_og_kyst/havbruk/parasitter_og_sjukdommer/

Vedlegg 1: OSEBX - LSG



Vedlegg 1 – OSEBX – LSG – (Kilde til beregninger: Oslo Børs, 2016b, 2016g)

Vedlegg 2: MSCI WORLD INDEX - LSG

SAMMENDRAG (UTDATA)								
<i>Regresjonsstatistikk</i>								
Multipel R	0,336864555							
R-kvadrat	0,113477729							
Justert R-kvadrat	0,098192862							
Standardfeil	0,085954505							
Observasjoner	60							
<i>Variansanalyse</i>								
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>			
Regresjon	1	0,05485122	0,05485122	7,42418828	0,00849189			
Residualer	58	0,42851426	0,00738818					
Totalt	59	0,48336548						
	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i>	<i>Øverste 95,0%</i>
Skjæringspunkt	0,010036706	0,01111844	0,902708	0,37041469	-0,01221927	0,03229269	-0,01221927	0,032292685
X-variabel 1	0,83000837	0,3046197	2,72473637	0,00849189	0,22024579	1,43977094	0,22024579	1,439770945

Vedlegg 2 - MSCI World Index – LSG (Kilde til beregninger: Oslo Børs, 2016b; Datastream, 2016)

Vedlegg 3: Kontantstrømpoppstilling

(Tall i NOK 1 000)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Resultat før skattekostnad	390 966	858 382	368 827	164 047	987 278	1 940 521	534 988	674 509	2 480 376	1 433 411	1 501 108
Periodens betalte skatt	(7 838)	(26 777)	(153 046)	(75 695)	(17 409)	(94 915)	(407 229)	(267 078)	(99 726)	(344 473)	(376 423)
Andre gevinster og tap	0	0	0	0	0	0	0	0	(53 756)	(117 409)	(34 206)
Tap/gevinst ved salg av anleggsmidler	(250)	(2 921)	(13 861)	(2 760)	(220)	0	0	0	0	0	0
Tap/gevinst ved salg av aksjer	0	0	(25 134)	0	0	0	0	0	0	0	0
Avskrivninger	48 214	84 707	153 846	197 023	204 007	219 624	271 899	291 768	307 175	369 480	433 917
Nedskrivninger	0	0	0	0	0	0	0	33 000	5 500	27 982	0
Resultateffekt tilknyttet selskap	(64 534)	(128 982)	(35 509)	(13 716)	(62 744)	(122 006)	(19 741)	(24 831)	(192 188)	(91 939)	(61 376)
Endring verdjustering biologiske eiendeler	0	(85 938)	(15 838)	36 369	(60 483)	(298 538)	616 741	(294 735)	(763 312)	325 957	(186 524)
Endring i varelager/biologiske etendeler	(120 530)	(89 244)	(200 882)	(176 551)	(135 067)	(133 265)	(313 670)	(32 316)	(271 364)	(368 840)	(465 960)
Endring i kundefordringer	(149 513)	(32 783)	94 416	(78 832)	(103 687)	(67 458)	86 893	(32 119)	(491 139)	64 242	(114 825)
Endring i leverandørgjeld	62 543	29 958	(7 993)	36 463	71 239	(8 312)	51 911	94 239	232 757	(71 192)	(150 131)
Endring i netto pensjonsforpliktelse	633	(3 105)	75	1 265	2 073	(5 965)	(1 213)	(166)	(4 419)	3 651	0
Poster klassifisert som finansieringsaktiviteter	0	0	0	0	0	66 272	81 884	95 153	103 284	103 978	128 728
Endring i andre tidsavgrensingsposter	(7 252)	(56 423)	(67 120)	122 062	59 452	11 670	(29 649)	(93 811)	5 520	79 999	92 244
Netto kontantstrøm fra drift	152 439	546 874	97 781	209 675	944 439	1 507 628	872 814	443 614	1 258 707	1 414 845	766 552

Vedlegg 3 – Kontantstrømpoppstilling – Netto kontantstrøm fra drift (Kilde: Lerøy Seafood Group, 2006-2016a)

Vedlegg 3 fortsettelse: Kontantstrømpstilling

(Tall i NOK 1 000)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Innbetalinger ved salg av varige driftsmidler	3 470	21 281	46 739	11 985	8 201	12 761	17 462	10 473	19 579	18 278	85 336
Utbetalinger ved kjøp av varige driftsmidler	(78 256)	(245 309)	(454 784)	(344 829)	(151 960)	(280 510)	(534 122)	(515 995)	(583 393)	(601 035)	(651 548)
Innbetalinger ved salg av immaterielle eiendeler	0	0	0	40 000	0	0	0	0	74 928	0	0
Utbetaling ved kjøp av immaterielle eiendeler og andeler i TS og andre foretak	(2 000)	0	0	(120 986)	(1 232)	(1 782)	(9 405)	(565)	(20 081)	(2 615)	(10 053)
og andeler i TS og andre foretak	0	8 183	77 988	3 622	46	186	0	3 289	13 945	44 891	899
og andeler i TS og andre foretak	(9 050)	0	(21 560)	(2 515)	(1 765)	(18 441)	(1 675)	(2 325)	(208 987)	(8 340)	(61 690)
Innbetalinger av utbytte fra tilknyttede selskaper (TS)	0	0	0	0	46 372	47 540	29 336	9 000	26 000	36 250	49 000
Innbetalinger ved salg av konsernselskap	0	0	0	0	2 000	0	0	9 350	0	0	0
konsernselskap og minoritetsandeler	(62 841)	(933 933)	295 112	(38 367)	(3 625)	(540 000)	(22 754)	(112 282)	(3 509)	(1 082)	(87 950)
Betalingsmidler fra virksomhetsoverdragelser	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	8 254
lånefordringer (kortsiktig/langsiktig)	(841)	1 377	(431)	(5 593)	(5 479)	3 919	(254)	(156)	(17 564)	(26 562)	11 021
Netto kontantstrøm fra investeringsaktiviteter	(149 518)	(1 148 401)	(56 936)	(456 683)	(107 442)	(776 327)	(521 412)	(599 211)	(699 082)	(540 215)	(656 732)

Vedlegg 3 fortsettelse – Kontantstrømpstilling – Netto kontantstrøm fra investeringsaktiviteter (Kilde: Lerøy Seafood Group, 2006-2016a)

Vedlegg 3 fortsettelse: Kontantstrømpstilling

(Tall i NOK 1 000)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Netto endring kortsiktige kreditter	(132 339)	149 984	(43 628)	250 877	(237 150)	(305 200)	319 513	115 751	(253 169)	(130 476)	637 765
Innbetalinger ved opptak av ny langsiktig gjeld	18 812	517 733	143 518	201 171	93 954	793 257	575 896	350 827	1 054 181	1 324 363	594 260
Utbetalinger ved nedbetaling av langsiktig gjeld	(51 352)	(78 650)	(192 483)	(228 590)	(223 998)	(268 906)	(362 278)	(342 752)	(1 081 253)	(1 037 336)	(646 423)
Innbetalinger knyttet til renteinntekter	0	0	0	0	0	16 705	41 229	33 972	17 951	21 006	29 114
Utbetalinger knyttet til rente- og finanskostnader	0	0	0	0	0	(82 977)	(123 113)	(136 061)	(127 663)	(126 984)	(156 870)
Innbetalinger av egenkapital	126 839	430 573	284 824	0	1 600	131 300	0	0	0	0	973
Gjenkjøp av egenkapitalinteresser	0	(22 399)	8 000	(25 974)	0	0	(15 198)	0	0	0	0
Utbetalinger av utbytte	(33 960)	(76 999)	(213 210)	(99 728)	(151 900)	(375 452)	(565 939)	(382 828)	(393 712)	(578 926)	(680 325)
Netto kontantstrømmer fra finansieringsaktiviteter	(72 000)	920 242	(12 979)	97 756	(517 494)	(91 273)	(129 890)	(361 091)	(783 665)	(528 353)	(221 506)
Netto kontantstrømmer for perioden	(69 079)	318 715	27 866	(149 252)	319 503	640 028	221 512	(516 688)	(224 040)	346 277	(111 686)
Kontanter og kontantekvivalenter ved periodens begynnelse	260 236	329 315	648 030	675 896	825 148	1 144 651	1 793 758	2 034 091	2 555 525	2 793 321	1 360 271
Kontanter og kontantekvivalenter ved periodens slutt	329 315	648 030	675 896	825 148	1 144 651	1 784 679	2 015 270	2 550 779	2 779 565	3 139 598	1 240 332
Kontanter og kontantekvivalenter fra virksomhetsoveratakelse	0	0	0	0	0	9 079	18 821	3 401	0	133 557	8 254
Valutandringer	0	0	0	0	0	0	0	(1 345)	13 756	7 925	(972)
Kontanter og kontantekvivalenter ved periodens slutt	329 315	648 030	675 896	825 148	1 144 651	1 793 758	2 034 091	2 555 525	2 793 321	3 281 080	1 247 614

Vedlegg 3 fortsettelse – Kontantstrømpstilling – Netto kontantstrøm fra finansieringsaktiviteter (Kilde: Lerøy Seafood Group, 2006-2016a)

Vedlegg 4: Balanse

(Tall i NOK 1 000)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Operasjonelle anleggsmidler	1 052 467	2 932 099	4 297 865	4 555 830	4 485 556	5 799 644	6 074 144	6 437 474	7 116 584	7 528 401	7 963 924
Langsiktig operasjonell gjeld	158 428	460 041	655 541	686 688	850 693	1 270 365	1 091 505	1 238 104	1 490 199	1 538 140	1 637 059
Netto operasjonelle anleggsmidler	894 039	2 472 058	3 642 324	3 869 142	3 634 863	4 529 279	4 982 639	5 199 370	5 626 385	5 990 261	6 326 865
Operasjonelle omløpsmidler	1 424 774	2 524 622	3 015 431	2 988 516	3 386 428	4 956 024	3 857 764	3 455 099	3 810 859	3 446 274	3 444 130
Kortsiktig operasjonell gjeld	523 331	845 315	780 433	816 483	1 005 446	1 431 734	1 375 066	1 212 917	1 788 508	1 872 254	1 678 972
Operasjonell arbeidskapital	901 443	1 679 307	2 234 998	2 172 033	2 380 982	3 524 290	2 482 698	2 242 182	2 022 351	1 574 020	1 765 158
Netto operasjonelle endeler	1 795 482	4 151 365	5 877 322	6 041 175	6 015 845	8 053 569	7 465 337	7 441 552	7 648 736	7 564 281	8 092 024
Finansielle anleggsmidler	1 621	244	681	6 274	11 928	8 129	8 453	8 607	26 171	32 263	22 653
Finansielle omløpsmidler	810	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansielle eiendeler	2 431	244	681	6 274	11 928	8 129	8 453	8 607	26 171	32 263	22 653
Sysselsatte eiendeler	1 797 913	4 151 609	5 878 003	6 047 449	6 027 773	8 061 698	7 473 790	7 450 159	7 674 907	7 596 544	8 114 677
Egenkapital	1 201 581	2 171 437	3 565 880	3 512 109	3 858 393	4 857 312	3 741 349	3 441 339	3 805 083	3 410 888	3 332 697
Minoritetsinteresser	6 705	20 172	20 830	20 658	18 568	548 564	534 931	649 381	793 747	817 282	878 357
Langsiktig finansiell gjeld	458 545	1 577 997	1 724 699	1 672 761	1 504 707	2 221 701	2 436 533	2 447 558	2 393 503	2 899 098	2 438 476
Kortsiktig finansiell gjeld	131 082	382 003	566 594	841 921	646 105	434 121	760 977	911 887	682 574	469 276	1 465 144
Netto Finansiell gjeld	589 627	1 960 000	2 291 293	2 514 682	2 150 812	2 655 822	3 197 510	3 359 445	3 076 077	3 368 374	3 903 620
Sysselsatt kapital	1 797 913	4 151 609	5 878 003	6 047 449	6 027 773	8 061 698	7 473 790	7 450 165	7 674 907	7 596 544	8 114 675

Vedlegg 4 – Balanse (Kilde til beregninger:
Lerøy Seafood Group, 2006-2016a)

Vedlegg 5: Alternativt fremtidig resultatregnskap

(Tall i NOK 1 000)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	14 522 310	15 679 266	16 928 394	18 277 036	19 733 122	21 305 210	23 002 542
Vareforbruk	(9 780 858)	(10 560 075)	(11 401 369)	(12 309 687)	(13 290 369)	(14 349 179)	(15 492 342)
Lønn- og andre personalkostnader	(1 573 113)	(1 753 822)	(1 955 290)	(2 179 901)	(2 430 313)	(2 709 492)	(3 020 741)
Andre driftskostnader	(1 317 268)	(1 422 211)	(1 535 515)	(1 657 846)	(1 789 922)	(1 932 521)	(2 086 480)
Avskrivninger	(421 275)	(454 837)	(491 073)	(530 196)	(572 435)	(618 040)	(667 277)
Driftskostnader	(13 092 515)	(14 190 946)	(15 383 247)	(16 677 630)	(18 083 040)	(19 609 232)	(21 266 840)
Driftsresultat	1 429 795	1 488 321	1 545 146	1 599 406	1 650 082	1 695 978	1 735 702
Inntekt i tilknyttet selskap	74 324	74 324	74 324	74 324	74 324	74 324	74 324
Finansinntekt	23 503	23 503	23 503	23 503	23 503	23 503	23 503
Finanskostnad	(182 305)	(174 509)	(164 998)	(153 915)	(141 465)	(127 926)	(113 666)
Resultat før skatt	1 345 317	1 411 639	1 477 976	1 543 319	1 606 444	1 665 879	1 719 863
Skatt	(317 748)	(334 329)	(350 913)	(367 249)	(383 030)	(397 889)	(411 385)
Minoritetens andel	(34 538)	(36 241)	(37 944)	(39 621)	(41 242)	(42 768)	(44 154)
Årsresultat	993 031	1 041 070	1 089 119	1 136 449	1 182 172	1 225 222	1 264 324

Vedlegg 5 – Alternativt fremtidig resultatregnskap (Kilde til beregninger: Lerøy Seafood Group, 2006-2016a)