

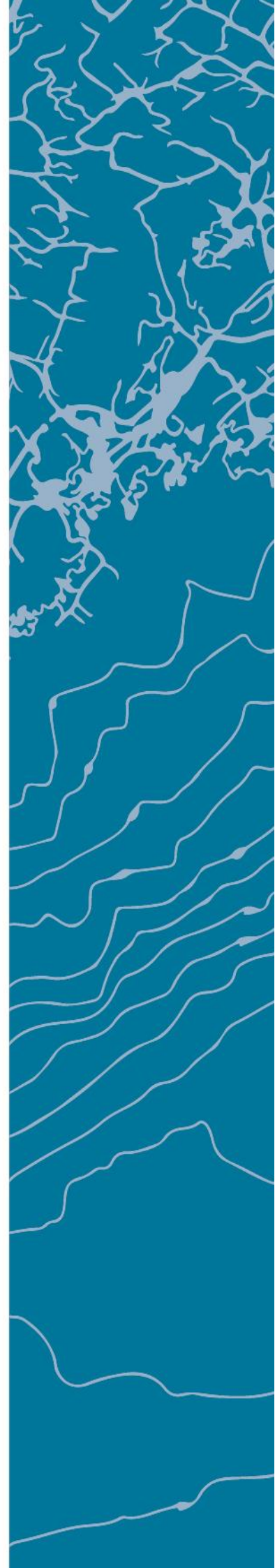


# **Strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av Lerøy Seafood Group ASA**

Julie Aalhus og Marte Akselsen

**VEILEDER:**  
Leif Atle Beisland

**Universitetet i Agder, 2018**  
Fakultet for Handelshøyskolen ved UIA



## Sammendrag

Formålet med masterutredningen er å utarbeide et verdiestimat på egenkapitalen til Lerøy med tilhørende aksjepris per 29.12.2017. For denne utredningen har vi valgt å benytte fundamental verdsettelse som hovedmetode, med komparativ verdsettelse som en supplerende metode.

Utredningen innledes med en presentasjon av oppdrettsbransjen og Lerøy. Her gis det et innblikk i næringens utvikling, dagens markedssituasjon og konkurrenter som inngår i bransjeutvalget. Under presentasjonen av Lerøy lærer vi om selskapets historie, forretningsområder og produktområder. Deretter følger en beskrivelse av ulike verdsettelsesmetoder, samt en begrunnelse for vårt valg av verdsettelsesmetode.

Videre følger steg 2 av den fundamentale verdsettelsen, hvor vi foretar en strategisk analyse av eksterne muligheter og trusler og interne styrker og svakheter. I tillegg gjennomføres en regnskapsanalyse, hvor vi først omgrupperer regnskapet for å få et mer investororientert perspektiv. Så beregnes ulike nøkkeltall, der vi ser på selskapets risiko og lønnsomhet. Dette vil gi oss viktig informasjon om selskapet og bransjen, noe som er nødvendig for utarbeidelse av fremtidsregnskapet.

Basert på innsikten fra de kvantitative og kvalitative analysene, utarbeides det et fremtidsregnskap. Dette legger følgelig grunnlaget for selve verdsettelsen av Lerøy, hvor den fremtidige verdiskapningen neddiskonteres med det estimerte avkastningskravet. Avslutningsvis finner vi estimert egenkapitalverdi med tilhørende aksjepris, før det gjennomføres en sensitivitetsanalyse for å undersøke påliteligheten til det endelige verdiestimatet.

Det endelige verdiestimatet for Lerøy-aksjen estimeres til kr 61,80 per 29.12.2017. Dette resulterer i en kjøpsanbefaling.

## **Forord**

Denne utredningen er skrevet som en del av vår mastergrad i økonomi og administrasjon ved Universitetet i Agder, hvor vi begge har gått spesialiseringen økonomisk styring. Vi ønsket å fordype oss i temaet verdsettelse, da dette er et interessant emne som bygger på mye av det vi har lært gjennom hele studieperioden.

Gjennom arbeidet med masterutredningen har vi tilegnet oss verdifull erfaring når det gjelder verdsettelse. Dette er et emne som er praktisk rettet, og kan derfor være svært relevant for fremtidig arbeidsliv. Arbeidet med oppgaven har videre vært tidkrevende, men samtidig en svært lærerik prosess. I tillegg har vi tilegnet oss mye kunnskap om Lerøy og den norske oppdrettsnæringen.

Vi vil avslutningsvis takke vår veileder Leif Atle Beisland for gode råd og tilbakemeldinger gjennom hele perioden.

Kristiansand, mai 2018

---

Julie Aalhus

---

Marte Akselsen

# Innholdsfortegnelse

<b>1 Innledning .....</b>	<b>9</b>
1.1 Bakgrunn og motivasjon.....	9
1.2 Formål.....	9
1.3 Avgrensning.....	10
1.4 Oppgavens struktur.....	10
<b>2 Presentasjon av bransje og virksomhet.....</b>	<b>12</b>
2.1 Oppdrettsbransjen .....	12
2.1.1 Oppdrettsnæringens utvikling .....	12
2.1.2 Dagens markedssituasjon.....	13
2.1.3 Produksjonssyklus.....	14
2.1.4 Konkurrenter .....	16
2.2 Lerøy Seafood Group ASA .....	18
2.2.1 Historie.....	18
2.2.2 Forretningsområder .....	18
2.2.3 Produktområder.....	20
2.2.4 Markeder .....	20
2.2.5 Eierstruktur og aksjekursutvikling .....	21
<b>3 Valg av verdsettelsesmetode.....</b>	<b>22</b>
3.1 Verdsettelsesmetoder.....	22
3.1.1 Fundamental verdsettelse.....	22
3.1.2 Komparativ verdsettelse.....	28
3.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse .....	29
3.2 Valg av metode.....	30
3.3 Rammeverk for fundamental verdsettelse .....	31
3.3.1 Steg 1: Forstå virksomheten.....	32
3.3.2 Steg 2: Analyse av informasjon .....	32
3.3.3 Steg 3: Utarbeide et fremtidsregnskap .....	32
3.3.4 Steg 4: Verdsettelse.....	33
3.3.5 Steg 5: Handlestrategi .....	33

<b>4 Strategisk analyse</b> .....	<b>33</b>
4.1 Ekstern analyse .....	34
4.1.1 PESTEL - analyse .....	34
4.1.2 Oppsummering av PESTEL.....	43
4.1.3 Porters femkraftsmodell.....	43
4.1.3 Oppsummering av Porters femkraftsmodell .....	49
4.2 Intern analyse.....	49
4.2.1 VRIO .....	50
4.2.2 Oppsummering av den interne analysen .....	55
4.3 SWOT-analyse.....	56
<b>5 Regnskapsanalyse</b> .....	<b>57</b>
5.1 Valg av analysenivå og analyseperiode.....	58
5.1.1 Analysenivå.....	58
5.1.2 Analyseperiode .....	58
5.2 Presentasjon av historiske regnskapstall.....	59
5.2.1 Resultatregnskap .....	60
5.2.2 Balanse .....	61
5.3 Omgruppering av regnskap for analyse.....	61
5.3.1 Omgruppering av resultatregnskap .....	62
5.3.2 Omgruppering av balanse .....	67
5.4 Ferdig omgruppert resultatregnskap og balanse.....	71
5.4.1 Resultatregnskap .....	72
5.4.2 Balanse.....	73
<b>6 Analyse av risiko</b> .....	<b>73</b>
6.1 Likviditetsanalyse .....	74
6.1.1 Likviditetsgrad 1 .....	74
6.1.2 Likviditetsgrad 2 .....	75
6.2 Soliditetsanalyse .....	77
6.2.1 Egenkapitalprosent.....	77
6.2.2 Gjeldsgrad .....	78
6.2.3 Rentedekningsgrad.....	79

6.3 Syntetisk rating .....	80
<b>7 Avkastningskrav .....</b>	<b>82</b>
7.1 Kapitalverdimodellen (CAPM) .....	82
7.1.1 Risikofri rente .....	83
7.1.2 Egenkapitalbeta .....	84
7.1.3 Markedets risikopremie.....	86
7.1.4 Likviditetspremie .....	86
7.1.5 Avkastningskrav til egenkapitalen .....	87
7.1.6 Minoritetskrav .....	87
7.2 Avkastningskrav til gjeld.....	87
7.3 Avkastningskrav til totalkapitalen (WACC) .....	89
7.3.1 Andel egenkapital og gjeld .....	89
7.3.2 Beregning av avkastningskrav til totalkapitalen (WACC) .....	90
<b>8 Lønnsomhetsanalyse .....</b>	<b>90</b>
8.1 Rammeverk.....	91
8.2 Egenkapitalrentabilitet (ROCE) .....	92
8.3 Driftsfordel .....	93
8.3.1 Avkastning på netto driftseiendeler (RNOA) .....	93
8.3.2 Driftsmargin (PM) .....	94
8.3.3 Omløpshastighet til netto driftseiendeler (ATO) .....	95
8.4 Finansieringsfordel .....	96
8.4.1 Finansiell gjeldsgrad (FLEV) .....	96
8.4.2 Spread .....	97
<b>9 Fremtidsregnskap.....</b>	<b>98</b>
9.1 Valg av budsjettperiode, detaljnivå og teknikk .....	99
9.1.1 Valg av budsjettperiode .....	99
9.1.2 Valg av detaljnivå .....	100
9.1.3 Valg av teknikk .....	100
9.2 Analyse av budsjett drivere .....	100
9.2.1 Driftsinntekter .....	100
9.2.2 Netto driftsmargin og netto driftsresultat.....	104

9.2.3 Skatt .....	106
9.2.4 Omløpshastigheten til netto driftseiendeler .....	106
9.2.5 Netto finansiell gjeld.....	108
9.2.6 Minoritet .....	109
9.2.7 Netto minoritetsresultat.....	111
9.2.8 Finanskostnad og finansinntekt.....	111
9.2.9 Egenkapital .....	112
9.3 Fri kontantstrøm fra drift .....	112
9.4 Presentasjon av fremtidsregnskap .....	113
9.4.1 Fremtidig resultatregnskap.....	113
9.4.2 Fremtidig balanse.....	113
9.4.3 Fremtidig fri kontantstrøm.....	114
<b>10 Fundamental verdsettelse .....</b>	<b>114</b>
10.1 Totalkapitalverdimodellen.....	114
10.1.1 Fri kontantstrøm til totalkapitalmodellen.....	115
10.1.2 Superprofitt fra driftmodellen .....	115
10.1.3 Vekst i superprofitt fra driftmodellen .....	116
10.2 Egenkapitalverdimodellen .....	116
10.2.1 Fremtidig egenkapitalavkastningskrav .....	117
10.2.2 Dividendemodellen .....	118
10.2.3 Superprofittmodellen .....	119
10.2.4 Superprofitt vekstmodellen .....	119
10.3 Oppsummering av verdiestimat.....	120
10.4 Sensitivitetsanalyse.....	120
10.3.1 Driftsinntektsvekst .....	121
10.3.2 Endring i avkastningskrav og langsiktig vekst .....	122
10.3.3 Netto driftsmargin.....	122
10.3.4 Omløpet til netto driftseiendeler .....	123
10.4 Oppsummering av fundamental verdsettelse.....	123
<b>11 Komparativ verdsettelse .....</b>	<b>124</b>
11.1 Komparative selskaper .....	124
11.2 Valg av multiplikatorer.....	125

11.2.1 Pris/Bok (P/B) .....	126
11.2.2 Pris/Fortjeneste (P/E) .....	126
11.2.3 Enterprise value/EBITDA (EV/EBITDA) .....	127
11.2.4 Enterprise value/EBIT (EV/EBIT).....	127
11.3 Komparative verdiestimat.....	128
11.3.1 Verdiestimat med Pris/Bok .....	128
11.3.2 Verdiestimat med Pris/Fortjeneste .....	128
11.3.3 Verdiestimat med EV/EBITDA .....	129
11.3.4 Verdiestimat med EV/EBIT.....	129
11.4 Oppsummering av komparativ verdsettelse .....	130
<b>12 Oppsummering og handlestrategi .....</b>	<b>131</b>
12.1 Oppsummering .....	131
12.2 Handlestrategi .....	134
<b>13 Etter verdsettelsestidspunktet 29.12.2017.....</b>	<b>135</b>
<b>Litteraturliste.....</b>	<b>137</b>
<b>Tabell-, figur- og formeloversikt.....</b>	<b>148</b>
<b>Appendix .....</b>	<b>151</b>
A.1 Refleksjonsnotat 1 .....	151
A.2 Refleksjonsnotat 2 .....	155



# 1 Innledning

I dette kapittelet vil vi innledningsvis presentere bakgrunn og motivasjon for valg av tema og selskap. Videre vil vi redegjøre for formålet med masterutredningen, samt gi en beskrivelse av hvilke avgrensninger som er gjort. Til slutt gis det en presentasjon av oppgavens struktur.

## 1.1 Bakgrunn og motivasjon

Gjennom hele studiet har vår interesse vært knyttet til fagområdene innenfor økonomi og regnskap. Vi valgte derfor retningen “økonomisk styring” som profil til vår mastergrad. Etter å ha tatt kurset “BE 414 Financial statement analysis and equity valuation”, bestemte vi oss for å ha verdsettelse som tema. Vi skal derfor gjennomføre en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse i vår masterutredning. Gjennom arbeidet får vi anvendt kunnskap vi har tilegnet oss gjennom hele studiet, både innenfor emnene strategi, finans og regnskap. I tillegg vil vi få verdifull erfaring om hvordan verdsettelse fungerer i praksis.

Etter en nærmere vurdering av flere ulike bransjer, falt valget vårt til slutt på oppdrettsnæringen. Grunnen til dette er at den norske oppdrettsbransjen har en historie som kan spores langt tilbake i tid, og sjømatnæringen utgjør en av Norges viktigste eksportnæringer. Med Norges lange kystlinje, er det potensial til å bli en enda større oppdrettsnasjon i fremtiden. Blant selskapene i oppdrettsbransjen syntes vi Lerøy Seafood Group ASA, heretter kalt Lerøy, virket som et spennende selskap. Selskapet har røtter helt tilbake til 1899, og er i dag en av verdens største produsenter av atlantisk laks og ørret. Lerøy fremstår videre som et interessant selskap, ettersom det er et stort og etablert selskap med et relativt sterkt merkenavn.

## 1.2 Formål

Formålet med utredningen er å estimere egenkapitalverdien til Lerøy og selskapets aksjepris per 29.12.2017. Verdiestimatet vårt vil være basert på en usikker fremtid, og estimatet vil derfor være påvirket av forutsetninger, antakelser og forenklinger av virkeligheten. Ved å sammenligne verdiestimatet med den virkelige aksjeprisen på Oslo Børs på samme tidspunkt, vil vi kunne vurdere hvorvidt selskapet er over- eller undervurdert. På bakgrunn av dette kan vi til slutt komme med en anbefalt handlestrategi.

### 1.3 Avgrensning

I utredningen har det vært behov for å foreta flere avgrensninger grunnet tilgjengelig tid og tilgangen på informasjon. For det første er det flere ulike metoder som kan benyttes for å verdsette et selskap. Lerøy er et selskap med tett integrerte forretningsområder og det vil derfor være naturlig å foreta verdsettelsen på konsernnivå. Vi har valgt å benytte fundamental verdsettelse som verdsettelsesteknikk. Dette er en solid metode som vi mener vil gi et pålitelig verdiesimat. I tillegg har vi foretatt en komparativ verdsettelse, for å undersøke påliteligheten til det fundamentale verdiesimatet.

Informasjonen som er brukt i masterutredningen er begrenset til offentlig tilgjengelig informasjon, slik som årsrapporter, artikler, lærebøker og annen informasjon som er tilgjengelig for offentligheten. Vi har ikke vært i kontakt med noen innad i selskapet, og verdsetter dermed Lerøy fra et eksternt perspektiv.

Videre er det foretatt en bransjebegrensning, hvor vi har valgt de selskapene som vi mener har flest likhetstrekk med Lerøy. Vi begrenset oss her til norske selskaper notert på Oslo Børs, i tillegg til selskaper som hovedsakelig produserer laks og ørret.

Verdsettelsestidspunktet i utredningen er 29.12.2017, da dette er den siste dagen i 2017 med tilgjengelig aksjepris. Ettersom årsrapporten fra 2017 ikke er tilgjengelig før i slutten av april 2018, vil ikke denne kilden bli anvendt. Den siste kilden som er benyttet til regnskapsinformasjon i denne utredningen, er kvartalsrapporten for fjerde kvartal i 2017. Siden kvartalsrapportene ikke er like detaljerte som årsrapportene, blir ikke regnskapsinformasjonen fra 2017 like detaljert som de foregående år og vil følgelig inneholde noen antakelser.

### 1.4 Oppgavens struktur

Vår masterutredning innledes med en presentasjon av oppdrettsbransjen, bransjeutvalget og Lerøy i kapittel 2. Videre i kapittel 3 følger en beskrivelse av ulike verdsettelsesteknikker og det blir foretatt et valg av hovedmetode for utredningen. Kapittel 4 tar for seg den strategiske analysen som undersøker Lerøys eksterne og interne forhold. De eksterne forholdene analyseres ved hjelp av PESTEL-rammeverket og Porters femkraftsmodell, mens rammeverket VRIO benyttes for å analysere de interne ressursene.

Kapittel 5 innleder den kvantitative regnskapsanalysen. Her presenteres det historiske regnskapet over analyseperioden og det foretas en omgruppering av både resultatregnskap og balanse. Videre i kapittel 6 gjennomføres det en risikoanalyse for å kartlegge selskapets kortsiktige og langsiktige risiko. Deretter beregnes et avkastningskrav i kapittel 7, som skal benyttes til å neddiskontere selskapets fremtidige verdiskapning. I kapittel 8 utarbeides det en lønnsomhetsanalyse, hvor formålet er å identifisere bakenforliggende kilder til lønnsomhet og en eventuell strategisk fordel.

Basert på den strategiske analysen i kapittel 4 og regnskapsanalysen i kapitlene 5-8, kan det i kapittel 9 utarbeides prognoser for selskapets resultatregnskap, balanse og fri kontantstrøm over en valgt analyseperiode. I kapittel 10 gjennomføres den fundamentale verdsettelsen basert på fremtidsregnskapet. Her benytter vi både total kapitalverdimodellen og egenkapitalverdimodellen for å utarbeide et estimat på Lerøys egenkapital og tilhørende aksjepris. Til slutt i dette kapitlet utføres det en sensitivitetsanalyse for å undersøke følsomheten til det endelige estimatet. Som et supplement til den fundamentale verdsettelsen, gjennomføres det i kapittel 11 en komparativ verdsettelse. Masterutredningens siste kapittel oppsummerer de viktigste funnene, før vi presenterer handlestrategien som følgelig utgjør den endelige konklusjonen.

## 2 Presentasjon av bransje og virksomhet

Dette kapittelet utgjør det første steget i den fundamentale verdsettelsesprosessen, som blir nærmere forklart under kapittel 3. Det er avgjørende for den videre verdsettelsen å bli kjent med både oppdrettsbransjen og Lerøy, da dette danner grunnlaget for den videre analysen av informasjon. Kapittelet innledes med en oversikt over oppdrettsbransjens historie og dagens markedssituasjon for å få et helhetlig bilde av næringen. Før presentasjonen av Lerøy, følger en kort beskrivelse av de komparative selskapene og hvorfor disse sammen med Lerøy utgjør bransjeutvalget. Under selskapsbeskrivelsen skaffes en forståelse av selskapet gjennom en beskrivelse av blant annet selskapets historie og forretnings- og produktområder.

### 2.1 Oppdrettsbransjen

#### 2.1.1 Oppdrettsnæringens utvikling

På 1000-tallet ble de første torskefiskeriene utviklet i Lofoten og deretter langs store deler av kysten. Tørrfisk ble Norges viktigste eksportvare gjennom flere hundre år og etterhvert ble også klippfisk en stor eksportvare (Hovland, udatert). Fisk og fiskeprodukter har derfor gjennom 1000 år vært blant Norges viktigste eksportvarer. Det store gjennombruddet for norsk fiskeoppdrett kom derimot først i starten av 1970-årene, og har siden da hatt en formidabel utvikling (Miljødirektoratet, 2015).

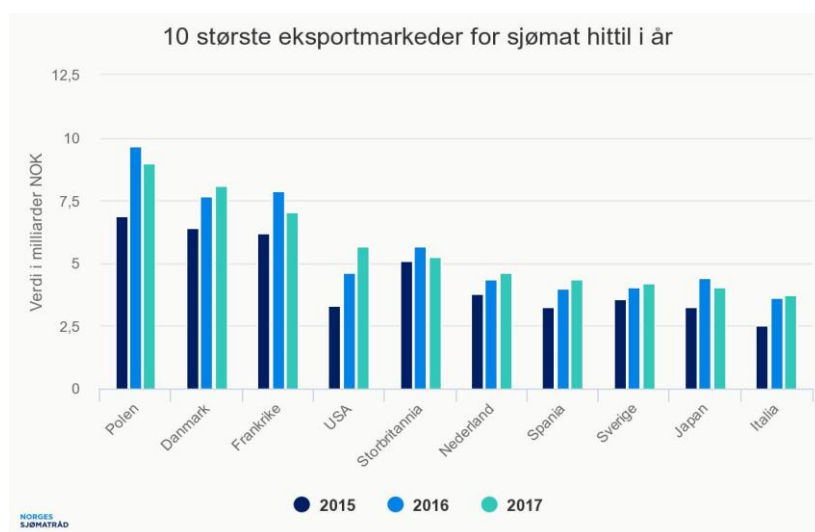
I 1973 ble den første oppdrettsloven vedtatt. Det mest sentrale med denne loven var at det ble innført krav om konsesjoner for å drive med oppdrett av fisk. De fleste som søkte fikk konsesjoner, noe som førte til en konsesjonsstopp i 1977 på grunn av sterk tilstrømning til næringen. Konsesjonsstoppen ble opprettholdt frem til den nye permanente oppdrettsloven kom i 1981, hvor det ble fastslått at næringssvake områder var prioritert ved tildeling av nye konsesjoner. I tillegg var det krav om at eierne selv drev anleggene og at produksjonen skulle tilpasses etterspørselen i markedet. Siden den gang har lovverket blitt mer fleksibelt, og en av de største endringene er fjerning av eierbegrensningen og selskapsstørrelsen i 1991 (Jakobsen et al., 2003).

Siden gjennombruddet har laksen vært den klart viktigste arten og den mest dominerende i fiskeproduksjonen. Norge er i dag en av verdens største eksportører av oppdrettslaks og oppdrettsfisk er derfor en av Norges største eksportvarer (Hovland, udatert).

## 2.1.2 Dagens markedssituasjon

Fiskeoppdrett foregår langs store deler av Norges kystlinje (Dyrevernalliansen, 2017). Norges lange kystlinje kan være en av årsakene til at sjømatnæringen har blitt en av Norges viktigste eksportnæringer (Fisk.no, 2018a). I dag kommer omlag 2 prosent av den globale matvareproduksjonen fra havet. Av disse 2 prosentene utgjør Norges produksjon kun 2 prosent. Likevel er sjømatnasjonen Norge den nest største eksportøren av sjømat i verden, hvor hele 95 prosent av fisken som fanges og produseres blir eksportert. I 2017 ble det blant annet eksportert 2,6 millioner tonn norsk sjømat for 94,5 milliarder kroner. Dette tilsvarer henholdsvis en volumøkning på 7 prosent og en verdiøkning på 3 prosent fra 2016 (Norges Sjømatråd, 2018). Målt i eksportverdi var 2017 et rekordår for norsk laks og torsk, og artene var dermed blant de aller viktigste eksportvarene for Norge i 2017. Laks var den aller viktigste og stod for hele 68,4 prosent av den totale eksportverdien for sjømat, mens torsken stod for 9,6 prosent av den totale eksportverdien (Fisk.no, 2018a).

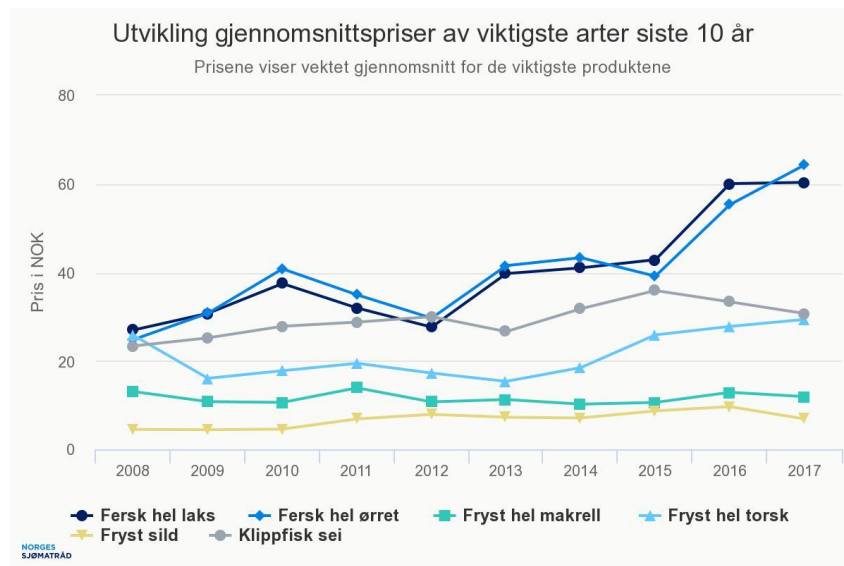
Norge eksporterer sjømat til totalt 140 markeder lokalisert over hele verden, og det er Europa som er det dominerende markedet for den norske laksen. I 2017 var Polen, Danmark, Frankrike, USA, Storbritannia, Nederland, Spania, Sverige, Japan og Italia de 10 viktigste eksportmarkedene for den norske sjømaten. Tyskland var videre det viktigste konsummarkedet, mens det største markedet for den norske hvitfisken var Portugal (Norges Sjømatråd, 2018).



Figur 2-1: De største eksportmarkedene for sjømat ([www.seafood.no](http://www.seafood.no))

Av figuren over ser vi blant annet at Polen utgjør Norges største eksportmarked målt i verdi, dette til tross for en liten nedgang i 2017. Videre kommer Danmark på en andreplass som sammen med Polen og Nederland skiller seg ut fordi disse markedene i all hovedsak er videreforedlingsmarkeder. USA var det største vekstmarkedet i 2017 og det fjerde viktigste markedet for norsk sjømat (Norges Sjømatråd, 2018).

De siste 7 årene har det vært en stor prisutvikling for både laks og ørret. Tilbake i 2008 var gjennomsnittsprisen for laks kr 26,96, mens den i 2016 hadde steget til det over det dobbelte (Norges Sjømatråd, 2017). Ved inngangen til 2017 var lakseprisen svært høy og utgjorde kr 75,25, men vi ser imidlertid at prisen i løpet av året har gått nedover. Den siste uken i 2017 var prisen faktisk nede i kr 56,23, noe som utgjør en reduksjon på hele 19 kr eller 25,3 prosent. Likevel var gjennomsnittlig eksportpris for laks på 61,12 kr i 2017, hvilket er en liten økning fra året før (SSB, 2018). Eksportprisen for fersk hel ørret var i gjennomsnitt på kr 55,31 i 2016. I 2017 steg prisen med ca. 9 kr og utgjorde i gjennomsnitt kr 64,24. Ser vi på prisutviklingen til torsk, har denne økt gradvis de siste fire årene, mens prisen på makrell, sei og sild har vært noenlunde jevn (Norges Sjømatråd, 2017).



Figur 2-2: Gjennomsnittlig eksportpris siste 10 år (www.seafood.no)

### 2.1.3 Produksjonssyklus

Laksens livssyklus består av flere ulike faser. Produksjonssyklusen er svært lang, og fra rogn til ferdig matfisk tar det rundt to til tre år (Nesfossen smolt, udatert). Vi skal nå se nærmere på de ulike fasene i produksjonssyklusen.

### **Rognproduksjon og klekking:**

Oppdrettsprosessen starter med at den beste stamfisken velges ut etter visse kriterier som farge og vekst. Rogn strykes og befruktes, og ligger til klekking i ca. 60 dager. Dette foregår i ferskvann som skal holde 8 grader. Etter klekking får den næring gjennom en sekk på magen, og etter 4-6 uker kan den begynne å spise fiskefôr (Nesfossen smolt, udatert).

Fiskefôret som oppdrettslaksen spiser består av ca. 70 prosent vegetabiliske råvarer og ca. 30 prosent marine råvarer. De vegetabiliske ingrediensene er kilder til proteiner, fett og karbohydrater, og kommer fra planter som blant annet raps, solsikke og soya. Marine råvarer er hovedsakelig fiskemel og fiskeolje, som inneholder omega 3-fettsyrer, proteiner og mineraler (Laksefakta, 2016a).

Den største kostnadsposten for oppdrettselskapene er fiskefôr. I 2016 viste lønnsomhetsundersøkelser for matfiskproduksjon gjort av Fiskeridirektoratet at ca. 44 prosent av produksjonskostnadene gikk til fiskefôr (Fiskeridirektoratet, 2017a). I Norge er det få, men store produsenter av fiskefôr, hvor de tre klart største produsentene er EWOS, Skretting og BioMar (Berge, 2016a).

### **Smoltproduksjon:**

Etter 10-12 måneder i ferskvann veier laksen rundt 60-120 gram, og er klar til å flyttes over til merder i saltvann. Laksen transporteres til et oppdrettsanlegg i sjøen med båt, og under transporten vil saltinnholdet i vannet gradvis øke, slik at laksen gradvis tilvennes saltvannet (Nesfossen smolt, udatert). I merdene skal laksen kunne bevege seg i et større område og oppføre seg så naturlig som mulig (Laksefakta, 2016b).

### **Matfiskproduksjon:**

I merdene blir fisken holdt i rundt 18 måneder og fôret. Temperatur, saltinnhold og oksygenmetning måles regelmessig for å sikre god vannkvalitet i merdene. Det er et krav om at 97,5 prosent av volumet i en merde skal være vann (kun 2,5 prosent fisk), noe som vil gi gode vekstforhold for laksen (Laksefakta, 2016b). Etter månedene i merdene veier fisken mellom 4-6 kg og er klar for slakting (Nesfossen smolt, udatert).

### **Bearbeiding (slakting og videreforedling):**

Når laksen ankommer slakteriet, blir den slaktet, sløyd, pakket og sortert. Deretter går ferden videre til enten foredling i Norge, til en fiskebutikk eller til et annet land (Nesfossen smolt, udatert). Her blir fisken videreforedlet, som vil si at den blir bearbeidet og filetert. Fisken blir deretter omgjort til et stort spekter av ulike fiskeprodukter (Lerøy, Årsrapport 2016).

### **Salg og distribusjon:**

Den siste fasen i oppdrettsprosessen vil være å selge fiskeproduktene. Norge er et viktig marked for oppdrettsselskapene, men 95 prosent av produksjonen eksporteres til utlandet, jf. delkapittel 2.1.2 ovenfor. Mange aktører i næringen har derfor opprettet egne salgskontorer i de forskjellige markedene. Fish Pool er en regulert markedsplass for kjøp og salg av finansielle laksekontrakter (Fish Pool, 2018a). Dette gjør at lakseprodusenter kan sikre deler eller hele produksjonen til avtalt pris, noe som vil føre til en reduksjon av produsentenes prisrisiko.

#### **2.1.4 Konkurrenter**

For å kunne verdsette Lerøy, er det viktig å sammenligne selskapet med andre aktører i bransjen. Dette gjøres for å ha et sammenligningsgrunnlag og for å kunne vurdere hvordan Lerøy gjør det i forhold til bransjen. I Norge er det flere selskaper som driver med oppdrett, og som kan anses som konkurrenter for Lerøy. For at det skal være hensiktsmessig å sammenligne Lerøy med andre selskaper, må de konkurrerende selskapene ifølge Damodaran (2012) ha flest mulig likhetstrekk og være sammenlignbare med Lerøy.

Det første vi gjorde for å avgrense utvalget, var å ta utgangspunkt i børsnoterte selskaper. På Oslo Børs er det åtte selskaper innenfor oppdrettsbransjen: Austevoll Seafood, Bakkafrost, Grieg Seafood, Lerøy Seafood Group, Marine Harvest, Norway Royal Salmon, SalMar og The Scottish Salmon Company. Videre velger vi å fokusere på de selskapene som har sin virksomhet i Norge. Dette gjør at vi utelukker Bakkafrost og The Scottish Salmon Company, da disse hovedsakelig driver virksomhet i utlandet. Vi ønsker også å sammenligne Lerøy med selskaper som fokuserer på produksjon av laks og ørret, da over 80 prosent av produksjon til Lerøy består av denne type fisk. Dette vil si at Austevoll Seafood utelukkes, siden selskapet har fangst av hvitfisk som sitt primære forretningsområde. Til slutt velger vi å ta bort Norway Royal Salmon, da selskapet er ganske lite med kun 35 konsesjoner.



Dette gjør at vi sitter igjen med tre selskaper som vi anser som de største konkurrentene for Lerøy og som følgelig utgjør bransjeutvalget i denne utredningen: Marine Harvest, SalMar og Grieg. I tabell 2-1, har vi foretatt en sammenligning av selskapene i bransjeutvalget. Videre under tabellen følger en kort presentasjon av de sammenlignbare selskapene.

	Grunnlagt	Antall ansatte	Markedsverdi (MNOK) 31.12.17	Produkter	Slaktet laks og ørret i 2016	Markeder	Konsesjoner
<b>Lerøy</b>	1899	3800	26 202,13	Laks, ørret, hvitfisk, skalldyr og pelagisk	150 000 tonn	Europa, Asia og Nord-Amerika	146
<b>Marine Harvest</b>	1965	12 700	27 962,44	Laks, ørret og hvitfisk	380 000 tonn	Europa, Canada og Chile	207
<b>SalMar</b>	1991	1000	68 133,32	Laks og ørret	130 000 tonn	Europa, Asia og Amerika	100
<b>Grieg</b>	1992	700	8 067, 60	Laks og ørret	65 000 tonn	EU, Øst-Asia, Storbritannia, Øst-Europa og Canada	104

Tabell 2-1: Sammenligning av konkurrerende selskaper

### **Marine Harvest ASA:**

Marine Harvest ASA startet sin virksomhet i 1965 og er i dag Norges største sjømatelskap. I tillegg er Marine Harvest verdens største produsent av atlantisk laks. Selskapets virksomhetsområder er fôr, oppdrett og salg og markedsføring, noe som gir en integrert verdikjede og kontroll på alt fra fôr til salg. Videre har selskapet sitt globale hovedkontor i Bergen og driver virksomhet langs hele Norskekysten. På verdensbasis har konsernet ca. 12 700 ansatte og virksomhet i totalt 24 land, hvor Europa utgjør det største markedet (Marine Harvest, Årsrapport 2016).

### **SalMar ASA:**

Det norske oppdrettsselskapet SalMar ASA ble grunnlagt i 1991 og er lokalisert i Nord- og Midt-Norge, hvor de har sine lisenser for marin produksjon. Ifølge SalMar, er selskapet Norges tredje største produsent av atlantisk laks og har ca. 1000 ansatte. Selskapets virksomhetsområder er settefiskproduksjon, oppdrett, slakt, pakking og foredling (VAP) og salg og distribusjon. Dette vil si at SalMar i likhet med Lerøy er et vertikalt integrert konsern som har kontroll på hele verdikjeden. Selskapet hevder også å være det mest kostnadseffektive konsernet sett i forhold til konkurrentene (SalMar, Årsrapport 2016).

### **Grieg Seafood ASA:**

Grieg Seafood ASA ble stiftet i 1992, og har produksjon av atlantisk laks og ørret som sin spesialisering. Selskapet har en årlig produksjonskapasitet på over 90 000 tonn slaktet fisk, og har aktiviteter innenfor hele verdikjeden. Grieg sysselsetter i dag rundt 700 ansatte, og har oppdrettsanlegg i både Rogaland, Finnmark, Shetland og Canada. De største markedene for selskapet er EU, Øst-Asia og Storbritannia, som står for henholdsvis 54, 18 og 12 prosent av salgsinntektene (Grieg, Årsrapport 2016).

## 2.2 Lerøy Seafood Group ASA

Beskrivelsen av Lerøy er basert på informasjon tilgjengelig på deres hjemmeside (Lerøy, 2018a).

### 2.2.1 Historie

Konsernet Lerøy Seafood Group har røtter helt tilbake til slutten av 1800-tallet, hvor det hele startet med fiskebonden Ole Mikkel Lerøen som stod på fisketorget i Bergen og solgte fersk fisk. Aktivitetene utviklet seg gradvis noe som i 1939 resulterte i etablering av Hallvard Lerøy AS, som i dag er konsernets største datterselskap. Lerøy var et familieeid selskap frem til 1997 før det ble gjennomført en rettet emisjon mot finansielle investorer. Dette medførte at eierstrukturen for første gang bestod av andre enn familiemedlemmer. Selskapet ble senere notert ved Oslo Børs i juni 2002.

I dag hevder Lerøy å være et verdensledende sjømatelskap som leverer sjømat til over 80 land. Selskapet har 3800 ansatte med hovedkontor i Bergen, men er også representert over store deler av verden. Via oppkjøp, alliansebygging og investeringer opp gjennom årene, har Lerøy blitt et globalt helintegreert sjømatkonsern med styring og kontroll på hele verdikjeden. Dette har også ført til at selskapet har blitt den nest største produsenten av atlantisk laks og ørret i verden.

### 2.2.2 Forretningsområder

Lerøy er som nevnt et helintegreert selskap som har kontroll på hele verdikjeden - fra hav til konsument. Selskapet har fordelt sin kjerneaktivitet på fire hovedsegmenter: Havbruk, Villfangst og hvitfisk, Bearbeiding (VAP) og Salg og distribusjon.

I segmentet Havbruk ligger selskapets aktiviteter innen produksjon av laks og ørret, samt slakt og filtrering av fisk. Lerøy produserte i 2017 totalt 157 000 tonn laks og ørret fordelt på 146 konsesjoner. Denne produksjonen skjer i tre regioner i Norge: Nord-Norge, Midt-Norge og Vest-Norge. Regionene har henholdsvis 26, 57 og 63 konsesjoner. I tillegg eier Lerøy 50 prosent i det tilknyttede selskapet Norskott Havbruk, som i 2016 produserte 28 000 tonn laks.

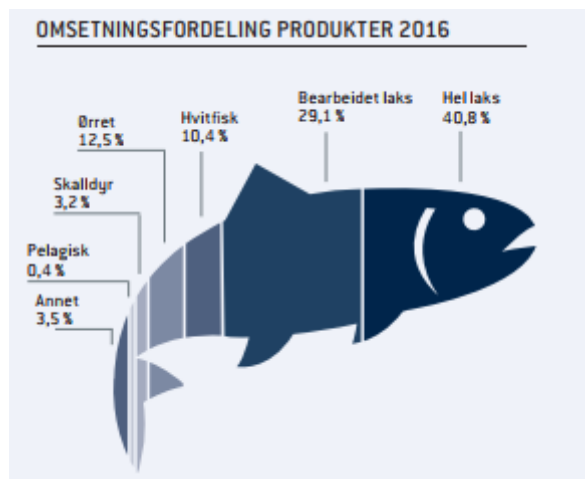
I segmentet Villfangst og hvitfisk foregår det aktiviteter knyttet til fangst og foredling av hvitfisk. Segmentet består av to av Europas største selskaper innenfor dette området, Havfisk ASA og Norway Seafoods Group AS, som Lerøy kjøpte opp i 2016. Havfisk ASA har konsesjonsrettigheter til å produsere i overkant av 10 prosent av den totale norske torskekvoten nord for 62. breddegrad. Selskapet eier flere foredlingsanlegg som i hovedsak leies ut til Norway Seafoods Group. Norway Seafoods Group består av elleve foredlingsanlegg, hvor åtte ligger i Norge og tre i Danmark. I Norge produserer selskapet hovedsakelig ulike produkter av torsk, sei og hyse, samt noe saltfisk, kongekrabbe og snøkrabbe. I Danmark produserer konsernet ulike produkter basert på sei, torsk, rødspette, laks og andre arter.

I segmentet Bearbeiding (VAP) foregår det videreforedling av hovedsakelig laks og ørret, men også av andre arter. Her lages det et stort spekter av produkter, som blant annet røkt og gravet laks, pålegg, sushi og «ready-to-cook»-produkter.

I segmentet Salg og distribusjon driver selskapet med salg, markeds- og produktutvikling og distribusjon. Ambisjonen om å øke etterspørselen etter sjømat gjennom nye produkter og nye markeder er drivkraften bak selskapets satsning i dette segmentet. I de senere årene har selskapet investert betydelig for å kunne være med på «revolusjonen» innen distribusjon av fersk sjømat. Disse investeringene kalles «fish-cuts», og Lerøy har i dag mange «fish-cuts» i store deler av Europa. Selskapet selger i dag sjømat til mer enn 80 land over hele verden og ulike datterselskaper i forskjellige land er ansvarlige for salg og distribusjon i de ulike markedene.

### 2.2.3 Produktområder

Lerøy deler produktene inn i hovedområdene laks, ørret, hvitfisk, pelagisk fisk og skalldyr. Lakseprodukter står for den absolutt største delen av omsetningen, med hele 69,9 prosent av den totale omsetningen. Ørret utgjør 12,5 prosent, og sammen med laks utgjør disse de klart viktigste produktområdene for selskapet. Lerøy har også andre produkter som for eksempel hvitfisk som står for 10,4 prosent av omsetningen. Dette er et nytt segment, men selskapet ser et stort utviklingspotensial her.

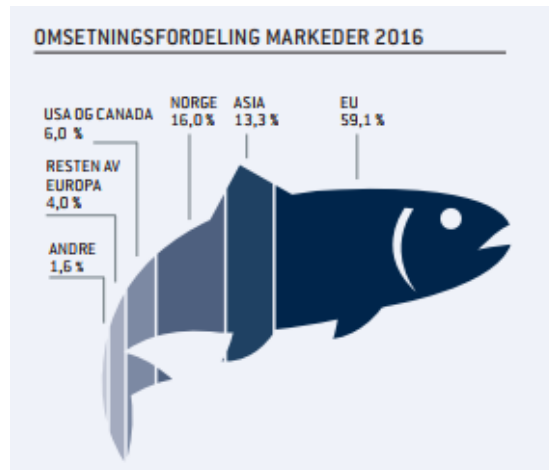


Figur 2-3: Omsetningsfordeling produkter 2016 (Lerøy, Årsrapport 2016)

Lerøy har et kontinuerlig fokus på utvikling av nye produkter og markeder. Dette viser seg igjen ved at selskapet blant annet de senere år har etablert seg som Norges største sushi- produsent. Dette konseptet har de igjen brakt videre til andre markeder som Spania og Finland. Videre selger Lerøy, i motsetning til konkurrentene, de fleste av sine sluttprodukter under egen merkevare.

### 2.2.4 Markeder

Som et globalt sjømatkonsern selger Lerøy sine produkter både til hjemmemarkedet i Norge, men store deler av salget eksporteres også til andre markeder. Hjemmemarkedet stod i 2016 for 16 prosent av det totale salget, mens resterende 84 prosent ble eksportert. Av dette bidro EU med 59,1 prosent av omsetningen og utgjorde dermed det største markedet. Asia representerte 13,3 prosent, mens salg til USA, Canada, resten av Europa og andre land, stod for den resterende omsetningen.



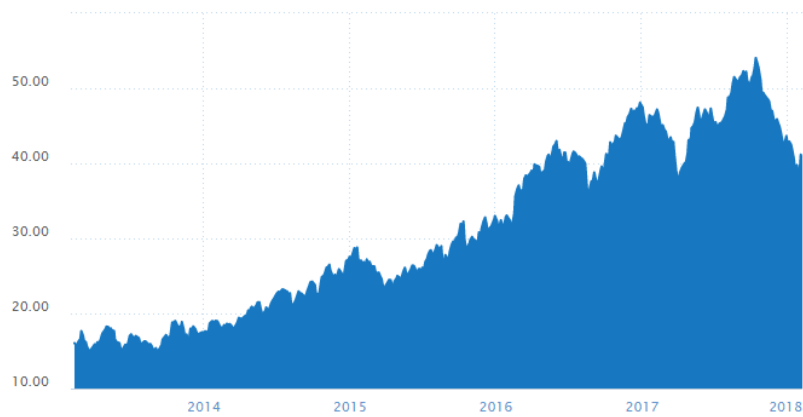
Figur 2-4: Omsetningsfordeling markeder 2016 (Lerøy, Årsrapport 2016)

### 2.2.5 Eierstruktur og aksjekursutvikling

Lerøy hadde 595 773 680 utestående aksjer per 31.12.17 med pålydende NOK 0,1 per aksje. Selskapet hadde videre 5 297 aksjonærer per 31.12.17, hvor 611 av disse var utenlandske og hadde en eierandel på 28,16 prosent. Lerøy eier selv 29 760 egne aksjer, som tilsvarer 0,05 prosent av aksjene. Aksjene til Lerøy er fritt omsettelige på Oslo Børs, men likevel er eierskapet i selskapet svært konsentrert, hvor de tre største aksjonærene har en eierandel på 59,9 prosent. Den største aksjonæren er Austevoll Seafood ASA, som eier hele 52,7 prosent av aksjene. Det er bare én aksjeklasse i selskapet, og hver aksje gir én stemme på generalforsamlingen.

Aksjekursen til Lerøy har hatt en nokså jevn og positiv utvikling siden 2013. I starten av 2013 lå kursen på rundt 16 kr, mens i oktober 2017 var den oppe på 54 kr. Ved utgangen av 2017 var kursen på 43,98 kr. En vanlig årsak til endring i aksjekursen for Lerøy, er endringer i eksportprisen for laks. Eksportprisen var høy i starten av oktober, men fikk deretter en nedgang, før den tok seg opp igjen ved slutten av året (Fisk.no, 2018b).

Den største årsaken til nedgangen fra oktober til årsslutt er nok imidlertid at Lerøy i november 2017 leverte en skuffende inntjening i tredje kvartal, til tross for at dette var det høyeste driftsresultatet per tredje kvartal i konsernets historie. Etter kun 15 minutter med handel gikk aksjen ned med 5,01 prosent, til 47,24 kr per aksje (E24, 2017).



Figur 2-5: Aksjekursutvikling 2013-2018 (Oslo Børs, 2018, hentet 29.01.2018)

### 3 Valg av verdsettelsesmetode

Innledningsvis i dette kapittelet presenteres og beskrives ulike verdsettelsesteknikker, slik at vi kan skaffe oss et grunnlag for å vurdere hvilken metode som egner seg best i vår verdsettelse av Lerøy. Videre følger en begrunnelse for valg av metode, før vi avslutningsvis gir en kort beskrivelse av det valgte rammeverket.

#### 3.1 Verdsettelsesmetoder

Det finnes flere ulike metoder for å verdsette et selskap, men Damodaran (2012) skiller mellom tre hovedmetoder: fundamental, komparativ og opsjonsbasert verdsettelse. Alle metodene har sine fordeler og ulemper og hvilken metode som bør velges avhenger av flere faktorer. Ifølge Kaldestad og Møller (2016) kan man trekke inn faktorer som tilgang på informasjon, tid til disposisjon, krav til pålitelighet, bransje og hvilken fase i livssyklusen selskapet er i. Videre presiseres det at det vil være hensiktsmessig å benytte flere metoder i en verdsettelse. Metodene bør imidlertid være supplerende og ikke brukes som alternativer (Kaldestad og Møller, 2016).

##### 3.1.1 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse tar utgangspunkt i en analyse av nåværende regnskapsinformasjon og annen kvalitativ informasjon. På bakgrunn av denne informasjonen kan man prognostisere et fremtidsregnskap for deretter å utarbeide en verdsettelse basert på disse prognosene (Penman, 2013).

For å bruke denne verdsettelsesmetoden, må vi starte med å lage en prognose på fremtidige inn- og utbetalinger. Prognoseperioden bør gå helt frem til selskapet er kommet i steady state. Deretter må et avkastningskrav estimeres og til slutt diskonteres den fremtidige verdiskapningen tilbake til dagens verdi, for å finne verdien av selskapet (Kaldestad og Møller, 2016). Videre mener Kaldestad og Møller (2016) at fundamental verdsettelse bør være hovedmetoden i alle verdivurderinger, til tross for at metoden er arbeidskrevende. Årsaker til å velge denne metoden er for eksempel at markedet fokuserer på kontantstrømmer og at en stor andel av verdiene i selskapet ofte vil ligge langt frem i tid.

Selve verdsettelsen kan gjøres på flere ulike måter, men ofte skilles det mellom to hovedmetoder: total kapitalverdimodellen og egen kapitalverdimodellen (Damodaran, 2012).

### **Total kapitalverdimodellen:**

Ved bruk av total kapitalverdimodellen verdsettes egen kapital indirekte. Først beregnes virksomhetsverdien (Enterprise Value) som man finner ved å ta nåverdien av selskapets fremtidige verdiskapning og diskontere med et gjennomsnittlig avkastningskrav for gjeld og egen kapital (WACC). For å komme frem til egen kapitalverdien, må netto finansiell gjeld og eventuelle minoritetsinteresser trekkes fra den estimerte virksomhetsverdien.

Total kapitalverdimodellen kan videre deles inn i tre forskjellige modeller: fri kontantstrøm til total kapitalmodellen, superprofitt driftmodellen og vekst i superprofitt fra driftmodellen.

**Fri kontantstrøm til total kapitalmodellen** tar utgangspunkt i kontantstrømmen som er tilgjengelig for alle som har bidratt med kapital til selskapet, dvs. både aksjonærer og kreditorer. En vanlig tilnærming til kontantstrøm fra drift er å bruke resultat før avskrivninger og amortiseringer, EBITDA. Avskrivninger har ingen kontanteffekt og trekkes derfor ut ved beregning av kontantstrømmer. For å komme frem til kontantstrøm til total kapitalen må det i tillegg trekkes fra investeringer og justeres for endring i arbeidskapital (Kaldestad og Møller, 2016). Hva som inngår i fri kontantstrøm til total kapitalen vises i figuren under:

<b>Fri kontantstrøm til totalkapitalen (FCFF)</b>	
	Inntekter
-	<u>Kostnader før avskrivninger</u>
=	<b>EBITDA</b>
-	Av- og nedskrivninger
=	Driftsresultat (EBIT)
-	<u>Skatt på driftsresultat</u>
=	<b>Driftsresultat etter skatt</b>
+	Av- og nedskrivninger
-	Investeringer
+/-	<u>Endring i arbeidskapital</u>
	<b>FCFF</b>

Figur 3-1: Fri kontantstrøm til totalkapitalen (Kaldestad og Møller, 2016)

Desto lenger frem i tid man prognostiserer, desto større blir usikkerheten knyttet til estimatene. Dette kan indikere at det ikke nødvendigvis er hensiktsmessig å ha en lang eksplisitt periode. Den eksplisitte perioden dekker perioden frem til selskapet oppnår en stabil vekst. Etter dette er selskapet i steady state og det forutsettes at veksten til fri kontantstrøm fra drift er konstant. Her estimeres det dermed en terminalverdi ved bruk av Gordons formel. En slik terminalverdi kan også beregnes for de andre modellene som presenteres nedenfor, dersom veksten i steady state er konstant.

For å finne selskapsverdien, må verdien fra den eksplisitte prognoseperioden legges sammen med terminalverdien. Her er det viktig at også terminalleddet neddiskonteres. For å komme frem til egenkapitalverdien til selskapet må selskapets netto finansielle gjeld og eventuelle minoritetsinteresser trekkes fra virksomhetsverdien. Selskapets egenkapitalverdi ved bruk av fri kontantstrøm til totalkapitalen kan dermed beregnes som følger:

$$V_0^F = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{(WACC-g)} * \frac{1}{(1+WACC)^n} - \text{netto finansiell gjeld}_0 - \text{minoritetsinteresser}_0$$

Formel 3-1: Selskapets egenkapitalverdi ved bruk av FCF til totalkapitalen (Kaldestad og Møller, 2016)

Egenkapitalverdien viser verdien av selskapet som tilfaller aksjonærene. Markedsprisen for selskapet kan avvike fra den beregnede egenkapitalverdien. Dette kan skyldes forhold som aksjonærsammensetning, markedsforhold, finansmarkeder og ulike justeringer som investorer foretar (Kaldestad og Møller, 2016).



**Superprofitt fra driftmodellen (ReOI)** er en modifikasjon til superprofittmodellen som forklares nedenfor. Residual operating income er definert som residualinntekt fra netto driftseiendeler, men blir også omtalt som økonomisk verdiskapning. Ved bruk av denne modellen blir verdien av selskapet beregnet ved å diskontere fremtidige verdier av superprofitt fra drift med det beregnede avkastningskravet (WACC) og summere dette med verdien til netto driftseiendeler. For å finne markedsverdien til egenkapitalen må vi trekke fra verdien til netto finansiell gjeld og minoritetsinteressenes virkelige verdi (Penman, 2013).

$$V_0^E = \text{Netto driftseiendeler}_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{ReOI}_t}{\text{WACC}^t} - \text{netto finansiell gjeld}_0 - \text{minoritetsinteressener}_0$$

*Formel 3-2: Superprofitt fra driftmodellen (Penman, 2013)*

**Vekst i superprofitt fra driftmodellen (AOIG)** er en modifikasjon til superprofitt vekstmodellen som presenteres nedenfor. Modellen beregner verdien av egenkapitalen ved å ta netto driftsresultat neste år summert med den neddiskonterte verdien til fremtidig vekst i superprofitt fra drift. Vekst i superprofitt fra drift beregnes ved å finne endringen i superprofitt fra drift (ReOI) (Penman, 2013). Deretter kapitaliseres dette ved å dele på avkastningskravet (WACC). Tilslutt må vi trekke fra netto finansiell gjeld og minoritetsinteressenes virkelige verdi.

$$V_0^E = \frac{1}{\text{WACC} - 1} * \left( \text{OI}_1 + \frac{\text{AOIG}_2}{\text{WACC}} + \frac{\text{AOIG}_3}{\text{WACC}^2} + \frac{\text{AOIG}_4}{\text{WACC}^3} + \dots \right) - \text{Netto finansiell gjeld}_0 - \text{minoritetsinteressener}_0$$

*Formel 3-3: Vekst i superprofitt fra driftmodellen (Penman, 2013)*

### **Egenkapitalverdimodellen:**

Egenkapitalverdimodellen foretar i motsetning til totalkapitalverdimodellen, en direkte verdivurdering av den fremtidige verdiskapningen til selskapets egenkapital. Her brukes et egenkapitalavkastningskrav for å diskontere de fremtidige verdiene. Denne modellen kan igjen deles inn i fire ulike modeller: dividendemodellen, fri kontantstrøm til egenkapitalmodellen, superprofittmodellen og superprofitt vekstmodellen.

**Dividendmodellen** beregner verdien av egenkapitalen til selskapet ved å ta nåverdien av fremtidige dividender (Kaldestad og Møller, 2016). For å bruke denne metoden må det derfor lages estimater på fremtidige dividender og diskontere disse med avkastningskravet til egenkapitalen.

$$V_0^E = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{D_t}{(1 + k_e)^t}$$

*Formel 3-4: Dividendmodellen (Kaldestad og Møller, 2016)*

Som aksjonær er utbytte den mest direkte formen å få avkastning på, og for blant annet finansieringsinstitusjoner, vil dette være den enkleste måten å regne ut selskapsverdien på. Metoden krever derimot svært lange prognoseperioder i forhold til andre kontantstrømmodeller. For selskaper som ikke betaler hele sitt nettoresultat i utbytte, vil modellen ikke få frem den verdiøkningen på selskapet som skapes gjennom tilbakeholdt overskudd (Kaldestad og Møller, 2016).

**Fri kontantstrøm til egenkapitalmodellen** tar utgangspunkt i kontantstrømmen som er tilgjengelig for selskapets eiere. Egenkapitalverdien beregnes ved å neddiskontere forventet fremtidig fri kontantstrøm til egenkapitalen (FCFE) ved bruk av avkastningskravet til egenkapitalen (Kaldestad og Møller, 2016).

$$V_0^E = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{FCFE_t}{(1 + k_e)^t}$$

*Formel 3-5: Fri kontantstrøm til egenkapitalen (Kaldestad og Møller, 2016)*

Fri kontantstrøm til egenkapitalmodellen er lite brukt i praksis, da den ikke nødvendigvis gir lik verdi på selskapet som de andre modellene (Kaldestad og Møller, 2016). Vi kommer derfor ikke til å anvende denne modellen, men presenterer den kort for helhetens skyld.

**Superprofittmodellen (RE-modellen)** finner verdien av selskapet ved å legge sammen bokført egenkapital og nåverdien av meravkastningen denne egenkapitalen genererer. Et selskap oppnår meravkastning dersom selskapets avkastning på egenkapitalen overstiger egenkapitalavkastningskravet (Kaldestad og Møller, 2016).

$$V_0^E = BV_0 + \sum_{t=1}^{t=n} \frac{Ri_t}{(1 + k_e)^t} \quad \text{der, } Ri_t = E_t - k_e * BV_0$$

*Formel 3-6: Superprofittmodellen (Kaldestad og Møller, 2016)*

$BV_0$  = Bokført verdi av egenkapitalen år 0

$Ri$  = Superprofitt

$E_t$  = Driftsresultat etter skatt

$k_e$  = Avkastningskravet til egenkapitalen

Fordeler med denne metoden er at den kan være et nyttig styringsverktøy for ledelsen, i tillegg til at den fokuserer på de virkelige verdidriverne i et selskap. Metoden er teoretisk god, men i praksis er den generelt vanskelig å bruke. Spesielt i selskaper der verdiene hovedsakelig består av immaterielle eiendeler vil denne modellen vise en urealistisk høy meravkastning (Kaldestad og Møller, 2016).

**Superprofitt vekstmodellen (AEG-modellen):** I likhet med superprofittmodellen er utgangspunktet for superprofitt vekst at dersom selskapet får en inntjening ut over det avkastningskravet krever, vil selskapet generere verdi. Modellen inkluderer “cum-dividend earnings” som vil si total inntjening inkludert reinvestert utbytte, og “normal earnings”, som er inntjening som følger veksten til avkastningskravet (Penman, 2013).

$$V_0^E = \frac{1}{k_e - 1} * (Earn_1 + \frac{AEG_2}{k_e} + \frac{AEG_3}{k_e^2} + \frac{AEG_4}{k_e^3} + \dots)$$

*Formel 3-7: Superprofitt vekstmodellen (Penman, 2013)*

For å beregne verdien til egenkapitalen ved bruk av denne modellen, må de neddiskonterte verdiene til den fremtidige superprofittveksten legges til neste års fortjeneste. Deretter kapitaliseres dette ved å dele på avkastningskravet til egenkapitalen. Modellen er i seg selv enkel å forstå, men den gir ikke like mye innsikt i verdiskapningen til selskapet eller til driverne bak veksten som det superprofittmodellen gjør (Penman, 2013).

### 3.1.2 Komparativ verdsettelse

Ved komparativ verdsettelse estimeres verdien av selskapet basert på hva lignende selskaper eller eiendeler blir omsatt for i markedet. Det er viktig å finne sammenlignbare selskaper og det må justeres for forskjeller mellom selskapene eller eiendelene. Metoden er enkel og krever minimalt med informasjon, men det er en forutsetning at det finnes sammenlignbare selskaper. Multiplikatormodellen og substansverdimodellen er to ulike modeller som det er vanlig å skille mellom innenfor komparativ verdsettelse (Kaldestad og Møller, 2016).

#### **Multiplikatormodellen:**

Multiplikatormodellen tar utgangspunkt i ulike størrelser for det selskapet som skal verdsettes, samt et utvalg av sammenlignbare selskaper. Denne metoden verdsetter normalt et selskap ved å ta utgangspunkt i et tall i resultatoppstillingen eller balansen, og multiplisere dette med en multipl. I noen bransjer er det også vanlig å sammenligne verdien av driften med ikke-finansielle størrelser. For å bruke denne modellen forutsettes det at en har erfaring eller kjenner til hvilke multipler som er normale for bransjen eller tilsvarende selskaper (Kaldestad og Møller, 2016).

Multiplene kan deles inn i tre kategorier: resultat- og kontantstrømbaserte multipler, balanseorienterte multipler og ikke-finansielle multipler. Alle multiplene har ulike fordeler og ulemper, og brukes til ulike formål (Kaldestad og Møller, 2016).

<b>Resultat- og kontantstrømbaserte multipler</b>	<b>Balanseorienterte multipler</b>	<b>Ikke-finansielle multipler</b>
EV/Omsetning Pris/Fortjeneste EV/EBIT EV/EBITDA	Pris/Book	EV/Produsert volum EV/Antall ansatte Pris/Kunde

*Tabell 3-1: Ulike multiplikatorer (Kaldestad og Møller, 2016)*

Multiplikatormodellen er mye brukt i praksis, da den er enkel i bruk og vi slipper å lage prognoser for mange år frem i tid. Metoden viser også hva markedet er villig til å betale for slike typer selskaper i dag og resultatet vil være nyttig i benchmarking. Svakheter med denne modellen er at det kan være utfordringer knyttet til å finne gode sammenlignbare selskaper. Ifølge Damodaran (2012) bør de komparative selskapene ha et relativt likt risikonivå,

vekstpotensial og kontantstrøm. Kaldestad og Møller (2016) påpeker også at selskapene bør være sammenlignbare med hensyn til størrelse, lønnsomhet og produktmiks. Siden ingen selskaper er helt like, er det viktig å vurdere hva de ulike forskjellene har å si for prisingen.

### **Substansverdimodellen:**

Den andre hovedtilnærmingen under komparativ verdsettelse, er substansverdimodellen som tar utgangspunkt i hva selskapets eiendeler kan selges for i markedet i dag. Verdien av selskapet settes lik markedsverdien av selskapets eiendeler fratrukket netto rentebærende gjeld og latent skatt (Kaldestad og Møller, 2016).

$$\text{Verdien av selskapet} = \text{Eiendeler} - (\text{netto rentebærende gjeld} + \text{latent skatt})$$

*Formel 3-8: Substansverdimodellen (Kaldestad og Møller, 2016)*

For å benytte denne metoden må det eksistere et aktivt marked for selskapets eiendeler eller være mulig å innhente en takstverdi. Substansverdimodellen fokuserer på verdien av selskapets eiendeler, og ikke på selve aktivitetene eller prosessene i selskapet. Dette vil kunne føre til at verdien undervurderes, særlig i tradisjonelle virksomheter, hvor mye verdi kan ligge i immaterielle eiendeler som ikke kan selges i et åpent marked (Kaldestad og Møller, 2016).

### 3.1.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Tradisjonell fundamental verdsettelse vil i noen situasjoner undervurdere verdien av selskapet, da metoden ikke tar hensyn til verdien av fleksibilitet, som for eksempel retten til å gjøre en bestemt type investering. En opsjonsbasert tilnærming ser på nåverdien av fremtidige kontantstrømmer i et statisk scenario, men tar også høyde for verdien av fleksibilitet (Kaldestad og Møller, 2016). Dette kan vises slik:

$$\text{Verdien av selskapet} = \text{Verdi "as is"} + \text{nåverdi av særlig fleksibilitet}$$

*Formel 3-9: Opsjonsbasert verdsettelse (Kaldestad og Møller, 2016)*

En opsjon gir selskapet en rett, men ingen plikt, til å foreta seg noe. Opsjonsbasert verdsettelse gjelder hovedsakelig realopsjoner, men kan også være finansielle opsjoner. En finansiell opsjon er en rett til å kjøpe eller selge noe, som for eksempel en aksje eller en obligasjon, til en bestemt pris. Disse er også relativt enkle å verdsette. Realopsjoner kan deles inn i tre hovedkategorier: muligheten til å utsette et prosjekt, muligheten til å utvide et prosjekt eller muligheten til å avhende et prosjekt. Verdivurdering ved bruk av realopsjoner

kan være et verdifullt supplement til en fundamental verdsettelse, særlig for selskaper hvor det er knyttet stor usikkerhet til fremtiden, og hvor selskapet står ovenfor ulike realopsjoner som rettigheter eller patenter (Kaldestad og Møller, 2016).

### 3.2 Valg av metode

De ulike verdsettelsesmetodene har alle sine fordeler og ulemper, og det kan være signifikante forskjeller i den beregnede verdien vi kommer frem til ved bruk av de ulike metodene (Damodaran, 2012). Hvilken verdsettelsesmetode som bør benyttes avhenger som nevnt ovenfor av flere kriterier, som for eksempel tilgang på informasjon, bransje, fase i livssyklus og tid til rådighet (Kaldestad og Møller, 2016).

For å kunne utarbeide en pålitelig prognose for selskapet, er det for det første en forutsetning at vi har tilgang på historisk regnskapsinformasjon. Lerøy ble stiftet i 1899 og børsnotert i 2002, noe som gjør at selskapet har mye regnskapsdata som går flere år tilbake i tid. Dette er en avgjørende faktor for å benytte fundamental verdsettelse. Børsnoterte selskaper har også strenge krav til rapportering, slik at informasjonen vi har kan regnes som pålitelig. Oppdrettsnæringen begynte også med flere små aktører, men har i dag blitt en stor næring med relativt få store aktører innen samme virksomhetsområde. Dette vil være nyttig ved utarbeidelse av en komparativ verdsettelse, så vel som en fundamental verdsettelse.

Videre må tiden vi har til disposisjon vurderes. Dette vil ha noe å si på hvor omfattende utredningen kan være og for påliteligheten til estimatet. Verdsettelsen av Lerøy er et selvstendig arbeid som avslutter vår mastergrad ved Universitetet i Agder. Dette vil si at vi har et helt semester til rådighet, hvilket betyr at vi kan benytte en mer omfattende prosess slik som den fundamentale verdsettelsesprosessen.

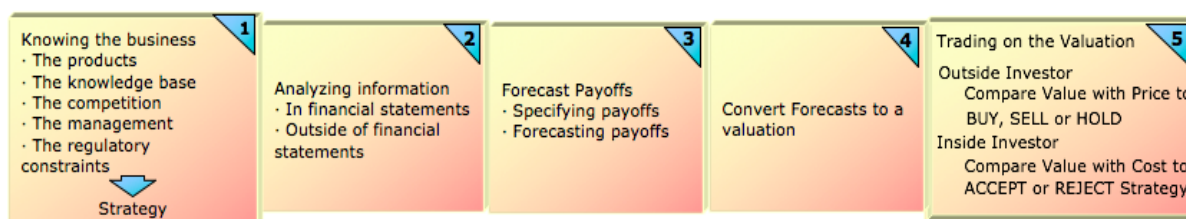
For det tredje er Lerøy et selskap som har hatt gode resultater, en sterk finansiell stilling og en jevn inntekt over lengre tid. I tillegg har selskapet hovedsakelig all produksjon i Norge, noe som tilsier at konsesjonssystemet vil dempe selskapets videre vekst. Utvikling av ny teknologi og oppkjøp kan imidlertid bidra til vekstmuligheter fremover. Dette tyder på at selskapet er i en moden fase i livssyklusen og det kan derfor være hensiktsmessig med en fundamental verdsettelse.

Ut fra dette mener vi at en fundamental verdsettelse vil være en god metode for å verdsette Lerøy. Først og fremst på grunn av tilgangen på informasjon, men metoden er også hensiktsmessig ut fra selskapets livssyklus. Denne metoden gir en grundig analyse av Lerøys underliggende verdier og framtidsutsikter. I teorien vil alle de fundamentale verdsettelsesmetodene som ble gjennomgått under totalkapitalmetoden og egenkapitalmetoden, gi det samme resultatet, men i praksis kan det oppstå forskjeller. Vi har innenfor den fundamentale verdsettelsen valgt å bruke begge modellene for å estimere Lerøys aksjepris per 29.12.2017. For totalkapitalverdimodellen bruker vi avkastningskravet WACC, som man kan anta at er konstant for alle år, mens for egenkapitalverdimodellen trenger vi et avkastningskrav for egenkapitalen. Sammenlignet med WACC, kan ikke dette kravet være konstant for alle årene i budsjettperioden. Vi vil derfor estimere et fremtidig egenkapitalavkastningskrav og benytte dette under egenkapitalverdimodellen.

I tillegg til den fundamentale verdsettelsen vil vi supplere med en komparativ verdsettelse. Oppdrettsnæringen har få store aktører, med relativt lik historie, drift, produkter, omgivelser og betingelser. Dette gjør at det er grunnlag for å sammenligne Lerøy med andre selskaper i bransjen. Vi kommer ikke til å bruke resultatene av den komparative verdsettelsen sammen med den fundamentale verdsettelsen, da vi mener den fundamentale verdsettelsen er mer pålitelig. Metoden kan likevel brukes som et mål på hvor nøyaktig den fundamentale verdsettelsen er.

### 3.3 Rammeverk for fundamental verdsettelse

Ifølge Penman (2013) gjennomføres den fundamentale verdsettelsesprosessen i fem steg som vist i figur 3-2. Stegene vil følgelig forklares nærmere nedenfor.



Figur 3-2: Rammeverk for fundamental verdsettelse (Penman, 2013, s. 85)

### 3.3.1 Steg 1: Forstå virksomheten

Å forstå virksomheten og bransjen virksomheten opererer i, er en grunnleggende forutsetning for å kunne verdsette selskapet. I det første steget er det derfor viktig å bli kjent med, samt skaffe seg innsikt i både virksomheten og bransjen. Det kan for eksempel være lurt å skaffe seg informasjon om bransjens utvikling, dagens situasjon, selskapets historie og produkt- og forretningsområder. Dette vil utgjøre selskapets strategi for å skape verdier og danner grunnmuren for den videre verdsettelsen.

### 3.3.2 Steg 2: Analyse av informasjon

Med bakgrunnskunnskap fra virksomheten, handler det neste steget om å analysere informasjon om selskapet og bransjen, både strategisk informasjon og regnskapsinformasjon. Den strategiske analysen tar for seg både selskapets og bransjens strategiske posisjon og gir nyttig informasjon for det neste steget i verdsettelsen. Analysen deles følgelig inn i en ekstern analyse og en intern analyse. Den eksterne analysen fokuserer på makroforhold, samt konkurranseintensitet og avdekker lønnsomhetspotensialet for hele bransjen, mens formålet med den interne analysen er kartlegge selskapets ressurser i forhold til konkurrentene. I denne sammenheng benyttes rammeverk som PESTEL, Porters femkraftsmodell og VRIO. Disse vil bli nærmere forklart i kapittel 4.

I regnskapsanalysen foretar man først en omgruppering av regnskapet for å skille ut engangsposter, poster som ikke er relevante for utarbeidelse av fremtidsregnskapet, samt skille drift- og finansposter. Deretter foretar man en analyse av ulike nøkkeltall, hvor det er vanlig å undersøke likviditeten, soliditeten og lønnsomheten til selskapet. Videre kan det være nyttig å sammenligne nøkkeltallene med komparative selskaper.

### 3.3.3 Steg 3: Utarbeide et fremtidsregnskap

Innsikt fra den strategiske analysen og regnskapsanalysen i det foregående steget, utgjør grunnlaget utarbeidelsen av fremtidsregnskapet og kunne si noe om utviklingen til selskapet fremover. Steg 3 består i hovedsak av to trinn. Først må man velge hvilke budsjett drivere det skal fokuseres på og spesifisere hvordan disse skal måles. Deretter må budsjett driverne analyseres og estimeres for at det skal være mulig å utarbeide et fremtidig regnskap. Dette vil igjen danne utgangspunktet for selve verdsettelsen i steg 4.



### 3.3.4 Steg 4: Verdsettelse

I dette steget gjennomføres den fundamentale verdsettelsen basert på fremtidsregnskapet som ble utarbeidet i steg 3 og vi kommer frem til et estimat av selskapets egenkapitalverdi. I den forbindelse må det beregnes et avkastningskrav for å kunne diskontere de fremtidige verdiene. Dette gjøres fordi investorene foretrekker å vite hva selskapets verdi er i dag, fremfor i fremtiden. Som nevnt i punkt 3.1.1, kan selve verdsettelsen gjennomføres på forskjellige måter, hvor hovedmetodene er totalkapitalverdimodellen og egenkapitalverdimodellen.

### 3.3.5 Steg 5: Handlestrategi

Steg 5 er det siste steget i den fundamentale verdsettelsen og det er her kommet frem til et endelig verdiestimat av selskapets egenkapital med tilhørende aksjekurs. Det endelige verdiestimatet sammenlignes så med selskapets børskurs på verdsettelsestidspunktet. Ut fra dette kan vi utarbeide en handlestrategi og komme frem til en konklusjon om det lønner seg å kjøpe, holde eller selge aksjen. Dersom den estimerte verdien er høyere enn markedsverdien, vil aksjen være undervurdert og konklusjonen ender gjerne med en kjøpsanbefaling. Er den estimerte verdien derimot lavere enn markedsverdi, vil det lønne seg å selge, da aksjen er overpriset.

## 4 Strategisk analyse

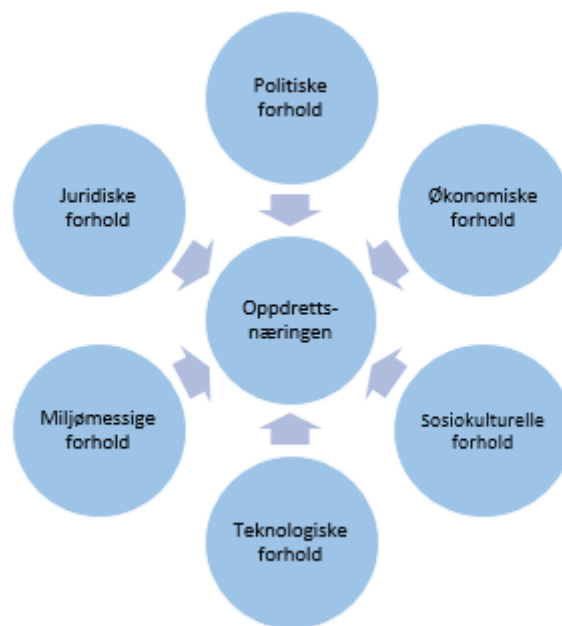
Analyse av informasjon er det andre steget i den fundamentale verdsettelsen. Dette steget deles følgelig inn i en kvalitativ strategisk analyse og en kvantitativ regnskapsanalyse. Regnskapsanalysen deles videre inn i flere kapitler og presenteres nedenfor i kapitlene 5, 6 og 8. I dette kapitlet gjennomføres den strategiske analysen, hvor formålet er å kartlegge selskapets strategiske markedsposisjon. Analysen deles opp i en ekstern del og en intern del, hvor den eksterne delen tar for seg eksterne bransje- og makroforhold, mens den interne delen er en intern ressursanalyse. Informasjonen vil dermed gi oss en dypere forståelse av oppdrettsnæringen og selskapet. Dette vil sammen med regnskapsanalysen hjelpe oss ved utarbeidelsen av fremtidsregnskapet, ettersom fremtidsregnskapet ikke kan utarbeides uten å identifisere og analysere informasjonen som gir opphav til de fremtidige prognosene.

## 4.1 Ekstern analyse

Hensikten med den eksterne analysen er å identifisere rammevilkårene i omgivelsene som påvirker bransjen som helhet, og forstå de eksterne faktorene som har innvirkning på lønnsomhetspotensialet til selskapene. Dette gjøres ved å avdekke muligheter og trusler som finnes gjennom de eksterne analyseverktøyene PESTEL og Porters femkraftsmodell, da disse to modellene vil gi et godt bilde av oppdrettsnæringens omgivelser og konkurranseforhold.

### 4.1.1 PESTEL - analyse

I PESTEL-analysen fokuseres det på seks ulike grupper av oppdrettsnæringens makroomgivelser: politiske-, økonomiske-, sosiokulturelle-, teknologiske-, miljømessige- og juridiske forhold (Roos, 2013). Basert på analysen av disse faktorene vil vi få innsikt i hvordan omgivelsene påvirker selskapene og hvilke faktorer som er viktige både nå og i fremtiden. I det følgende drøftes hver enkelt gruppe.



Figur 4-1: PESTEL-analyse

#### **Politiske forhold:**

Politiske forhold har stor påvirkning på oppdrettsbransjen gjennom strenge reguleringer fra myndighetene. Her vil vi fokusere på etableringsreguleringer og handelspolitiske konflikter.

### Etableringsreguleringer

For å kunne drive med oppdrett i Norge, kreves det tillatelse i form av konsesjoner. Det er begrenset med konsesjoner som deles ut, noe som kan bidra til å hindre vekst, utvikling og muligheter for nyetableringer i oppdrettsbransjen. I denne bransjen er det derfor relativt mye oppkjøp, ettersom dette er en mulighet som gjør at selskapene kan vokse og øke produksjonen.

Hovedformålet med krav om konsesjoner er å kontrollere og begrense deltakelsen i fiske og fangst (Regjeringen, 2015a). Konsesjonssystemet har eksistert i mange år, og det er lite som tyder på at det vil endre seg med det første. Antall tildelte konsesjoner har de senere årene gått ned, samtidig som det stadig blir strengere krav til bærekraft og miljø ved tildelingene. Dette fører til at aktører som ønsker seg nye konsesjoner, må ha finansiell styrke og evne til å utvikle innovative og bærekraftige produksjonsprosesser.

Norge, som er verdens største produsent av atlantisk laks, har ikke økt produksjonen av laks siden 2012, på grunn av begrenset konsesjonskapasitet, politiske reguleringer og biologiske utfordringer (Lerøy 4. Kvartalsrapport 2017). Svært gode resultater i oppdrettsnæringen og en høy etterspørsel, fører til at det er attraktivt for potensielle nykommere å etablere seg i Norge, i tillegg til at eksisterende aktører vil kunne ha et ønske om å utvide produksjonen. Dette kan som sagt skje via oppkjøp eller ved bruk av lukkende landbaserte anlegg hvor tillatelser tildeles løpende uten vederlag (Regjeringen, 2016). De strenge reguleringene vil likevel føre til begrensninger for å etablere seg eller vokse. En konsekvens av dette kan være at nye aktører etablerer seg i utlandet, slik at konkurransen fra utlandet blir større. Norske etablerte oppdrettsselskaper kan også starte produksjon i utlandet, noe som kan være en ulempe for norsk økonomi, hvor oppdrettsnæringen er en viktig bidragsyter. Strenge reguleringer kan altså bidra til at oppdrettsnæringen i Norge blir mindre konkurransedyktig overfor utenlandske aktører.

### Handelspolitiske konflikter

Som nevnt i delkapittel 2.1.2 eksporterte oppdrettsnæringen sjømat for til sammen 94,5 milliarder kroner i 2017. Næringen er derfor svært eksportrettet, og Norges handelspolitikk er viktig for bransjen. Handelspolitiske konflikter og restriksjoner fra andre land, kan hindre oppdrettsnæringens konkurransevne og gi store økonomiske konsekvenser. Slike konflikter

er vanskelig å forutse og vil som regel være utenfor oppdrettsselskapenes kontroll. Dette gjør at det vil være vanskelig å unngå konsekvensene av konfliktene for selskapene.

I dag er handelsrestriksjonene med Kina og Russland, og usikkerhet knyttet til president Trump og Brexit av særlig interesse, da dette påvirker viktige markeder for oppdrettsnæringen. Eksporten til Kina har blitt kraftig redusert, spesielt etter at den kinesiske regimekritikeren, Liu Xiaobo, vant Nobels fredspris i 2010. I Russland ble det i 2014 innført importnekt for ulike matvarer fra Norge, som svar på opptrappingen av europeiske sanksjoner etter tilspissingen av forholdet mellom Russland og Ukraina. Russland var et stort og viktig marked for Norge, og stod for mellom 8-10 prosent av volumet av laks før Norge ble utestengt. Etter at Russland innførte handelsrestriksjoner medførte dette at nesten hele det russiske markedet forsvant. Markedsadgangen til både Kina og Russland forventes å åpne for fullt i 2018, noe som kan resultere i økt eksport og gjennomsnittspris for norsk laks (Norges Sjømatråd, 2018).

Etter at Trump ble valgt til president i USA i 2016, var det usikkerhet knyttet til om presidentskiftet ville påvirke handelsforholdet mellom Norge og USA negativt. Så langt har Trumps inntog ikke hatt noen effekt for norsk sjømat, og USA var faktisk det enkeltmarkedet som vokste mest i 2017. I tillegg har det vært usikkerhet knyttet til om Brexit i Storbritannia vil påvirke eksporten. I 2017 var det en reduksjon på 7 prosent i verdi og 11 prosent i volum på eksport til Storbritannia, mye på grunn av svekket valuta og reduksjon i kjøpekraft. Storbritannia er et viktig marked for norsk oppdrett, slik at det kan være nødvendig å få på plass en god handelsavtale med Storbritannia (Norges Sjømatråd, 2018).

### **Økonomiske forhold:**

Økonomiske forhold handler om hvordan utviklingen i fiskepriser, rentenivå og ulike svingninger påvirker lønnsomheten i bransjen.

#### Laksepris

Fiskeproduksjonen er som nevnt i delkapittel 2.1.3 en prosess som tar lang tid. Salgsprisen på tidspunktet når fisken er salgbar, kan derfor være en helt annen enn da produksjonen startet. Svingninger i pris utgjør dermed et risikomoment for havbruksnæringen og vil være avgjørende for selskapenes inntjening, ettersom denne hovedsakelig styres av prisen. Høy pris

vil derfor være meget gunstig for aktørene, da det øker inntjeningen. Likevel kan det tenkes at konsumentene vil gå over til andre varer dersom prisen blir for høy.

Som vi tidligere så i figur 2-2, har det vært store svingninger i lakseprisen. Dette betyr at prisen er svært volatil, og den vil i all hovedsak være avhengig av tilbud og etterspørsel. Som en konsekvens av myndighetens innføring av konsesjonssystemet, gir dagens markedssituasjon lite rom og fleksibilitet for oppdrettsselskapene med tanke på økt produksjon. En økning i tilbudet vil derfor være avhengig av tilgang til konsesjoner eller oppkjøp. En reduksjon av tilbudet kan på den andre siden være påvirket av miljømessige forhold som sykdom og rømming. Tilbudssiden vil dermed være gitt på kort sikt, og prisen blir hovedsakelig styrt av etterspørselen. En forventet lav vekst i tilbudet grunnet tilgangen på konsesjoner, sammen med en høy vekst i etterspørselen, kan indikere at prisen vil holde seg på samme nivå eller høyere i årene fremover. Sett fra et mikroøkonomisk perspektiv, kan det på lengre sikt tenkes at lakseprisen konvergerer mot enhetskostnaden, da laks regnes som et homogent produkt.

Grunnet den volatile lakseprisen, kan det være nødvendig for aktørene å sikre seg mot slike prissvingninger. Mangelen på forutsigbarhet gjør nemlig planleggingen av investeringer og operasjonelle aktiviteter vanskelig i et lengre tidsperspektiv. Aktørene kan derfor som nevnt under punkt 2.1.3 begrense eksponeringen og redusere prisrisikoen ved å inngå fastpriskontrakter eller selge produktene via Fish Pool. På denne måten sikres hele eller deler av produksjonen til en avtalt pris (Fish Pool, 2018a). Fish Pool har også forwardpriser som angir forventet fremtidig pris på laks frem til år 2020. Ut fra dette kan vi få en indikasjon på hvordan driftsinntektene til Lerøy vil utvikle seg i fremtiden. Det forventes blant annet høye laksepriser for 2018 og 2019. Videre ser det ut til at lakseprisene vil falle kraftig i 2020, noe som mest sannsynlig vil resultere i reduserte driftsinntekter for Lerøy dette året (Fish Pool, 2018b).

### Rentenivå

Styringsrenten ble i mars 2016 satt ned til 0,5 prosent og har ligget på det samme lave nivå også i 2017. Norges bank besluttet at renten skulle holdes uendret på 0,5 også ved inngangen til 2018, men ut fra prognosene vil den stige gradvis ut over høsten 2018. Dette ble begrunnet med at prisveksten og kapasitetsutnyttelsen er lav, men at dette trolig vil tilta (Norges Bank, 2017).

Det lave rentenivået sammen med fallet i oljeprisen sommeren 2014, førte til at den norske kronekursen ble svekket (Norsk industri, 2017). For oppdrettsselskaper kan dette utgjøre en fordel, ettersom mye av produksjonen blir eksportert og betalingen skjer med utenlandsk valuta. På denne måten blir det billigere for andre land å handle med Norge, noe som kan resultere i mer salg til utlandet (Statistisk sentralbyrå, 2016).

For oppdrettsbransjen, som er en kapitalkrevende næring med høy finansiell risiko, fører det lave rentenivået også til lavere finansieringskostnader for selskapene. Dette kan selskapene utnytte og dermed sikre seg et høyere overskudd. Likevel henger lav rente sammen med lav økonomisk vekst, noe som ikke er like gunstig for selskapene. I tillegg vil selskapene være eksponert for renterisiko, da det foreligger en risiko med å ha langsiktige lån. For å beskytte seg mot svingningene og unngå usikkerhet rundt det fremtidige rentenivået på langsiktige lån, er det mange aktører som inngår rentebytteavtaler eller fastrenteavtaler (Lerøy, Årsrapport 2016).

Videre fremover prognostiserer som nevnt Norges Bank med at renten kommer til å øke fra høsten 2018, slik at selskapene bør være oppmerksomme på at finansieringskostnadene vil øke. En økning i renten kan også ha innvirkning på kronekursen. Øker renten, vil ikke fordelene nevnt over være like store. På en annen side kan en renteøkning føre til økt økonomisk vekst, som følgelig kan ha positive effekter for selskapene.

### Valutarisiko

I dag blir store deler av fisken som produseres eksportert, da hjemmemarkedet er begrenset jf. delkapittel 2.2.4. Oppdrettsbransjen i Norge er derfor svært eksportrettet og mye av betalingen skjer i utenlandsk valuta. Dette vil si at inntektene i stor grad vil være i annen valuta enn kostnadene som vil være i norske kroner, da produksjonen hovedsakelig skjer langs norskekysten. Oppdrettsselskapene blir dermed utsatt for valutakurssvingninger. Dette vil være en risiko som aktørene ikke kan kontrollere. Likevel kan de sikre seg mot noe av risikoen ved å benytte seg av ulike sikringsinstrumenter som for eksempel valutaterminkontrakter. Dermed kan selskapene skape mer forutsigbarhet, ved at valutakursen sikres fremover i tid (Lerøy, Årsrapport 2016).

### **Sosiokulturelle forhold:**

For oppdrettsbransjen er det spesielt de demografiske og sosiale trendene som har stor påvirkningskraft på etterspørselen og lønnsomheten til bransjen.

Det blir stadig flere mennesker på jorden, og i 2050 er det estimert at det vil være 9 milliarder mennesker i verden. Med den sterke befolkningsveksten og økt matvareforbruk som et resultat av økonomisk vekst, antas det at matproduksjonen vil bli 70 prosent høyere enn det den er i dag (Yara, udatert).

Med det økende matbehovet, vil det være nødvendig med en effektiv og bærekraftig matproduksjon. I forhold til andre typer kjøtt, er sjømat en bærekraftig matproduksjon blant annet på grunn av effektiv bruk av innsatsfaktorer. For oppdrettslaks trengs det kun 1,2 kg fôr for å få en kilo fisk, mens det til sammenligning for okse, sau og gris trengs henholdsvis 8 kg, 8 kg og 3 kg fôr for å vokse en kilo (Lerøy, Årsrapport 2016). I dag kommer som nevnt under delkapittel 2.1.2 kun 2 prosent av maten fra havet, selv om havet utgjør over 70 prosent av klodens overflate (Norges Sjømatråd, 2018). Ressursene i havet er derfor lite utnyttet, og det er grunn til å tro at matvareproduksjon i havet vil øke. Dette er en mulighet selskapene kan utnytte i fremtiden.

Spesielt i den vestlige delen av verden er det et voksende fokus rundt et sunt og variert kosthold. Sjømat er en stor kilde til mange viktige næringsstoffer, som kan være mangelfulle i andre typer mat. I tillegg viser matvaren sushi, som i de siste årene har blitt et luksuriøst og ettertraktet produkt verden over, hvordan sosiale trender kan påvirke næringen positivt. I senere tid har oppdrettsbransjen vært utsatt for kritikk om at laksen inneholder giftstoffer som kan være helseskadelig og kreftfremkallende. Til tross for dette mener Mattilsynet at det er viktig å spise fisk, og at helsefordelene veier opp for dagens nivå av miljøgifter i oppdrettslaksen (Mattilsynet, 2014).

Økende fokus på sunn mat og voksende befolkning, vil føre til høyere etterspørsel og derav høyere laksepris, noe som kan bidra til økt lønnsomhet for oppdrettsselskapene i fremtiden. En større etterspørsel kan imidlertid også føre til økt vekst i tilbudet, slik at det ikke nødvendigvis vil føre til økt lønnsomhet for selskapene over tid. Per dags dato er det lite som indikerer at tilbudet i Norge vil øke på grunn av konsesjonene. En økning i tilbudet kan derimot skje internasjonalt, og påvirke lakseprisen og lønnsomheten for selskapene.

### **Teknologiske forhold:**

Teknologiske forhold omfatter selskapenes fokus på teknologi og forskning. På grunn av konsesjonssystemet, er produksjonskapasiteten i dag nesten fullt utnyttet. Løsningen på å øke produksjonskapasiteten, har til nå vært å slå seg sammen eller å kjøpe opp andre selskaper. Med en økende etterspørsel vil det fremover være nødvendig for oppdrettsbransjen å finne andre måter å øke produksjonen på.

Et relativt nytt fenomen er landbaserte oppdrettsanlegg og bygging av Norges første landbaserte oppdrettsanlegg startet høsten 2017 (Olsen, 2017). Dette innebærer at matfisk avles i store vanntanker på land, i stedet for i merder eller lukkede anlegg til havs. Bruk av slike anlegg vil eliminere problemer som blant annet at fisken rømmer og at lus sprer seg fra oppdrettsfisk til villfisk. Det har vært mye usikkerhet knyttet til lønnsomheten for landbaserte anlegg, men hvis det viser seg å bli lønnsomt, vil det trolig bli et godt alternativ i fremtiden. Dette kan imidlertid føre til at selskapene flytter produksjonen til utlandet nær viktige markeder, noe som kan svekke Norges komparative fortrinn.

### **Miljømessige forhold:**

De miljømessige forholdene handler om lakseproduksjonens innvirkning på naturen og miljøet. For selskapene vil lakselus, rømming og fiskesykdom være aktuelle miljømessige problemer.

#### Lakselus

Lerøy hevder i sin årsrapport for 2016 at Norge er det landet i verden som har de strengeste rammevilkårene for havbruk sett i et globalt perspektiv. Dette gjelder spesielt for lakselus og næringen har hatt store utfordringer knyttet til luseforskriften som ble innført i 2013, som fastsetter et maksimalt tillatt lusenivå. Utfordringene har resultert i en stor negativ innvirkning på produksjonsvolum og kostnader for norsk oppdrettsbransje, som gjør at lakselus er en av de største tapsårsakene innen bransjen (Lerøy, Årsrapport 2016). Lakselus har lenge vært et stort problem, og representerer fortsatt en stor biologisk hindring for den videre utviklingen til næringen (Veterinærinstituttet, 2017). Ifølge Havforskningsinstituttet (2016) utgjør lakselus det største sykdomsproblemet for oppdrettsbransjen i dag.

Lakselus er en naturlig parasitt og forekommer hovedsakelig i oppdrettsanlegg med laks eller ørret. Lusa påfører fisken skader ved å spise fiskens slim, skinn og blod (Veterinærinstituttet,



udatert). Skadene som påføres, åpner videre opp for andre infeksjoner som bakterier og sopp og påvirker fiskens saltbalanse (Lusedata, udatert). Det finnes imidlertid ulike metoder for å bekjempe lakselus. Rensefisken er naturens egen metode, mens andre metoder kan være beskyttelseskjørt, helsefôr, spyling og avlusning med temperert vann (Veterinærinstituttet, udatert).

Aktiviteter tilknyttet håndtering og kontroll av lakselus representerer en vesentlig kostnadsdriver og har en stor påvirkningskraft på fiskens helse og velferd (Lerøy, årsrapport 2016). Hovedtiltak mot lus har frem til i dag vært medikamentelle behandlingsmetoder. Overvåking av lakselus viser imidlertid at lakselusa i noen tilfeller har blitt resistent mot behandlingen den får. Det har derfor blitt nødvendig å innføre ikke-medikamentelle tiltak (Veterinærinstituttet, udatert). Forskning på og utvikling av gode metoder for ikke-medikamentell avlusning og fokus på ny teknologi har derfor blitt en viktig oppgave i fiskehelsearbeidet (Lerøy, Årsrapport 2016). Fiskehelse rapporten for 2017, viser også at det er et lavere lusetall i 2017, enn for året før (Veterinærinstituttet, 2018). Likevel er lakselus en stor utfordring og det kan i årene fremover fortsatt forventes høye kostnader knyttet til luseutfordringene for oppdrettsnæringen.

### Rømming

Oppdrett foregår i forholdsvis åpne farvann og produksjonsanleggene er følgelig kontinuerlig utsatt for naturkreftene. Dette representerer en viss operasjonell risiko for selskapene med ødeleggelse av utstyr og en påfølgende risiko for at fisken rømmer (Lerøy, Årsrapport 2016). Rømming av fisk vil derfor være et stort problem for selskapene fordi rømt oppdrettslaks påvirker villaksen negativt. Hver rømming utgjør også et økonomisk tap for selskapene, i tillegg til at næringens omdømme og rammebetingelser blir påvirket (Laksefakta, 2016c). Forebygging av rømming er dermed svært viktig og har høy prioritet hos oppdrettselskapene (Lerøy, Årsrapport 2016). Dette skjer gjennom reguleringer fra myndighetene og gjennom iverksettelse av ulike tiltak. Myndighetene har for eksempel ulike forskrifter som blant annet stiller en rekke krav til sertifisering av utstyr og tredjepartsvurderinger av fortøyninger og anlegg. Videre er tiltak som innovasjon og forbedring av utstyr og rutiner, lære av nesten-uhell, rapportering og erfaringsdeling, viktig (Laksefakta, 2016c).

Trenden viser at det er færre fisk som rømmer. Rømmestatistikken til fiskeridirektoratet for 2015 viste blant annet at antall rømte laks var oppe i hele 170 000, mens det i 2016 rømte 132 000 laks. For 2017 var antall rømte laks nede i bare 15 000 (foreløpige tall for 2016 og 2017) (Fiskedirektoratet, 2018). Tall fra laksefakta.no viser også at antall laks som rømmer er redusert med hele 86 prosent, fra 2006 til 2016 (Laksefakta, 2016c). Dette indikerer at regelverket som er innført og tiltakene som er iverksatt gir resultater for bransjen. Dersom de landbaserte anleggene også blir en suksess, kan dette resultere i at problemet med rømming blir helt borte.

### Sykdom

Med mange individer i anleggene og flere anlegg i nærheten av hverandre, har fiske sykdommer i dag blitt en stor utfordring for norske oppdrettsselskaper (Dyrevernalliansen, 2017). Fisken er spesielt utsatt for sykdom når den starter livet i sjøen. Grunnen til dette er at fisken i denne perioden er eksponert for stress og er i et nytt miljø den skal venne seg til (Lerøy, Årsrapport 2016). Fisken kan rammes av flere sykdommer som blant annet parasitter, bakterier og virus. Risikoen for utbrudd kan reduseres ved hjelp av smolt med god kvalitet, vaksinasjoner, godt dyrehold og at selskapene velger gode lokaliteter. Videre er det også viktig å ha fokus på bærekraftig fiskefôr (Lerøy, Årsrapport 2016).

### **Juridiske forhold:**

De juridiske forholdene omfatter ulike lover, regler, forskrifter og reguleringer som oppdrettsnæringen må forholde seg til.

Myndighetene i Norge har vedtatt en rekke lover og forskrifter som oppdrettsbransjen må følge. Det er blant annet et stort fokus på oppdrett i forhold til miljøet og dette blir hovedsakelig regulert av Akvakulturloven. I tillegg må aktørene forholde seg til flere forskrifter som regulerer driften og miljøpåvirkningen. Dette er hjemlet i Forurensningsloven, Dyrevelferdsloven og Matloven (Laksefakta, 2016d).

Flere tilsynsorganer, som Fiskeridirektoratet, Mattilsynet og Kystverket, skal sikre etterlevelse av regelverket i næringen. Overskridelse av regelverket kan resultere i ulike sanksjoner, noe som kan føre til negative konsekvenser for selskapet det gjelder, både med hensyn til omdømme og lønnsomhet. Til tross for at det kan være både kostbart og tidkrevende å holde seg innenfor regelverket, vil det også kunne være en fordel for aktørene

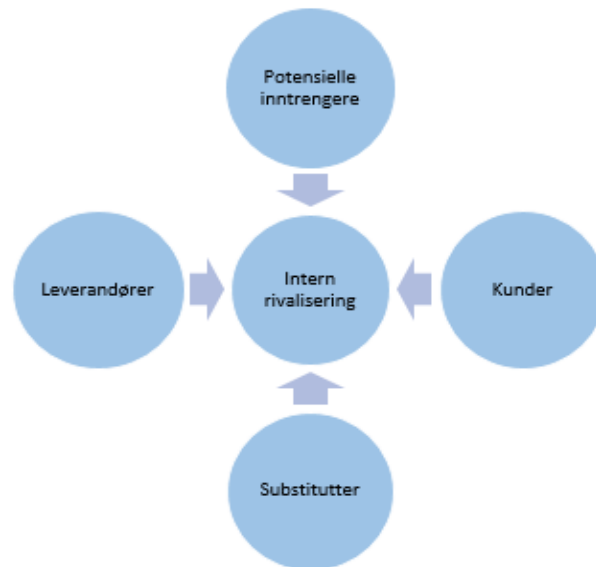
(Laksefakta, 2016d). Vi kan for eksempel se på ILA-epidemien i Chile i perioden 2007-2009 som spredde seg på grunn av mangel på forebyggende tiltak og driftsstruktur, og som hadde dramatiske konsekvenser for laksenæringen (Wehus, 2014). En av årsakene til epidemien var at laksen ble svekket på grunn av høy biomasse. Dette er noe som kan unngås i Norge på grunn av regler om maksimal biomasse.

#### 4.1.2 Oppsummering av PESTEL

Gjennom PESTEL-analysen har vi sett at konsesjonssystemet og myndighetenes reguleringer kan utgjøre en trussel for bransjens utviklings- og vekstmuligheter. Samtidig kan dette bidra til at lakseprisen holder seg høy, noe som vil være positivt for selskapenes inntjening. Videre kan en eventuell økning i tilbud fra utenlandske aktører redusere norske produsenters lønnsomhet. Oppdrettsnæringen er en eksportrettet næring, slik at gode og sikre handelspolitiske avtaler med andre land er viktig for næringen og dens fremtidige inntjening. Videre kan de økonomiske forholdene som svak kronekurs og lav rente gi økt etterspørsel og høyere pris, og dermed økt lønnsomhet for selskapene. I tillegg har vi sett at oppdrettsbransjen står overfor utfordringer når det gjelder miljømessig- og bærekraftig drift. Det er et økende fokus rundt dette, noe som kan føre til enda flere begrensninger. På en annen side kan dette også bidra til at det utvikles nye og innovative løsninger som kan gi muligheter for vekst i fremtiden.

#### 4.1.3 Porters femkraftsmodell

Ved bruk av rammeverket Porters femkraftsmodell identifiseres konkurransesituasjonen innad i bransjen ved å analysere kreftene som har påvirkning på konkurransen, samt hva som er årsakene til dem. Ut fra dette kan vi få en forståelse av hvilke muligheter og trusler som finnes. Ifølge Porter (1998) avhenger konkurransetilstanden i bransjen av fem grunnleggende krefter: kundenes forhandlingsmakt, leverandørenes forhandlingsmakt, trussel fra potensielle inntrengere, trusler fra substitutter og intern rivalisering blant konkurrenter.



Figur 4-2: Porters femkraftsmodell

### **Kundenes forhandlingsmakt:**

Kundene er de som etterspør og kjøper et selskaps produkter og tjenester. Deres forhandlingsmakt avhenger av kundenes evne til å tvinge ned priser og forhandle om bedre kvalitet på produkter og tjenester. Kundenes forhandlingsmakt vil være høy når det eksisterer få kunder og mange tilbydere, når produktene er standardiserte og lite differensierte og når byttekostnadene er lave. Jo større forhandlingsevne kundene har, desto større trussel vil de utgjøre (Porter, 1998).

Laks er et populært produkt og det tilbys av mange forskjellige leverandører. Lakseprisen er i stor grad påvirket av tilbud og etterspørsel, slik at leverandørene blir utsatt for store prissvingninger. Dersom kundene, som hovedsakelig er dagligvarekjeder og grossister, ikke har satt seg inn i miljø, opphav, produksjonsmetoder eller lignende, vil lakseproduktene oppfattes som standardiserte produkter. Dette gjør det vanskelig for kundene å skille produktene til de ulike leverandørene fra hverandre, hvilket igjen gjør kundene prissensitive. Det vil derfor være vanskelig for en leverandør å ha høyere priser enn konkurrentene. I tillegg vil det være lave kostnader knyttet til å bytte leverandør, noe som resulterer i økt forhandlingsmakt for kundene.

Fiskeprodukter har også kort holdbarhet, noe som gjør at leverandørene hele tiden må skape nok etterspørsel for sine produkter. Dette er også en faktor som fører til høyere forhandlingsmakt for kundene.

Kundenes forhandlingsmakt anses ut fra dette å være moderat til høy.

### **Leverandørenes forhandlingsmakt:**

Med leverandørenes forhandlingsmakt menes leverandørenes mulighet til å påvirke bransjen gjennom å øke priser eller redusere kvaliteten på leverte produkter og tjenester.

Leverandørenes forhandlingsmakt vil på samme måte som kundenes forhandlingsmakt avhenge av flere forhold. Forhandlingsstyrken vil typisk være stor i markeder hvor det foreligger høye byttekostnader og der hvor det eksisterer få leverandører med differensierte og unike produkter. Leverandører med høy forhandlingsmakt vil sette en begrensning for lønnsomheten i bransjen og følgelig utgjøre en trussel for selskapet (Porter, 1998).

Det er mange ulike leverandører i oppdrettsnæringen, som for eksempel produsenter av utstyr til anleggene, fraktskip, merder, slakteutstyr, medisiner til fiskene, osv. Dette er leverandører av mindre betydning og de vil derfor ikke bli diskutert nærmere.

De viktigste leverandørene til oppdrettsnæringen er produsenter av fiskefôr. Som tidligere nevnt utgjør fiskefôr en betydelig kostnad for aktørene i bransjen. Kostnadene til fiskefôr utgjorde for eksempel hele 44 prosent av de totale produksjonskostnadene til Lerøy i 2016. Det er tre store leverandører av fôr, nemlig EWOS, Skretting og BioMar. Konsekvensen av at det er store og få leverandører av et produkt som er nødvendig for oppdrettsselskapene, er sterk forhandlingsmakt for leverandørene. Byttekostnadene mellom de ulike leverandørene vil derimot være lave, ettersom fiskefôr er et homogent produkt. I tillegg er også mange norske oppdrettsselskaper store, slik at det vil være et gjensidig avhengighetsforhold mellom aktørene.

Marine Harvest har begynt å produsere sitt eget fiskefôr, og nærmer seg selvforsynt på dette området (Berge, 2016b). At verdens største oppdrettsselskap produserer sitt eget fiskefôr, har bidratt til svekket forhandlingsmakt for leverandørene. Dersom andre aktører i bransjen velger å følge etter Marine Harvest, vil dette i fremtiden kunne utgjøre en trussel for leverandørene av fiskefôr.

Leverandørenes forhandlingsmakt vurderer vi ut fra dette til å være moderat.

### **Trusler fra potensielle inntrengere:**

Potensielle inntrengere er selskaper som ikke er i markedet i dag, men som kan entre markedet dersom de ønsker det. Nyetableringer i en bransje kan medføre press på etablerte aktører til å senke prisene. Det kan også føre til økte kostnader dersom de etablerte selskapene må forsvare sin markedsposisjon. Trusselen fra inntrengere vil avhenge av om det foreligger etableringshindringer i bransjen eller om det er relativt enkelt for nye aktører å entre markedet (Porter, 1998).

Oppdrettsnæringen har strenge reguleringer, og alle selskaper må ha tillatelse fra myndighetene til å drive oppdrett i Norge. Det er derfor ikke fritt frem for et selskap å entre markedet før de har fått tillatelse. Å få tillatelse innebærer å få en konsesjon, og som nevnt tidligere, er det i dag et begrenset antall konsesjoner som deles ut. En tillatelse gir en rett til produksjon av bestemte arter, i et bestemt omfang og på bestemte lokaliteter (Fiskeridirektoratet, 2017b). Eventuelle nyetableringer i utlandet kan imidlertid bidra til å svekke konkurransekraften til norske produsenter. Andre land kan ha færre reguleringer, slik at det kan være lettere å entre markedet. I for eksempel Chile kreves det også tillatelser, men det er ingen bestemt begrensning på antall konsesjoner som deles ut (Nærings- og fiskeridepartementet, 2014-2015).

En annen etableringshindring er geografisk beliggenhet. For at det skal være lønnsomt å drive med oppdrett, er aktørene avhengig av lokasjoner med gode vekstforhold for fisken. Det er stor konkurranse om konsesjonene som gir tillatelse til å produsere på en bestemt lokalitet. Det er derfor naturlig å anta at etablerte aktører allerede har utnyttet de beste lokalitetene, noe som fører til en inngangsbarriere for nyetableringer. Dersom det skjer en utvikling og økning av landbaserte oppdrettsanlegg som nevnt under de teknologiske forholdene i PESTEL-analysen, kan dette føre til at det blir lettere for nye aktører å etablere seg i fremtiden.

Oppdrettsnæringen er også en kapitalkrevende bransje, hvor det kreves store investeringer i produksjonsanlegg, og produksjonssyklusene strekker seg over flere år. En konsesjon tillater kun 780-945 tonn biomasse, noe som betyr at det er begrenset hvor mye levende fisk selskapene kan ha i sjøvann. For at et selskap skal kunne utnytte anleggene på best mulig måte, kreves det store volum av fisk, og dermed flere konsesjoner. En konsesjon har en høy pris, noe som igjen fører til at selskapene trenger enda mer kapital (Fiskeridirektoratet, 2017b).

Konsesjonssystemet, strenge myndighetsreguleringer og høyt kapitalbehov fører til at trusselen vil være begrenset. Likevel kan nye utenlandske aktører utgjøre en trussel i fremtiden. I tillegg kan trusselen øke dersom landbaserte oppdrettsanlegg viser seg å være en suksess eller nye konsesjoner senere blir lettere tilgjengelig.

Trusler fra potensielle inntrengere ser på nåværende tidspunkt ut til å være lav.

### **Trusler fra substitutter:**

En substitutt vil si andre produkter eller tjenester som kan utføre samme funksjon som bransjens produkt. Substitutter vil dekke det samme behovet som det opprinnelige produktet, og vil fungere som et alternativ. Hva behovet er, vil variere avhengig av hvilke egenskaper man vektlegger, som for eksempel pris eller ytelse. Byttekostnader og produkt differensiering er med på å avgjøre hvor stor trusselen fra substitutter er (Porter, 1998).

Det finnes en rekke substitutter til laks, da det er relativt enkelt å bytte ut laks med andre matvarer. Laks er en næringsrik matvare, og er spesielt rik på proteiner, vitaminer og omega 3 (Lerøy, Årsrapport 2016). En substitutt for laks vil derfor være annen proteinrik mat, som storfe, svin, lam og andre typer kjøtt og fisk. Andre fiskearter og ulike fiskeprodukter kan ses på som nære substitutter til laks. Disse vil dekke omtrent det samme behovet hos forbrukerne. Helsedirektoratet anbefaler å spise 300-450 gram ren fisk i uken, hvor minst 200 gram bør være fet fisk som laks eller ørret (Helsedirektoratet, 2016).

Ulike kjøttyper kan derimot ikke anses som nære substitutter, da fisk generelt vil inneholde flere viktige næringsstoffer enn de fleste kjøtttypene. Likevel vil alle disse matvarene dekke menneskenes grunnleggende behov for mat, og kan derfor bli sett på som relativt nære substitutter. Media har i de senere årene fokusert på at laksen inneholder giftstoffer som gjør at fisken kan være helseskadelig. Om dette er riktig eller ikke er omdiskutert, men medieoppslagene vil trolig føre til at flere går over til alternative produkter som inneholder tilsvarende næringsstoffer.

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

### **Intern rivalisering blant konkurrenter:**

I tillegg til trusselen fra substitutter foreligger det også en trussel knyttet til den interne rivaliseringen i bransjen. Den interne rivaliseringen dreier seg om konkurransen mellom de allerede eksisterende selskapene i bransjen. Hvor stor denne trusselen er, vil være avhengig av graden til konkurranseintensiteten som ifølge Porter (1998) påvirkes av flere faktorer: antall konkurrenter og deres størrelse og innflytelse, grad av produkt differensiering, vekst i bransjen, byttekostnader og utgangsbarrierer.

Oppdrettsnæringen er en bransje med lange tradisjoner og anses dermed for å være i en moden fase i livssyklusen. Dette medfører en lavere bransjevekst og er en kilde som bidrar til å øke den interne rivaliseringen. Oppdrettsnæringen er videre en bransje hvor graden av produkt differensiering er lav, noe som resulterer i standardiserte og homogene produkter. Dette fører også til økt rivalisering.

Primært er bransjen preget av mange tilbydere både i Norge og i utlandet. Likevel står de fire største produsentene i Norge for ca. 54 prosent av produksjonsvolumet i Norge, og i Storbritannia og Nord-Amerika står de fem største tilbyderne for henholdsvis 93 og 98 prosent av produksjonen i landet (Marine Harvest, 2017). Dette tyder på at oppdrettsbransjen er et relativt konsentrert marked og består av få, men store tilbydere, noe som på den andre siden vil bidra til å redusere den interne rivaliseringen.

Videre er det som nevnt under trusler fra potensielle inntrengere, begrenset antall konsesjoner som tildeles aktørene. Dette begrenser mulighetene for å øke produksjonen og vil i utgangspunktet føre til økt rivalisering blant selskapene. For å kunne vokse må selskapene kjøpe opp mindre selskaper, noe som fører til at det stadig blir færre og større aktører i markedet. Dette bidrar til at rivaliseringen i bransjen reduseres. Staten ønsker derimot å hindre et fåtall store aktører, ved at mindre oppdrettsaktører prioriteres ved utdeling av konsesjoner (NSL, udatert). Dette bidrar igjen til å øke konkurranseintensiteten i bransjen, men siden det er markedet som stort sett bestemmer prisen på lakseproduktene, vil rivaliseringen også reduseres noe.

Basert på drøftelsen over anser vi den interne rivaliseringen som lav til moderat.



### 4.1.3 Oppsummering av Porters femkraftsmodell

Vi har brukt Porters femkraftsmodell til å undersøke konkurransesituasjonen innad i oppdrettsbransjen. Her analyserte vi de fem grunnleggende kreftene bak konkurransetilstanden, samt så på årsakene til dem. Tabellen under viser resultatet av analysen:

	Lav	Lav/Moderat	Moderat	Moderat/høy	Høy
Kundenes forhandlingsmakt				X	
Leverandørens forhandlingsmakt			X		
Trussel for potensielle inntrengere	X				
Trusler fra substitutter			X		
Intern rivalisering blant konkurrenter		X			

Tabell 4-1: Oppsummering Porters femkraftsmodell

I analysen så vi at konsesjonssystemet og kapitalintensiv drift førte til høye inngangsbarrierer, slik at trusselen fra nye aktører ble klassifisert som lav. Kundenes forhandlingsmakt ble videre klassifisert som moderat til høy, blant annet på grunn av homogene produkter og lave byttekostnader. Dette vil også bidra til å øke den interne rivaliseringen. Fiskefôrleverandørene er oppdrettsnæringens viktigste leverandører, noe som betyr at disse i utgangspunktet har mye makt. Likevel foreligger det lave byttekostnader og et gjensidig avhengighetsforhold, slik at forhandlingsmakten til leverandørene ble satt til moderat. Videre karakteriserte vi trusselen fra substitutter som moderat, da laks inneholder flere viktige næringsstoffer enn mange av substituttene. Til slutt så vi at oppdrettsnæringen i Norge var preget av mange tilbydere, men at selskapene som står for den største delen av produksjonen er få, men store, slik at den interne rivaliseringen er lav. Samlet sett vurderer vi konkurranseintensiteten i oppdrettsbransjen til å være lav til moderat.

### 4.2 Intern analyse

Den interne analysens formål er å analysere selskapets interne styrker og svakheter i forhold til ressursene selskapet besitter, og vurdere hvorvidt ressursene gir opphav til et vedvarende konkurransefortrinn (Barney, 2011). I denne analysen benyttes VRIO-rammeverket, da modellen gir god innsikt og verdifull informasjon om selskapets ressurser og deres konkurransemessige betydning relativt til konkurrentene. Ressursene kan følgelig deles inn i

fire kategorier: fysiske-, menneskelige-, finansielle- og organisatoriske ressurser (Barney, 2011).

#### 4.2.1 VRIO

VRIO-rammeverket er et internt analyseverktøy hvor hensikten er å avgjøre i hvilken grad selskapets ressurser bidrar til et varig konkurransefortrinn. For å vurdere om ressursene skaper et konkurransefortrinn, er det følgelig fire krav som må oppfylles: om ressursen er verdifull (V), sjelden (R), ikke-imiterbar (I) og organiserbar (O) for selskapet. Med verdifull menes det at ressursen gjør det mulig for selskapet å utnytte muligheter og nøytralisere trusler, mens sjelden vil si at det er få konkurrerende selskaper som besitter ressursen. Videre innebærer ikke-imiterbar at det er vanskelig og kostbart for konkurrenter å kopiere ressursen, mens organiserbar vil si om selskapet er organisert på en slik måte at det er mulig for dem å utnytte hele konkurransepotensialet til ressursene (Barney, 2011).

#### **Fysiske ressurser:**

De fysiske ressursene omfatter den fysiske teknologien til selskapet, altså dets anlegg og utstyr, geografiske beliggenhet og tilgangen til råvarer (Barney, 2011). I analysen av de fysiske ressursene, har vi valgt å fokusere på det vi mener er Lerøys viktigste fysiske ressurser: konsesjoner, lokalisering, verdikjede og produktbredde.

#### Konsesjoner

Lerøy har totalt 146 konsesjoner spredd langs hele norskekysten og er en av selskapets viktigste ressurser (Lerøy, Årsrapport 2016). Konsesjoner er i dag en begrenset ressurs som reguleres av staten, noe som gjør at den er sjelden og ikke imiterbar på kort sikt. Dette er også en verdifull ressurs for selskapet, og det er kun Marine Harvest som har flere konsesjoner enn Lerøy. Ut fra dette og organiseringen av konsesjonssystemet vil vi konkludere med at konsesjonene utgjør en midlertidig ressursfordel for Lerøy.

#### Lokalisering

Lerøys produksjon er hovedsakelig lokalisert i Nord-Norge og Skottland, mens videreforedling og distribusjon er fordelt på flere land i Europa, samt Tyrkia (Lerøy, Årsrapport 2016). Lerøy skiller seg derfor både fra konkurrentene Marine Harvest og Grieg, som har produksjon i flere land, men også fra SalMar som har både produksjon og

videreforedling i Norge. Matfiskproduksjon i Norge har både fordeler og ulemper. De største fordelene er bra topografiske forhold som gir gode vann- og vekstforhold, lite sykdomsutbrudd og utbrudd av lakselus. Norsk oppdrettslaks blir også oppfattet som et kvalitetsprodukt i flere land, noe som er en fordel. Selv om vann- og vekstforholdene er gode, kan selskapet imidlertid bli spesielt sårbart dersom det skulle oppstå et sykdomsutbrudd, i og med at produksjonen er lite geografisk diversifisert. Andre ulemper med å produsere i Norge er høyt kostnadsnivå, strenge reguleringer fra myndighetene og store avstander til viktige salgsmarkeder.

Lokaliseringen til Lerøy er unikt sammensatt, men ressursen er ikke sjelden. De andre aktørene har også produksjon langs Norskekysten, både i større og mindre grad enn Lerøy. Lokaliseringen vil dermed være verdifull for selskapet, men likevel utgjør den ikke en strategisk fordel i forhold til konkurrentenes lokalisering. Ut fra dette vil vi si at lokaliseringen til Lerøy er likestilt med lokaliseringen til de nærmeste konkurrentene og utgjør derfor en konkurransemessig paritet.

### Verdikjede

Lerøy er som nevnt et integrert selskap som kontrollerer hele verdikjeden. Å ha kontroll på hele denne prosessen, vil være kostnadsbesparende for selskapene og utgjør derfor en verdifull ressurs. Per i dag er det dog flere av Lerøys konkurrenter som har fått eierskap til hele verdikjeden gjennom investeringer og oppkjøp, slik som både Marine Harvest og SalMar. Verdikjeden vil derfor ikke utgjøre en sjelden ressurs. Marine Harvest kontrollerer i tillegg fiskefôrproduksjonen, som er den viktigste innsatsfaktoren i produksjonen og har dermed en sterkere posisjon enn sine konkurrenter (Marine Harvest, Årsrapport 2016). For Lerøy kan dette utgjøre en midlertidig strategisk ulempe, da selskapet selv ikke har kontroll på denne produksjonen. Med sin lange historie i bransjen, har Lerøy opparbeidet seg en sterk finansiell stilling. Dette er noe selskapet kan utnytte og investere i egne produksjonsanlegg for fiskefôr i fremtiden. På en annen side kan dette også være tid- og kostnadskrevende, slik at en vertikal integrasjon ikke nødvendigvis er lønnsomt for selskapet. Sammenlignet med Marine Harvest, vil verdikjeden utgjøre en svakhet, men sett i sammenheng med SalMar vil verdikjeden være en konkurransemessig paritet. Totalt sett anser vi verdikjeden som en strategisk paritet.

### Produktbredde

Lerøy skiller seg fra konkurrentene ved at de produserer og tilbyr et bredt produktspekter. I dag produserer Lerøy både laks, ørret, hvitfisk, skalldyr og pelagisk fisk, jf. delkapittel 2.2.3. De fleste andre aktørene produserer kun laks og ørret, med unntak av Marine Harvest som også har hvitfisk. Som nevnt tidligere, er selskapene i oppdrettsnæringen avhengig av å utvide markedene for å kunne vokse, da det er begrenset med konsesjoner. Lerøys store satsing på produktutvikling er derfor en viktig og verdifull ressurs, som få andre aktører besitter. Et slikt diversifisert produktsegment som Lerøy har, vil gjøre selskapet mindre sårbar for endringer i for eksempel lakseprisen. Det vil også være tid- og kostnadskrevende for konkurrentene å opparbeide seg en slik bredde, noe som gjør ressursen sjelden og ikke-imiterbar på kort sikt. Selskapet har derfor en midlertidig fordel, men ikke en varig konkurransefordel da den kan imiteres på lengre sikt.

### **Menneskelige ressurser:**

De menneskelige ressursene utgjør selskapets ansatte og deres erfaringer, kunnskap, kompetanse, relasjoner og innsikt (Barney, 2011).

### Ansatte

Lerøy har lang erfaring i bransjen, noe som gjør at flere av de ansatte har mye erfaring og kompetanse på området. Dette er likevel ikke en sjelden ressurs, da mange av oppdrettsselskapene har høy kompetanse. Likevel har Lerøy en viktig ressurs i Sjur S. Malm, som ble ansatt som finansdirektør i 2012. Han har flere ganger blitt kåret til en av Norges beste analytikere i sin sektor (E24, 2012). Denne ressursen kan også sies å være vanskelig å imitere, da det kun finnes en av denne Sjur Malm. Imidlertid kan han slutte når han ønsker, og denne ressursen kan derfor ikke regnes som en varig ressurs for selskapet.

### FoU

Lerøy har et stort fokus på forskning og utvikling, og har en løpende gjennomføring av ulike FoU-prosjekter med fokus på bedre driftsrutiner, overlevelse og produksjonsoptimalisering, og bedre fiskevelferd (Lerøy, Årsrapport 2016). I 2014 fikk selskapet en grønn konsesjon i gruppe C, som blant annet innebærer at Lerøy må ta i bruk teknologiske eller driftsmessige løsninger som reduserer miljøutfordringene vesentlig (Lerøy, 2018b). Lerøy fokuserer også på å utvikle bærekraftige løsninger gjennom hele verdikjeden, slik at de leverer bærekraftig kvalitetsmat (Lerøy, Årsrapport 2016). Med så sterkt fokus på FoU og bærekraft er dette en

verdifull ressurs for Lerøy, og selskapet ligger langt foran mange andre oppdrettsselskap. Likevel er det flere og flere oppdrettsselskap som kommer med innovative løsninger, og i 2014 var det ti selskaper som fikk en grønn konsesjon gruppe C (Fiskeridirektoratet, 2017c). Dette er derfor ikke en sjelden ressurs og kan imiteres på lengre sikt, men vi konkluderer fortsatt med at Lerøy har et marginalt fortrinn her.

### Relasjoner

Lerøy har over mange år satset på alliansebygging, med både andre produsenter, leverandører og kunder. Utvikling og vedlikehold av forholdet med ulike samarbeidspartnere er et prioritert område for selskapet. Lerøy samarbeider med blant annet SalMar via deres felleseide selskap, Norskott Havbruk AS, hvor de eier 50 prosent hver (Lerøy, Årsrapport 2016). Norskott Havbruk driver med oppdrett i Skottland, og er eier av Scottish Sea Farms Ltd som er Storbritannias nest største lakseprodusent (SalMar, Årsrapport 2016). Samarbeidet med SalMar muliggjør stordriftsfordeler og bruk av hverandres videreforedlingsfabrikker.

I tillegg har Lerøy salgskontorer i Kina, Japan, Frankrike og USA. En tilstedeværelse i store deler av verden, gjør at selskapet kan kartlegge ulike markedsbehov og deretter tilpasse produktene. Kunderelasjoner er svært viktig i konkurransen om kundene, og Lerøys gode kunderelasjoner er en viktig ressurs. Lerøys evne til å bygge relasjoner er derfor en verdifull ressurs for selskapet. Det krever både tid og erfaring for å bygge gode relasjoner, slik at det på kort sikt vil være vanskelig å kopiere for andre aktører. De andre aktørene fokuserer derimot også på relasjonsbygging, slik at dette ikke er en sjelden ressurs. Ut fra dette anser vi relasjoner for å være en konkurransemessig paritet, da det er en verdifull ressurs, men den er ikke sjelden og kan kopieres over tid.

### Finansielle ressurser:

Finansielle ressurser inkluderer den finansielle kapitalen selskapet kan benytte for å utvikle og implementere strategier. Ressursene omfatter kapital fra banker, aksjeeiere, obligasjonseiere og entreprenører. Opptjent egenkapital vil også være en viktig kilde til finansiell kapital (Barney, 2011).

Konsesjoner, oppkjøp og store investeringer er nødvendig for at selskaper skal kunne vokse. Som nevnt under produksjonssyklusen i delkapittel 2.1.3, er oppdrettsnæringen å anse som en langsiktig næring, da produksjonen av fisk tar flere år før man har et ferdig produkt. De

finansielle ressursene er derfor svært verdifulle og viktige i en kapitalkrevende bransje som oppdrettsnæringen. Lerøy er videre en av de største aktørene i bransjen, og har større finansielle ressurser enn mange av de mindre aktørene. Ifølge Proff Forvalt (2018) har Lerøy god lønnsomhet og soliditet. Egenkapitalandelen har for eksempel ligget jevnt på rundt 70 prosent de siste fem årene, noe som anses for å være meget bra. Lerøys egenkapitalandel er også høyere enn mange av de nærmeste konkurrentene som Marine Harvest, SalMar og Grieg. Dette vil si at Lerøy har en sterk finansiell stilling som kan resultere i et midlertidig konkurransefortrinn.

Finansielle ressurser utgjør også en verdifull ressurs for selskapet slik at det skal kunne sikre fremtidig vekst. Denne ressursen vil likevel være en begrenset ressurs, da den er mulig for konkurrentene å imitere. På den andre siden kan dette være tidkrevende, men på lang sikt vil det være mulig for konkurrenter å oppnå en like sterk finansiell stilling. Ut fra dette kan vi også si at tilgangen på de finansielle ressursene heller ikke kan anses som sjelden. Lerøy besitter derfor ingen varig og unik posisjon overfor konkurrentene med tanke på tilgangen til finansielle ressurser, men selskapets posisjon i dag tilsier likevel at de finansielle ressursene gir grunnlag for et midlertidig fortrinn.

### **Organisatoriske ressurser:**

Organisatoriske ressurser er selskapets rapporteringsstruktur og deres systemer for planlegging, kontroll og koordinering. Ressursene omfatter også selskapets kultur og omdømme (Barney, 2011). Under de organisatoriske ressursene har vi valgt å fokusere på Lerøys merkenavn da dette utgjør en stor del av selskapets omdømme.

Basert på presentasjonen av de nærmeste konkurrentene i bransjeutvalget, ser vi at Lerøy er et av de eldste selskapene med sine 118 år i bransjen. På grunn av selskapets lange historie, står merkenavnet deres sterkt og utgjør en verdifull ressurs for selskapet. Lerøy har videre et stort fokus på merkevarebygging, og skiller seg fra konkurrentene ved at de i større grad selger sine produkter under eget merkenavn. Sammenlignet med bransjeutvalget utgjør merkevaren til Lerøy en sjelden ressurs. Et slikt merkenavn vil også være vanskeligere å kopiere da det vil være svært tid- og kostnads-krevende for andre å utvikle og opparbeide seg en slik ressurs.

Lerøy har gjennom sin lange erfaring klart å opparbeide seg en solid posisjon i markedet, men på grunn av de juridiske begrensningene i bransjen, kan det være vanskelig for selskapet å

sikre videre organisatorisk vekst. Det vil derfor være viktig for Lerøy å kunne utnytte merkevaren for videre vekst, da det er få konkurrenter som besitter denne ressursen og det vil som nevnt ta lang tid å opparbeide seg et like godt merkenavn. Likevel har vi sett at laks er et homogent produkt, slik at konsumentene ikke nødvendigvis er bevisste på hvilket merke de kjøper. Dette kan gjøre det vanskelig for Lerøy å få et varig konkurransefortrinn ut av merkenavnet. På bakgrunn av dette konkluderer vi med at Lerøys merkenavn gir dem en midlertidig strategisk fordel.

#### 4.2.2 Oppsummering av den interne analysen

I VRIO-analysen har vi kartlagt Lerøys ressurser og selskapets evne til å utnytte ressursene. Analysen gir grunnlag til å vurdere om selskapet har en strategisk ressursfordel overfor bransjen. For at ressursene skal kunne bidra til å skape et varig konkurransefortrinn, er det som vist i tabellen under, fire betingelser som må være oppfylt.

Ressurser	Verdifull	Sjelden	Ikke-imiterbar	Effektivt organisert	Konkurransmessige implikasjoner
<b>Fysiske ressurser</b>					
Konsesjoner	Ja	Ja	Nei	Ja	Midlertidig fortrinn
Lokalisering	Ja	Nei	Nei	Ja	Paritet
Verdikjede	Ja	Nei	Nei	Ja	Paritet
Produktbredde	Ja	Ja	Nei	Ja	Midlertidig fortrinn
<b>Menneskelige ressurser</b>					
Ansatte	Ja	Nei	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn
FoU	Ja	Nei	Nei	Ja	Marginalt fortrinn
Relasjoner	Ja	Nei	Nei	Ja	Paritet
<b>Finansielle ressurser</b>	Ja	Nei	Nei	Ja	Midlertidig fortrinn
<b>Organisatoriske ressurser</b>	Ja	Ja	Ja	Ja	Midlertidig fortrinn

Tabell 4-2: Oppsummering av intern analyse

Ut fra tabellen ser vi at Lerøy har mange verdifulle ressurser som er effektivt utnyttet. Konsesjoner, produktbredde, ansatte, FoU og finansielle ressurser, er alle viktige ressurser som gir et midlertidig fortrinn for selskapet. Konkurrentene og oppdrettsbransjen er i stadig utvikling, slik at det vil være vanskelig å konkludere med at et fortrinn skal vare evig. Videre når det gjelder selskapets organisatoriske ressurser, resulterer selskapets sterke merkenavn i et midlertidig konkurransemessig fortrinn. Selskapet har også noen ressurser som hverken danner en fordel eller ulempe, som verdikjede, lokalisering og ressurser. Verdikjeden til Lerøy er videre avhengig av andre leverandører for den viktigste innsatsfaktoren, nemlig fiskefôr. Dette kan stille Lerøy i en svakere posisjon enn sin største konkurrent, men dette

trenger ikke å være gitt. Selskapets lokalisering som hovedsakelig er sentrert langs norskekysten, utgjør også en konkurransemessig paritet.

Resultatet av analysen indikerer at Lerøy besitter en intern konkurransemessig ressursfordel sammenlignet med konkurrentene. Hvorvidt denne fordelten er vedvarende og hvor stor den vil være i fremtiden, er dog usikkert. Det kan likevel forventes at Lerøy i fremtiden oppnår en noe høyere avkastning enn bransjen. Da de fleste ressursene kun utgjør en midlertidig fordel, kan dette på en annen side tilsi at fordelten etter hvert vil reduseres mot gjennomsnittet i bransjen.

### 4.3 SWOT-analyse

Som en oppsummering til den strategiske analysen kan vi bruke en SWOT-analyse, da dette analyseverktøyet gir et oversiktlig bilde av de viktigste interne og eksterne forholdene som påvirker Lerøys samlede strategiske posisjon. I den eksterne analysen har vi sett på hvilke muligheter og trusler Lerøy står overfor, mens i den interne analysen ble Lerøys styrker og svakheter kartlagt. I SWOT-analysen nedenfor vil de viktigste funnene fra analysene presenteres.



Figur 4-3: SWOT-analyse



Som vi kan se av figuren ovenfor, er Lerøy et selskap med mange styrker. Lerøy har et bredt spekter av produkter, og er et av få selskaper i bransjeutvalget som produserer andre fiskearter enn laks og ørret. Videre gjør spredningen av salgs- og distribusjonskontorene at selskapet muliggjør tilstedeværelse i viktige markeder. Vi vil også trekke frem Lerøys innovasjonsevne som en styrke. Selskapet har et stort fokus på forskning og utvikling, som for eksempel å utvikle bærekraftige løsninger gjennom hele verdikjeden. Av svakheter vil vi først og fremst trekke frem Lerøys geografiske plassering. Lerøy har hovedsakelig plassert sin produksjon i Norge og Skottland. Selv om det er flere fordeler med denne plasseringen, gjør den også at selskapet er spesielt sårbart for eventuelle sykdomsutbrudd. Videre har vi også sett at tilgangen på fiskefôr, samt et høyt kostnadsnivå for produksjon i Norge, kan utgjøre en svakhet.

Lerøy produserer som nevnt flere fisketyper utover laks og ørret, noe som gjør at de har muligheter til å øke lønnsomheten til de andre fiskeartene fremover. Som et resultat av befolkningsøkning, står også hele bransjen overfor en økning i etterspørselen. Dette kan føre til store muligheter for økt produksjon i fremtiden. Videre kan landbaserte oppdrettsanlegg og teknologiske nyvinninger bidra til å redusere truslene som finnes i oppdrettsbransjen. Av de truslene som eksisterer, er rømming, sykdom og lakselus sett på som noen av de største problemene, da disse kan medføre store tap for næringen. Videre kan også de politiske og juridiske forholdene gi bransjen store utfordringer, både når det gjelder myndighetenes reguleringer og handelspolitiske konflikter.

## **5 Regnskapsanalyse**

I regnskapsanalysen vil selskapets historiske resultatregnskap og balanse bli presentert og valg av analysenivå og analyseperiode blir definert. Dette vil danne grunnlaget for omgrupperingen av regnskapet og for å kunne foreta en mer investororientert analyse. I omgrupperingen skilles det mellom relevant informasjon som skaper verdi for selskapet og informasjon som ikke er verdiskapende. Det omgrupperte regnskapet vil videre bli brukt til en analyse av selskapets risiko og for å gjennomføre en lønnsomhetsanalyse. Regnskapsanalysen og den strategiske analysen i kapittel 4 vil danne grunnlaget for å estimere et fremtidsregnskap for Lerøy.

## 5.1 Valg av analysenivå og analyseperiode

### 5.1.1 Analysenivå

Før vi kan analysere regnskapet til Lerøy må vi avgjøre nivået regnskapet skal analyseres etter, det vil si om analysen skal foregå med utgangspunkt i selskapets konsernregnskap eller selskapsregnskap. For å komme frem til et konkret svar, er det i henhold til Kaldestad og Møller (2016) flere faktorer som må vurderes. Opererer selskaper innenfor ett virksomhetsområde anbefales det å ta utgangspunkt i konsernregnskapet og analysere regnskapet samlet. Driver selskapet på den andre siden innenfor flere virksomhetsområder, vil det beste være å analysere regnskapet separat. Videre kan det skape problemer dersom selskapet har operasjoner i flere land (Kaldestad og Møller, 2016).

Lerøy har som nevnt under presentasjonen av selskapet, flere forskjellige forretningsområder presentert som egne segmenter i konsernets årsregnskap. Ifølge Kaldestad og Møller (2016) vil dog slike underliggende regnskap sjelden gi nok informasjon når formålet er å analysere regnskapet, slik at det blir utfordrende å analysere forretningsområdene hver for seg. I tillegg er Lerøys forretningsområder tett integrerte og utgjør sammen selskapets verdikjede.

Lerøy er også et konsern bestående av flere datterselskaper som opererer i flere ulike land, og det bør tas stilling til om disse skal vurderes separat. Regnskapene til datterselskapene vil ikke være tilgjengelig i like stor grad som det offentlig tilgjengelige konsernregnskapet, slik at det derfor vil være naturlig å se selskapet under ett.

Videre vil konsernregnskapet være mer omfattende enn selskapsregnskapet.

Konsernregnskapet gir derfor mer verdifull informasjon angående selskapets samlede virksomhet, som gjør at vi får et bedre bilde av virksomheten. Basert på dette og diskusjonen over, mener vi det vil være mest hensiktsmessig å vurdere Lerøy som et helhetlig selskap. Analysen baseres derfor på Lerøys konsernregnskap.

### 5.1.2 Analyseperiode

Analyseperioden viser hvor mange år tilbake analysen dekker, og antall år som bør velges vil variere. Hvor stabilt et selskap er og hvor syklisk bransjen er, vil være faktorer som kan ha noe å si for valg av periode. Hvor stabilt selskapet er kan avhenge av ulike elementer, som for eksempel hvilken fase i livssyklusen selskapet er i, om det er en regulert virksomhet eller om

selskapet er i en vekstbransje. En syklisk bransje kjennetegnes ved store konjunktursvingninger, og det trengs derfor en lengre analyseperiode for at virkningene av konjunktorene skal reduseres (Kaldestad og Møller, 2016).

Lerøy er et modent selskap og er som tidligere nevnt et stabilt selskap, med en jevn inntjening over hele analyseperioden. Oppdrettsnæringen kan også ses på som en syklisk bransje, da resultatene til selskapene er sterkt påvirket av endringer som forekommer i lakseprisen. Dette tyder på en lang analyseperiode, men risikoen er da at det brukes data som ikke lenger er relevant. Oppdrettsnæringen har videre hatt en sterk vekst, fått flere konsesjoner og flere oppkjøp. Dette er argumenter som taler for en kortere analyseperiode.

Basert på drøftelsen ovenfor har vi valgt en analyseperiode for Lerøy på åtte år, fra 2010 til 2017. Årsaken til at vi går helt tilbake til 2010 er for å få med nedgangen selskapet hadde i 2011 og 2012. En analyseperiode på åtte år antas å dekke konjunktursvingningene, slik at analyseperioden reflekterer normalen.

## 5.2 Presentasjon av historiske regnskapstall

Nedenfor presenteres det historiske resultatregnskapet og den historiske balansen til Lerøy for analyseperioden 2010-2017. Opplysningene er hentet fra årsrapporter på selskapets hjemmeside og er dermed basert på offentlig tilgjengelig informasjon. Når det gjelder 2017, har vi brukt selskapets fjerde kvartalsrapport, da årsrapporten ikke er tilgjengelig før i slutten av april 2018. Siden kvartalsrapporten ikke er like detaljert som årsrapporten, er noen poster estimert med utgangspunkt i samme forhold som foregående år, slik at vi kan gjennomføre omgrupperingen. Lerøy rapporterer etter regnskapsstandarden IFRS og oppgir tallene i NOK 1000.

## 5.2.1 Resultatregnskap

RESULTATREGNSKAP	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2017Q
<b>DRIFTSINNEKTER</b>								
Salg av varer og tjenester	8 872 699	9 152 759	9 087 844	10 736 948	12 562 265	13 418 024	17 221 829	18 623 515
Leieinntekter	2 485	2 579	1 225	225	4 031	773	2 507	-
Erstatninger	5 076	1 634	603	3 924	2 400	9 446	706	-
Andre driftsinntekter	4 654	5 841	7 474	23 617	10 769	22 482	44 236	-
Gevinst/tap ved salg av anleggsmidler	2 757	14 060	5 795	-	-	-	-	-
Andre gevinster og tap	-	-	-	53 805	117 409	34 206	457	3 927
<b>Sum driftsinntekter og andre gevinster/tap</b>	<b>8 887 671</b>	<b>9 176 873</b>	<b>9 102 941</b>	<b>10 818 519</b>	<b>12 696 874</b>	<b>13 484 931</b>	<b>17 269 735</b>	<b>18 619 588</b>
<b>DRIFTSKOSTNADER</b>								
Varekjøp	5 479 869	6 184 793	6 499 768	7 039 813	8 450 392	9 278 374	10 561 407	9 654 211
Endring i varelager	132 291	- 318 613	- 57 449	- 258 380	- 447 053	- 465 960	- 296 387	-
Lønn og andre personalkostnader	777 845	967 789	1 031 872	1 094 464	1 270 880	1 411 024	1 785 537	2 438 259
Andre driftskostnader	691 791	858 107	853 884	1 004 148	1 262 518	1 447 625	1 864 088	2 227 105
<b>Sum driftskostnader</b>	<b>7 081 796</b>	<b>7 692 076</b>	<b>8 328 075</b>	<b>8 880 045</b>	<b>10 536 737</b>	<b>11 671 063</b>	<b>13 914 645</b>	<b>14 319 575</b>
<b>Driftsresultat før avskrivninger og verdjustering (EBITDA)</b>	<b>1 805 874</b>	<b>1 484 797</b>	<b>774 866</b>	<b>1 938 474</b>	<b>2 160 138</b>	<b>1 813 869</b>	<b>3 355 089</b>	<b>4 300 013</b>
Avskrivninger	219 624	271 899	291 768	307 175	369 480	433 916	511 621	583 265
Nedskrivninger	-	-	33 000	5 500	1 982	-	-	-
<b>Driftsresultat før verdjustering av biologiske eiendeler</b>	<b>1 586 249</b>	<b>1 212 898</b>	<b>450 098</b>	<b>1 625 799</b>	<b>1 788 676</b>	<b>1 379 953</b>	<b>2 843 468</b>	<b>3 716 749</b>
Verdjustering av biologiske eiendeler	298 538	- 615 767	294 735	764 229	- 327 414	188 508	1 470 561	- 1 716 309
<b>Driftsresultat (EBIT)</b>	<b>1 884 787</b>	<b>597 131</b>	<b>744 832</b>	<b>2 390 028</b>	<b>1 461 262</b>	<b>1 568 461</b>	<b>4 314 030</b>	<b>2 000 440</b>
<b>TILKNYTTET VIRKSOMHET OG FINANSPOSTER</b>								
Inntekt fra tilknyttet selskap	122 006	19 741	24 831	192 188	91 939	61 376	262 783	302 651
Finansinntekt	20 477	44 460	36 939	22 256	35 849	12 498	27 104	43 209
Finanskostnad	- 86 749	- 126 344	- 132 092	- 124 096	- 155 639	- 141 226	- 158 595	- 252 832
<b>Resultat av tilknyttet virksomhet og finansposter</b>	<b>55 734</b>	<b>190 545</b>	<b>- 70 322</b>	<b>90 348</b>	<b>- 27 851</b>	<b>- 67 352</b>	<b>131 292</b>	<b>93 028</b>
<b>SKATT OG RESULTATER</b>								
<b>Resultat før skattekostnad</b>	<b>1 940 521</b>	<b>534 988</b>	<b>674 509</b>	<b>2 480 376</b>	<b>1 433 411</b>	<b>1 501 110</b>	<b>4 445 321</b>	<b>2 093 468</b>
Sum skattekostnad	- 510 952	- 156 311	- 182 749	- 593 981	- 328 939	- 268 226	- 926 691	- 343 984
<b>Årsresultat</b>	<b>1 429 569</b>	<b>378 677</b>	<b>491 760</b>	<b>1 886 395</b>	<b>1 104 473</b>	<b>1 232 883</b>	<b>3 518 630</b>	<b>1 749 483</b>
Herav kontrollerende eierineressers andel	1 419 507	382 705	480 797	1 733 352	1 055 916	1 179 718	3 224 143	1 749 494
Herav ikke-kontrollerende eierineressers andel	10 062	4 028	10 963	153 043	48 557	53 165	294 488	11
<b>ANDRE INNEKTER OG KOSTNADER</b>								
<b>Årets resultat</b>	<b>1 429 569</b>	<b>378 677</b>	<b>491 760</b>	<b>1 886 395</b>	<b>1 104 473</b>	<b>1 232 883</b>	<b>3 518 630</b>	<b>1 749 483</b>
Omregningsdifferanse	2 619	1 492	- 13 826	85 118	94 502	100 840	- 157 052	74 086
Verdiendring finansielle instrumenter	-	-	- 27 086	8 785	- 72 200	4 829	40 934	20 338
Verdiendring aksjer holdt for salg	-	- 5 161	- 7 200	- 487	-	-	-	-
Verdiendringer fra tilknyttede selskaper	-	-	- 1 847	- 75	- 16	- 2	- 2 842	- 2 772
Estimatavvik pensjoner	-	126	-	2 477	- 3 231	1 502	4 346	1 176
Gevinst salg av aksjer tilgjengelig for salg, reklassifisert til resultat	-	-	-	-	- 12 871	-	-	-
<b>Totalresultat</b>	<b>1 432 188</b>	<b>375 134</b>	<b>441 801</b>	<b>1 982 213</b>	<b>1 110 657</b>	<b>1 340 052</b>	<b>3 404 016</b>	<b>1 842 311</b>
Herav kontrollerende eierineressers andel	1 422 340	379 166	431 474	1 813 827	1 049 590	1 274 774	3 115 688	1 842 322
Herav ikke-kontrollerende eierineressers andel	9848	- 4 032	10 327	168 386	61 067	65278	288 328	11

Tabell 5-1: Historisk resultatregnskap for Lerøy (Lerøys Årsrapporter, 2010-2016 og 4. kvartalsrapport 2017)

## 5.2.2 Balanse

BALANSE	2010	2011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	2 017
<b>ANLEGGSMIDLER</b>								
Utsatt skattefordel	3 697	6 546	21 545	11 807	42 263	41 536	31 059	31 055
Konsesjoner, rettigheter, goodwill	3 847 760	3 878 873	3 972 053	3 987 141	4 234 391	4 349 916	8 018 448	8 017 424
Bygninger, tomter, driftsmidler	1 586 334	1 836 384	2 094 539	2 377 012	2 676 716	2 899 633	4 209 108	5 148 271
Aksjer i tilknyttede selskaper	338 864	329 168	331 056	735 071	566 965	670 952	730 875	975 868
Aksjer tilgjengelig for salg	22 989	23 173	18 281	5 553	8 066	7 293	8 019	10 707
Langsiktige fordringer	8 129	8 453	8 607	26 171	32 263	17 246	76 679	102 382
<b>Sum anleggsmidler</b>	<b>5 807 773</b>	<b>6 082 597</b>	<b>6 446 081</b>	<b>7 142 755</b>	<b>7 560 664</b>	<b>7 986 576</b>	<b>13 074 188</b>	<b>14 285 707</b>
<b>OMLØPSMIDLER</b>								
Biologiske eiendeler	2 706 733	2 370 938	2 724 941	3 727 361	3 681 993	4 320 830	6 418 313	4 458 095
Andre varer	290 379	328 045	326 225	358 482	524 947	552 065	721 803	991 186
Kundefordringer	1 013 932	934 443	995 289	1 486 428	1 427 796	1 568 820	2 209 281	2 409 028
Andre fordringer	176 282	148 395	199 083	316 192	302 692	307 798	421 302	
Kontanter og kontantekvivalenter	1 357 096	1 597 429	1 082 797	872 513	1 360 272	1 247 614	2 233 700	3 514 096
<b>Sum omløpsmidler</b>	<b>5 544 422</b>	<b>5 379 250</b>	<b>5 328 337</b>	<b>6 760 976</b>	<b>7 297 700</b>	<b>7 997 127</b>	<b>12 004 399</b>	<b>11 372 405</b>
<b>SUM EIENDELER</b>	<b>11 352 195</b>	<b>11 461 847</b>	<b>11 774 419</b>	<b>13 903 731</b>	<b>14 858 364</b>	<b>15 983 703</b>	<b>25 078 587</b>	<b>25 658 112</b>
<b>EGENKAPITAL</b>								
Aksjekapital	54 577	54 577	54 577	54 577	54 577	54 577	59 577	
Egne aksjer	- 12 355	- 20 479	- 330	- 330	- 330	- 330	- 30	
Overkurs	2 731 690	2 731 690	2 731 690	2 731 690	2 731 690	2 731 690	4 778 346	
<b>Sum innskutt egenkapital</b>	<b>2 773 912</b>	<b>2 765 788</b>	<b>2 785 937</b>	<b>2 785 937</b>	<b>2 785 937</b>	<b>2 785 937</b>	<b>4 837 893</b>	<b>4 837 893</b>
Annen egenkapital	2 671 798	2 497 047	2 528 638	3 969 263	4 476 377	5 099 758	7 702 055	8 769 401
<b>Sum opptjent egenkapital</b>	<b>2 671 798</b>	<b>2 497 047</b>	<b>2 528 638</b>	<b>3 969 263</b>	<b>4 476 377</b>	<b>5 099 758</b>	<b>7 702 055</b>	<b>8 769 401</b>
Ikke kontrollerende eierinteresser	548 564	534 931	649 381	793 747	817 282	878 357	935 478	874 828
<b>Sum egenkapital konsern</b>	<b>5 994 274</b>	<b>5 797 766</b>	<b>5 963 956</b>	<b>7 548 947</b>	<b>8 079 596</b>	<b>8 764 052</b>	<b>13 475 426</b>	<b>14 482 122</b>
<b>LANGSIKTIG GJELD</b>								
Langsiktig rentebærende gjeld	2 221 701	2 429 365	2 402 770	2 356 803	2 767 118	2 377 123	4 541 276	4 946 254
Annen langsiktig gjeld	1 312	-	-	-	-	-	-	-
Utsatt skatt	1 260 028	1 083 693	1 230 458	1 486 972	1 531 262	1 567 973	2 802 271	2 308 498
Pensjonsforpliktelsener	9 025	7 812	7 646	3 227	6 878	3 765	5 219	4 299
Andre forpliktelsener		7 168	44 788	36 700	131 980	126 674	121 958	100 469
<b>Sum langsiktig gjeld</b>	<b>3 492 066</b>	<b>3 528 038</b>	<b>3 685 662</b>	<b>3 883 702</b>	<b>4 437 238</b>	<b>4 075 535</b>	<b>7 470 724</b>	<b>7 359 520</b>
<b>KORTSIKTIG GJELD</b>								
Leverandørgjeld	638 213	705 165	826 677	1 059 434	1 053 524	915 981	1 366 634	
Kortsiktige kreditter	434 121	760 977	911 887	682 574	469 276	1 465 144	1 094 089	830 009
Skyldige offentlige avgifter m.v.	74 312	62 386	66 915	103 656	70 073	123 457	263 991	
Betalbar skatt	395 233	322 105	88 925	320 344	335 062	200 151	477 842	
Annen kortsiktig gjeld	323 976	285 410	230 400	305 074	413 595	439 383	929 880	2 986 461
<b>Sum kortsiktig gjeld</b>	<b>1 865 855</b>	<b>2 136 043</b>	<b>2 124 802</b>	<b>2 471 082</b>	<b>2 341 530</b>	<b>3 144 116</b>	<b>4 132 437</b>	<b>3 816 470</b>
<b>Sum gjeld</b>	<b>5 357 921</b>	<b>5 664 081</b>	<b>5 810 464</b>	<b>6 354 784</b>	<b>6 778 768</b>	<b>7 219 651</b>	<b>11 603 161</b>	<b>11 175 990</b>
<b>SUM EGENKAPITAL OG GJELD</b>	<b>11 352 195</b>	<b>11 461 847</b>	<b>11 774 419</b>	<b>13 903 731</b>	<b>14 858 364</b>	<b>15 983 703</b>	<b>25 078 587</b>	<b>25 658 112</b>

Tabell 5-2: Historisk balanse for Lerøy (Lerøys Årsrapporter, 2010-2016 og 4. kvartalsrapport 2017)

## 5.3 Omgruppering av regnskap for analyse

Lerøy rapporterer som nevnt sitt regnskap i henhold til IFRS, hvor oppstillingen i utgangspunktet er mer kreditororientert enn investororientert. Når vi skal verdsette egenkapitalen til Lerøy og tilhørende aksjepris, er det derfor viktig å foreta en omgruppering av de rapporterte tallene for å få en mer investororientert oppstilling (Gjesdal, 2007).

### 5.3.1 Omgruppering av resultatregnskap

Gjesdal (2007) presiserer at dersom formålet med analysen er en verdsettelse må det i omgrupperingen skilles mellom eiendeler som er driftsrelaterte og driftsfremmede, og mellom rentebærende og "rentefri" gjeld. I tillegg bør normale og unormale poster separeres. Videre må det tas hensyn til brudd på kongruensprinsippet, såkalt dirty surplus, og hvordan skattekostnaden skal fordeles (Gjesdal, 2007). Dette gjøres for å identifisere de verdiskapende aktivitetene til selskapet. Omgrupperingen av resultatregnskapet skal ifølge (Penman, 2013) deles inn i tre steg.

#### **Steg 1: Identifisere fullstendig drifts- og finansresultat**

Lerøys fullstendige nettoresultat består av selskapets årsresultat, annet fullstendig resultat og dirty surplus. Dirty surplus omtales som brudd på kongruensprinsippet som går ut på at alle inntekter og kostnader skal resultatføres, jf. regnskapsloven § 4-3 (Lovdata, 2018). Dette innebærer at egenkapitalen kun skal endres via egenkapitaltransaksjoner og opptjent overskudd. "Dirty surplus" fremkommer ved brudd på kongruensprinsippet, hvor kostnader eller inntekter blir ført direkte mot egenkapitalen og ikke over resultatet (Gjesdal, 2007). For Lerøy som rapporterer etter IFRS er dirty surplus som regel lik null, da kostnadene eller inntektene blir tatt hensyn til under annet fullstendig resultat i resultatregnskapet. Dirty surplus kan likevel oppstå i forbindelse med emisjon og prinsippendringer (Penman, 2013). For å identifisere brudd på kongruensprinsippet må vi derfor se på føringene til egenkapitalen. I Lerøy sitt regnskap er emisjonskostnader ført som en egenkapitalreduksjon både i 2010 og 2016. Emisjonskostnadene vil derfor bli klassifisert som "dirty surplus". Nedenfor presenteres det fullstendige nettoresultatet.

Fullstendig nettoresultat	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017Q
Årsresultat	1 419 507	382 705	480 797	1 733 352	1 055 916	1 179 718	3 224 143	1 749 494
Driftsrelatert annet resultat	2 833	1 622	- 15 037	72 177	78 745	90 228	- 149 388	72 490
Finansielt annet resultat	-	- 5 161	- 34 286	8 298	- 85 071	4 829	40 934	20 338
<b>Totalresultat</b>	<b>1 422 340</b>	<b>379 166</b>	<b>431 474</b>	<b>1 813 827</b>	<b>1 049 590</b>	<b>1 274 774</b>	<b>3 115 688</b>	<b>1 842 322</b>
Driftsrelatert dirty surplus	-	-	-	-	-	-	-	-
Finansielt dirty surplus	- 200	-	-	-	-	-	- 25 000	-
<b>Fullstendig nettoresultat</b>	<b>1 422 140</b>	<b>379 166</b>	<b>431 474</b>	<b>1 813 827</b>	<b>1 049 590</b>	<b>1 274 774</b>	<b>3 090 688</b>	<b>1 842 322</b>

Tabell 5-3: Fullstendig nettoresultat

Videre kan det fullstendige nettoresultatet deles inn i både et fullstendig driftsresultat og et fullstendig finansresultat. Vi må derfor skille mellom de driftsrelaterte og de finansrelaterte postene i resultatregnskapet. Hva som er driftsrelatert og hva som er finansrelatert vil i noen

tilfeller være klart, mens andre ganger er det behov for en nærmere vurdering.

Resultatregnskapet gir et godt utgangspunkt for klassifisering, ved at poster knyttet til driftsresultatet er driftsrelaterte aktiviteter, mens finansresultatet består av finansrelaterte poster. Likevel bør vi stille spørsmål ved om noe kan klassifiseres annerledes. Det som kan skape problemer, er postene knyttet til annet fullstendig resultat og posten ”inntekt fra tilknyttet selskap”. Ved å benytte noteinformasjon i årsregnskapene til Lerøy og vår forståelse av virksomheten, vil vi skille de ulike postene og komme frem til et fullstendig drifts- og finansresultat (før skatt).

Ifølge Gjesdal (2007) er det viktig med samsvar mellom spesifikasjonen av postene i resultatregnskapet og balansen. Aksjer i tilknyttet selskap er i balansen klassifisert som et driftsrelatert anleggsmiddel. I resultatregnskapet må derfor inntekt fra tilknyttet selskap klassifiseres som en driftspost og inkluderes i driftsinntekten.

Vi har valgt å klassifisere gevinst ved salg av eiendeler og omregningsdifferanser som driftsposter, da postene har en nær tilknytning til Lerøys driftsrelaterte aktiviteter. Estimatavvik pensjoner og verdiendringer fra tilknyttede selskaper klassifiseres også som driftsposter, da dette samsvarer med klassifiseringen av tilhørende poster i balansen (Gjesdal, 2007).

I årsrapporten er aksjer tilgjengelig for salg klassifisert som en finansiell eiendel. Gevinst på salg av aksjer tilgjengelig for salg og verdiendring på aksjer tilgjengelig for salg, blir derfor også klassifisert som finansposter. Videre inneholder balanseposten finansielle instrumenter valutaterminkontrakter, Fish Pool-kontrakter og rentebytteavtaler. Valutaterminkontraktene og Fish Pool-kontraktene har tett sammenheng med Lerøys drift, men da postens beløp hovedsakelig er knyttet til rentebytteavtaler, anser vi posten knyttet til endringer i de finansielle instrumentene som finansiell.

Emisjonskostnadene som er ført direkte mot egenkapitalen og som representerer et brudd på kongruensprinsippet, klassifiserer vi som finansrelaterte grunnet kostnadenes nære tilknytning til de finansielle aktivitetene. Oppstillingen nedenfor viser det fullstendige drifts- og finansresultatet (før skatt).

Fullstendig driftresultat	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017Q
Driftsresultat fra egen virksomhet	1 884 787	597 131	744 832	2 390 028	1 461 262	1 568 461	4 314 030	2 000 440
Inntekt fra tilknyttet selskap	122 006	19 741	24 831	192 188	91 939	61 376	262 783	302 651
Driftsrelatert annet fullstendig resultat	2 619	1 618	- 15 673	87 520	91 255	102 340	- 155 548	72 490
Difftrelatert "dirty surplus"	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Fullstendig driftresultat før skatt</b>	<b>2 006 793</b>	<b>618 490</b>	<b>753 990</b>	<b>2 669 736</b>	<b>1 644 456</b>	<b>1 732 177</b>	<b>4 421 265</b>	<b>2 375 581</b>

Fullstendig finansresultat	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017Q
Finansresultat	- 66 272	- 81 884	- 95 153	- 101 840	- 119 790	- 128 728	- 131 491	- 209 623
Finansrelatert annet fullstendig resultat	-	- 5 161	- 34 286	8 298	- 85 071	4 829	40 934	20 338
Finansiell "dirty surplus"	- 200	-	-	-	-	-	- 25 000	-
<b>Fullstendig finansresultat før skatt</b>	<b>- 66 472</b>	<b>- 87 045</b>	<b>- 129 439</b>	<b>- 93 542</b>	<b>- 204 861</b>	<b>- 123 899</b>	<b>- 115 557</b>	<b>- 189 285</b>

Tabell 5-4: Fullstendig drifts- og finansresultat

## **Steg 2: Normalisere regnskapet**

Det rapporterte resultatet gir ikke alltid et godt bilde av den underliggende inntjeningen til selskapet (Kaldestad og Møller, 2016). Med en verdsettelse som formål, er det ifølge Gjesdal (2007) spesielt viktig å kunne identifisere et normalt driftsresultat. Dette begrunnes med at det er det normale driftsresultatet som vil være best egnet til å predikere den videre utviklingen for selskapet, og at de normale postene er mer forutsigbare og forventes å fremkomme i hver periode. Det neste steget går derfor ut på å normalisere regnskapet ved å identifisere normale og unormale poster for å komme frem til et normalisert resultat (Penman, 2013). Unormale poster er ekstraordinære poster som ikke følger faste trender og som derfor er vanskelige å predikere. Dette kan være engangshendelser, uregelmessige hendelser eller hendelser som ikke har en sammenheng med selskapets ordinære virksomhet (Gjesdal 2007).

Vi har valgt å klassifisere gevinst ved salg av eiendeler som en unormal post, da dette hovedsakelig er salgsgevinster som ikke vil være knyttet til selskapets ordinære virksomhet (Gjesdal, 2007). Dette støttes også av Penman (2013). I resultatregnskapet til Lerøy ser vi at nedskrivningene representerer en engangshendelse, og de klassifiseres følgelig som en unormal post (Penman, 2013). Videre fremgår det av resultatregnskapet at postene estimatavvik pensjoner og verdiendringer fra tilknyttede selskaper er uregelmessige hendelser. Disse klassifiseres derfor som unormale (Gjesdal, 2007).

Videre er verdijustering av biologiske eiendeler og omregningsdifferanse poster med store prissvingninger, og det knyttes usikkerhet til hva faktisk pris vil være i fremtiden. Disse gir derfor dårlig prediksjonsverdi for fremtidsregnskapet, og vi klassifiserer dem av den grunn som unormale.



Andre finansinntekter og andre finanskostnader er unormale, da disse er uregelmessige poster som gir dårlig prediksjonsverdi. Postene agiovinning, agiotap og nedskrivning finansielle anleggsmidler klassifiserer vi også som unormale, siden disse forekommer sjeldent i Lerøys regnskap og ikke følger en fast trend. Disse postene er dermed uregelmessige hendelser og vil være vanskelig å prognostisere i et fremtidsregnskap (Gjesdal, 2007).

Avslutningsvis klassifiserer vi gevinst på salg av aksjer tilgjengelig for salg, verdiendring på aksjer tilgjengelig for salg og verdiendring på finansielle instrumenter som unormale. Dette er begrunnet med at postene er en del av andre inntekter og kostnader, som ifølge Penman (2013) er poster som vil være unormale. Postene gjelder også verdier som forekommer sjeldent eller ikke er en del av selskapets ordinære virksomhet. Dette er også grunner til at de vil være unormale (Gjesdal, 2007).

Tabellene under viser en oversikt over de unormale og normale postene til Lerøy, fordelt på henholdsvis drift og finans. Resten av postene klassifiserer vi som normale.

<b>Unormalt driftsresultat</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017Q</b>
Gevinst ved salg av eiendeler	2 757	14 060	5 795	53 805	117 409	34 206	457	- 3 927
Nedskrivninger	-	-	33 000	5 500	1 982	-	-	-
Verdijustering av biologiske eiendeler	298 538	- 615 767	294 735	764 229	- 327 414	188 508	1 470 561	- 1 716 309
<b>Unormalt driftresultat (før skatt)</b>	<b>301 295</b>	<b>- 601 707</b>	<b>267 530</b>	<b>812 534</b>	<b>- 211 987</b>	<b>222 714</b>	<b>1 471 018</b>	<b>- 1 720 236</b>
<b>Unormale driftsposter før og etter skatt</b>								
Unormalt driftresultat (før skatt)	301 295	- 601 707	267 530	812 534	- 211 987	222 714	1 471 018	- 1 720 236
Driftsrelatert annet fullstendig resultat (etter skatt)	2 619	1 618	- 15 673	87 520	91 255	102 340	- 155 548	72 490
Driftsrelatert "dirty surplus" (etter skatt)	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Sum unormale driftsposter</b>	<b>303 914</b>	<b>- 600 089</b>	<b>251 857</b>	<b>900 054</b>	<b>- 120 732</b>	<b>325 054</b>	<b>1 315 470</b>	<b>- 1 647 746</b>
<b>Normalt driftsresultat (før skatt)</b>								
Rapportert driftsresultat (EBIT)	1 884 787	597 131	744 832	2 390 028	1 461 262	1 568 461	4 314 030	2 000 440
Unormalt driftsresultat	301 295	- 601 707	267 530	812 534	- 211 987	222 714	1 471 018	- 1 720 236
<b>Normalt driftsresultat</b>	<b>1 583 492</b>	<b>1 198 838</b>	<b>477 302</b>	<b>1 577 494</b>	<b>1 673 249</b>	<b>1 345 747</b>	<b>2 843 012</b>	<b>3 720 676</b>
Inntekt fra tilknyttet selskap	122 006	19 741	24 831	192 188	91 939	61 376	262 783	302 651
<b>Sum normalt driftsresultat</b>	<b>1 705 498</b>	<b>1 218 579</b>	<b>502 133</b>	<b>1 769 682</b>	<b>1 765 188</b>	<b>1 407 123</b>	<b>3 105 795</b>	<b>4 023 327</b>

Tabell 5-5: Normale og unormale driftsposter

<b>Unormalt finansresultat</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017Q</b>
Andre finansinntekter	3 773	3 231	2 967	2 883	14 843	329	925	-
Agiovinning	-	-	-	1 422	-	-	7 640	-
Andre finanskostnader	- 4 917	- 4 523	- 3 139	- 3 838	- 5 210	- 6 299	- 7 925	12 634
Agiotap	-	-	262	-	200	8 632	-	-
Nedskrivning finansielle anleggsmidler	-	-	-	-	26 000	-	-	-
<b>Unormalt finansresultat før skatt</b>	<b>- 1 144</b>	<b>- 1 292</b>	<b>- 434</b>	<b>467</b>	<b>- 16 567</b>	<b>- 14 602</b>	<b>640</b>	<b>- 12 634</b>
<b>Unormale finansposter før og etter skatt</b>								
Unormalt finansresultat (før skatt)	- 1 144	- 1 292	- 434	467	- 16 567	- 14 602	640	- 12 634
Finansrelatert annet fullstendig resultat (etter skatt)	-	5 161	34 286	8 298	85 071	4 829	40 934	20 338
Finansrelatert "dirty surplus" (etter skatt)	- 200	-	-	-	-	-	25 000	-
<b>Sum unormale finansposter</b>	<b>- 1 344</b>	<b>- 6 453</b>	<b>- 34 720</b>	<b>8 765</b>	<b>- 101 638</b>	<b>- 9 773</b>	<b>16 574</b>	<b>7 704</b>
<b>Normalt finansresultat (før skatt)</b>								
Rapportert finansresultat	- 66 272	- 81 884	- 95 153	- 101 840	- 119 790	- 128 728	- 131 491	- 209 623
Unormalt finansresultat	- 1 144	- 1 292	- 434	467	- 16 576	- 14 602	640	- 12 634
<b>Normalt finansresultat</b>	<b>- 65 128</b>	<b>- 80 592</b>	<b>- 94 719</b>	<b>- 102 307</b>	<b>- 103 214</b>	<b>- 114 126</b>	<b>- 132 131</b>	<b>- 196 989</b>

Tabell 5-6: Normale og unormale finansposter

### Steg 3: Fordele skattekostnaden

Skattekostnaden kan i henhold til Penman (2013) rapporteres i to deler, skatt på poster over skattelinjen og skatt på poster under skattelinjen i resultatregnskapet. Både driftspostene og finanspostene i resultatregnskapet har skattekonsekvenser. Siden skattekostnaden kun er rapportert som en størrelse, må den allokere til både drifts- og finanspostene for å få dem etter skatt. Når det gjelder de ekstraordinære postene under skattelinjen og dirty surplus-poster, er disse allerede etter skatt. Penman (2013) påpeker følgelig at det ikke skal allokere skatt til disse postene når vi omgrupperer resultatregnskapet.

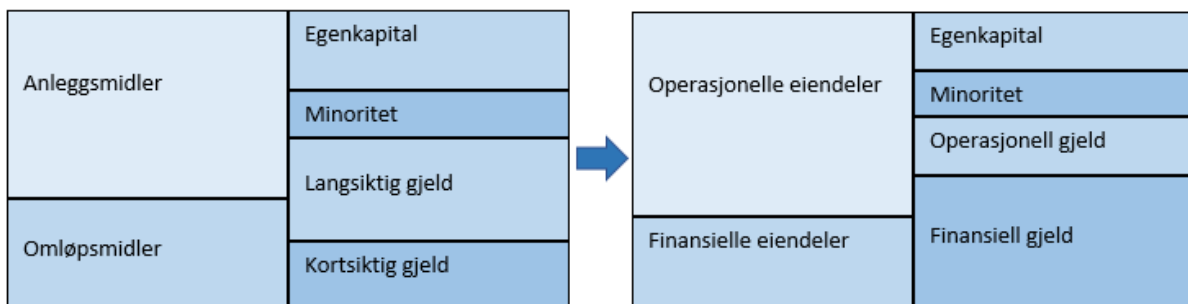
I tabellen nedenfor presenteres fordelingen av skattekostnaden. Her er den rapporterte skattekostnaden allokert til både normal finansinntekt og finanskostnad, samt unormalt finansresultat og driftsresultat. Til slutt fant vi skatten på det normale driftsresultatet som benyttes i det ferdig omgrupperte resultatregnskapet. Vi har brukt den rapporterte skattesatsen for de enkelte årene i analyseperioden (Skatteetaten, 2018).

<b>Fordele skattekostnaden</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017Q</b>
Skattesats	28 %	28 %	28 %	28 %	27 %	27 %	25 %	24 %
Rapportert skattekostnad	510 952	156 311	182 749	593 981	328 939	268 226	926 691	343 984
Skatt på normal finansinntekt	4 677	11 544	9 512	5 026	5 672	3 286	4 635	10 370
Skatt på normal finanskostnad	22 913	34 110	36 033	33 672	33 545	34 100	37 668	57 648
Skatt på unormalt finansresultat	- 320	- 362	- 122	131	- 4 473	- 3 943	160	- 3 032
Skatt på unormalt driftsresultat	84 363	- 168 478	74 908	227 510	- 57 236	60 133	367 755	- 412 857
<b>Skatt på normalt driftsresultat</b>	<b>445 146</b>	<b>347 716</b>	<b>134 483</b>	<b>394 987</b>	<b>418 521</b>	<b>242 850</b>	<b>591 809</b>	<b>807 150</b>

Tabell 5-7: Fordeling av skattekostnad

### 5.3.2 Omgruppering av balanse

Verdien av selskapet kan ses på med utgangspunkt i tre ulike grunnlag: total kapital, sysselsatt kapital eller netto driftskapital. Når vi omgrupperer balansen vil vi først identifisere total kapitalen for deretter å foreta en omgruppering fra total kapital til sysselsatt kapital. Avslutningsvis går vi fra sysselsatt kapital til netto driftskapital og kommer frem til en ferdig omgruppert balanse. Balansen må omgrupperes fordi den på samme måte som resultatregnskapet er kreditorientert, og omgrupperingen bidrar til å gjøre balansen mer investororientert (Gjesdal, 2007). Vi ønsker også her å skille mellom finansielle og driftsrelaterte eiendeler, i og med at det er de driftsrelaterte eiendelene som er verdiskapende for selskapet. Videre har ikke de finansielle eiendelene direkte tilknytning til selskapets drift, og bidrar derfor ikke til driftsresultatet. I tillegg skiller vi mellom finansiell gjeld og driftsrelatert gjeld. Finansiell gjeld er rentebærende gjeld, mens driftsrelatert gjeld er ikke-rentebærende gjeld (Penman, 2013). En forklaring til de enkelte postene vil bli presentert nedenfor.



Figur 5-1: Fra rapportert til omgruppert balanse (Kaldestad og Møller, 2016)

Ifølge Penman (2013) betegnes utbytte som egenkapital i den omgrupperte balansen. I og med at Lerøy rapporterer i henhold til IFRS for hele analyseperioden, betyr dette at utbytte allerede er balanseført som egenkapital. Dette blir derfor ikke nærmere problematisert.

#### **Driftsrelaterte eiendeler:**

Kundefordringer er kortsiktige fordringer som oppstår ved salg av produkter og tjenester, og er følgelig knyttet til selskapets daglige drift. Kundefordringene klassifiseres derfor som en driftsrelatert eiendel (Penman, 2013).

Bygninger, tomter og driftsmidler inngår i selskapets daglige drift, og er klart driftsrelaterte eiendeler (Kaldestad og Møller, 2016). Denne klassifiseringen støttes også av Koller et al.

(2015). Det samme gjelder biologiske eiendeler som i henhold til Lerøys noteinformasjon består av levende fisk og andre varer som for eksempel fôr og råvarer. Dette er grunnleggende ressurser for den daglige driften i selskapet, og de anses derfor som driftsrelaterte eiendeler.

Ifølge Gjesdal (2007) vil normalt aksjer i tilknyttede selskaper og andre fordringer klassifiseres som driftsrelaterte. Konesjoner, rettigheter og goodwill er immaterielle eiendeler som også relaterer seg til selskapets drift (Kaldestad og Møller, 2016). De klassifiseres dermed som driftsrelaterte. Utsatt skattefordel er knyttet til midlertidige forskjeller, og er derfor driftsrelaterte eiendeler (Penman, 2013).

### **Finansielle eiendeler:**

Kontanter og kontantekvivalenter kan være både driftsrelaterte eiendeler og finansielle eiendeler. Dette er nødvendige midler for å drive virksomheten, og en del av kontantene vil derfor være driftsrelaterte midler. Overskuddslikviditeten vil anses som en finansiell eiendel, men hvor mye kontanter det vil være behov for i den daglige driften, vil derimot være vanskelig å beregne (Kaldestad og Møller, 2016). Vi klassifiserer derfor alle kontanter og kontantekvivalenter som finansielle eiendeler. Dette er også i tråd med Penman (2013).

Langsiktige fordringer er i notene klassifisert som finansielle eiendeler. Det samme gjelder aksjer tilgjengelig for salg, som i årsrapporten er nevnt som finansielle eiendeler tilgjengelig for salg. Vi klassifiserer derfor disse som finansielle eiendeler.

### **Driftsrelatert gjeld:**

Leverandørgjeld er driftsrelatert gjeld fordi den knytter seg til kjøp av varer og tjenester relatert til den daglige driften (Koller et al., 2015). Ifølge Penman (2013) skal også pensjonsforpliktelsene klassifiseres som driftsrelatert gjeld. Penman (2013) forklarer videre at utsatt skatt klassifiseres som driftsrelatert, fordi posten hovedsakelig relaterer seg til midlertidige forskjeller. Betalbar skatt, skyldige offentlige avgifter m.v. og annen kortsiktig gjeld klassifiseres også som driftsrelatert gjeld, da postene er knyttet til driftsrelaterte aktiviteter.

### **Finansiell gjeld:**

Langsiktig rentebærende gjeld vil ifølge Kaldestad og Møller (2016) være lån til banken som skal klassifiseres som finansiell gjeld. Dette er begrunnet med at den er rentebærende og dermed ikke knyttet til selskapets drift (Koller et al., 2015). Når det gjelder posten annen langsiktig gjeld, fremkommer denne kun i et av årene i analyseperioden. Ser vi videre i selskapets årsrapport for 2016, er langsiktig rentebærende gjeld og annen langsiktig gjeld slått sammen. Vi antar derfor at annen langsiktig gjeld i 2010 skal klassifiseres likt som den rentebærende gjelden.

Kortsiktige kreditter består i henhold til notene av neste års avdrag på banklån og leasing. De kortsiktige kredittene vil derfor være rentebærende og klassifiseres som finansiell gjeld. Av notene fremgår det videre at andre forpliktelser er beskrevet som finansielle instrumenter. Vi antar derfor at også disse utgjør en finansiell post.

### **Minoritetsinteresser:**

Ifølge Kaldestad og Møller (2016) vil den enkleste måten å håndtere minoritetsinteressene på, være å estimere virkelig verdi på deres eierandel og inkludere den i finansiell gjeld. Penman (2013) hevder på sin side at minoritetsinteressene ikke er en forpliktelse på lik linje med gjeld, og at man derfor i stedet skal behandle posten som en egen linje i det reformulerte regnskapet. Minoritetsinteressenes andel gjennom analyseperioden utgjør i snitt 9 prosent av den totale egenkapitalen. Vi mener dette er en relativt stor andel i forhold til den totale egenkapitalen, og velger derfor som Penman (2013) å behandle minoritetsinteressene på en egen linje i det omgrupperte regnskapet.

Når de ulike postene er klassifisert, kommer vi til slutt frem til selskapets total kapital som presenteres i tabell 5-8 nedenfor.

SYMBOL	TOTALBALANSE	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017Q
DAM	Driftsrealterte anleggsmidler	5 776 655	6 050 971	6 419 193	7 111 031	7 520 335	7 962 037	12 989 490	14 172 618
DOM	Driftsrelaterte omløpsmidler	4 187 326	3 781 821	4 245 538	5 888 463	5 937 428	6 749 513	9 770 699	7 858 309
<b>DE</b>	<b>Driftsrelaterte eiendeler</b>	<b>9 963 981</b>	<b>9 832 792</b>	<b>10 664 731</b>	<b>12 999 494</b>	<b>13 457 763</b>	<b>14 711 550</b>	<b>22 760 189</b>	<b>22 030 927</b>
FAM	Finansielle anleggsmidler	31 118	31 626	26 888	31 724	40 329	24 539	84 698	113 089
FOM	Finansielle omløpsmidler	1 357 096	1 597 429	1 082 797	872 513	1 360 272	1 247 614	2 233 700	3 514 096
<b>FE</b>	<b>Finansielle eiendeler</b>	<b>1 388 214</b>	<b>1 629 055</b>	<b>1 109 685</b>	<b>904 237</b>	<b>1 400 601</b>	<b>1 272 153</b>	<b>2 318 398</b>	<b>3 627 185</b>
<b>TE</b>	<b>TOTALE EIENDELER</b>	<b>11 352 195</b>	<b>11 461 847</b>	<b>11 774 419</b>	<b>13 903 731</b>	<b>14 858 364</b>	<b>15 983 703</b>	<b>25 078 587</b>	<b>25 658 112</b>
<b>EKM</b>	<b>Egenkapital</b>	<b>5 445 710</b>	<b>5 262 835</b>	<b>5 314 575</b>	<b>6 755 200</b>	<b>7 262 314</b>	<b>7 885 695</b>	<b>12 539 948</b>	<b>13 607 294</b>
<b>MI</b>	<b>Minoritetsinteresser</b>	<b>548 564</b>	<b>534 931</b>	<b>649 381</b>	<b>793 747</b>	<b>817 282</b>	<b>878 357</b>	<b>935 478</b>	<b>874 828</b>
<b>EK</b>	<b>Sum egenkapital konsern</b>	<b>5 994 274</b>	<b>5 797 766</b>	<b>5 963 956</b>	<b>7 548 947</b>	<b>8 079 596</b>	<b>8 764 052</b>	<b>13 475 426</b>	<b>14 482 122</b>
LDG	Langsiktig driftsrelatert gjeld	1 269 053	1 091 505	1 238 104	1 490 199	1 538 140	1 571 738	2 807 490	2 312 797
KDG	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	1 431 734	1 375 066	1 212 917	1 788 508	1 872 254	1 678 972	3 038 347	2 986 461
<b>DG</b>	<b>Driftsrelatert gjeld</b>	<b>2 700 787</b>	<b>2 466 571</b>	<b>2 451 021</b>	<b>3 278 707</b>	<b>3 410 394</b>	<b>3 250 710</b>	<b>5 845 837</b>	<b>5 299 258</b>
LFG	Langsiktig finansiell gjeld	2 223 013	2 436 533	2 447 558	2 393 503	2 899 098	2 503 797	4 663 234	5 046 723
KFG	Kortsiktig finansiell gjeld	434 121	760 977	911 887	682 574	469 276	1 465 144	1 094 089	830 009
<b>FG</b>	<b>Finansiell gjeld</b>	<b>2 657 134</b>	<b>3 197 510</b>	<b>3 359 445</b>	<b>3 076 077</b>	<b>3 368 374</b>	<b>3 968 941</b>	<b>5 757 323</b>	<b>5 876 732</b>
<b>TK</b>	<b>TOTALKAPITAL</b>	<b>11 352 195</b>	<b>11 461 847</b>	<b>11 774 419</b>	<b>13 903 731</b>	<b>14 858 364</b>	<b>15 983 703</b>	<b>25 078 587</b>	<b>25 658 112</b>

Tabell 5-8: Totalbalanse

Nå som balansen er delt inn i driftsrelaterte og finansielle eiendeler, kan vi omgruppere den ytterligere. Ut fra totalkapitalen i forrige tabell, kan vi beregne sysselsatte eiendeler og sysselsatt kapital. I den sysselsatte kapitalen inngår selskapets egenkapital, minoritetsinteresser og finansiell gjeld. Dette gir oss et mål på hvor mye kapital som er skutt inn fra eiere og långivere (Gjesdal, 2007).

Sysselsatt kapital	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Driftsrelatert anleggsmidler	5 776 655	6 050 971	6 419 193	7 111 031	7 520 335	7 962 037	12 989 490	14 172 618
Langsiktig driftsrelatert gjeld	1 269 053	1 091 505	1 238 104	1 490 199	1 538 140	1 571 738	2 807 490	2 312 797
<b>Netto driftsrelaterte anleggsmidler</b>	<b>4 507 602</b>	<b>4 959 466</b>	<b>5 181 089</b>	<b>5 620 832</b>	<b>5 982 195</b>	<b>6 390 299</b>	<b>10 182 000</b>	<b>11 859 821</b>
Driftsrelaterte omløpsmidler	4 187 326	3 781 821	4 245 538	5 888 463	5 937 428	6 749 513	9 770 699	7 858 309
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	1 431 734	1 375 066	1 212 917	1 788 508	1 872 254	1 678 972	3 038 347	2 986 461
<b>Driftsrelatert arbeidskapital</b>	<b>2 755 592</b>	<b>2 406 755</b>	<b>3 032 621</b>	<b>4 099 955</b>	<b>4 065 174</b>	<b>5 070 541</b>	<b>6 732 352</b>	<b>4 871 848</b>
Netto driftseiendeler	7 263 194	7 366 221	8 213 710	9 720 787	10 047 369	11 460 840	16 914 352	16 731 669
Finansielle eiendeler	1 388 214	1 629 055	1 109 685	904 237	1 400 601	1 272 153	2 318 398	3 627 185
<b>Sysselsatte eiendeler</b>	<b>8 651 408</b>	<b>8 995 276</b>	<b>9 323 398</b>	<b>10 625 024</b>	<b>11 447 970</b>	<b>12 732 993</b>	<b>19 232 750</b>	<b>20 358 854</b>
Egenkapital	5 445 710	5 262 835	5 314 575	6 755 200	7 262 314	7 885 695	12 539 948	13 607 294
Minoritetsinteresser	548 564	534 931	649 381	793 747	817 282	878 357	935 478	874 828
Finansiell gjeld	2 657 134	3 197 510	3 359 445	3 076 077	3 368 374	3 968 941	5 757 323	5 876 732
<b>Sysselsatt kapital</b>	<b>8 651 408</b>	<b>8 995 276</b>	<b>9 323 398</b>	<b>10 625 024</b>	<b>11 447 970</b>	<b>12 732 993</b>	<b>19 232 750</b>	<b>20 358 854</b>

Tabell 5-9: Sysselsatt kapital

Avslutningsvis beregner vi netto driftskapital, som består av egenkapital, minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld. Ut fra dette kan vi se hva som er investert i driften til Lerøy.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017Q
Driftsrelaterte anleggsmidler	5 776 655	6 050 971	6 419 193	7 111 031	7 520 335	7 962 037	12 989 490	14 172 618
Driftsrelaterte omløpsmidler	4 187 326	3 781 821	4 245 538	5 888 463	5 937 428	6 749 513	9 770 699	7 858 309
<b>Totale driftsrelaterte eiendeler</b>	<b>9 963 981</b>	<b>9 832 792</b>	<b>10 664 731</b>	<b>12 999 494</b>	<b>13 457 763</b>	<b>14 711 550</b>	<b>22 760 189</b>	<b>22 030 927</b>
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	1 431 734	1 375 066	1 212 917	1 788 508	1 872 254	1 678 972	3 038 347	2 986 461
Langsiktig driftsrelatert gjeld	1 269 053	1 091 505	1 238 104	1 490 199	1 538 140	1 571 738	2 807 490	2 312 797
<b>Total driftsrelatert gjeld</b>	<b>2 700 787</b>	<b>2 466 571</b>	<b>2 451 021</b>	<b>3 278 707</b>	<b>3 410 394</b>	<b>3 250 710</b>	<b>5 845 837</b>	<b>5 299 258</b>
<b>Netto driftseiendeler</b>	<b>7 263 194</b>	<b>7 366 221</b>	<b>8 213 713</b>	<b>9 720 787</b>	<b>10 047 369</b>	<b>11 460 840</b>	<b>16 914 352</b>	<b>16 731 669</b>
Kortsiktig finansiell gjeld	434 121	760 977	911 887	682 574	469 276	1 465 144	1 094 089	830 009
Langsiktig finansiell gjeld	2 223 013	2 436 533	2 447 558	2 393 503	2 899 098	2 503 797	4 663 234	5 046 723
<b>Total finansiell gjeld</b>	<b>2 657 134</b>	<b>3 197 510</b>	<b>3 359 445</b>	<b>3 076 077</b>	<b>3 368 374</b>	<b>3 968 941</b>	<b>5 757 323</b>	<b>5 876 732</b>
Finansielle anleggsmidler	31 118	31 626	26 888	31 724	40 329	24 539	84 698	113 089
Finansielle omløpsmidler	1 357 096	1 597 429	1 082 797	872 513	1 360 272	1 247 614	2 233 700	3 514 096
<b>Total finansielle eiendeler</b>	<b>1 388 214</b>	<b>1 629 055</b>	<b>1 109 685</b>	<b>904 237</b>	<b>1 400 601</b>	<b>1 272 153</b>	<b>2 318 398</b>	<b>3 627 185</b>
Egenkapital	5 445 710	5 262 835	5 314 575	6 755 200	7 262 314	7 885 695	12 539 948	13 607 294
Minoritetsinteresser	548 564	534 931	649 381	793 747	817 282	878 357	935 478	874 828
<b>Netto finansiell gjeld</b>	<b>1 268 920</b>	<b>1 568 455</b>	<b>2 249 760</b>	<b>2 171 840</b>	<b>1 967 773</b>	<b>2 696 788</b>	<b>3 438 925</b>	<b>2 249 547</b>
<b>Netto driftskapital</b>	<b>7 263 194</b>	<b>7 366 221</b>	<b>8 213 713</b>	<b>9 720 787</b>	<b>10 047 369</b>	<b>11 460 840</b>	<b>16 914 352</b>	<b>16 731 669</b>

Tabell 5-10: Netto driftskapital

## 5.4 Ferdig omgruppert resultatregnskap og balanse

Her presenteres det ferdig omgrupperte regnskapet til Lerøy for analyseperioden. Videre har vi omgruppert regnskapene til bransjeutvalget for at sammenligningsgrunnlaget til analysene av risiko og lønnsomhet, som følger i henholdsvis kapittel 6 og 8, skal bli mest mulig riktig.

## 5.4.1 Resultatregnskap

Nedenfor presenteres det ferdig omgrupperte resultatregnskapet til Lerøy, hvor vi har skilt drift- og finanspostene. Til slutt har vi kommet frem til totalresultatet.

Ferdig omgruppert resultatregnskap	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017Q
Driftsinntekter, egen virksomhet	8 884 914	9 162 813	9 097 146	10 764 714	12 579 465	13 450 725	17 269 278	18 623 515
Inntekt fra tilknyttet selskap	122 006	19 741	24 831	192 188	91 939	61 376	262 783	302 651
Driftskostnader	7 301 420	7 963 975	8 619 843	9 187 220	10 906 217	12 104 979	14 426 266	14 902 840
<b>Driftsresultat fra salg før skatt</b>	<b>1 705 500</b>	<b>1 218 579</b>	<b>502 134</b>	<b>1 769 682</b>	<b>1 765 187</b>	<b>1 407 122</b>	<b>3 105 795</b>	<b>4 023 326</b>
Skatt på normalt driftsresultat	445 146	347 716	134 483	394 987	418 521	242 850	591 809	807 150
Rapportert skattekostnad	510 952	156 311	182 749	593 981	328 939	268 226	926 691	343 984
Skattefordel fra netto finanskostnader	18 236	22 566	26 521	28 646	27 873	30 814	33 033	47 277
Skatt allokert til finansresultat (unormalt)	- 320	- 362	- 122	131	- 4 473	- 3 943	160	- 3 032
Skatt allokert til andre driftsinntekter (unormalt)	84 363	- 168 478	74 908	227 510	- 57 236	60 133	367 755	- 412 857
<b>Driftsresultat fra salg etter skatt (normal)</b>	<b>1 260 354</b>	<b>870 863</b>	<b>367 651</b>	<b>1 374 695</b>	<b>1 346 666</b>	<b>1 164 272</b>	<b>2 513 986</b>	<b>3 216 176</b>
Andre driftsinntekter/kostnader, skal skattefordeles								
Gevinst ved salg av eiendeler	2 757	14 060	5 795	53 805	117 409	34 206	457	- 3 927
Nedskrivninger	-	-	33 000	5 500	1 982	-	-	-
Verdijustering av biologiske eiendeler	298 538	- 615 767	294 735	764 229	- 327 414	188 508	1 470 561	- 1 716 309
Skatt på andre driftsinntekter/kostnader	84 363	- 168 478	74 908	227 510	- 57 236	60 133	367 755	- 412 857
<b>Andre driftsinntekter/kostnader etter skatt</b>	<b>216 932</b>	<b>- 433 229</b>	<b>192 622</b>	<b>585 024</b>	<b>- 154 751</b>	<b>162 581</b>	<b>1 103 264</b>	<b>- 1 307 379</b>
Driftsposter etter skatt/ikke allokering								
Verdiendringer fra tilknyttede selskaper	-	-	- 1 847	- 75	- 16	- 2	- 2 842	- 2 772
Estimatavvik pensjoner	-	126		2 477	- 3 231	1 502	4 346	1 176
Omregningsdifferanser	2 619	1 492	- 13 826	85 118	94 502	100 840	- 157 052	74 086
<b>Driftsresultat etter skatt</b>	<b>1 479 905</b>	<b>439 252</b>	<b>544 600</b>	<b>2 047 239</b>	<b>1 283 170</b>	<b>1 429 193</b>	<b>3 461 702</b>	<b>1 981 287</b>
<b>Netto finanskostnader etter skatt</b>								
Rentekostnad	81 832	121 821	128 691	120 258	124 239	126 295	150 670	240 198
Renteinntekt	16 704	41 229	33 972	17 951	21 006	12 169	18 539	43 209
<b>Netto skattepliktig finanskostnad før skatt</b>	<b>65 128</b>	<b>80 592</b>	<b>94 719</b>	<b>102 307</b>	<b>103 233</b>	<b>114 126</b>	<b>132 131</b>	<b>196 989</b>
Skattefordel fra netto finanskostnader	18 236	22 566	26 521	28 646	27 873	30 814	33 033	47 277
<b>Netto skattepliktig finanskostnad etter skatt</b>	<b>46 892</b>	<b>58 026</b>	<b>68 198</b>	<b>73 661</b>	<b>75 360</b>	<b>83 312</b>	<b>99 098</b>	<b>149 712</b>
Andre finansinntekter/kostnader, skal skattefordeles								
Unormalt finansresultat før skatt	- 1 144	- 1 292	- 434	467	- 16 567	- 14 602	640	- 12 634
Skatt på andre finansinntekter/kostnader	- 320	- 362	- 122	131	- 4 473	- 3 943	160	- 3 032
<b>Andre finansinntekter/kostnader etter skatt</b>	<b>- 824</b>	<b>- 930</b>	<b>- 312</b>	<b>336</b>	<b>- 12 094</b>	<b>- 10 659</b>	<b>480</b>	<b>- 9 602</b>
Annet fullstendig finansielt resultat	-	- 5 161	- 34 286	8 298	- 85 071	4 829	40 934	20 338
Finansielt dirty surplus	- 200	-	-	-	-	-	- 25 000	-
<b>Sum netto finanskostnad etter skatt</b>	<b>47 916</b>	<b>64 117</b>	<b>102 796</b>	<b>65 027</b>	<b>172 525</b>	<b>89 142</b>	<b>82 684</b>	<b>138 976</b>
Minoritetsinteresse	9 848	- 4 032	10 327	168 386	61 067	65 278	288 328	- 11
<b>Majoritetens totalresultat</b>	<b>1 422 140</b>	<b>379 166</b>	<b>431 474</b>	<b>1 813 827</b>	<b>1 049 578</b>	<b>1 274 774</b>	<b>3 090 688</b>	<b>1 842 322</b>

Tabell 5-11: Ferdig omgruppert resultatregnskap for Lerøy 2010-2017, alt. 1

I tabellen under følger en annen modell for det ferdig omgrupperte resultatregnskapet. Ved bruk av denne modellen kommer det mer tydelig frem hva som er det normaliserte totalresultatet. Til slutt er de unormale resultatene plussert på det normaliserte nettoresultatet for å komme frem til fullstendig nettoresultat til egenkapitalen.



Omgruppert resultatregnskap	SYMBOL	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017Q
Driftsinntekter	DI	8 884 914	9 162 813	9 097 146	10 764 714	12 579 465	13 450 725	17 269 278	18 623 515
Inntekt fra tilknyttet selskap		122 006	19 741	24 831	192 188	91 939	61 376	262 783	302 651
Driftskostnader	DK	7 301 420	7 963 975	8 619 843	9 187 220	10 906 217	12 104 979	14 426 266	14 902 840
<b>Driftresultat (EBIT) OI</b>	<b>DR</b>	<b>1 705 500</b>	<b>1 218 579</b>	<b>502 134</b>	<b>1 769 682</b>	<b>1 765 187</b>	<b>1 407 122</b>	<b>3 105 795</b>	<b>4 023 326</b>
Dirftsrelatert skatt i egen virksomhet	DSK=ndss*DR	445 146	347 716	134 483	394 987	418 521	242 850	591 809	807 150
<b>Netto driftresultat OI etter skatt</b>	<b>NDR</b>	<b>1 260 354</b>	<b>870 863</b>	<b>367 651</b>	<b>1 374 695</b>	<b>1 346 666</b>	<b>1 164 272</b>	<b>2 513 986</b>	<b>3 216 176</b>
Netto finansinntekt	NFI=(1-fssi)*FI	12 027	29 685	24 460	12 925	15 334	8 883	13 904	32 839
<b>Nettoresultat til sysselsatt kapital</b>	<b>NRS</b>	<b>1 272 381</b>	<b>900 548</b>	<b>392 111</b>	<b>1 387 620</b>	<b>1 362 000</b>	<b>1 173 155</b>	<b>2 527 890</b>	<b>3 249 015</b>
Netto finanskostnad	NFK= (1-FSS)*FK	58 919	87 711	92 658	86 586	90 694	92 195	113 003	182 550
Netto minoritetsresultat	NMR	9848	- 4 032	10 327	168 386	61 067	65278	288 328	- 11
<b>Nettoresultat til egenkapitalen (normalisert)</b>	<b>NRE</b>	<b>1 203 614</b>	<b>816 869</b>	<b>289 126</b>	<b>1 132 648</b>	<b>1 210 239</b>	<b>1 015 682</b>	<b>2 126 560</b>	<b>3 066 475</b>
Unormalt netto driftresultat	UNDR	219 551	- 431 611	176 949	672 544	- 63 496	264 921	947 716	- 1 234 889
Unormalt netto finansresultat	UNFR	- 1 024	- 6 091	- 34 598	8 634	- 97 165	- 5 830	16 414	10 736
<b>Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen</b>	<b>FNR</b>	<b>1 422 140</b>	<b>379 166</b>	<b>431 474</b>	<b>1 813 827</b>	<b>1 049 578</b>	<b>1 274 774</b>	<b>3 090 688</b>	<b>1 842 322</b>

Tabell 5-12: Ferdig omgruppert resultatregnskap for Lerøy 2010-2017, alt. 2

## 5.4.2 Balanse

Omgruppert balanse	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017Q
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	4 507 602	4 959 466	5 181 089	5 620 832	5 982 195	6 390 299	10 182 000	11 859 821
Driftsrelatert arbeidskapital	2 755 592	2 406 755	3 032 621	4 099 955	4 065 174	5 070 541	6 732 352	4 871 848
<b>Netto driftseiendeler</b>	<b>7 263 194</b>	<b>7 366 221</b>	<b>8 213 713</b>	<b>9 720 787</b>	<b>10 047 369</b>	<b>11 460 840</b>	<b>16 914 352</b>	<b>16 731 669</b>
Egenkapital	5 445 710	5 262 835	5 314 575	6 755 200	7 262 314	7 885 695	12 539 948	13 607 294
Minoritetsinteresser	548 564	534 931	649 381	793 747	817 282	878 357	935 478	874 828
Netto finansiell gjeld	1 268 920	1 568 455	2 249 760	2 171 840	1 967 773	2 696 788	3 438 925	2 249 547
<b>Netto driftskapital</b>	<b>7 263 194</b>	<b>7 366 221</b>	<b>8 213 713</b>	<b>9 720 787</b>	<b>10 047 369</b>	<b>11 460 840</b>	<b>16 914 352</b>	<b>16 732 669</b>

Tabell 5-13: Ferdig omgruppert balanse for Lerøy 2010-2017

## 6 Analyse av risiko

Gjennom dette kapitlet vil vi foreta en analyse av Lerøys risiko som er en del av regnskapsanalysen. Ved å undersøke selskapets likviditet og soliditet får vi god innsikt i de økonomiske forholdene, og kan ut fra dette kartlegge deres kortsiktige og langsiktige risiko. Det er hovedsakelig to årsaker til hvorfor det kan være viktig å foreta en risikoanalyse. Den første årsaken er at analysen kan ha en direkte konsekvens for avkastningskravet til gjelden, mens den andre årsaken er at vi får et innblikk i selskapets konkurssannsynlighet. I analysen vil vi sammenligne og vurdere ulike forholdstall for den valgte analyseperioden med utgangspunkt i Lerøys og bransjens omgrupperte regnskap fra kapittel 5. Risikoanalysen vil sammen med lønnsomhetsanalysen i kapittel 8 fullføre regnskapsanalysen og steg 2, analyse av informasjon, i den fundamentale verdsettelsen.

## 6.1 Likviditetsanalyse

I likviditetsanalysen fokuseres det på selskapets evne til å betale sine kortsiktige forpliktelser (Penman, 2013). De kortsiktige forpliktelsene vil som regel være gjeld som forfaller innen ett år etter balansetidspunktet. Vi vil bruke forholdstallene likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2 for å beskrive Lerøys likviditet.

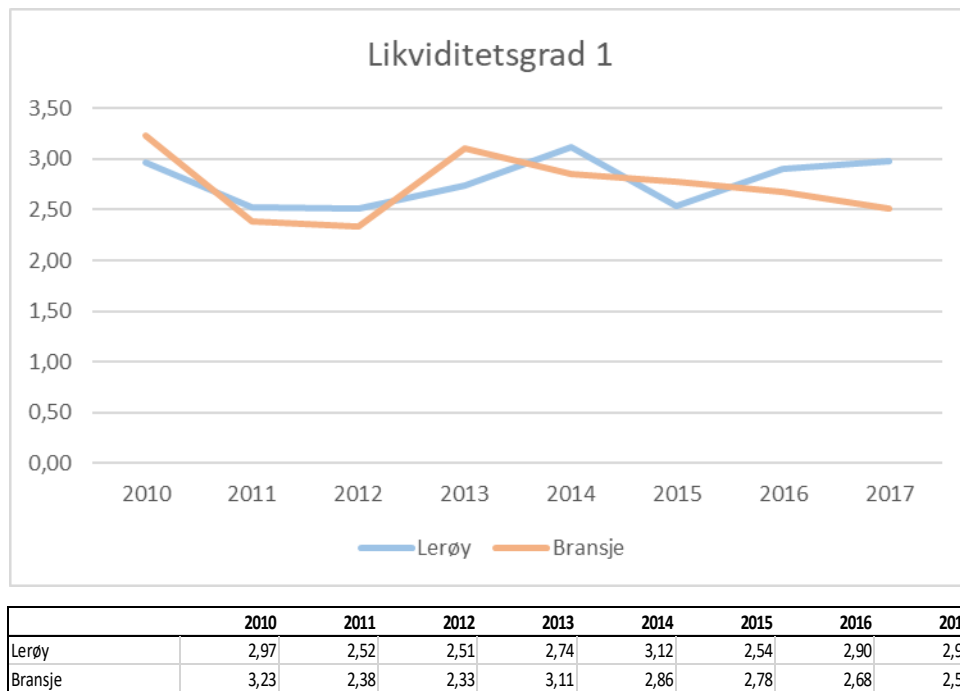
### 6.1.1 Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 er forholdet mellom selskapets omløpsmidler og kortsiktig gjeld, og viser selskapets evne til å betale sine forpliktelser på kort sikt (Penman, 2013). Utregningen til likviditetsgrad 1 vil baseres på følgende formel:

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

*Formel 6-1: Likviditetsgrad 1 (Penman, 2013)*

En høy likviditetsgrad 1 vil indikere en høyere betalingsevne, og at selskapets evne til å betale de kortsiktige forpliktelsene er sterk. En veldig høy likviditetsgrad kan imidlertid også indikere at selskapet har problemer med å redusere lagerbeholdningen. En generell tommelfingerregel som kan benyttes som sammenligningsgrunnlag, er at selskapenes likviditet er god dersom likviditetsgrad 1 ligger på over to (Damodaran, 2012). Vi vil her se på utviklingen over tid og hvordan Lerøy står i forhold til bransjen, da vi mener dette gir et bedre mål enn tommelfingerregelen som er uavhengig av bransjen selskapene opererer i.



*Figur 6-1: Likviditetsgrad 1 for Lerøy og bransjeutvalget*

Som vi kan se av figur 6-1, har likviditetsgrad 1 hatt små svingninger gjennom hele analyseperioden, men til tross for dette har den vært generelt høy for både Lerøy og bransjen. For oppdrettsbransjen kan dette forholdstallet imidlertid antas å være naturlig høyt, da de biologiske eiendelene utgjør en stor del av omløpsmidlene.

Våre beregninger indikerer at Lerøys gjennomsnittlige likviditetsgrad 1 er marginalt høyere enn bransjesnittet, noe som er positivt for selskapet. Det faktum at likviditetsgrad 1 har økt de to siste årene og er høyere enn bransjen for 2016 og 2017, er også et godt tegn for Lerøy. For bransjen derimot, ser vi at likviditetsgrad 1 har falt de to siste årene. Dette kan utgjøre et faresignal, men per nå er forholdstallet på over 2,5 og kan karakteriseres som bra. Samlet sett kan vi si at likviditetsgrad 1 er mer enn nok tilfredsstillende både for Lerøy og bransjen.

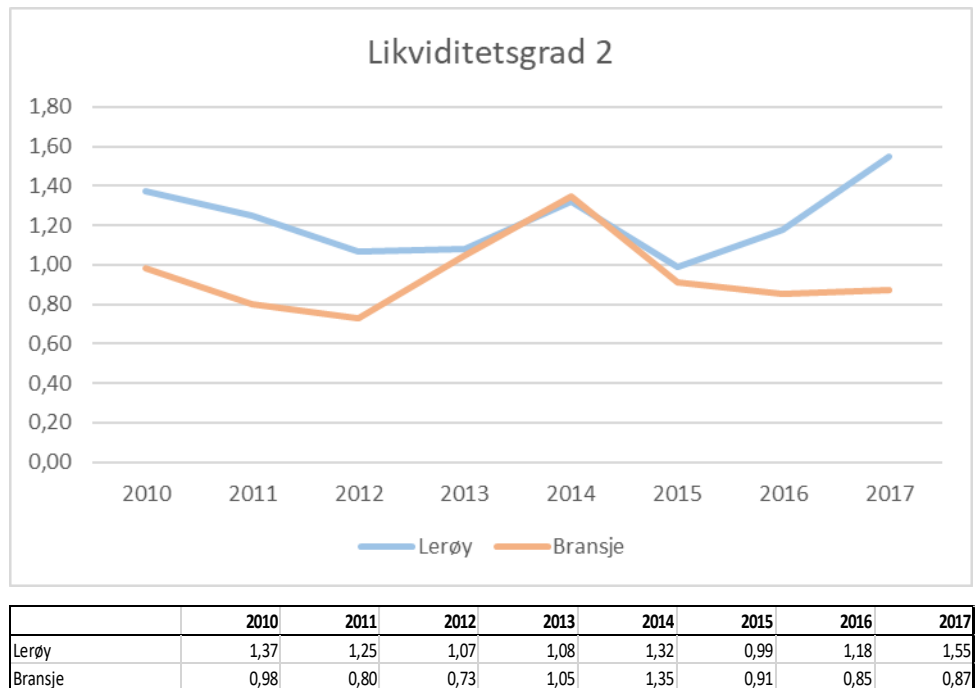
### 6.1.2 Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 viser forholdet mellom selskapets mest likvide omløpsmidler og selskapets kortsiktige gjeld. Forskjellen fra likviditetsgrad 1 er at likviditetsgrad 2 ikke inkluderer varelageret, da det ikke regnes for å være like likvid som de andre omløpsmidlene er (Penman, 2013). En tommelfingerregel her er at likviditetsgrad 2 bør være større enn én for å være tilfredsstillende (Proff Forvalt, 2018). For oppdrettsselskapene representerer som nevnt de biologiske eiendelene og varelageret en stor andel av omløpsmidlene, som betyr at det kan

være vanskelig å få en høy likviditetsgrad 2. Vi velger derfor å benytte bransjegjennomsnittet som målestokk når vi skal vurdere likviditetsgrad 2 for Lerøy.

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Kontanter} + \text{kortsiktige investeringer} + \text{fordringer}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Formel 6-2: Likviditetsgrad 2 (Penman, 2013)



Figur 6-2: Likviditetsgrad 2 for Lerøy og bransjeutvalget

Lerøys likviditetsgrad 2 ligger over bransjen de fleste årene i analyseperioden, unntatt årene 2013-2015 hvor det er nokså likt. Lerøy har i perioden et snitt på 1,23, mens snittet til bransjen er på 0,94. Som nevnt er ikke biologiske eiendeler inkludert, slik at omløpsmidlene blir relativt lave. Videre er også oppdrettsnæringen preget av investeringer og oppkjøp, noe som er svært kapitalbindende. Samlet sett vurderer vi det til at både Lerøy og bransjen har en relativt god likviditet, og at Lerøy har nok likvider til å betale sine kortsiktige forpliktelser etter hvert som de forfaller. Det foreligger dermed ingen umiddelbar likviditetskrise for hverken Lerøy eller bransjen.

## 6.2 Soliditetsanalyse

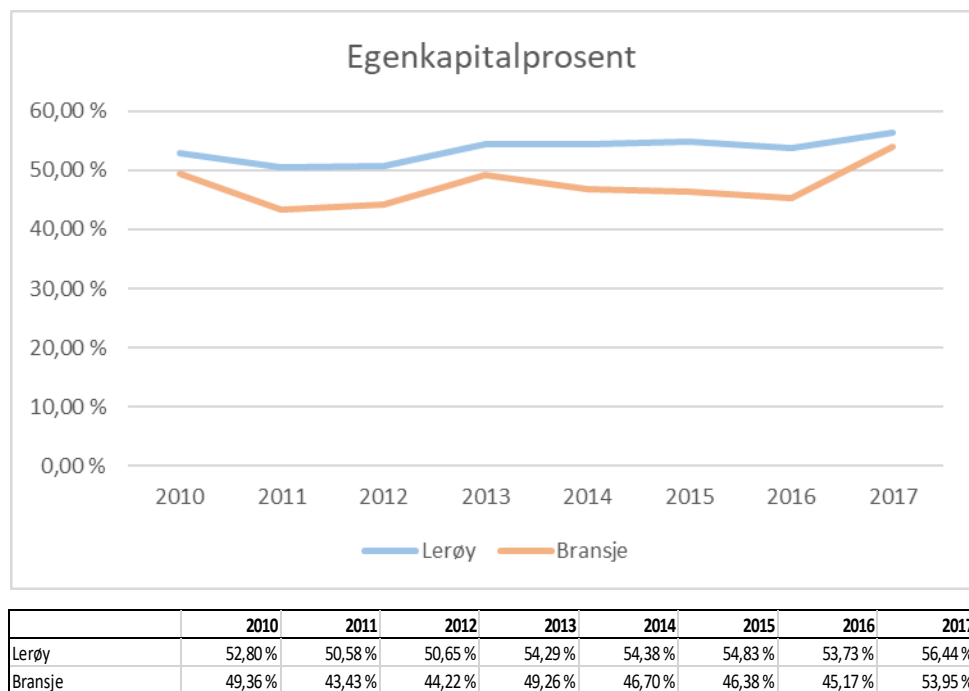
Formålet med soliditetsanalysen er å undersøke evnen selskapet har til å innfri de langsiktige forpliktelsene (Penman, 2013). Egenkapitalprosent, rentedekningsgrad og gjeldsgrad er nøkkeltallene vi vil benytte for å vurdere Lerøys soliditet.

### 6.2.1 Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosenten viser hvor mye egenkapital selskapet har i forhold til total kapital. Nøkkeltallet indikerer dermed hvor mye selskapet kan tåle å tape uten at det vil påvirke selskapets evne til å betjene sine forpliktelser.

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital} + \text{minoritetsinteresse}}{\text{Total kapital}} * 100\%$$

Formel 6-3: Egenkapitalprosent (Berk & DeMarzo, 2014)



Figur 6-3: Egenkapitalprosent for Lerøy og bransjeutvalget

Figur 6-3 illustrerer utviklingen i egenkapitalprosenten og ut fra grafen ser vi at Lerøy ligger over bransjesnittet i hele analyseperioden. Lerøy har videre et gjennomsnitt på 53 prosent, mens bransjen har et snitt på 47 prosent. Dette viser at både Lerøy og bransjen har en høy og stabil egenkapitalprosent, noe som tyder på en god soliditet.

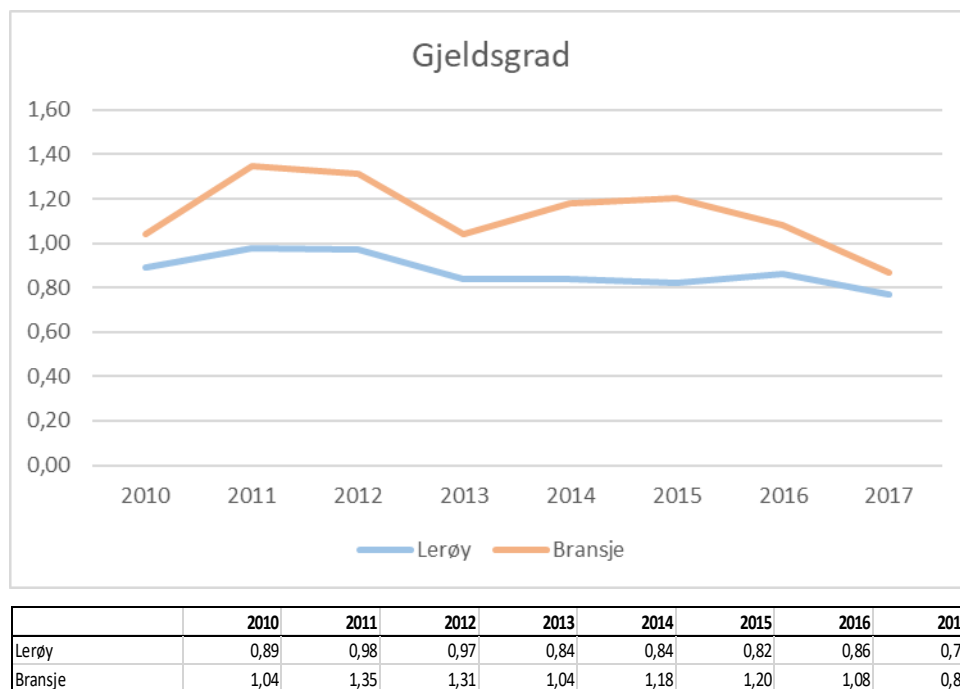
Lerøy har videre et soliditetskrav som tilsier at konsernets egenkapitalandel ikke skal være under 30 prosent. Selskapet har også et lånekrav på 30 prosent (Lerøy, Årsrapport 2016). Med selskapets mål og lånekrav som målestokk, har Lerøy en høy egenkapitalprosent. Samlet sett vurderer vi det slik at Lerøy har en god egenkapitalprosent og at selskapet kan tåle en periode med dårlige resultater.

## 6.2.2 Gjeldsgrad

Gjeldsgraden viser hvor mye gjeld et selskap har i forhold til egenkapital og forteller i hvilken utstrekning selskapet er avhengig av gjeld som finansieringskilde (Berk og DeMarzo, 2014). Dette forholdstallet viser mye av det samme som egenkapitalprosenten, men her ser vi på gjeld i forhold til egenkapitalen og ikke totalkapitalen. En gjeldsgrad på 1 vil for eksempel indikere at selskapet har like mye gjeld som egenkapital (Proff Forvalt, 2018). Jo lavere gjeldsgraden er, desto bedre soliditet har selskapet.

$$Gjeldsgrad = \frac{Gjeld}{Egenkapital}$$

Formel 6-4: Gjeldsgrad (Berk og DeMarzo, 2014)



Figur 6-4: Gjeldsgrad for Lerøy og bransjeutvalget

Figur 6-4 illustrer utviklingen til Lerøys og bransjens gjeldsgrad. Vi ser at Lerøy ligger under bransjen i hele perioden, noe som er bra. Lerøy har en gjennomsnittlig gjeldsgrad på 0,87, som betyr at selskapet har mer egenkapital enn gjeld. Ifølge Proff Forvalt (2018) regnes en gjeldsgrad på under 1 for å være meget god. Dette betyr at Lerøy er et solid selskap og er skikket til å håndtere tap uten at det vil påvirke betjeningen av forpliktelsene.

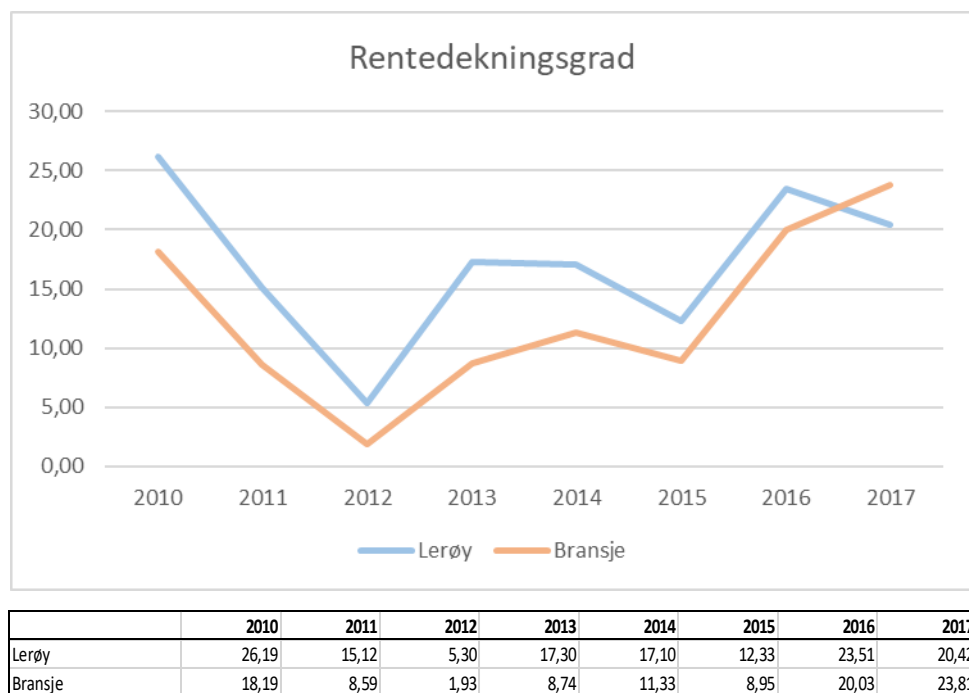
### 6.2.3 Rentedeckningsgrad

Rentedekningsgraden viser forholdet mellom driftsresultat og netto rentekostnad. Nøkkeltallet indikerer selskapets evne til å betale sine finanskostnader, ved å vise antall ganger driftsresultatet kan betale rentekostnaden. Vi velger her å benytte følgende formel for rentedeckningsgrad (Damodaran, 2012):

$$\text{Rentedeckningsgrad} = \frac{\text{Driftsresultat (EBIT)}}{\text{Netto rentekostnad}}$$

*Formel 6-5: Rentedeckningsgrad (Damodaran, 2012)*

Jo høyere rentedeckningsgraden er, desto mer kapable er selskapene til å dekke finanskostnadene med driftsresultatet de genererer. Driftsresultatet er imidlertid et volatilt tall og kan falle betraktelig dersom økonomien går inn i en resesjon. Dette vil også resultere i at rentedeckningsgraden vil synke (Damodaran, 2012).



*Figur 6-5: Rentedeckningsgrad for Lerøy og bransjeutvalget*

Ut fra figuren ser vi at Lerøy har hatt en høyere rentedekningsgrad enn bransjen gjennom hele analyseperioden. Videre ser vi at rentedekningsgradens utvikling har vært relativt lik for Lerøy og bransjen over hele analyseperioden. Nøkkeltallet har også hatt store svingninger og falt kraftig i årene 2010 til 2012. Dette har sammenheng med variasjonene i selskapenes driftsresultat og at rentedekningsgraden følger konjunktorene i oppdrettsbransjen. De årene hvor selskapene har hatt gode resultater, er også de årene hvor rentedekningsgraden har vært svært høy. Som vi kan se av figuren gjelder dette spesielt for 2016, som er ansett som et særdeles godt år for oppdrettsbransjen. Motsatt er rentedekningsgraden klart lavest i 2012, som var et vanskelig år. Etter oppturen i 2016 faller rentedekningsgraden for Lerøy i 2017, mens den fortsetter å stige for bransjen. Totalt sett regnes rentedekningsgraden for å være god gjennom hele analyseperioden, både for Lerøy og bransjen. Det er derfor lite som tilsier at selskapene ikke skal kunne dekke sine rentekostnader gjennom driftsresultatet de genererer.

### 6.3 Syntetisk rating

Likviditetsanalysen og soliditetsanalysen kan oppsummeres ved å foreta en vurdering av kredittrisikoen for selskapet i form av syntetisk rating. Utvalgte nøkkeltall blir da målt etter en karakterskala hentet fra Standard & Poors som går fra AAA til D. Karakter AAA betyr at selskapet har en sterk økonomi og at risikoen for å gå konkurs er svært liten, mens karakter D vil si at selskapet har høy konkurrisisiko (Standard & Poors, 2018). Nøkkeltallene vi har valgt å ta med i ratingen er rentedekningsgrad og gjeldsandel. Vi skulle gjerne tatt med flere av nøkkeltallene vi har regnet ut, men på grunn av mangel på kilder til flere grenseverdier, bruker vi kun disse to som Damodaran (2012) oppgir. Disse to nøkkeltallene regnes imidlertid som de to viktigste og Damodaran (2012) bruker ofte kun rentedekningsgrad for å vurdere konkurrisikoen til et selskap. Vi mener derfor at disse vil gi en indikasjon på Lerøy og bransjens konkurrisisiko. Grenseverdiene som Damodaran (2012) oppgir, er dog hentet fra det amerikanske markedet og en bør derfor være oppmerksom på at disse kan ha noen forskjeller fra det norske markedet. Modellen gir videre kun et grovt overslag på konkurrisikoen, så vi har derfor valgt å redusere detaljnivået ved å ta bort sterke (+) og svake (-) karakterer.



Rating	Rentedekningsgrad	Gjeldsandel
AAA	26,2	12,30 %
AA	16,4	35,20 %
A	11,2	36,80 %
BBB	5,8	44,50 %
BB	3,4	52,50 %
B	1,4	73,20 %
CCC	0,4	98,90 %

Tabell 6-1: Syntetisk rating basert på grenseverdier for to nøkkeltall (Damodaran, 2012)

Med utgangspunkt i grenseverdiene i tabell 6-1, har vi utarbeidet en syntetisk rating for Lerøy og bransjen. Ratingen er utarbeidet for alle regnskapsår, i tillegg til at det er beregnet et tidsvektet gjennomsnitt, som gir oss en indikasjon på den totale syntetiske ratingen. I tabellen nedenfor oppsummeres den syntetiske ratingen for henholdsvis Lerøy og bransjen.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Tidsvektet
<b>Rentedekningsgrad</b>									
Lerøy	AAA	A	BB	AA	AA	A	AAA	AAA	AA
Bransje	AA	BBB	B	BBB	A	BBB	AAA	AAA	A
<b>Gjeldsandel</b>									
Lerøy	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BBB	BB
Bransje	BB	B	B	BB	B	B	B	BB	B
<b>Samlet</b>									
Lerøy	A	BBB	BB	A	A	B	AA	AA	A
Bransje	A	BB	B	BBB	BBB	BB	A	A	BBB

Tabell 6-2: Lerøy og bransjeutvalgets syntetiske rating

Basert på tabellen og risikoanalysen som er gjennomført ovenfor, mener vi at en samlet rating på A er den rette for Lerøy. Til sammenligning fant vi en kredittrating på BBB for bransjen. I all hovedsak vil denne forskjellen skyldes at soliditeten til Lerøy har vært marginalt bedre enn bransjens gjennom hele analyseperioden. Ifølge statistikken til Standard and Poors (2018), vil en kredittrating på A tilsi at selskapet er mer utsatt for uønskede endringer enn selskaper med en høyere rating. Selskapets evne til å oppfylle sine forpliktelser, kan imidlertid fortsatt karakteriseres som sterk (Standard & Poors, 2018).

Basert på dette mener vi følgelig at det er liten sannsynlighet for at Lerøy vil gå konkurs. Samlet sett indikerer risikoanalysen at både Lerøy og resten av selskapene i bransjeutvalget er solide selskaper med gode muligheter for fremtiden.

## 7 Avkastningskrav

For å kunne verdsette egenkapitalen til Lerøy og tilhørende aksjepris ved bruk av den fundamentale verdsettelsesmodellen, er det som nevnt under kapittel 3 nødvendig med et avkastningskrav. I dette kapitlet vil vi beskrive hvordan det historiske avkastningskravet estimeres. Avkastningskravet reflekterer den avkastningen en investor kunne tjent på en alternativ investering med samme risiko, og skal kompensere for inflasjon, tidsverdi og risiko (Kaldestad og Møller, 2016). Avkastningskravet som blir beregnet her, vil videre benyttes til selve verdsettelsen i kapittel 10.

### 7.1 Kapitalverdimodellen (CAPM)

Det eksisterer flere ulike modeller som kan benyttes for å beregne avkastningskravet til egenkapitalen. Arbitrage Pricing Model, Fama-Frenchs trefaktormodell og kapitalverdimodellen kan for eksempel benyttes (Kaldestad og Møller, 2016). I henhold til Berk og DeMarzo (2014) er kapitalverdimodellen den viktigste metoden for å estimere egenkapitalens avkastningskrav, og er den metoden som brukes mest i praksis. Vi vil derfor ta utgangspunkt i kapitalverdimodellen når vi skal estimere Lerøys egenkapitalavkastningskrav.

$$k_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

*Formel 7-1: Egenkapitalkostnad i henhold til CAPM*

*$k_e$  = Selskapets egenkapitalkostnad*

*$R_f$  = Risikofri rente*

*$\beta$  = Selskapets beta*

*$R_m - R_f$  = Markedets risikopremie*

Det skilles mellom to typer risiki, systematisk og usystematisk risiko. Systematisk risiko, også kalt markedsrisiko, er faktorer som påvirker alle selskaper, som for eksempel rentenivå, inflasjon og konjunkturutvikling. Denne risikoen kan man hverken forutse eller eliminere.

Usystematisk risiko er knyttet til forhold som spesifikt påvirker et selskap. Den usystematiske risikoen kan i motsetning til den systematiske risikoen elimineres, ved for eksempel å diversifisere investeringene i ulike selskaper eller bransjer. En aksje kan kun ha samme volatilitet som markedet dersom det ikke eksisterer usystematisk risiko (Kaldestad og Møller, 2016).

Kravet til avkastningen på egenkapitalen tilsvarer den avkastningen en investor krever og forventer å få som en kompensasjon på risikoen vedkommende bærer ved å investere i selskapet. Kapitalverdimodellen estimerer avkastningskravet til egenkapitalen basert på en risikofri rente pluss markedets risikopremie og en beta for egenkapitalen.

Kapitalverdimodellen forutsetter at markedet er perfekt, noe det i praksis ikke er. Dette vil si at modellen ikke tar høyde for den usystematiske risikoen (Berk og DeMarzo, 2014). Følgelig oppstår spørsmålet om det skal tillegges en likviditetspremie til egenkapitalavkastningskravet. Videre må også en premie til minoritetsinteressene vurderes.

I det følgende vil vi beregne risikofri rente, egenkapitalbeta, markedets risikopremie, en likviditetspremie, samt en premie til minoritetsinteressene.

### 7.1.1 Risikofri rente

Risikofri rente er avkastning på et verdipapir som ikke har mislighold- eller konkurrisiko. Alle investeringer som innebærer en risiko, må kunne gi en bedre avkastning enn denne risikoen (Kaldestad og Møller, 2016). Det kan være vanskelig å finne investeringer som er helt risikofrie, men et godt alternativ er norske statsobligasjoner. Det er også argumenter for at statsobligasjonene som velges, bør være utstedt i samme valuta som det selskapet som skal verdsettes benytter. Lerøy sitt regnskap er i NOK, hvilket betyr at norske statsobligasjoner er et godt alternativ. Årsaken til dette er at det gir konsistent bruk av inflasjon i de fremtidige verdiene og i diskonteringsraten.

Ifølge Kaldestad og Møller (2016) er det viktigste spørsmålet i forbindelse med risikofri rente om det skal tas utgangspunkt i kort eller lang statsobligasjonsrente. Lengden som velges på den risikofrie renten vil nemlig ha innvirkninger på avkastningskravets størrelse. Det foreligger en liten grad av uenighet i litteraturen angående dette spørsmålet, slik at dette er noe som kan problematiseres.

Kapitalverdimodellens enkleste form går ut fra at investorer har en en-periodes investeringshorisont som normalt vil være på ett år. Dette tilsier at den risikofrie renten bør være en 1-års statsrente (Gjesdal og Johnsen, 1999). Mange praktikere, inkludert Damodaran (2012) og Berk og Demazio (2014), velger imidlertid å legge til grunn en 10-års rente, da denne gir et mer stabilt avkastningskrav enn en kort rente. Koller et al. (2015) anbefaler også å bruke langsiktige statsobligasjoner, da disse reflekterer tidshorisonten til selskapets verdiskapning på en bedre måte. På bakgrunn av dette velger vi å ta utgangspunkt i norske 10-årige statsobligasjoner. En bør imidlertid være klar over i den videre drøftelsen av avkastningskravet at det i slike lange renter, kan være innbakt både en likviditetspremie og en premie for inflasjonsrisiko (Kaldestad og Møller, 2016).

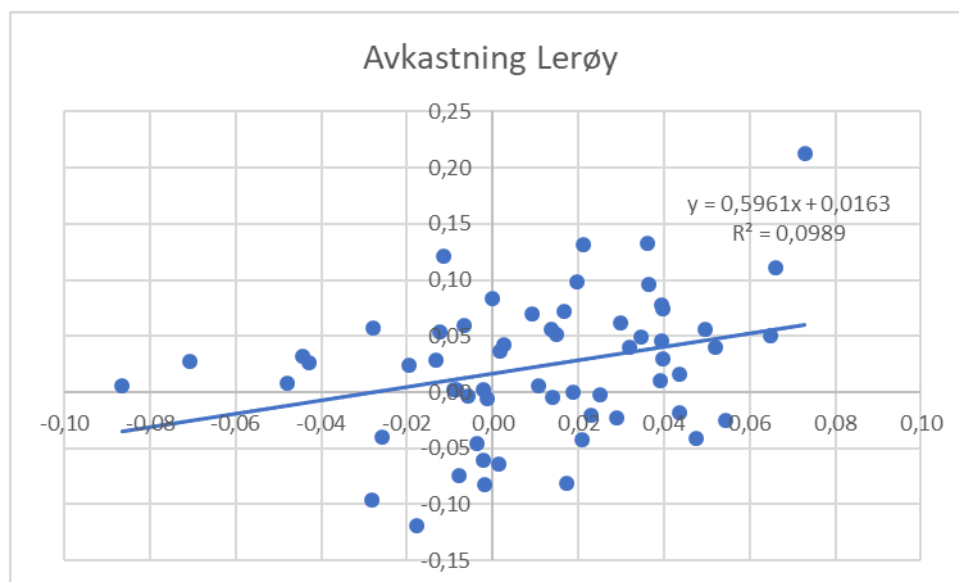
For å estimere den risikofrie renten neste år, har vi beregnet et gjennomsnitt av den langsiktige 10-årige statsrenten over analyseperioden. Neste års risikofrie rente blir derfor estimert til 2,3 prosent (Norges bank, 2018a).

### 7.1.2 Egenkapitalbeta

Beta er et mål på en enkelt aksjes risiko i forhold til aksjemarkedet. I snitt er betaen lik 1, som vil si at aksjen varierer i takt med aksjemarkedet. I teorien vil en beta under 1 indikere at aksjen beveger seg mindre enn markedet, mens en beta høyere enn 1 er utsatt for mer svingninger. Egenkapitalbetaen er et mål på hvordan selskapet påvirkes av den systematiske risikoen (Kaldestad og Møller, 2016).

Lerøy er et børsnotert selskap og selskapets egenkapitalbeta vil derfor være beregnet av andre aktører, som for eksempel Dagens Næringsliv eller Reuters. Vi ønsker imidlertid å beregne betaen selv, da vi ikke vet hvordan de oppgitte betaene blir beregnet. Det finnes videre ulike indekser som kan benyttes for å beregne egenkapitalbetaen. Det neste steget er derfor å velge sammenligningsgrunnlag. Den nasjonale indeksen i Norge er Oslo Børs (OSEBX). En ulempe med OSEBX, er at den har vært sterkt vektet mot oljerelatert industri. På grunn av det kraftige fallet i oljeprisen, er imidlertid OSEBX betydelig mindre vektet mot oljeindustrien enn tidligere. Vi kan også bruke en verdensindeks, som for eksempel MSCI, hvor flere store aksjemarkeder i verden blir inkludert. Siden Lerøy er notert på Oslo Børs og de fleste aksjonærene i Lerøy hovedsakelig er norske, velger vi å benytte Oslo Børs sin indeks for å beregne Lerøys egenkapitalbeta.

Lerøy er et syklisk selskap, hvilket gjør det hensiktsmessig å ha en relativ lang tidsperiode. Vi velger derfor en analyseperiode på 5 år. For å beregne betaestimatet har vi brukt en regresjonsanalyse basert på et aritmetisk gjennomsnitt av månedlige avkastningskrav for Lerøy og OSEBX. Resultatet fra regresjonsanalysen er presentert nedenfor i figur 7-1 og tabell 7-1.



Figur 7-1: Avkastningskrav for Lerøy vs. OSEBX

Regresjonsstatistikk								
Multipel R	0,314466647							
R-kvadrat	0,098889272							
Justert R-kvadrat	0,08335288							
Standardfeil	0,059066513							
Observasjoner	60							
Variansanalyse								
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>			
Regresjon	1	0,02220658	0,02220658	6,365008854	0,014403621			
Residualer	58	0,202353469	0,003488853					
Totalt	59	0,224560048						
	<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	0,016308574	0,008008989	2,036283642	0,046296759	0,00027684	0,032340309	0,00027684	0,032340309
Avkastning Oslo Børs	0,596070186	0,236264186	2,522896917	0,014403621	0,123136034	1,069004337	0,123136034	1,069004337

Tabell 7-1: Regresjonsanalyse av Lerøy og OSEBX

Som vi kan se, angir regresjonsanalysen en betaverdi for Lerøy på 0,5961.

Regresjonsanalysen viser også forklaringskraften,  $R^2$ , som er på 0,0989. Dette betyr at ca. 10 prosent av svingningene til Lerøy kan forklares fra svingningene på OSEBX.

Forklaringskraften er relativt lav, men det kan tenkes at den volatile lakseprisen fører til at oppdrettsselskapene skiller seg fra den ellers noe oljetunge Oslo Børs. Det er imidlertid

hevdet blant mange praktikere, inkludert Damodaran (2012), at selskapets beta over tid, har en tendens til å bevege seg mot den gjennomsnittlige betaen som har en langsiktig likevekt på 1. Det er derfor foreslått at det skal foretas en justering av den beregnede betaverdien. Justeringen gjennomføres ved å vekte den beregnede betaen med  $\frac{2}{3}$  og den gjennomsnittlige betaen med  $\frac{1}{3}$  (Damodaran, 2012). Ut fra dette får vi en justert betaverdi for Lerøy på  $0,3974 + 0,3333 = 0,7307$ .

### 7.1.3 Markedets risikopremie

Det foreligger en risiko knyttet til markedsporteføljen og investorene forventer derfor å kompenseres for dette i form av en høyere avkastning (Gjesdal og Johnsen, 1999). Markedets risikopremie er et uttrykk for den forventede meravkastningen som investorene forventer å få ut over den risikofrie renten (Kaldestad og Møller, 2016).

Det er flere ulike måter å beregne markedets risikopremie på. Risikopremien vi benytter, vil være basert på historiske avkastningskrav. Risikopremien på Oslo Børs har historisk vært på ca. 6 prosent (Gjesdal og Johnsen, 1999). I henhold til PWC (2017) har markedetsrisikopremien i det norske markedet ikke endret seg siden 2011 og ligger fremdeles på 5 prosent for 2017. Vi velger derfor å benytte en markedspremie på 5 prosent. Dette samsvarer med Kaldestad og Møller (2016), som presiserer at markedspremien bør ligge mellom 4 og 6 prosent.

### 7.1.4 Likviditetspremie

En likviditetspremie har som hensikt å kompensere investorene for innlåsningsrisikoen ved en illikvid plassering. Dette betyr at det kan bli relativt vanskelig eller dyrt for en aksjonær å selge aksjen, sett i forhold til en aksje som fritt kan omsettes uten kostnader. En slik likviditetspremie kan dermed være aktuelt for mindre likvide aksjer eller for aksjer som ikke er børsnoterte (Gjesdal og Johnsen, 1999). Videre påpeker forfatterne at en ytterligere forklaring for bruk av en slik premie, kan være for mindre selskaper med sentralisert ledelse og en ensidig virksomhet, eller hvor eierstrukturen er skjevt fordelt.

Når det gjelder selskapets eierstruktur vet vi at Austevoll eier 52,7 prosent av aksjene og er dermed den desidert største investoren. Dette vil si at eierstrukturen er skjev og kan gjøre aksjen mindre likvid ved at den ikke omsettes like hyppig. Denne faktoren tilsier derfor at vi bør inkludere en likviditetspremie.

Lerøy er som sagt et børsnotert selskap og dette betyr at selskapets aksjer er lett omsettelige. Ifølge statistikken til Oslo Børs over de mest omsatte verdipapirene i 2017, var aksjene til Lerøy på en 21. plass. Dette indikerer at aksjene blir omsatt i et relativt høyt volum, noe som tilsier at det ikke bør tillegges en likviditetspremie (Oslo Børs, 2017). Videre må det også påpekes at en likviditetspremie allerede kan være inkludert i de lange rentene som benyttes, jf. delkapittel 7.1.1.

Vi vurderer basert på det overnevnte at det ikke vil være behov for å legge til en likviditetspremie. Premien for majoriteten settes dermed til 0 prosent. Når det gjelder minoriteten, eier de andeler i ikke-børsnoterte aksjeselskaper. Det betyr at de kjøper og selger aksjer i et illikvid marked. I tillegg kan majoritetens dominans gjøre minoriteten mer innelåst, slik at det er en risiko for at de blir overstyrt. På bakgrunn av dette tillegges det 2 prosent likviditetspremie for minoriteten.

### 7.1.5 Avkastningskrav til egenkapitalen

Nedenfor vil vi beregne avkastningskravet til egenkapitalen basert på drøftelsene over om risikofri rente, beta, markedets risikopremie og likviditetspremie. I neste delkapittel vil vi også beregne et minoritetskrav.

$$k_e = 2,3\% + 0,7303 * 5\% = 5,95\%$$

*Formel 7-2: Beregning av avkastningskrav til egenkapitalen*

Ut fra beregningene over får vi et avkastningskrav til egenkapitalen på 5,95 prosent.

### 7.1.6 Minoritetskrav

Kravet til minoriteten tar utgangspunkt i Lerøys beregnede egenkapitalavkastningskrav, i tillegg til at minoritetens likviditetspremie, som det ble argumentert for under delkapittel 7.1.4, legges til. Minoritetskravet blir derfor  $5,95\% + 2\% = 7,95\%$ .

## 7.2 Avkastningskrav til gjeld

Avkastningskrav til gjeld kan defineres som kapitalkostnaden til netto finansielle forpliktelser, og måler kostnaden selskapet har i forbindelse med lån. For å finne avkastningen til gjelden kan vi enten legge til grunn selskapets lånekostnad eller den syntetiske ratingen som ble

utarbeidet i kapittel 6.3 (Damodaran, 2012). På grunn av lite informasjon og kilder til den syntetiske ratingen, velger vi å ta utgangspunkt selskapets lånekostnad. Ved beregning av avkastningskravet til gjelden bør vi ifølge Penman (2013) benytte den nominelle lånerenten, og ikke forventet avkastning. Formelen for Lerøys gjeldskostnad blir dermed:

$$k_g = \text{nominell lånerente} * (1 - t)$$

*Formel 7-3: Avkastningskrav til gjeld (Penman, 2013)*

$k_g$  = Selskapets gjeldskostnad

$t$  = Nominell selskapsskatt

For å finne Lerøys gjeldskostnad, kan vi ta utgangspunkt i selskapets gjeldsrenter. Lerøy oppgir ikke den nominelle lånerenten i årsrapporten, og vi finner derfor den gjennomsnittlige lånerenten ved å dele rentekostnadene på den rentebærende gjelden. Lerøy hadde i 2017 rentekostnader på 240 198 000 kr. Den rentebærende gjelden, som vi i den omgrupperte balansen har definert som langsiktig rentebærende gjeld, andre forpliktelser og kortsiktig rentebærende gjeld, utgjorde 5 876 732 000 kr. Dette betyr at langsiktig og kortsiktig driftsrelatert gjeld, som består av utsatt skatt, pensjonsforpliktelser, betalbar skatt, leverandørgjeld, skyldig offentlige avgifter og annen kortsiktig gjeld, ikke er inkludert i den rentebærende gjelden. Den gjennomsnittlige lånerenten til Lerøy for 2017 blir dermed:  $(240\ 198 / 5\ 876\ 732) = 4,09$  prosent.

Rentekostnadene forbundet med å ha gjeld, er fradragsberettigede for selskapet. Det foreligger følgelig en skattefordel i tilknytning til gjeld, og gjeldens avkastningskrav skal dermed beregnes etter skatt. I henhold til Damodaran (2012) og Penman (2013) er det den marginale skattekostnaden som skal benyttes, da rentekostnadene føres til fradrag av den siste kronen som tjenes. I 2017 var den marginale skattekostnaden i henhold til Skatteetaten (2018) på 24 prosent, men vi velger å benytte den fremtidige skatteprosenten på 23 prosent i beregningen av Lerøys gjeldskostnad.

$$k_g = 4,09\% * (1 - 23\%) = 3,15\%$$

*Formel 7-4: Lerøys gjeldskostnad*



## 7.3 Avkastningskrav til totalkapitalen (WACC)

Avkastningskravet til totalkapitalen kan beskrives som selskapets vektete, gjennomsnittlige kapitalkostnad. Et selskap kan finansiere sin virksomhet ved bruk av ulike finansieringskilder, men vi vil her fokusere på de to vanligste finansieringskildene: egenkapital og lån. Disse to kildene til finansiering medfører forskjellig risiko, og vil følgelig ha ulike avkastningskrav. Avkastningskravet til totalkapitalen blir derfor et vektet gjennomsnitt av det påkrevde avkastningskravet til eierne og kostnaden til netto finansiell gjeld (Kaldestad og Møller, 2016).

$$WACC = k_e \frac{E}{E + G} + k_g (1 - t) \frac{G}{E + G}$$

*Formel 7-5: Avkastningskrav til totalkapitalen*

*E = Markedsverdien av selskapets egenkapital*

*G = Markedsverdien av selskapets gjeld*

*k<sub>e</sub> = Selskapets egenkapitalkostnad*

*k<sub>g</sub> = Selskapets gjeldskostnad*

*t = Nominell selskapsskatt*

### 7.3.1 Andel egenkapital og gjeld

For å beregne Lerøys totalavkastningskrav er det nødvendig å vite selskapets andel av både egenkapital og gjeld, da denne andelen vektet mot de beregnede avkastningskravene til egenkapital og gjeld. I tillegg må minoritetens andel og minoritetskravet hensyntas. I beregningen er det videre anbefalt å bruke markedsverdier for henholdsvis egenkapital og gjeld (Penman, 2013). Dette er i henhold til Damodaran (2012) begrunnet med at det er markedsverdiene som utgjør den beste målestokken på hvordan selskapet finansieres. I utgangspunktet skulle vi brukt den virkelige verdien av egenkapitalen til selskapet som skal beregnes i denne utredningen. Siden vi ikke har beregnet denne verdien enda, benytter vi offentlig tilgjengelig informasjon for å finne markedsverdien til egenkapitalen. For gjeld forutsetter vi at markedsverdien er lik netto finansiell gjeld som vi beregnet under regnskapsanalysen i kapittel 5. Verdien av egenkapitalen finnes ved å multiplisere selskapets aksjekurs på Oslo Børs per 29.12.17 med antall utestående aksjer. Med en markedsverdi på 43,98 per aksje og 595 773 680 utestående aksjer, får vi en total egenkapitalverdi på kr 26 202 126 446. Minoritetens andel blir beregnet ved å ta bokført verdi av minoritetsinteressene andel i 2017 multiplisert med en P/B-ratio for konsernet som helhet (Penman, 2013). Dette gir

minoritetene en markedsverdi på kr 1 684 563 725. Netto finansiell gjeld ble beregnet til kr 2 249 547 000. Dette gir selskapet en samlet total kapital på kr 30 136 237 171.

### 7.3.2 Beregning av avkastningskrav til total kapitalen (WACC)

Basert på beregningene av egenkapitalavkastningskravet i kapittel 7.1 og gjeldsavkastningskravet i kapittel 7.2, kan vi nå beregne Lerøys total kostnad (WACC) basert på formelen ovenfor.

$$WACC = 5,95\% * \frac{26\,202\,126}{30\,136\,237} + 3,15\% * \frac{2\,249\,547}{30\,136\,237} + 7,95\% * \frac{1\,684\,563}{30\,136\,237} = 5,85\%$$

*Formel 7-6: Beregning av avkastningskrav til total kapitalen*

Ut fra beregningene i formel 7-6, får vi en total kostnad på 5,85 prosent. Ser vi tilbake til beregningen av egenkapitalavkastningskravet i kapittel 7.1, ble dette kravet estimert til 5,95 prosent. Dette vil si at egenkapitalavkastningskravet og total kapitalavkastningskravet er relativt like, og at det kun skiller 0,1 prosent mellom kravene. Dette skyldes hovedsakelig at Lerøys netto finansielle gjeld har en mye lavere markedsverdi sett i forhold til egenkapitalens markedsverdi.

## 8 Lønnsomhetsanalyse

I lønnsomhetsanalysen skal selskapets lønnsomhet kartlegges og vurderes gjennom en kvantitativ rentabilitetsmåling. Rentabilitet er et mål på avkastningen til den investerte kapitalen og viser lønnsomheten til det overordnede selskapet. Rentabiliteten kan videre sammenlignes med avkastningskravet for å vurdere kvaliteten til investeringene (Damodaran, 2012). I det følgende fokuserer vi på selskapets egenkapitalrentabilitet.

Egenkapitalrentabiliteten kan videre dekomponeres i ulike nivåer for å identifisere de bakenforliggende kildene til lønnsomheten som kan gi Lerøy en fordel fremfor bransjen. Dette vil gi oss en bedre forståelse av selskapets lønnsomhet og vil være avgjørende for å kunne estimere den fremtidige verdiskapningen. Vi vil også her benytte de normaliserte regnskapstallene for Lerøy og bransjen fra kapittel 5, da dette er mer relevant for budsjettering og predikering. Vi velger videre å benytte gjennomsnittlige tall i nevneren, da dette gir et bedre bilde på den faktiske kapitalbindingen. Lønnsomheten analyseres derfor fra 2011 til 2017.

Når det gjelder minoritetsinteressene, skal disse tildeles sin andel av nettoresultatet. I Lerøy utgjør minoritetens andel mellom 6 og 11 prosent av bokført egenkapital over analyseperioden. Dette er en relativt høy andel, og vi mener derfor at minoriteten bør analyseres for seg selv. På grunn av dette ville lønnsomhetsberegningene blitt noe mer komplisert, men Penman (2013) anbefaler at det foretas en forenkling ved å trekke ut minoritetens andel fra både resultatet og egenkapitalen. I det følgende fokuserer vi derfor bare på majoritetens lønnsomhet.

## 8.1 Rammeverk

For å analysere Lerøys lønnsomhet og egenkapitalrentabilitet, vil vi benytte Penmans (2013) rammeverk. Ved hjelp av dette rammeverket kan vi identifisere driverne bak selskapets lønnsomhet, men vi får også innsikt i risikoen som er knyttet til lønnsomheten. Ut fra analysen kan vi se om selskapet har en drifts- og finansieringsfordel overfor bransjen.

Ifølge Penman (2013) kan analysen av egenkapitalrentabilitet deles inn i tre nivåer. Det første nivået analyserer virkningene av drifts- og finansieringsaktivitetene. Videre identifiseres effekten profittmarginen og eiendelenes omløpshastighet har på driftens lønnsomhet og den finansielle gjeldsgraden dekomponeres. Til slutt beregnes driverne bak profittmargin, eiendelenes omløpshastighet og netto lånekostnad i det nederste nivået. Vi velger her å fokusere på de to øverste nivåene av dekomponeringen, da vi mener informasjonen på disse to nivåene vil være detaljert nok for den videre verdsettelsen.



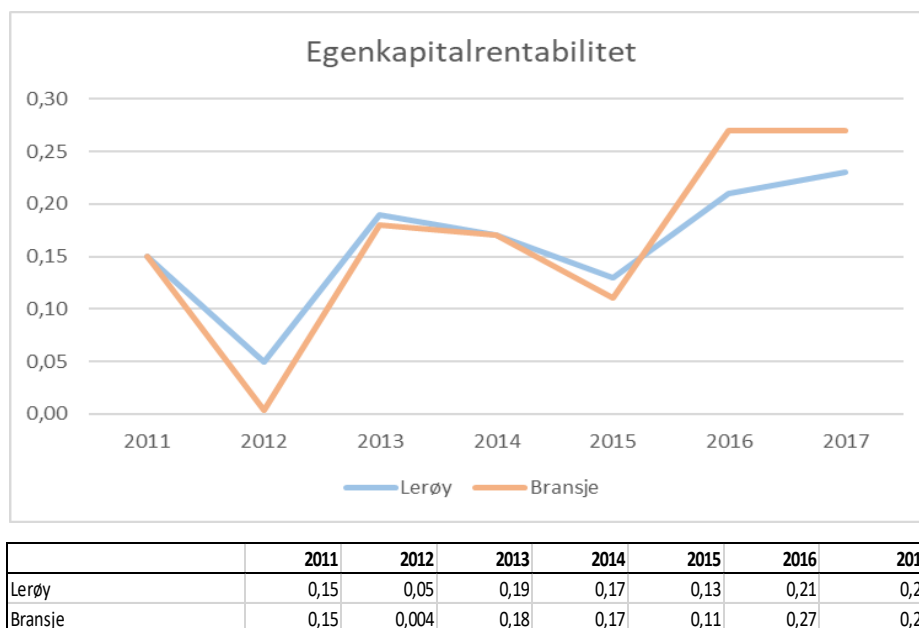
Figur 8-1: Dekomponering av egenkapitalrentabilitet (Penman, 2013)

## 8.2 Egenkapitalrentabilitet (ROCE)

Egenkapitalrentabiliteten undersøker lønnsomheten sett ut fra investorenes perspektiv. Hensikten med dette resultatmålet er å skaffe seg et innblikk i avkastningen til den alminnelige egenkapitalen og se hva selskapet har tjent på sine tidligere investeringer (Damodaran, 2012).

$$ROCE = \frac{\text{Normalisert nettoresultat til egenkapitalen}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}} = RNOA + (FLEV * SPREAD)$$

Formel 8-1: Egenkapitalrentabilitet (Penman, 2013)



Figur 8-2: Egenkapitalrentabilitet for Lerøy og bransjeutvalget

Gjennom analyseperioden har både Lerøy og bransjen hatt en gjennomsnittlig egenkapitalrentabilitet på 0,16. Som vi kan se av grafen, falt egenkapitalrentabiliteten for henholdsvis Lerøy og bransjen kraftig fra 2011 til 2012. Dette kan ha sammenheng med de sykliske endringene i markedet og at lakseprisene falt betydelig dette året (Lerøy, Årsrapport 2012). Videre ser vi at selv om 2012 var et dårlig år for selskapet, har Lerøy hatt en fordel ved at selskapets egenkapitalrentabilitet har vært jevnt bedre enn bransjesnittet frem til 2015. De siste to årene har egenkapitalrentabiliteten til Lerøy økt, men bransjesnittet har imidlertid vært enda høyere. Dette medfører en liten ulempe for Lerøy sett i forhold til bransjen. Likevel har nøkkeltallet vært på over 20 prosent, som indikerer at selskapet tjener godt på investeringene

som foretas. Videre kan egenkapitalrentabiliteten deles inn i et driftsrelatert element og et finansrelatert element, som vil forklares nærmere nedenfor.

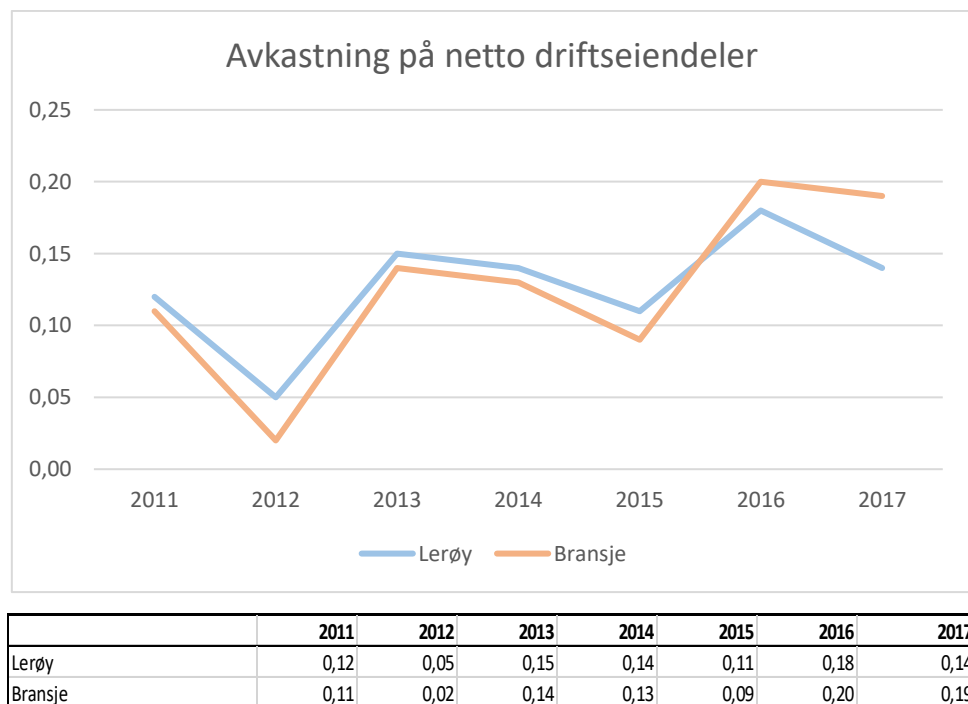
## 8.3 Driftsfordel

### 8.3.1 Avkastning på netto driftseiendeler (RNOA)

Dette nøkkeltallet viser selskapets avkastning på netto operasjonelle driftseiendeler og utgjør den driftsrelaterte delen i dekomponeringen av egenkapitalrentabiliteten. Dersom selskapet ikke har gjeld, vil avkastningen på netto operasjonelle eiendeler være lik egenkapitalrentabiliteten. Nøkkeltallet kan videre dekomponeres inn i to drivere: driftsmargin og omløpshastighet til netto driftseiendeler (Penman, 2013).

$$RNOA = \frac{\text{Driftsresultat etter skatt}}{\text{Gjennomsnittlig netto driftseiendeler}} = PM * ATO$$

Formel 8-2: Avkastning på netto driftseiendeler (Penman, 2013)



Figur 8-3: Avkastning for netto driftseiendeler for Lerøy og bransjeutvalget

Lerøy har i analyseperioden hatt en gjennomsnittlig avkastning på netto operasjonelle eiendeler på 13 prosent. Dette er det samme gjennomsnittet som bransjen, og ut fra grafen kan vi se at Lerøy og bransjens avkastning svinger i takt. Nøkkeltallet har vært varierende, men i 2016 er nøkkeltallet relativt høyt sett i forhold til resten av analyseperioden. Lerøys

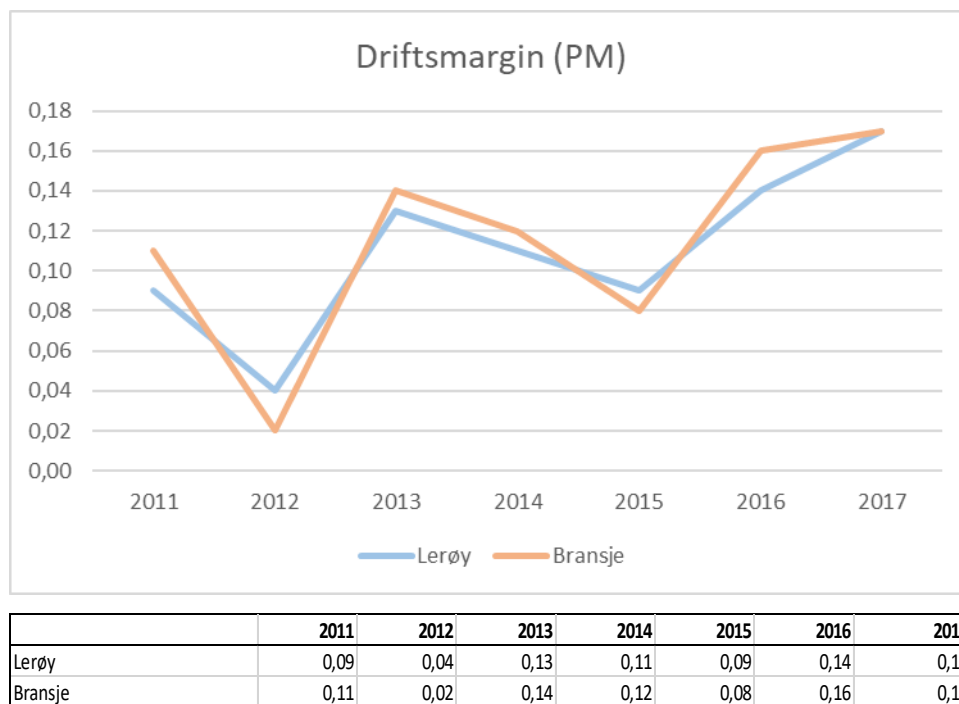
avkastning på de operasjonelle eiendelene har frem til 2015 vært marginalt høyere enn bransjen, slik at en eventuell fordel ikke er spesielt stor. Det siste året har imidlertid nøkkeltallet vært fallende, spesielt for Lerøy, men selv med en fallende trend mener vi fortsatt at nøkkeltallet er tilfredsstillende.

### 8.3.2 Driftsmargin (PM)

Driftsmargin er den ene driveren til netto operasjonelle eiendeler, og måler selskapets evne til å generere fortjeneste for hver krone solgt etter at skatt er hensyntatt (Penman, 2013).

$$PM = \frac{\text{Driftsresultat etter skatt}}{\text{Salgsinntekter}}$$

Formel 8-3: Driftsmargin (Penman, 2013)



Figur 8-4: Driftsmargin for Lerøy og bransjeutvalget

Som vi ser, falt driftsmarginen kraftig i 2012. Dette har sammenheng med det lave driftsresultatet dette året, som ble en konsekvens av de fallende lakseprisene. Driftsmarginen medfører derfor at både avkastningen til netto driftseiendeler og egenkapitalrentabiliteten synker i 2012. Videre har Lerøy og bransjen hatt samme utvikling i driftsmarginen gjennom hele analyseperioden. Lerøys gjennomsnittlige driftsmargin for perioden utgjør 0,11 og er det samme som for bransjen. Fra 2015 til 2017 har driftsmarginen også steget gradvis. I den

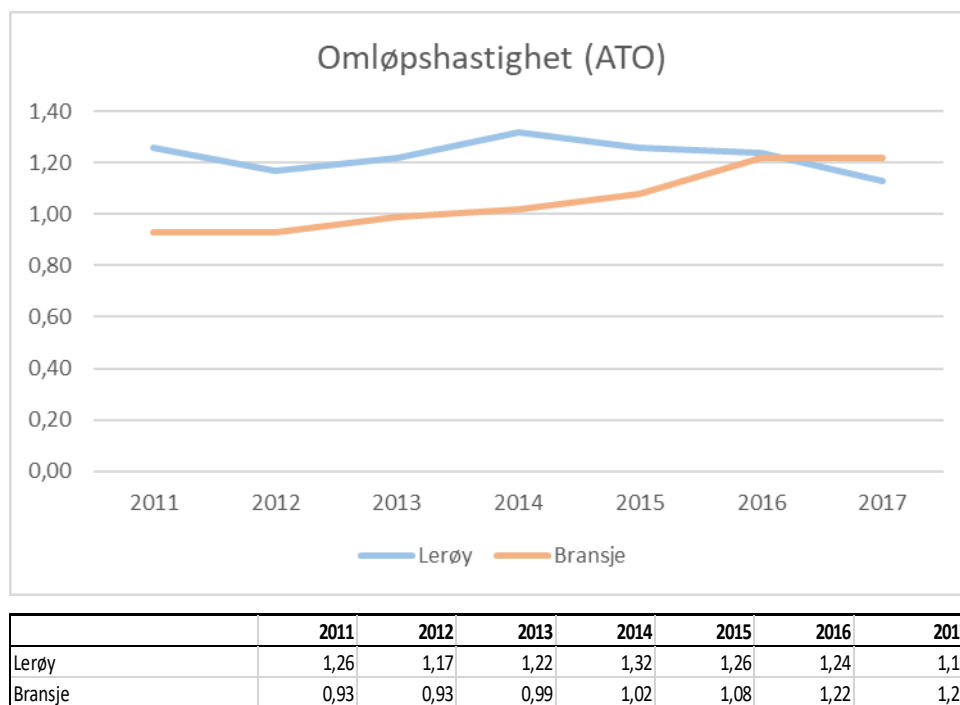
strategiske analysen i kapittel 4, så vi at Lerøy kan ha en liten ulempe i forhold til Marine Harvest fordi Lerøy ikke produserer fiskefôr selv. Klarer selskapet å utvikle teknologien som trengs for å produsere fiskefôr selv, kan dette medføre at produksjonskostnadene i fremtiden vil synke slik at de kan generere en høyere driftsmargin. Det må imidlertid påpekes at det ikke er åpenbart at en vertikal integrasjon alltid er mer lønnsomt.

### 8.3.3 Omløpshastighet til netto driftseiendeler (ATO)

Dette nøkkeltallet angir evnen selskapets driftsrelaterte eiendeler har til å generere omsetning, og er det andre elementet i dekomponeringen av avkastningen på netto operasjonelle eiendeler (Penman, 2013).

$$ATO = \frac{\text{Salgsinntekter}}{\text{Gjennomsnittlig netto driftseiendeler}}$$

Formel 8-4: Omløpshastighet til netto driftseiendeler (Penman, 2013)



Figur 8-5: Omløpshastighet for Lerøy og bransjeutvalget

Som figur 8-5 illustrerer, har bransjen en positiv trend gjennom hele analyseperioden, mens Lerøys omløpshastighet faller i årene etter 2014. I perioden har Lerøy et vektet snitt på 1,23, mens bransjens vektete snitt er på 1,06. Dette betyr at Lerøy har høyere effektivitet i forvaltningen av sine driftseiendeler i forhold til bransjen, noe som medfører at selskapet har

en strategisk driftsfordel fra 2011 til 2016. Kildene til denne fordel kan skyldes at Lerøy har et større produktutvalg enn bransjen og mer fokus på merkevarebygging enn konkurrentene. Det må dog påpekes at Lerøys omløpshastighet for 2017 har en dårligere trend enn bransjen. Dette kan skyldes at Lerøy har foretatt investeringer som enda ikke har innvirket på effektiviteten, som blant annet oppkjøpet av to av Europas største selskaper innenfor hvitfiskområdet i 2016. Dette muliggjør som nevnt under den strategiske analysen at Lerøy kan drive mer oppdrett av andre fiskearter i tillegg til laks. Selv med den dårlige trenden for 2017, mener vi imidlertid at nøkkeltallet ligger på et akseptabelt nivå.

## 8.4 Finansieringsfordel

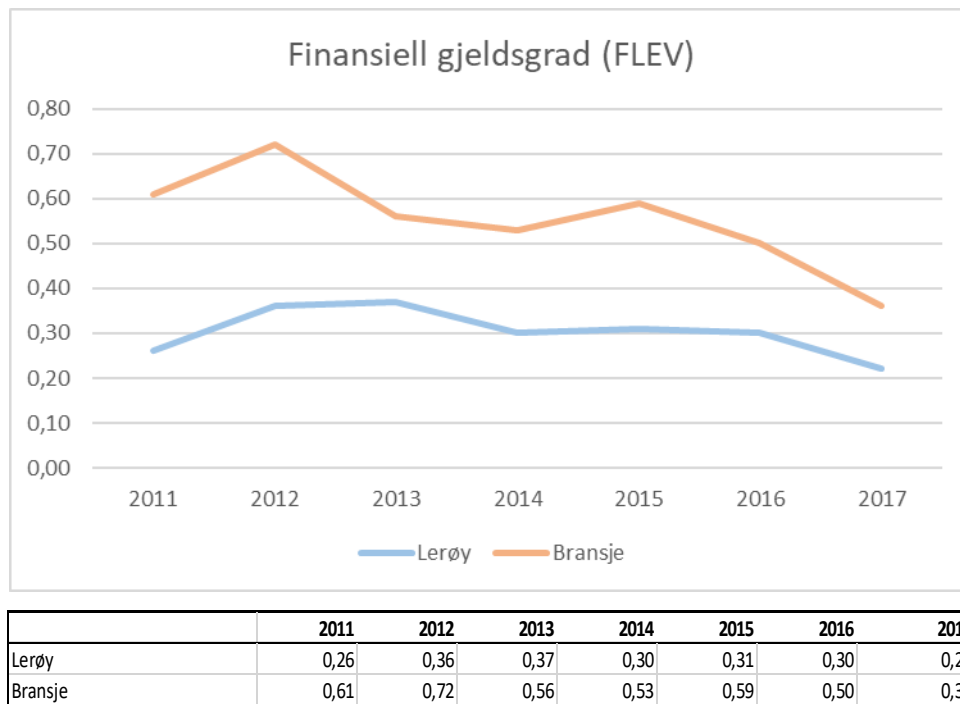
### 8.4.1 Finansiell gjeldsgrad (FLEV)

Finansiell gjeldsgrad gir oss informasjon om selskapets finansiering, og uttrykker i hvor stor grad netto driftseiendeler blir finansiert med netto finansiell gjeld kontra alminnelig egenkapital. Dette nøkkeltallet er en av komponentene til den finansrelaterte delen i dekomponeringen av egenkapitalrentabiliteten. Den typiske finansielle gjeldsgraden er på 0,4, men det foreligger store variasjoner fra selskap til selskap (Penman, 2013).

$$\text{Finansiell gjeldsgrad} = \frac{\text{Gjennomsnittlig netto finansiell gjeld}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$

*Formel 8-5: Finansiell gjeldsgrad (Penman, 2013)*





*Figur 8-6: Finansiell gjeldsgrad for Lerøy og bransjeutvalget*

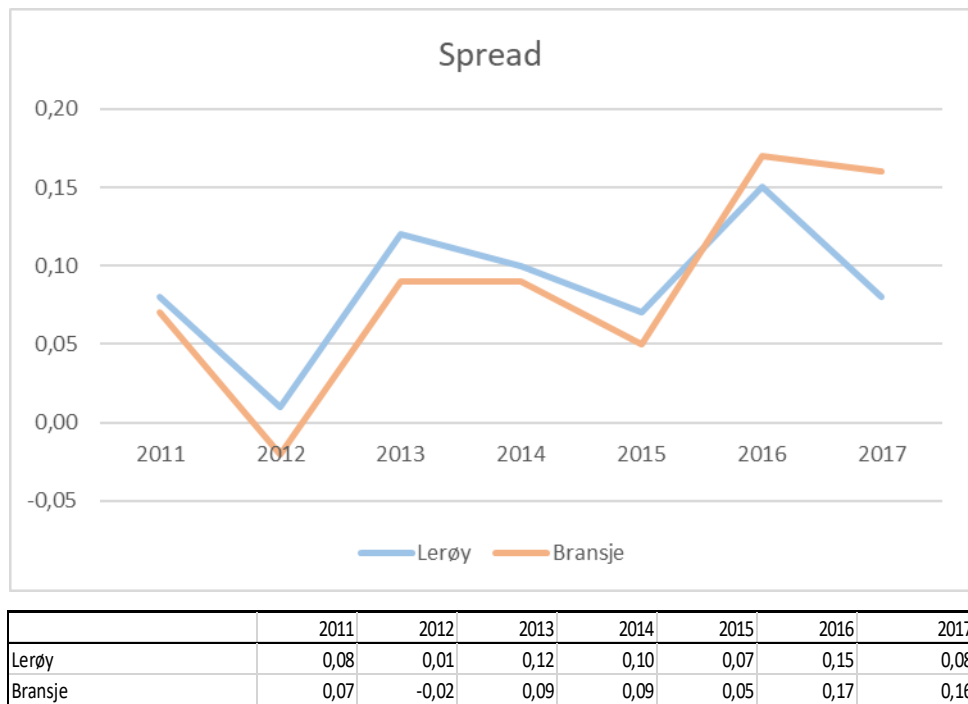
I analyseperioden har Lerøy en gjennomsnittlig gjeldsgrad på 0,30. Ut fra den typiske gjeldsgraden og bransjens gjennomsnitt på 0,55, indikerer dette at Lerøy har en lav, men god finansiell gjeldsgrad. Gjeldsgraden til Lerøy og bransjen har vært noe varierende, men Lerøy har alle årene ligget stabilt under bransjen. I 2017 har både Lerøy og bransjen sin laveste gjeldsgrad, på henholdsvis 0,22 og 0,36.

#### 8.4.2 Spread

Spread er differansen mellom avkastningen til netto driftseiendeler (RNOA) og netto lånekostnad (NBC). Avkastningen til netto driftseiendeler er forklart ovenfor, mens netto lånekostnad kan defineres som det vektete gjennomsnittet av de ulike finansieringskildene til selskapet. Spread vil sammen med den finansielle gjeldsgraden utgjøre en gearingeffekt, som bidrar til at egenkapitalrentabiliteten kan bli større enn avkastningen til netto driftseiendeler (Penman, 2013).

$$SPREAD = RNOA + \left( \frac{NFE}{NFO} \right) = RNOA - NBC$$

*Formel 8-6: Spread (Penman, 2013)*



Figur 8-7: Spread for Lerøy og bransjeutvalget

Hvis nøkkeltallet spread er positivt, gir dette en antydning om at selskapet har en gunstig finansiering. Dersom nøkkeltallet er negativt, vil selskapet imidlertid ikke ha en like god finansiering. Ut fra grafen ser vi at Lerøy og bransjen sin spread svinger i takt og har hatt samme utvikling gjennom hele analyseperioden. Videre har Lerøy hatt en spread som er høyere enn bransjen frem til 2015. Til tross for en nedgang fra 2016 til 2017, får vi likevel en indikasjon på at selskapet har en gunstig finansiering siden nøkkeltallet er positivt for alle årene i analyseperioden.

## 9 Fremtidsregnskap

Gjennom dette kapitlet vil det bli utarbeidet et fremtidsregnskap som utgjør steg 3 av den fundamentale verdsettelsesprosessen. Dette vil danne utgangspunktet for selve verdsettelsen og benyttes i kapittel 10. For å kunne si noe om selskapets fremtidige utvikling og utarbeide fremtidige prognoser, vil vi kombinere informasjonen og innsikten fra analysene i de foregående kapitlene. I tillegg vil bakgrunnsinformasjonen fra bransjen og selskapet i kapittel 2 komme til nytte. Fremtidsregnskapet vil utarbeides med utgangspunkt i rammeverket til Penman (2013). Innledningsvis i kapitlet er det ulike valg som må tas, før vi kan foreta en analyse av viktige budsjett drivere. Basert på dette vil vi kunne presentere fremtidige prognoser for resultatregnskap, balanse og fri kontantstrøm.

## 9.1 Valg av budsjettperiode, detaljnivå og teknikk

I de følgende underkapitlene vil vi ta flere valg og forutsetninger for utarbeidelsen av fremtidsregnskapet. Dette gjøres for å klargjøre det som videre skal legges til grunn for estimering av budsjettdriverne.

### 9.1.1 Valg av budsjettperiode

Fremtidsregnskapet kan deles inn i to perioder: en eksplisitt periode og steady state. I den eksplisitte perioden vil budsjettdriverne variere, slik at veksten kan være forskjellig fra år til år. I steady state er budsjettdriverne konstante, og selskapet er i en stabil vekstfase (Penman, 2013). Den eksplisitte perioden bør derfor dekke perioden frem til selskapet oppnår en stabil vekst (Kaldestad og Møller, 2016).

Det finnes ingen fasitsvar på hvor lang budsjettperioden bør være. Ifølge Koller et al. (2015) anbefales det å bruke en lengre eksplisitt periode på 10-15 år. Dette begrunnes med at en kortere horisont vil medføre at det må tas mange antakelser om selskapets vekst i den stabile fasen (Koller et al., 2015). Penman (2013) argumenterer derimot på sin side at det bør brukes en kort eksplisitt periode. I henhold til forfatteren, vil prognosene bli mer usikre desto lengre prognoseperioden er. For sykliske selskaper, vil det ifølge Kaldestad og Møller (2016) være naturlig med en eksplisitt periode ut over fem år.

Lerøy er et veletablert selskap i en moden fase og vil sannsynligvis ha en mer stabil vekst sammenlignet med det selskaper i en vekstfase forventes å ha. På grunn av biologiske begrensninger og konsesjonssystemet, vil det også være begrenset vekst i tilbudet de kommende årene. Dette taler for at Lerøy er et relativt stabilt selskap, og at det bør benyttes en kortere budsjettperiode. På en annen side er Lerøy et syklisk selskap, som i stor grad blir påvirket av markedssvingningene til de volatile lakseprisene. Dette kan føre til at det tar lengre tid før selskapet oppnår en konstant vekst, sett i forhold til selskaper som er mindre eksponert for markedspriser. Dette er et godt argument for at det bør brukes en lengre budsjettperiode. På bakgrunn av dette, har vi valgt en mellomlang budsjettperiode på 8 år for Lerøy, og forventer at selskapet er i steady state fra og med år 2026.

### 9.1.2 Valg av detaljnivå

Valg av detaljnivå dreier seg om hvor mange poster i regnskapet som skal benyttes, og dette må avgjøres før vi kan utarbeide et fremtidsregnskap. Detaljnivået kan enten være fokusert med få enkeltposter eller være fullstendig og detaljert med mange poster. Dette vil avhenge av lengden på den eksplisitte perioden. Ved en lengre periode vil det være en del usikkerhet knyttet til estimatene, slik at det kan være hensiktsmessig med få drivere (Penman, 2013). Ved en kortere eksplisitt periode vil estimatene på en annen side inneholde mindre usikkerhet, slik at det kan brukes mange budsjett drivere og et detaljert detaljnivå. Vi har valgt en relativt lang budsjettperiode på 8 år, og velger derfor en tilnærming med begrenset antall enkeltposter.

### 9.1.3 Valg av teknikk

For å prognostisere Lerøys fremtidsregnskap, har vi valgt å benytte ulike budsjett drivere. Ifølge Penman (2013), vil noen budsjett drivere være viktigere enn andre. Felles for mange bransjer er imidlertid at driftsinntektene er viktige, da disse i all hovedsak er avgjørende for selskapets fremtidige utvikling. Det vil derfor være naturlig å starte analysen med driftsinntektene (Penman, 2013). Til å utarbeide driverne vil vi benytte den historiske regnskapsinformasjonen og Lerøys omgrupperte regnskap fra kapittel 5, for å beregne driverens historiske utvikling gjennom analyseperioden. I tillegg benyttes den strategiske analysen fra kapittel 4. Basert på dette får vi en indikasjon på hvordan selskapets fremtidige vekst vil bli. I tillegg til driftsinntekter som budsjett driver, vil vi estimere følgende budsjett drivere: netto driftsresultat, skatt, omløpshastighet til netto driftseiendeler, netto finansiell gjeld, minoritetsinteresser, netto minoritetsresultat, finanskostnad, finansinntekt og selskapets egenkapital.

## 9.2 Analyse av budsjett drivere

### 9.2.1 Driftsinntekter

Driftsinntektene er som nevnt den viktigste budsjett driveren og er avgjørende for å kunne si noe om selskapets omfang i fremtiden. Denne budsjett driveren utgjør grunnlaget for de andre driverne, da disse i all hovedsak, direkte eller indirekte, blir drevet av driftsinntektene (Koller et al., 2015). Fremtidig etterspørsel, laksepris, slaktevolum og veksten i økonomien generelt, er faktorer som vil ha innvirkning på veksten til driftsinntektene i fremtiden. Vi velger her å analysere driftsinntektsveksten på kort- mellomlang- og lang sikt. Videre har vi valgt å slå sammen posten inntekt fra tilknyttede selskaper og inntekt fra driften, da inntekt fra

tilknyttede selskaper, basert på et historisk gjennomsnitt, kun har utgjort 1 prosent av driftsinntektene.

Endring i driftsinntekter	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Gjennomsnitt
Driftsinntekter (inkl. tilknyttet selskap)	9 006 920	9 182 554	9 121 977	10 956 902	12 671 404	13 512 101	17 532 061	18 926 166	
Endring i %		1,9%	-0,7%	16,7%	13,5%	6,2%	22,9%	7,4%	9,7%

Tabell 9-1: Endring i driftsinntekter over analyseperioden

Lerøy har i analyseperioden hatt en gjennomsnittlig inntektsvekst på 9,7 prosent. Etter en liten nedgang i 2012, har selskapet hatt en sterk vekst de siste fem årene med et snitt på over 13 prosent. Som vi ser ut fra tabell 9-1, har veksten i driftsinntektene hatt store svingninger. Dette skyldes blant annet at lakseprisene er volatile og påvirkes av etterspørselen. I oppdrettsbransjen vil økt slaktevolum føre til økt tilbud av laks, som igjen vil påvirke lakseprisen negativt slik at driftsinntektene faller. Dette kan vi for eksempel se i årene 2012 og 2016 for Lerøy, selv om det er bransjens totale slaktevolum som vil gi størst påvirkning på lakseprisene. I 2012 var slaktevolumet til Lerøy relativt høyt, mens driftsinntektene var relativt lave. I 2016 ble slaktevolumet redusert fra de foregående årene, noe som var med på å bidra til høyere driftsinntekter for Lerøy (Lerøy, Årsrapport 2016). Til tross for noen variasjoner i slaktevolumet, har volumet til Lerøy vært relativt stabilt gjennom analyseperioden. Dette betyr at det i hovedsak er høye laksepriser og høy etterspørsel som reflekterer økningen i driftsinntektene.

Lakseprisene er volatile, og det kan derfor være vanskelig å prognostisere prisenes utvikling. På kort sikt vil det imidlertid være litt enklere å si noe konkret om prisene, da man gjerne har flere kilder og prognoser tilgjengelig. Et eksempel på dette er Fish Pools prognoser på forwardpriser som vi så under PESTEL-analysen. Deres prognoser viser hva forventet fremtidig pris vil være på laks frem til år 2020. Ut fra forwardprisene ser vi at de ligger relativt høyt i starten av 2018, og i mars 2018 er de på 67,80 kr. Deretter reduseres de gradvis, med noen svingninger, før de faller kraftig i år 2020 (Fish Pool, 2018b). I 2020 forventer Fish Pool en pris på kun 49,60 kr, noe som er betraktelig lavere enn siste uken i 2017 hvor prisen var på 56,23 kr. PESTEL-analysen viste videre at markedsadgangen til både Kina og Russland forventes å åpnes for fullt i 2018, noe som kan øke eksporten og gjennomsnittsprisen for norsk laks. Basert på dette mener vi at driftsinntektene vil få en økning i 2018 og at denne økningen videre opprettholdes for 2019. I år 2020 forventes det imidlertid en reduksjon på grunn av fall i lakseprisen basert på Fish Pools prognoser.

Når det gjelder produksjonsvolum, viste PESTEL-analysen at Lerøys produksjonsvolum i dag hovedsakelig blir styrt av konsesjonssystemet og er betinget av de politiske faktorene. Videre så vi at Norge ikke har økt produksjonen av laks siden 2012, på grunn av begrenset konsesjonskapasitet, politiske reguleringer og biologiske utfordringer. Systemet fører dermed til begrenset tilbudsvekst, da det utdeles få nye konsesjoner og på kort sikt er det heller ingen indikasjoner på endring eller oppmykning i konsesjonssystemet. Dette medfører at det vil være vanskelig å øke produksjonsvolumet, slik at tilbudsveksten ikke forventes å øke på kort sikt. De miljømessige forholdene i PESTEL-analysen viste også at det var mindre rømming og et lavere lusetall for 2017 enn tidligere år. Ifølge Lerøy vil luseutfordringen bli løst, men konsernet erkjenner at det er utfordrende å tidfeste når (Lerøy, Årsrapport 2016). Det forventes dermed at disse problemene fortsatt vil foreligge sett i et kortsiktig perspektiv. Totalt sett gir dette indikasjoner på et mer eller mindre uendret volum på kort sikt.

På lengre sikt vil det være større usikkerhet knyttet til lakseprisene og Fish Pool har ingen forwardpriser etter 2020. Som nevnt i den strategiske analysen, kan det på sikt tenkes at lakseprisen konvergerer mot enhetskostnaden, da laks er et homogent produkt. På grunn av en volatil trend i lakseprisen, kan det imidlertid tenkes at prisene er på vei mot en ny høykonjunktur. På en annen side kan man forvente en økning i produksjonsvolumet i fremtiden dersom de landbaserte oppdrettsanleggene viser seg å være en suksess. Dette kan tyde på at prisene ikke vil stige, men fortsette å holde seg på et lavt nivå også etter 2020. Forskere mener også at det kan være mulig å seksdoble verdiskapningen i de marine næringene frem mot 2050, hvor havbruk vil stå for en stor del av denne veksten (Regjeringen, 2015b). Veksten skal fordeles mellom nye tillatelser og økt kapasitet på eksisterende tillatelser, men veksten forutsetter at miljøutfordringer løses. Lakselus er fremdeles en stor utfordring, men som nevnt er dette et problem som trolig kan bli løst. Det er derfor grunn til å tro at myndighetene i fremtiden deregulerer konsesjonssystemet i større grad, slik at produksjonsvolumet og tilbudet kan øke. Det må imidlertid påpekes at det vil være urimelig å forutsette at bransjen ikke vil stå overfor nye utfordringer senere. For eksempel vil det være en mulighet at det kan oppstå nye og ukjente miljøutfordringer, i tillegg til svakheter knyttet til de nye anleggene i fremtiden.

Som vi så i den eksterne analysen, er laks en næringsrik matvare i tillegg til at det er et økende fokus på sunn og variert mat. Dette, samt en økning i verdens befolkning, vil gi muligheter for økt etterspørsel og inntektsvekst for oppdrettsbransjen og Lerøy i årene

fremover. I henhold til forskningsrådet vil laks fortsatt være den viktigste fiskearten i norsk havbruk i 2020, samtidig som andre fiskearter som torsk, kveite, blåskjell og hummer vil bli mer etterspurt (Norges forskningsråd, udatert). Dette kan videre øke trusselen fra substituttprodukter, spesielt andre fiskearter, som vi analyserte under Porters femkraftsmodell. For Lerøy trenger imidlertid ikke denne trusselen å være så stor, da selskapet har et større fokus på produksjon av andre fiskearter enn mange av konkurrentene som primært produserer laks. Dette kan gi en økt inntektsvekst for Lerøy i fremtiden dersom de klarer å utnytte dette. Totalt sett tilsier dette for mellomlang sikt at prisene vil ligge på et lavt nivå på grunn av volumøkning, og vi antar derfor at den lavere lakseprisen i 2020 vil vedvare.

Lang sikt definerer vi som perioden 2024 til 2025, mens perioden etter dette klassifiseres som steady state. I steady state foreligger det en antakelse om at vekstraten er konstant. Dette setter imidlertid begrensninger for hvor høy veksten kan være, og medfører at selskapene ikke kan vokse raskere enn økonomien på lang sikt. Den langsiktige vekstraten kan dermed ikke være høyere enn den generelle veksten i den samlede økonomien (Damodaran, 2012). Ut fra valg av eksplisitt periode, predikerer vi at Lerøy vil nå steady state fra og med år 2026. Selv om oppdrettsnæringen opererer i et globalt marked, velger vi å se på veksten til den norske økonomien, da vi antar at den fremtidige veksten ikke vil overgå inflasjonsmålet til Norges Bank på 2 prosent og en forventet realvekst (Norges Bank, 2018b). En vekst ut over dette, vil videre kunne medføre overvurderte estimater i terminalverdien.

Ifølge Kaldestad og Møller (2016) har realveksten i norsk BNP historisk utgjort rundt 2-3 prosent. Forfatterne ser videre få argumenter for at veksten i BNP kommer til å bli høyere enn dette i fremtiden. Når vi skal fastsette en "evigvarende" langsiktig vekstrate, er det viktig å ta hensyn til rentenivået på lang sikt. Dagens lave rente kan indikere at realveksten fremover vil bli noe lavere enn den historisk har vært. Likevel anslås den samlede veksten i BNP Fastlands-Norge til å bli 2,0 prosent i 2018 og at den vil ta seg opp til 2,5-2,6 prosent de neste to årene. Dette er klart høyere enn trendveksten i økonomien som er på 2,1 prosent (Det Kongelige Finansdepartement, 2017-2018). Selv om det forventes en vekst i markedet for laks som følge av blant annet vekst i befolkningen og økonomien generelt, mener vi likevel at det ikke er realistisk å forvente en så høy vekst sett i et evighetsperspektiv. Vi velger dermed en realvekst på 1 prosent, og mener det er hensiktsmessig å sette driftsinntektenes langsiktige vekstrate til 3 prosent. Nedenfor følger en oversikt over Lerøys predikerte driftsinntektsvekst for budsjettperioden og det første året i steady state.



Driftsinntektsvekst	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	t+1
	1,9%	-0,7%	16,7%	13,5%	6,2%	22,9%	7,4%	7,5%	7,5%	5,0%	4,8%	4,4%	4,0%	3,7%	3,3%	3,0%

Figur 9-1: Driftsinntektsvekst for Lerøy over analyse- og budsjettperioden

## 9.2.2 Netto driftsmargin og netto driftsresultat

For å budsjettere netto driftsmargin og netto driftsresultat, må vi se på kostnadspostene knyttet til Lerøys drift. Ut fra det omgrupperte regnskapet, ser vi at Lerøys normale driftskostnader består av varekostnader, lønns- og personalkostnader, avskrivninger og andre driftskostnader.

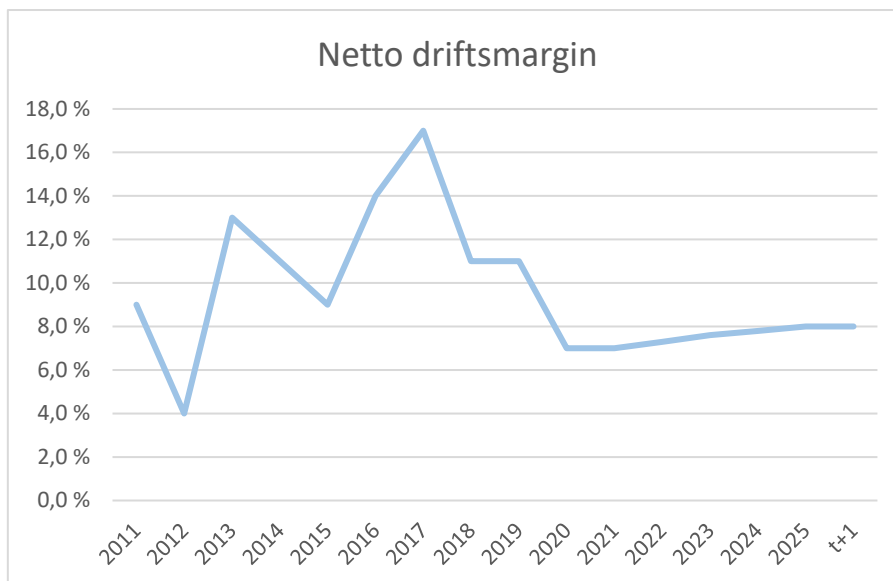
Den største kostnaden for Lerøy er varekostnaden, som historisk har utgjort 64 prosent av driftskostnadene. Varekostnaden består hovedsakelig av fiskefôr, og som tidligere nevnt i Porter-analysen, stod fiskefôr for ca. 44 prosent av driftskostnadene til oppdrettsbransjen i 2016. For Lerøy som er det nest største selskapet i bransjen, er det grunn til å tro at de i fremtiden vil kunne utvikle eget fiskefôr dersom dette viser seg å være lønnsomt. På kort og mellomlang sikt, vil vi imidlertid fortsatt forvente høye fôrkostnader. Som vi så under PESTEL-analysen representerer aktiviteter tilknyttet håndtering og kontroll av lakselus en vesentlig kostnadsdriver for selskapene. Selv om det som nevnt rapporteres om lavere lusetall, står bransjen fortsatt overfor store utfordringer knyttet til dette. Det kan derfor i årene fremover fortsatt forventes høye kostnader knyttet til luseutfordringene for oppdrettsnæringen. Det er ikke oppgitt hvilke kostnadsposter disse utgiftene er relatert til, og dette vil trolig variere ut fra hvilke tiltak som gjøres. Likevel forventer vi at kostnadene til lusebekjempelsen vil påvirke varekostnaden, slik at denne vil fortsette å holde seg høy i årene fremover.



Når det gjelder lønns- og personalkostnadene, er hovedkilden til endring i denne posten en endring i antall ansatte og reallønnsvekst. I analyseperioden har Lerøys lønnskostnader vært relativt stabile sett i forhold til selskapets totale driftsinntekter, med et gjennomsnitt på ca. 11 prosent. På grunn av begrenset produksjonsvekst, forventes det ikke en betydningsfull endring i antall ansatte de neste årene. Vi forutsetter derfor at lønns- og personalkostnadene vil øke i takt med driftsinntektene og være på samme forholds nivå både på kort-, mellomlang- og lang sikt.

For Lerøy har avskrivningene historisk utgjort 2,9 prosent av driftsinntektene, og vi ser gjennom analyseperioden at de har hatt en gradvis økning. Denne posten vil variere og vil avhenge av investeringer som foretas. Når det gjelder samleposten andre driftskostnader, har ikke Lerøy oppgitt hva som inngår her. Det vil derfor være vanskelig å estimere utviklingen av denne posten. I analyseperioden har imidlertid posten vært relativt stabilt på ca. 10 prosent av driftsinntektene. Vi forventer derfor, på samme måte som lønns- og personalkostnadene, at andre driftskostnader vil ligge på samme forholds nivå også i fremtiden.

I lønnsomhetsanalysen i kapittel 8 så vi at både Lerøy og bransjen hadde en gjennomsnittlig driftsmargin på 11 prosent over analyseperioden. For 2017 lå Lerøys driftsmargin på 17 prosent. Dette er en relativt høy driftsmargin i forhold til foregående år og vi mener derfor det vil være mer realistisk å sette driftsmarginen i 2018 og 2019 til gjennomsnittet på 11 prosent. Videre prognostiserer vi at driftsmarginen faller kraftig i 2020 og vil kun utgjøre 7 prosent. Hovedkilden til dette er at det forventes et relativt stort fall i lakseprisen, mens varekostnadene fortsatt er høye. I årene etter 2020 forventes det, slik vi så under analysen av driftsinntektene, at den lave lakseprisen vil vedvare. Driftsmarginen vil derfor holde seg lav, men med en liten økning mot steady state der den vil stabilisere seg på 8 prosent. Den gradvise økningen skyldes at vi antar at kostnadene på lengre sikt kan reduseres blant annet på grunn av at biologiske utfordringer gradvis løses. Nedenfor er budsjettert driftsmargin og driftsresultat fremstilt.



Netto driftsresultat	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	t+1
Driftsinntekter	20 345 628	21 871 551	22 965 128	24 067 454	25 126 422	26 131 479	27 098 344	27 992 589	28 832 367
Netto driftsmargin	11%	11%	7%	7%	7,3%	7,6%	7,8%	8%	8%
Netto driftsresultat	2 238 019	2 405 871	1 607 559	1 684 722	1 834 229	1 985 992	2 113 671	2 239 407	2 306 589

Figur 9-2: Netto driftsmargin for Lerøy over analyse- og budsjettperioden

### 9.2.3 Skatt

I 2017 var selskapsskattesatsen på 24 prosent, mens for 2018 er det vedtatt en sats på 23 prosent (Skatteetaten, 2018). Det er også forventet at skattesatsen vil reduseres ytterligere dersom skatteutvalgets forslag om å redusere selskapsskatten til 20 prosent, blir fulgt (NOU 2014:13). Det er imidlertid ikke presisert når dette vil skje, slik at denne utviklingen kan være vanskelig å predikere. Vi velger dermed å legge til grunn en skattesats på 23 prosent ved utarbeidelse av fremtidsregnskapet.

### 9.2.4 Omløpshastigheten til netto driftseiendeler

Omløpshastigheten til netto driftseiendeler må budsjetteres for å finne ut hvilke eiendeler som trengs for å generere de prognostiserte driftsinntektene (Penman, 2013). For å budsjettere netto driftseiendeler ser vi derfor på forholdet mellom neste års driftsinntekter og neste års omløpshastighet til netto driftseiendeler (ATO).

$$\text{Netto driftseiendeler}_t = \frac{\text{Driftsinntekter}_{t+1}}{\text{ATO}_{t+1}}$$

Formel 9-1: Omløpshastighet til netto driftseiendeler (Penman, 2013)

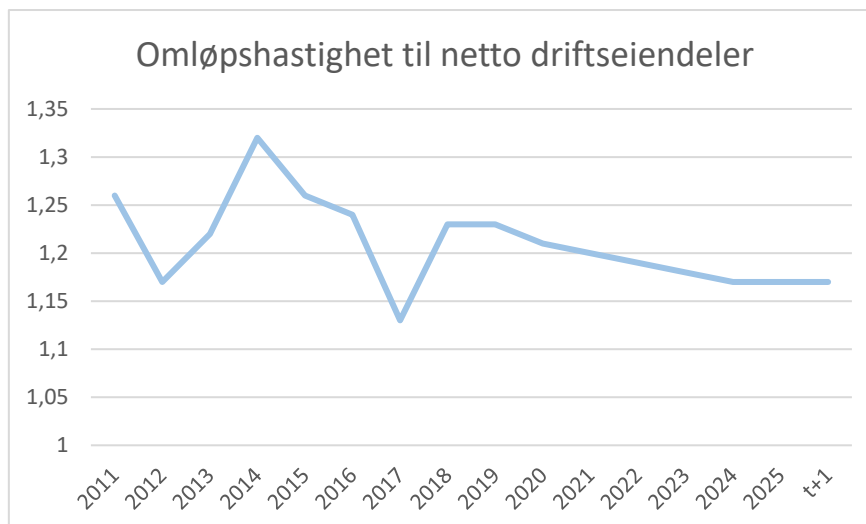
I kapittel 8 kartla vi hvordan Lerøys omløpshastighet utviklet seg gjennom analyseperioden. Der så vi at Lerøy hadde en vektet gjennomsnittlig omløpshastighet på 1,23, mens bransjens snitt var på 1,06. Vi mente her at produktutvalg og merkevarebygging var grunnen til at Lerøy hadde så mye bedre omløpshastighet enn bransjen. I 2017 ble omløpshastigheten til Lerøy beregnet til 1,13, noe som er en reduksjon fra fjoråret hvor omløpshastigheten lå på 1,24. Til sammenligning hadde bransjen en omløpshastighet på 1,22 i 2017.

Vi anser omløpshastigheten for 2017 som relativt lav i forhold til de foregående årene. Videre mener vi at nøkkeltallet for 2016 ligger på et mer normalt nivå for Lerøy, sett i sammenheng med resten av analyseperioden. Vi budsjetterer derfor med at omløpshastigheten til netto driftseiendeler i 2018 og 2019 vil ligge på det historiske gjennomsnittet for Lerøy.

Estimeringen begrunnes med at utsiktene i oppdrettsnæringen på kort sikt tilsier, slik vi så under prognostiseringen av driftsinntektene og i den strategiske analysen, at det er begrenset hvor mye produksjonskapasiteten kan øke. Selv om driftsinntektene øker i 2018 og 2019, antar vi at dette skyldes økt laksepris og bedre utnyttelse av den allerede eksisterende kapasiteten, slik at driftsinntektsveksten vanskelig kan begrunnes med økt kapasitet.

Videre frem mot år 2025 forventer vi en gradvis økning i netto driftseiendeler, da det forventes stigende driftsinntekter som følge av volumøkning. På lengre sikt antas det dermed at investeringene vil øke som følge av økt produksjonskapasitet. Dette tilsier en noe redusert omløpshastighet på lengre sikt som vil konvergere noe mot bransjesnittet. Netto driftseiendeler forventes etter dette å vokse i takt med inflasjonen og realveksten, på samme måte som driftsinntektene.

Når vi har estimert hva netto driftseiendeler vil utgjøre for analyseperioden, deles dette inn i henholdsvis netto driftsrelaterte anleggsmidler og driftsrelatert arbeidskapital basert på hva postene historisk har utgjort av netto driftseiendeler. I tabellen nedenfor presenteres omløpshastighetens historiske og fremtidige utvikling, i tillegg til prognosene for netto driftseiendeler.



Omløpshastighet til netto driftseiendeler	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	t+1
Driftsinntekter	20 345 628	21 871 551	22 965 128	24 067 454	25 126 422	26 131 479	27 098 344	27 992 589	28 832 367
Omløpshastighet til netto driftseiendeler	1,23	1,23	1,21	1,20	1,19	1,18	1,17	1,17	1,17
<b>Netto driftseiendeler</b>	<b>17 781 749</b>	<b>18 979 445</b>	<b>20 056 212</b>	<b>21 114 640</b>	<b>22 145 321</b>	<b>23 160 978</b>	<b>23 925 290</b>	<b>24 643 049</b>	<b>25 135 910</b>
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	11 024 684	11 267 256	12 434 851	13 091 077	13 730 099	14 359 806	14 833 680	15 278 690	15 737 051
Driftsrelatert arbeidskapital	6 757 065	7 212 189	7 621 361	8 023 563	8 415 222	8 801 127	9 091 610	9 364 359	9 645 289

Figur 9-3: Omløpet til netto driftseiendeler for Lerøy over analyse- og budsjettperioden

## 9.2.5 Netto finansiell gjeld

Netto finansiell gjeld består av henholdsvis finansiell gjeld og finansielle eiendeler, slik at utviklingen til netto finansiell gjeld i budsjettperioden finnes ved å undersøke utviklingen til disse størrelsene. Hvor mye finansiell gjeld og finansielle eiendeler et selskap har, vil være avhengig av kapitalstrukturens utvikling.

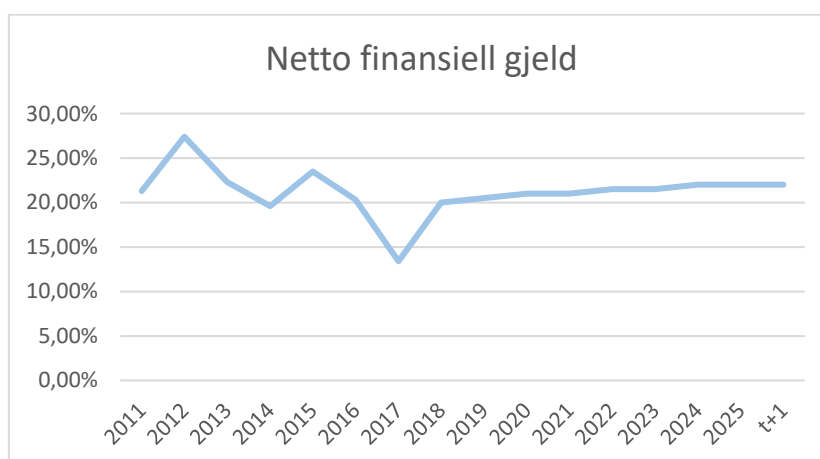
### Finansiell gjeld:

Gjennom analyseperioden har Lerøy hatt en tidsvektet finansiell gjeld på 36 prosent. Til sammenligning var bransjens snitt på 40 prosent. At Lerøys historiske gjennomsnitt er litt lavere enn bransjen, skyldes primært at Grieg har en høy finansiell gjeldsdel som trekker opp bransjens snitt. Ekskluderer vi imidlertid Grieg fra bransjeutvalget, vil snittet være på 38 prosent, noe som kan virke mer representativt i dette tilfellet.

For å budsjettere utviklingen i finansiell gjeld, kan bransjesnittet eller det historiske nivået til Lerøy legges til grunn. Det forventes ingen stor endring i kapitalstrukturen i fremtiden, og vi velger derfor å ta utgangspunkt i Lerøys historiske nivå. Vi ser likevel for oss at andelen gradvis vil konvergere til bransjens snitt på 38 prosent mot steady state.

### Finansielle eiendeler:

Lerøys finansielle eiendeler har historisk hatt et snitt på 16 prosent. Dette er signifikant høyere enn bransjens snitt som har utgjort 8,5 prosent over analyseperioden. Den store forskjellen skyldes hovedsakelig at Lerøy har en større kontantbeholdning enn resten av bransjen. Kontantbeholdningen vil kunne variere avhengig av forhold som sesongvariasjoner i salg, låneopptak og avdragsbetalinger. I tillegg vil det være mulig å redusere beholdningen når selskapet klarer å generere positive verdistrømmer. Utviklingen til finansielle eiendeler vil normalt gå mot bransjensnittet, dersom det ikke er åpenbart at Lerøy ligger over eller under snittet. Som vi så ovenfor, ligger Lerøy i dette tilfellet klart over snittet. Vi mener derfor at det er realistisk at Lerøy på sikt vil fortsette å ligge over bransjensnittet, og at de finansielle eiendelene vil være stabile på 16 prosent. I figur 9-4 nedenfor presenteres Lerøys prognoser for finansielle eiendeler, finansiell gjeld og netto finansiell gjeld.



Netto finansiell gjeld	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	t+1
Finansiell gjeld	36,0%	36,5%	37,0%	37,0%	37,5%	37,5%	38,0%	38,0%	38,0%
Finansielle eiendeler	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%
Netto finansiell gjeld	20,0%	20,5%	21,0%	21,0%	21,5%	21,5%	22,0%	22,0%	22,0%

Figur 9-4: Netto finansiell gjeld for Lerøy over analyse- og budsjettperioden

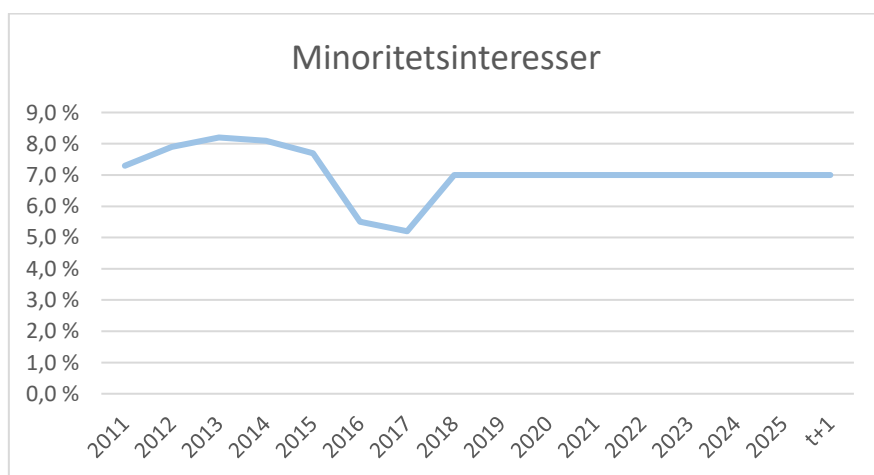
### 9.2.6 Minoritet

Når det gjelder minoritetsinteressene kan disse budsjetteres ved å ta utgangspunkt i hva minoritetsandelen har utgjort over analyseperioden. Videre kan bransjegjennomsnittet også være et optimalt mål på minoritetsandelen.

Lerøys minoritetsinteresser har økt gradvis gjennom analyseperioden, men sett i forhold til netto driftseiendeler, har prosenten imidlertid en nedadgående trend de siste to årene av perioden. Historisk har gjennomsnittet for Lerøys minoritetsinteresser utgjort 7 prosent av netto driftseiendeler, mens bransjen i analyseperioden har hatt en vesentlig lavere minoritetsandel på rundt 2,5 prosent.

Bransjen har hatt god lønnsomhet de siste årene, noe som følgelig kan være en grunn til den fallende minoritetsandelen, da en synkende minoritetsandel kan indikere at majoriteten prøver å “presse ut” minoriteten for å sikre seg størst mulig overskudd. Vi har antatt at oppdrettsbransjen vil forbli lønnsom også i fremtiden, slik at Lerøys datterselskap vil fortsette å generere overskudd. Det kan derfor være lønnsomt for Lerøy å “presse ut” minoritetsinteressene. Vi antar imidlertid for budsjettperioden at majoriteten ikke har et insentiv til dette.

Vi mener det vil være rimelig å ta utgangspunkt i det historiske snittet, fremfor bransjesnittet ved beregning av minoritetens andel, grunnet forskjellen som har vært i det historiske snittet for henholdsvis Lerøy og bransjen. Det vil derfor være grunnlag for å prognostisere en minoritetsdel for Lerøy noe over bransjesnittet. Ut fra dette mener vi det er rimelig at minoritetsandelen vil forbli på 7 prosent av netto driftseiendeler ut prognoseperioden. Minoritetsinteressenes utvikling presenteres nedenfor i figur 9-5.



Minoritetsinteresser	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	t+1
Netto driftseiendeler	17 781 749	18 979 445	20 056 212	21 114 640	22 145 321	23 160 978	23 925 290	24 643 049	25 135 910
Minoritetsdel	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Minoritetsinteresser	1 244 722	1 328 561	1 403 935	1 478 025	1 550 172	1 621 268	1 674 770	1 725 013	1 759 514

Figur 9-5: Minoritetsinteressenenes andel over analyse- og budsjettperioden

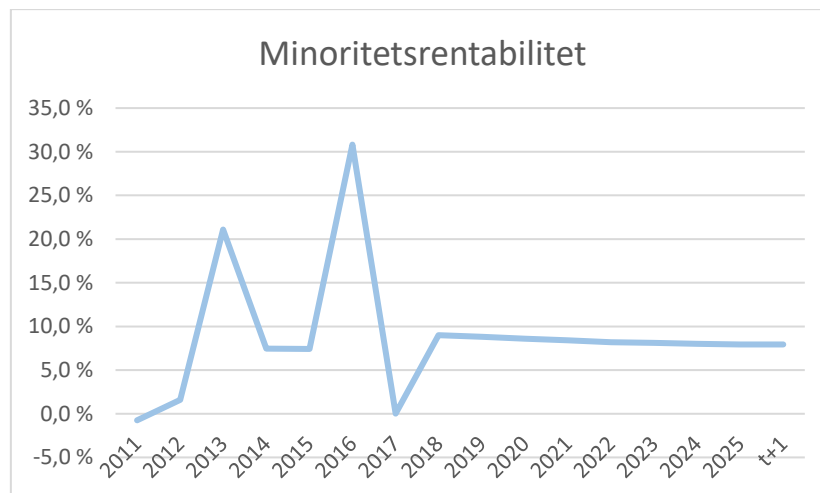
## 9.2.7 Netto minoritetsresultat

Når det gjelder netto minoritetsresultat prognostiseres dette basert på forventet minoritetsrentabilitet.

$$\text{Netto minoritetsresultat}_t = \text{minoritetsrentabilitet}_t * \text{minoritetsinteresser}_{t-1}$$

Formel 9-2: Netto minoritetsresultat

Minoritetsresultatet har gjennom hele analyseperioden hatt store variasjoner. I perioden har det tidsvektede gjennomsnittet av minoritetsrentabiliteten vært på 9 prosent, og den er dermed høyere enn minoritetskravet. Dette forteller oss at Lerøy ikke har klart å “presse ut” minoriteten, og det forventes som nevnt over at de heller ikke vil klare å presse dem ut på hverken kort- mellomlang- eller lang sikt. På lengre sikt vil minoritetsrentabiliteten konvergere mot minoritetskravet, og vi antar derfor at den i steady state vil være på 7,95 prosent. Minoritetsrentabiliteten og netto minoritetsresultat over analyse- og budsjettperioden presenteres i figuren nedenfor.



Netto minoritetsresultat	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	t+1
Minoritetsinteresser	874 828	1 244 722	1 328 561	1 403 935	1 478 025	1 550 172	1 621 268	1 674 770	1 725 013	1 759 514
Minoritetsrentabilitet		9,0%	8,8%	8,6%	8,4%	8,2%	8,1%	8,0%	8,0%	8,0%
Netto minoritetsresultat		78 735	109 536	114 256	117 931	121 198	125 564	129 701	133 144	137 138,53

Figur 9-6: Minoritetsrentabilitet over analyse- og budsjettperioden

## 9.2.8 Finanskostnad og finansinntekt

Det er flere måter å budsjettere finanspostene på. I henhold til Penman (2013) kan netto finanskostnad beregnes ved å prognostisere finansiell lånerente for alle årene i prognoseperioden og multiplisere denne med netto finansiell gjeld i år t-1. En annen måte å

beregne finanspostene på, er ved å benytte en ratio som for finanskostnadene beregnes ved å dele finanskostnadene i år t på finansiell gjeld i år t-1. Deretter finner man finanskostnaden i år t+1 ved å multiplisere ratioen med finansiell gjeld i år t (Koller et al., 2015).

Vi forutsetter at finanskostnadene endrer seg ved opptak eller nedbetaling av selskapets lån. Vi velger å benytte Penmans (2013) metode for å beregne finanskostnadene, hvor det forutsettes at finansiell gjeldsrente er lik netto finansielt gjeldskrav for det enkelte år. I beregningene under kapittel 7, kom vi frem til at Lerøy har et avkastningskrav til gjeld på 3,15 prosent etter skatt.

Ved budsjettering av finansinntektene tar vi utgangspunkt i et historisk snitt av finansielle eiendeler. Ut fra regnskapet ser vi at finansinntektene har hatt et historisk snitt på 1,2 prosent. De finansielle eiendelene består hovedsakelig av kontanter og bank, som finansinntektene vanligvis kommer fra. Ut fra dette vil de fremtidige finansinntektene utgjøre 1,2 prosent av de finansielle eiendelene i budsjettperioden.

### 9.2.9 Egenkapital

Netto driftseiendeler er lik netto finansiell gjeld pluss egenkapital. Når vi har estimert netto driftseiendeler og netto finansiell gjeld, kan vi dermed finne egenkapitalen residualt ved bruk av følgende formel:

$$\text{Egenkapital} = \text{netto driftseiendeler} - \text{netto finansiell gjeld} - \text{minoritet}$$

*Formel 9-3: Egenkapital (Penman, 2013)*

### 9.3 Fri kontantstrøm fra drift

Fri kontantstrøm fra drift kalkuleres med utgangspunkt i netto driftsresultat justert for økning i netto driftseiendeler. Denne sammenhengen presenteres i formelen nedenfor:

$$\text{Fri kontantstrøm fra drift} = \text{netto driftsresultat} - \text{økning i netto driftseiendeler}$$

*Formel 9-4: Fri kontantstrøm fra drift (Penman 2013)*



## 9.4 Presentasjon av fremtidsregnskap

I de påfølgende delkapitlene følger en presentasjon av Lerøys fremtidsregnskap som er utledet basert på analysen av budsjettdriverne som ble gjennomgått i kapittel 9.2. Fremtidsregnskapet inkluderer både fremtidig resultatregnskap, balanse og fri kontantstrøm for den valgte budsjettperioden 2018-2026.

### 9.4.1 Fremtidig resultatregnskap

Det fremtidige resultatregnskapet er presentert i tabell 9-2, og er basert på normaliserte tall. Dette innebærer at de unormale postene antas å være lik null, da de som nevnt er vanskelige å predikere. Når det gjelder utbytte er dette beregnet residualt med utgangspunkt i det fullstendige nettoresultatet fra resultatregnskapet og posten endring i egenkapital fra balansen.

Fremtidig resultatregnskap	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	t+1
Driftsinntekter	18 926 166	20 345 628	21 871 551	22 965 128	24 067 454	25 126 422	26 131 479	27 098 344	27 992 589	28 832 367
<b>Netto driftsresultat etter skatt</b>	<b>3 216 176</b>	<b>2 238 019</b>	<b>2 405 871</b>	<b>1 607 559</b>	<b>1 684 722</b>	<b>1 834 229</b>	<b>1 985 992</b>	<b>2 113 671</b>	<b>2 239 407</b>	<b>2 306 589</b>
Netto finansinntekt	32 839	34 141	36 441	38 508	40 540	42 519	44 469	45 937	47 315	48 734
<b>Nettoresultat til sysselsatt kapital</b>	<b>3 249 015</b>	<b>2 272 160</b>	<b>2 442 312</b>	<b>1 646 067</b>	<b>1 725 262</b>	<b>1 876 748</b>	<b>2 030 461</b>	<b>2 159 608</b>	<b>2 286 722</b>	<b>2 355 323</b>
Netto finanskostnad	182 550	185 117	201 645	218 216	233 755	246 091	261 592	273 589	286 386	294 977
Netto minoritetsresultat	-	11	78 735	109 536	114 256	117 931	121 198	125 564	129 701	133 144
<b>Nettoresultat til egenkapitalen</b>	<b>3 066 476</b>	<b>2 008 309</b>	<b>2 131 131</b>	<b>1 313 595</b>	<b>1 373 576</b>	<b>1 509 459</b>	<b>1 643 306</b>	<b>1 756 317</b>	<b>1 867 192</b>	<b>1 923 207</b>
Unormalt netto driftsresultat	- 1 234 889	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Unormalt netto finansresultat	10 736	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Fullstendig nettoresultat til egenkapitalen</b>	<b>1 842 323</b>	<b>2 008 309</b>	<b>2 131 131</b>	<b>1 313 595</b>	<b>1 373 576</b>	<b>1 509 459</b>	<b>1 643 306</b>	<b>1 756 317</b>	<b>1 867 192</b>	<b>1 923 207</b>
Netto utbytte	774 977	2 634 926	1 351 710	633 220	611 508	878 095	917 111	1 329 461	1 357 583	1 398 311
Endring i ek	1 067 346	- 626 617	779 421	680 375	762 068	631 364	726 195	426 857	509 609	524 897

Tabell 9-2: Fremtidig resultatregnskap for Lerøy

### 9.4.2 Fremtidig balanse

Tabell 9-3 nedenfor presenterer Lerøys estimerte fremtidsbalanse for henholdsvis netto driftseiendeler og netto driftskapital.

Fremtidig balanse	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	t+1
Netto driftsrelaterte anleggsmidler	11 859 821	11 024 684	11 767 256	12 434 851	13 091 077	13 730 099	14 359 806	14 833 680	15 278 690	15 737 051
Driftsrelatert arbeidskapital	4 871 848	6 757 065	7 212 189	7 621 361	8 023 563	8 415 222	8 801 172	9 091 610	9 364 359	9 645 289
<b>Netto driftseiendeler</b>	<b>16 731 669</b>	<b>17 781 749</b>	<b>18 979 445</b>	<b>20 056 212</b>	<b>21 114 640</b>	<b>22 145 321</b>	<b>23 160 978</b>	<b>23 925 290</b>	<b>24 643 049</b>	<b>25 382 340</b>
Egenkapital	13 607 294	12 980 677	13 760 098	14 440 473	15 202 541	15 833 905	16 560 099	16 986 956	17 496 565	18 021 462
Minoritetsinteresser	874 828	1 244 722	1 328 561	1 403 935	1 478 025	1 550 172	1 621 268	1 674 770	1 725 013	1 776 764
Netto finansiell gjeld	2 249 547	3 556 350	3 890 786	4 211 805	4 434 074	4 761 244	4 979 610	5 263 564	5 421 471	5 584 115
<b>Netto driftskapital</b>	<b>16 731 669</b>	<b>17 781 749</b>	<b>18 979 445</b>	<b>20 056 212</b>	<b>21 114 640</b>	<b>22 145 321</b>	<b>23 160 978</b>	<b>23 925 290</b>	<b>24 643 049</b>	<b>25 382 340</b>

Tabell 9-3: Fremtidig balanse for Lerøy

### 9.4.3 Fremtidig fri kontantstrøm

Med utgangspunkt i det fremtidige resultatregnskapet og den fremtidige balansen, kan fremtidig fri kontantstrøm utledes. Dette presenteres i tabellen nedenfor.

Fremtidig kontantstrøm fra drift	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	t+1
Netto driftsresultat	3 216 176	2 238 019	2 405 871	1 607 559	1 684 722	1 834 229	1 985 992	2 113 671	2 239 407	2 306 589
Unormal netto driftsresultat	- 1 234 889	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Endring i netto driftseiendeler	- 182 683	1 050 080	1 197 696	1 076 767	1 058 428	1 030 681	1 015 657	764 312	717 759	739 291
Fri kontantstrøm fra drift	2 163 970	1 187 939	1 208 175	530 792	626 294	803 548	970 335	1 349 359	1 521 648	1 567 298

Tabell 9-4: Fremtidig fri kontantstrøm fra drift for Lerøy

## 10 Fundamental verdsettelse

Selve verdsettelsen av Lerøy er steg 4 i den fundamentale verdsettelsesprosessen. I de tidligere kapitlene har vi gjennomført både kvalitative og kvantitative analyser som la grunnlaget for estimering av fremtidig resultatregnskap, balanse og fri kontantstrøm i kapittel 9. I tillegg beregnet vi et avkastningskrav i kapittel 7 som benyttes ved diskontering av fremtidsregnskapet. I dette kapitlet vil vi derfor anvende all informasjon som er funnet gjennom hele utredningen til å beregne et verdiesimat av egenkapitalen til Lerøy med tilhørende aksjepris per 29.12.17. I kapittel 11 vil det også gjennomføres en supplerende verdsettelse for å teste estimatet fra den fundamentale verdsettelsen. Verdiesimatene som blir beregnet her vil være utgangspunktet for handlestrategien som følger i kapittel 12.

Hovedmetoden for denne utredningen er fundamental verdsettelse, jf. kapittel 3. Der så vi at selskapets egenkapital kan beregnes indirekte ved bruk av total kapitalverdimodellen eller direkte gjennom egenkapitalverdimodellen. Vi skal her beregne Lerøys egenkapital med tilhørende aksjepris ved bruk av både total kapitalverdimodellen og egenkapitalverdimodellen. Siden disse ble redegjort for i kapittel 3, vil det nedenfor kun følge en kort presentasjon av hver modell. Videre vil vi sammenligne verdiesimatene vi får ved bruk av de modellene. Som en avslutning på dette kapitlet, vil vi gjennomføre en sensitivitetsanalyse for å undersøke usikkerheten knyttet til verdiesimatet som er utarbeidet.

### 10.1 Totalkapitalverdimodellen

I kapittel 3 så vi at total kapitalverdimodellen verdsetter egenkapitalen indirekte ved at man først beregner selskapets verdi. For å komme frem til verdien av egenkapitalen, gjøres det deretter fradrag for netto finansiell gjeld, i tillegg til minoritetsinteressenes virkelige verdi

som ble beregnet i kapittel 7. Diskonteringsraten som benyttes her, er totalkapitalkostnaden (WACC) som også ble estimert i kapittel 7. I henhold til Miller og Modigliani (1958, s. 277) er den gjennomsnittlige kapitalkostnaden til et selskap ikke påvirket av selskapets kapitalstruktur. Vi forutsetter derfor en konstant WACC på 5,85 prosent for alle årene når vi nedenfor skal estimere verdien av Lerøys egenkapital. Totalkapitalverdimodellen kan, som beskrevet i kapittel 3, deles inn i tre forskjellige modeller som alle skal gi like verdiestimer: fri kontantstrøm til totalkapitalmodellen, superprofitt fra driftmodellen og superprofitt vekstmodellen.

### 10.1.1 Fri kontantstrøm til totalkapitalmodellen

I fri kontantstrøm til totalkapitalmodellen beregner vi verdien av Lerøys egenkapital ved å neddiskontere den budsjetterte frie kontantstrømmen fra drift med avkastningskravet, WACC. I steady state forventes det en konstant vekst, og her beregnes det derfor en terminalverdi. Ved bruk av denne modellen får vi et verdiestimat av egenkapitalen til Lerøy på kr 37 275 818 med tilhørende aksjepris på 62,6 kr. Beregningen er vist i tabell 10-1.

Fri kontantstrøm fra drift	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	t+1
Fri kontantstrøm fra drift		1 187 939	1 208 175	530 792	626 294	803 548	970 335	1 349 359	1 521 648	1 567 298
Diskonteringsfaktor		1,059	1,120	1,186	1,255	1,329	1,407	1,489	1,576	
Nåverdi eksplisitt periode	6 313 596	1 122 285	1 078 321	447 561	498 901	604 724	689 885	906 341	965 578	
Terminalverdi										54 992 908
Nåverdi av terminalverdi	34 896 333									
Selskapsverdi	41 209 928									
Netto finansiell gjeld	2 249 547									
Minoritetsinteresser	1 684 563									
Egenkapital	37 275 818									
Antall aksjer	595 774									
Estimert verdi per aksje	62,6									

Tabell 10-1: Fri kontantstrøm til totalkapitalen

### 10.1.2 Superprofitt fra driftmodellen

Ved bruk av superprofitt driftmodellen, finner vi egenkapitalen ved å neddiskontere fremtidige verdier av superprofitt pluss nåverdien til terminalleddet, og summere dette med verdien til netto driftseiendeler. Deretter må netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser trekkes fra for å finne markedsverdien til egenkapitalen. Denne modellen gir også et verdiestimat av egenkapitalen til Lerøy på kr 37 275 818. Følgelig blir også aksjeprisen det samme som under fri kontantstrøm til totalkapitalmodellen. Beregningen er vist nedenfor i tabell 10-2.

Superprofitt fra drift	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	t+1
Netto driftsresultat		2 238 019	2 405 871	1 607 559	1 684 722	1 834 229	1 985 992	2 113 671	2 239 407	2 306 589
Netto driftseiendeler/kapital	16 731 669	17 781 749	18 979 445	20 056 212	21 114 640	22 145 321	23 160 978	23 925 290	24 643 049	25 382 340
Residualt resultat		978 803	1 040 233	1 110 298	1 173 289	1 235 207	1 295 501	1 354 917	1 399 629	1 441 618
<b>Superprofitt fra drift</b>		<b>1 259 216</b>	<b>1 365 638</b>	<b>497 261</b>	<b>511 433</b>	<b>599 022</b>	<b>690 491</b>	<b>758 754</b>	<b>839 778</b>	<b>864 971</b>
Diskonteringsfaktor		1,059	1,120	1,186	1,255	1,329	1,407	1,489	1,576	
Nåverdi av superprofitt drift	5 219 435	1 189 624	1 218 860	419 288	407 404	450 805	490 922	509 641	532 890	
Terminalverdi										30 349 859
Nåverdi av terminalverdi	19 258 825									
Selskapsverdi	41 209 928									
Netto finansiell gjeld	2 249 547									
Minoritetsinteresser	1 684 563									
Egenkapital	37 275 818									
Antall aksjer	595 774									
Estimert verdi per aksje	62,6									

Tabell 10-2: Superprofitt fra drift

### 10.1.3 Vekst i superprofitt fra driftmodellen

Vekst i superprofitt fra driftmodellen estimerer egenkapitalverdien ved å finne endringen i superprofitt fra drift og neddiskontere dette med avkastningskravet WACC. Den neddiskonterte verdien legges til netto driftsresultat neste år, før summen så kapitaliseres. Denne modellen gir også et verdiestimat av egenkapital til Lerøy på kr 37 275 812, og en estimert pris per aksje på kr 62,6. Beregningen er vist i tabell 10-3.

Vekst i superprofitt fra drift		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	t-1
Superprofitt vekst fra drift		106 422	- 868 377	14 172	87 589	91 469	68 262	81 024	25 193
Diskonteringsfaktor		1,059	1,120	1,186	1,255	1,329	1,407	1,489	
Nåverdi av superprofitt vekst fra drift	- 420 990	100 540	- 775 044	11 950	69 773	68 836	48 533	54 422	
Terminalverdi									883 976
Nåverdi av terminalverdi	593 751								
Netto driftsresultat år 1	2 238 019								
1/WACC-1	17								
Selskapsverdi	41 209 922								
Netto finansiell gjeld	2 249 547								
Minoritetsinteresser	1 684 563								
Egenkapital	37 275 812								
Antall aksjer	595 774								
Estimert verdi per aksje	62,6								

Tabell 10-3: Vekst i superprofitt fra drift

## 10.2 Egenkapitalverdimodellen

Sammenlignet med totalkapitalverdimodellen, finner egenkapitalverdimodellen verdien av egenkapitalen direkte. Som vi så i kapittel 3, kan denne modellen videre deles inn i fire forskjellige modeller som følgelig skal gi det samme verdiestimatet: fri kontantstrøm til egenkapitalmodellen, dividendemodellen, superprofittmodellen og superprofitt vekstmodellen. Vi velger her å ta utgangspunkt i de tre sistnevnte modellene. Som diskonteringsrate til egenkapitalverdimodellen vil vi beregne et fremtidig egenkapitalavkastningskrav. Dette vil forklares nedenfor.

### 10.2.1 Fremtidig egenkapitalavkastningskrav

For å beregne et fremtidig avkastningskrav til egenkapitalen, har vi tatt utgangspunkt i fri kontantstrøm til total kapitalmodellen innenfor total kapitalverdimodellen, og dividendemodellen innenfor egenkapitalverdimodellen. Som et første steg må vi vite hvor mye egenkapital og gjeld selskapet har for hvert av årene i budsjettperioden. Andelen av gjeld estimerte vi i den fremtidige balansen i kapittel 9. Så har vi funnet egenkapitalverdien for alle årene i budsjettperioden ved bruk av fri kontantstrøm til total kapitalmodellen og dividendemodellen, og deretter tatt et snitt av disse for å finne en gjennomsnittlig egenkapitalverdi. Fri kontantstrøm til total kapitalmodellen er beregnet med en konstant WACC for alle årene, jf. Miller og Modigliani (1958 s 277). Videre er også dividendemodellen beregnet med et konstant egenkapitalavkastningskrav for alle år. Normalt skal ikke dette kravet være konstant for alle fremtidige år, fordi egenkapitalbetaen vil være en funksjon av egenkapitalandelen. Vi vet imidlertid ikke hva egenkapitalverdien vil utgjøre enda, slik at vi i dette steget gjør en forenkling og antar et konstant egenkapitalavkastningskrav (Working paper).

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Fri kontantstrøm til total kapital	37 275 818	38 498 660	39 772 803	41 798 865	43 847 950	45 839 653	47 781 083	49 457 963	53 434 299
Dividende	35 924 430	35 527 340	36 389 632	38 021 827	37 616 447	41 361 470	43 005 598	44 335 201	46 058 205
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>36 600 124</b>	<b>37 013 000</b>	<b>38 081 218</b>	<b>39 910 346</b>	<b>40 732 199</b>	<b>43 600 562</b>	<b>45 393 341</b>	<b>46 896 582</b>	<b>49 746 252</b>
Gjeld	2 249 547	3 556 350	3 890 786	4 211 805	4 434 074	4 761 244	4 979 610	5 263 564	5 584 115
D/E	0,061	0,096	0,102	0,106	0,109	0,109	0,110	0,112	0,112

Tabell 10-4: Andel egenkapital og gjeld

Når vi nå har beregnet andel egenkapital og gjeld for budsjettperioden, kan vi bruke Damodaran (2012) sin formel for å beregne  $\beta_U$ , som er betaen til et selskap som kun er finansiert med egenkapital. Her benytter vi vår historiske egenkapitalbeta fra kapittel 7, sammen med markedsverdien til egenkapital og gjeld som ble brukt til å finne den historiske egenkapitalbetaen.

$$\beta_U = \frac{\beta_L}{1 + \left(\frac{D}{E}\right)} = \frac{0,7307}{1,086} = 0,673$$

Formel 10-1: Beregning av  $\beta_U$

Ut fra dette får vi en  $\beta_U$  på 0,673.

Deretter kan vi beregne en ny  $\beta_L$  for alle årene i budsjettperioden ved å multiplisere den estimerte  $\beta_U$  med egenkapital- og gjeldsandelene beregnet ovenfor. For å beregne et fremtidig avkastningskrav til egenkapitalen, må vi også estimere fremtidig risikofri rente og markedets risikopremie. Vi velger å benytte den risikofrie renten vi fant i kapittel 7.1, slik at denne estimeres til 2,3 prosent for alle årene i budsjettperioden. Videre i dette kapittelet så vi at markedsrisikopremien i det norske markedet har vært uendret siden 2011 på 5 prosent (PWC, 2017). Vi forutsetter derfor at markedspremien i fremtiden vil fortsette å ligge på dette nivået, og vi velger en premie på 5 prosent for hvert år fremover.

I delkapittel 7.1.4 kom vi frem til at det ikke var behov for å legge til en likviditetspremie for majoriteten, og at denne dermed settes til 0 prosent i 2017. Det forventes at Lerøy aksjene også i fremtiden vil bli omsatt i et relativt stort volum, noe som tilsier at det ikke bør tillegges en likviditetspremie (Oslo Børs, 2017). På bakgrunn av dette settes likviditetspremien til 0 prosent for alle årene i budsjettperioden og i steady state. Beregningen av det fremtidige egenkapitalavkastningskravet er vist i tabell 10-5 nedenfor.

Beregning av EK-krav	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Ny beta L	0,714	0,738	0,742	0,744	0,746	0,746	0,747	0,749	0,749
Markedets risikopremie	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Risikofri rente	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023	0,023
Likviditetspremie	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Egenkapitalkrav</b>	<b>0,0587</b>	<b>0,0599</b>	<b>0,0601</b>	<b>0,0602</b>	<b>0,0603</b>	<b>0,0603</b>	<b>0,0603</b>	<b>0,0604</b>	<b>0,0604</b>

Tabell 10-5: Beregning av fremtidig egenkapitalavkastningskrav

## 10.2.2 Dividendemodellen

Dividendemodellen beregner selskapets egenkapitalverdi med utgangspunkt i netto utbytte. Egenkapitalverdien finnes dermed ved å ta nåverdien av fremtidig utbytte pluss nåverdien av terminalverdien i steady state (Kaldestad og Møller, 2016). Ved bruk av denne modellen får vi et verdiesimat av egenkapitalen til Lerøy på kr 36 531 736, med tilhørende aksjepris på kr 61. Beregningene er vist i tabell 10-6 nedenfor.

Dividendemodellen	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	t+1
Dividende/utbytte		2 634 926	1 351 710	633 220	611 508	878 095	917 111	1 329 461	1 357 583	1 398 311
Diskonteringsfaktor		1,059	1,123	1,191	1,263	1,340	1,421	1,507	1,599	
Nåverdi eksplisitt periode	7 739 877	2 488 832	1 203 244	531 513	484 006	655 236	645 430	882 418	849 197	
Terminalverdi										48 721 622
Nåverdi av terminalverdi	30 476 422									
Minoritetsinteresser	1 684 563									
Egenkapital	36 531 736									
Antall aksjer	595 774									
Estimert verdi per aksje	61									

Tabell 10-6: Dividendemodellen

### 10.2.3 Superprofittmodellen

Ved bruk av superprofittmodellen tar man utgangspunkt i selskapets superprofitt som er differansen mellom nettoresultatet til egenkapitalen, og egenkapitalavkastningskravet multiplisert med balanseført egenkapitalverdi. Selskapets egenkapitalverdi beregnes deretter ved å ta dagens balanseførte egenkapitalverdi pluss nåverdien til fremtidig superprofitt og nåverdien av terminalverdien i steady state (Kaldestad og Møller, 2016). Som vi ser av beregningene i tabell 10-7, gir også superprofittmodellen det samme verdiestimatet som dividendemodellen, med en aksjepris på kr 61.

Superprofittmodellen	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	t+1
Fullstendig nettoresultat										
Egenkapital	13 607 294									
Residualt resultat										
<b>Superprofitt</b>		<b>1 198 675</b>	<b>1 358 781</b>	<b>494 869</b>	<b>514 368</b>	<b>604 907</b>	<b>701 189</b>	<b>770 991</b>	<b>856 468</b>	<b>882 162</b>
Diskonteringsfaktor		1,059	1,123	1,191	1,263	1,340	1,421	1,507	1,599	
Nåverdi av superprofitt	5 156 588	1 132 214	1 209 538	415 384	407 120	451 383	493 472	511 739	535 739	
Terminalverdi										30 737 348
Nåverdi av terminalverdi	19 226 872									
Minoritetsinteresser	1 684 563									
Egenkapital	36 306 192									
Antall aksjer	595 774									
Estimert verdi per aksje	61									

Tabell 10-7: Superprofitt

### 10.2.4 Superprofitt vekstmodellen

Superprofitt vekstmodellen tar utgangspunkt i endringen til superprofitten. For å beregne verdien til egenkapitalen, må den fremtidige superprofittveksten neddiskonteres og legges til neste års nettoresultat. Deretter kapitaliseres dette ved å dele på avkastningskravet til egenkapitalen (Penman, 2013). På samme måte som de to modellene ovenfor, får vi også ved bruk av superprofitt vekstmodellen en estimert aksjepris på kr 61. Beregningene er vist i tabell 10-8.

Superprofitt vekst-modellen		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	t+1
Superprofitt fra drift		160 106	- 863 912	19 499	90 539	96 281	69 803	85 477	25 694
Diskonteringsfaktor		1,059	1,123	1,191	1,263	1,340	1,421	1,507	
Nåverdi av superprofitt fra drift	- 352 061	151 229	- 769 024	16 367	71 662	71 845	49 125	56 735	
Terminalverdi									895 247
Nåverdi av terminalverdi	594 212								
Fullstendig nettoresultat år 1	2 008 309								
1/egenkapitalkrav-1	17								
Minoritetsinteresser	1 684 563								
Egenkapital	36 138 289								
Antall aksjer	595 774								
Estimert verdi per aksje	61								

Tabell 10-8: Superprofitt vekst

### 10.3 Oppsummering av verdiestimat

Tabell 10-9 oppsummerer resultatene fra henholdsvis totalkapitalverdimodellen og egenkapitalverdimodellen. Totalkapitalverdimodellen gav en estimert aksjepris på kr 62,6, mens egenkapitalverdimodellen gav et verdiestimat per aksje på kr 61,0. Alle modellene innenfor hver av de to metodene ga videre, som vi også så ovenfor, samme verdiestimat. Vi ser også at det er en relativt liten variasjon i aksjeprisen mellom disse modellene, med kun kr 1,6 i differanse. Vi får derfor et gjennomsnittlig verdiestimat på kr 61,8 per aksje for Lerøy. Dette presenteres i tabell 10-9 nedenfor.

Fundamental verdsettelse	Estimert aksjepris
Totalkapitalverdimodellen	62,6
Egenkapitalverdimodellen	61,0
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>61,8</b>

Tabell 10-9: Oppsummering av verdiestimat

For å oppnå et identisk verdiestimat for totalkapitalverdimodellen og egenkapitalverdimodellen, skal det egentlig gjennomføres en konvergeringsprosess. Siden estimatene er relativt like, har vi ikke gjennomført denne prosessen.

### 10.4 Sensitivitetsanalyse

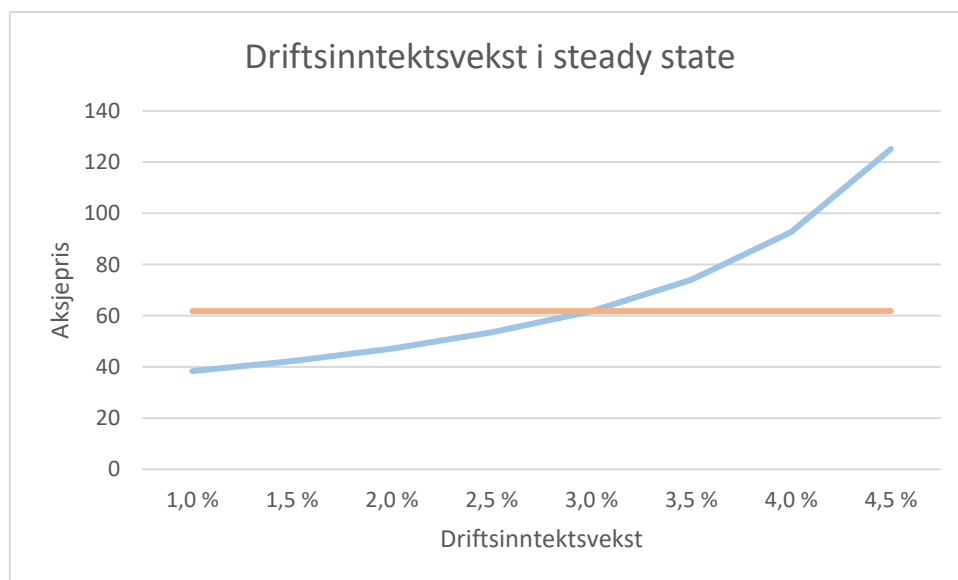
Verdiestimatet vi kom frem til i forrige kapittel er basert på en rekke forutsetninger og antakelser om fremtiden. Det kan derfor foreligge flere usikkerhetsmomenter knyttet til estimatet som er utarbeidet. Vi velger av den grunn å gjennomføre en sensitivitetsanalyse for å undersøke følsomheten til vårt verdiestimat. En sensitivitetsanalyse har som formål å undersøke hvordan en verdsettelse endres når ulike enkeltvariabler i modellen endres. Dette



viser hvor følsom verdsettelsen er overfor alternative prognoser for fremtiden (Penman, 2013).

I sensitivitetsanalysen endres dermed kun en budsjettdriver om gangen. Vi vil først i analysen se på endring i den langsiktige veksten i økonomien. Deretter vil vi se hva som skjer dersom både avkastningskravet til totalkapitalen og den langsiktige veksten i økonomien endres. Til slutt vil vi se på hvor sensitiv aksjeprisen er til endringer i henholdsvis driftsmargin og omløpshastigheten til netto driftseiendeler. Analysen tar utgangspunkt i det gjennomsnittlige verdiesimatet fra de to modellene innenfor fundamental verdsettelse, med unntak av delkapittel 10.3.2. Der vil estimatene bli beregnet med utgangspunkt i totalkapitalverdimodellen, siden vi skal se på endringer i WACC.

### 10.3.1 Driftsinntektsvekst



Figur 10-1: Sensitivitetsanalyse for driftsinntektsvekst

Figur 10-1 illustrer hvordan en endring i driftsinntektsveksten i steady state påvirker estimert aksjepris. Fra en vekst på 1 prosent til en vekst på 4,5 prosent, endres aksjeprisen med hele 86,8 kr. Verdiesimatet påvirkes derfor i relativ stor grad av en endring i driftsinntektsveksten i steady state.

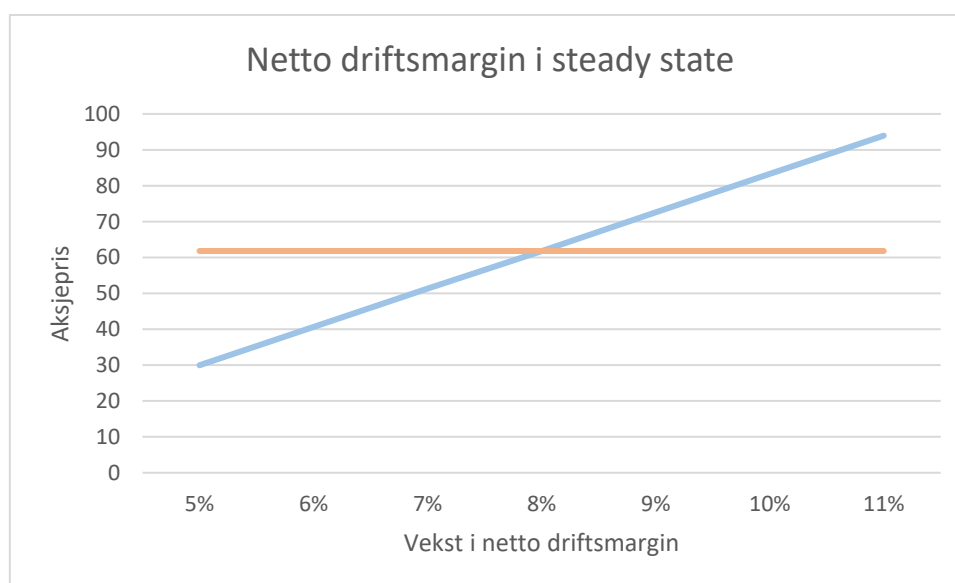
### 10.3.2 Endring i avkastningskrav og langsiktig vekst

WACC/Vekst	2,25 %	2,50 %	2,75 %	3 %	3,25	3,5	3,75
5,1	61,9	67,7	74,8	83,5	94,6	109,1	129,0
5,35	57,3	62,1	68,0	75,0	83,8	94,9	109,4
5,6	53,3	57,5	62,4	68,2	75,3	84,1	95,2
<b>5,85</b>	49,9	53,5	57,7	<b>62,6</b>	68,4	75,5	84,3
6,1	46,9	50,0	53,6	57,8	62,8	68,7	75,8
6,35	44,3	47,0	50,2	53,8	58,0	63,0	68,9
6,6	42,0	44,4	47,2	50,4	54,0	58,2	63,2

Tabell 10-10: Sensitivitetsanalyse for endring i avkastningskrav og langsiktig vekst

I forrige delkapittel så vi hvordan verdiestimatet vårt endret seg dersom driftsinntektsveksten i steady state ble endret. Her vil vi se hvordan aksjeprisen endrer seg når både driftsinntektsveksten i steady state og WACC endres. Tabell 10-10 ovenfor viser hvordan aksjeprisen endrer seg ved ulike kombinasjoner av avkastningskrav (WACC) og vekst. Som vi kan se, kan en liten endring i veksten eller WACC gi store endringer i estimert aksjepris. I utredningen har vi brukt en WACC på 5,85 prosent og en vekst på 3 prosent. Dersom vi beholder en vekst på 3 prosent, ser vi at aksjeverdien vil variere fra 50,4 kr til 83,5 kr, på grunn av ulike avkastningskrav. Tilsvarende, hvis vi beholder WACC på 5,85 prosent, vil aksjeprisen variere fra 49,9 kr til 84,3 kr. Ut fra dette kan vi si at de forutsetninger og prognoser vi har lagt til grunn, har stor påvirkning på det endelige verdiestimatet.

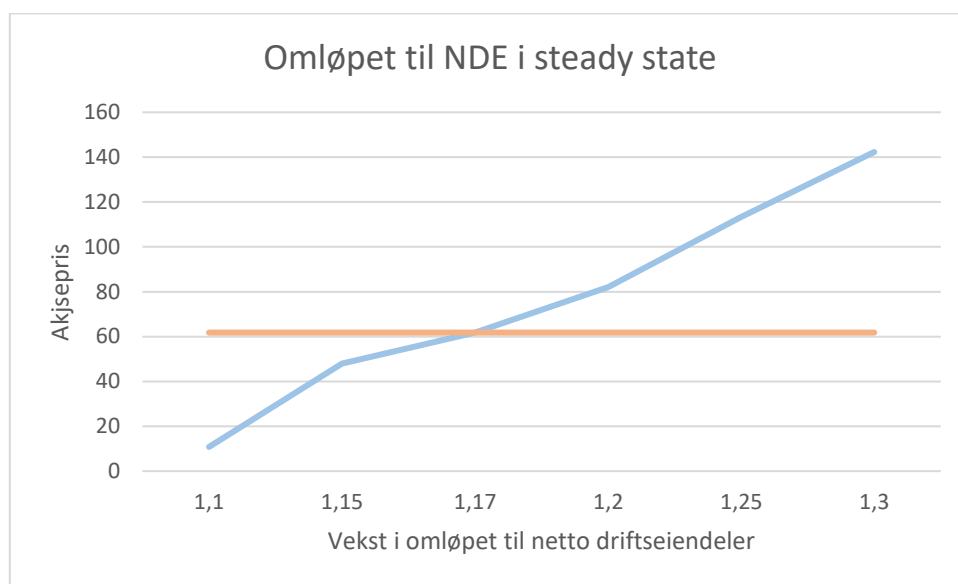
### 10.3.3 Netto driftsmargin



Figur 10-2: Sensitivitetsanalyse for netto driftsmargin

Figur 10-2 ovenfor viser påvirkningen på beregnet aksjepris, dersom netto driftsmargin i steady state endres. Endrer vi netto driftsmargin fra 8 prosent til 11 prosent i steady state, ser vi at verdiestimatet får en økning fra 61,8 kr til 94,0 kr. Dette utgjør en økning på 32,2 kr, som tilsvarer ca. 50 prosent. Vi ser dermed at en forholdsvis liten økning av netto driftsmargin resulterer i et vesentlig høyere estimat. Motsatt vil en reduksjon i netto driftsmargin på 3 prosent tilsvare en reduksjon av verdiestimatet på ca. 50 prosent. Dette indikerer at vi har et tilnærmet lineært forhold, som vi også kan se av figuren. En endring i netto driftsmargin, vil basert på dette ha en relativt stor påvirkningskraft på verdiestimatet.

### 10.3.4 Omløpet til netto driftseiendeler



Figur 10-3: Sensitivitetsanalyse for omløpet til netto driftseiendeler

Figur 10-3 viser variasjonen i verdiestimatet, når omløpet til netto driftseiendeler endres. Vi ser at endringer i omløpshastigheten gir store utslag i aksjeprisen. En omløpshastighet på 1,1 gir en aksjepris på 10,8 kr, mens en omløpshastighet på 1,3 gir en aksjepris på 142,3 kr. Ut fra sensitivitetsanalysen, fremstår omløpshastigheten til netto driftseiendeler som en betydningsfull kilde til endring i estimert aksjepris.

## 10.4 Oppsummering av fundamental verdsettelse

I dette kapittelet ble det beregnet et verdiestimat basert på utarbeidet fremtidsregnskap. Ved bruk av total kapitalverdimodellens tre modeller kom vi frem til en egenkapitalverdi på 37 275 818 kr med tilhørende aksjepris på 62,6 kr, mens metodene innenfor

egenkapitalverdimodellen gav en aksjepris på 61,0 kr. Et gjennomsnitt av estimatene til disse to modellene, gav et endelig verdiestimat på Lerøys aksjer per 29.12.17 på 61,8 kr.

På grunn av usikkerhet knyttet til estimatet ble det også gjennomført en sensitivitetsanalyse. Resultatet av analysen viste at budsjettdriverne påvirker verdiestimatet i stor grad. Dette vil si at forutsetningene og prognosene vi har lagt til grunn i denne utredningen, er helt avgjørende for verdiestimatet.

## 11 Komparativ verdsettelse

Det endelige verdiestimatet for Lerøy, ble utarbeidet i kapittel 10 ved bruk av fundamental verdsettelse. Det foreligger imidlertid flere usikkerhetsmomenter til dette estimatet, jf. sensitivitetsanalysen. Som en supplerende verdsettelsesteknikk, velger vi derfor å gjennomføre en komparativ verdsettelse av Lerøy for å teste estimatet fra den fundamentale verdsettelsen. Gjennom dette kapitlet vil metoden presenteres og vi velger komparative selskaper og multipler. Avslutningsvis beregnes et verdiestimat før vi til slutt oppsummerer funnene i analysen.

En komparativ verdsettelse tar utgangspunkt i ulike størrelser for selskapet som skal verdsettes og sammenlignbare selskaper. Ved bruk av denne metoden estimeres Lerøys egenkapitalverdi indirekte gjennom bransjeutvalgets relative prising. Bruk av multiplikatorer er en enkel, forståelig og lite tidkrevende metode, og derav mye brukt i praksis. Metoden ble nærmere drøftet i kapittel 3, og det henvises derfor til dette kapitlet for en grundigere beskrivelse av metoden.

Fremgangsmåten for verdivurdering ved bruk av komparativ verdsettelse består av tre steg. Først identifiseres sammenlignbare selskaper (1), deretter velges og beregnes ulike multipler (2), før man til slutt kan estimere verdien av selskapet basert på de valgte multiplene (3) (Penman, 2013).

### 11.1 Komparative selskaper

Før vi kan estimere Lerøys egenkapitalverdi ved bruk av komparativ verdsettelse, må vi først identifisere hvilke selskaper vi skal sammenligne Lerøy med. Valg av sammenlignbare selskaper, er derfor en sentral del av den komparative analysen. Selskapene som skal brukes

som sammenligningsgrunnlag må ha flest mulig likhetstrekk med det selskapet som skal verdsettes (Penman, 2013, Damodaran, 2012). Som nevnt i kapittel 3, kan likhetstrekk være risikonivå, vekstpotensial og kontantstrøm (Damodaran, 2012). Også størrelse, lønnsomhet og produktmiks kan vurderes (Kaldestad og Møller, 2016).

Kaldestad og Møller (2016) påpeker imidlertid at det kan være vanskelig å identifisere de komparative selskapene. I delkapittel 2.1.4 kom vi frem til at Marine Harvest, Grieg og SalMar var de konkurrentene som hadde flest likhetstrekk med Lerøy, og vi valgte derfor disse som bransjeutvalg. Det henvises til diskusjonen der, angående dette valget. Vi velger å benytte det samme bransjeutvalget som sammenligningsgrunnlag også i den komparative verdsettelsen. Dette kan underbygges med at det komparative estimatet gir et bedre sammenligningsgrunnlag med estimatet i den fundamentale verdsettelsen, dersom vi benytter det samme bransjeutvalget i begge verdsettelsene.

## 11.2 Valg av multiplikatorer

En multipl er et forholdstall som er regnet ut på bakgrunn av ulike størrelser hentet fra komparative selskaper. Deretter multipliseres denne multiplene med den tilsvarende størrelsen til selskapet som skal verdsettes (Damodaran, 2012). Det finnes flere ulike multipler som kan benyttes og disse kan deles inn i tre ulike kategorier: resultat- og kontantstrømorienterte multipler, balanseorienterte multipler og ikke-finansielle multipler (Kaldestad & Møller, 2016). I henhold til Giskeødegård (2014) henvises det ofte i sjømatsektoren til de to tradisjonelle multiplene, Pris/Fortjeneste og Enterprise value/EBIT. Multiplikatorene vi vil benytte er derfor Pris/Fortjeneste og Enterprise value/EBIT, i tillegg velger vi å bruke multiplikatorene Pris/Bok og Enterprise value/EBITDA. Vi benytter dermed resultat- og kontantstrømorienterte multipler i tillegg til balanseorienterte multipler i vår analyse. Dette mener vi vil gi oss mer bredde, samtidig som det vil danne et helhetlig bilde av virksomhetens resultat og balanse. De valgte multiplene vil følgelig forklares nedenfor. Videre brukes normaliserte tall, siden de unormale postene ikke vil påvirke verdiestimatet.

### 11.2.1 Pris/Bok (P/B)

Multiplikatoren Pris/Bok forklarer forholdet mellom egenkapitalens markedsverdi og den bokførte verdien til egenkapitalen (Penman, 2013).

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

*Formel 11-1: Pris/Bok-multiplikator (Kaldestad og Møller, 2016)*

P/B er en multiplikkel som er enkel å beregne, og den uttrykker selskapets evne til å skape verdier. Egenkapitalrentabilitet, langsiktig vekst og avkastningskrav er de viktigste faktorene som avgjør størrelsen til P/B-multiplikelen. Som regel vil en høy P/B indikere at selskapet klarer å generere merverdier av eiendelene sine, hvilket vil tilsi at selskapets drift er lønnsom. Videre impliserer en høy P/B at driftsrentabiliteten overstiger avkastningskravet i et lengre perspektiv, og at selskapet opererer i en næring med langsiktig god lønnsomhet. Er multiplikelen på den andre siden under 1, forteller dette om en svak lønnsomhet ettersom den bokførte verdien til egenkapitalen er høyere enn markedsverdien (Kaldestad og Møller 2016).

### 11.2.2 Pris/Fortjeneste (P/E)

Denne multiplikatoren sammenligner selskapets markedsverdi med hvor mye selskapet genererer av fortjeneste (Penman, 2013).

$$\frac{\textit{Pris}}{\textit{Fortjeneste}} = \frac{\textit{Markedsverdien av egenkapital}}{\textit{Normalisert nettoresultat til egenkapital}}$$

*Formel 11-2: Pris/Fortjeneste-multiplikator (Kaldestad og Møller, 2016)*

Pris/Fortjeneste-multiplikatoren, også kjent som Price/Earnings, er i praksis ansett som en populær multiplikkel, da den er lett å bruke og kommunisere. For selskaper med stabil vekst vil denne multiplikatoren ifølge Kaldestad og Møller (2016) være et godt anslag på kontantstrømmen til egenkapitalen. Et problem med metoden er imidlertid at multiplikatoren ikke kan estimeres dersom selskapet har negativ fortjeneste. Videre ignorerer den også viktige faktorer som forskjeller i risiko og kapitalbehov (Kaldestad og Møller, 2016).

### 11.2.3 Enterprise value/EBITDA (EV/EBITDA)

EV/EBITDA er et mål på selskapskapitalen, der markedsverdien av egenkapitalen, minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld divideres med resultat før skatt og avskrivninger (Kaldestad og Møller, 2016). Den virkelige verdien til minoritetsinteressene beregnes ved å ta bokført verdi av minoritetsinteressene multiplisert med en P/B-ratioen for selskapene som helhet (Penman, 2013). Her bruker vi P/B-ratioen som blir beregnet for alle selskapene i delkapittel 11.3.1.

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

*Formel 11-3: Enterprise value/EBITDA-multiplikator (Kaldestad og Møller, 2016)*

Denne multippelen gjør det mulig å sammenligne den underliggende driften til selskapene. Ved å bruke driftsresultatet før avskrivninger, utelukkes forskjeller som oppstår på grunn av ulik avskrivningsprofil og goodwill. Metoden tar imidlertid ikke hensyn til fremtidig investeringsbehov (Kaldestad og Møller, 2016). Vi har tidligere sett at oppdrettsnæringen er en kapitalintensiv bransje, med høye investeringer. Dette fører til at kapitalkostnader og avskrivninger vil kunne utgjøre en viktig faktor i regnskapet. Det kan derfor foreligge forskjeller mellom denne multippelen og P/E-multippelen.

### 11.2.4 Enterprise value/EBIT (EV/EBIT)

EV/EBIT er i likhet med EV/EBITDA-multiplikatoren et mål på selskapskapitalen, men her divideres markedsverdien av egenkapitalen, minoritetsinteresser og netto finansiell gjeld på driftsresultatet etter avskrivninger (Kaldestad og Møller, 2016).

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

*Formel 11-4: Enterprise value/EBIT-multiplikator (Kaldestad og Møller, 2016)*

Denne multippelen tar til en viss grad hensyn til investeringsbehov ved å inkludere avskrivninger. Fremtidig kapitalbehov blir imidlertid ignorert på samme måte som i EV/EBITDA, dersom det er større avvik mellom dagens avskrivninger og fremtidig kapitalbehov. Ettersom EBIT er driftsresultatet etter avskrivninger og nedskrivninger, vil forskjeller i avskrivningsprofil og nedskrivning av goodwill og andre eiendeler kunne få en betydning (Kaldestad og Møller, 2016).

## 11.3 Komparative verdiestimat

I de tidligere delkapitlene har vi foretatt et valg av komparative selskaper og multiplikatorer som skal benyttes videre i den supplerende verdsettelsen. Dette gjør at vi i det følgende kan beregne de ulike multiplikatorene og tilhørende verdiestimat for egenkapitalen til Lerøy.

### 11.3.1 Verdiestimat med Pris/Bok

	Lerøy	Marine Harvest	SalMar	Grieg	Gjennomsnitt
Markedsverdi EK	26 202 126	68 133 321	27 962 440	7 977 267	
Bokført verdi av EK	13 607 294	22 773 431	7 580 000	3 288 614	
<b>P/B-multiplikator</b>	<b>1,93</b>	<b>2,99</b>	<b>3,69</b>	<b>2,43</b>	<b>2,76</b>

Lerøy	
P/B-multiplikator	2,76
* Bokført verdi av EK	13 607 294
= Verdi av egenkapital	37 528 917
/ Antall aksjer	595 774
= <b>Verdiestimat per aksje</b>	<b>63,0</b>

Tabell 11-1: Verdiestimat med Pris/Bok

Tabell 11-1 presenterer beregningene av P/B-multiplikatoren og tilhørende verdiestimat for selskapene. Her fikk vi en gjennomsnittlig multiplikator på 2,76. Vi ser dermed at selskapene klarer å generere merverdier av eiendelene sine og at driften er lønnsom. Med dette som utgangspunkt får vi et verdiestimat for Lerøy på 63,0 kr per aksje.

### 11.3.2 Verdiestimat med Pris/Fortjeneste

	Lerøy	Marine Harvest	SalMar	Grieg	Gjennomsnitt
Markedsverdi EK	26 202 126	68 133 321	27 962 440	7 977 267	
Nettoresultat til EK	3 066 475	5 791 980	2 616 216	615 881	
<b>P/E-multiplikator</b>	<b>8,54</b>	<b>11,76</b>	<b>10,69</b>	<b>12,95</b>	<b>10,99</b>

Lerøy	
P/E-multiplikator	10,99
* Nettoresultat til EK	3 066 475
= Verdi av egenkapital	33 691 361
/ Antall aksjer	595 774
= <b>Verdiestimat per aksje</b>	<b>56,6</b>

Tabell 11-2: Verdiestimat med Pris/Fortjeneste



Tabell 11-2 ovenfor viser utregningene av P/E-multiplikatoren og tilhørende verdiestimat for selskapene i bransjeutvalget. Den gjennomsnittlige multiplikatoren ble beregnet til 10,99. Dette gir følgelig Lerøy en aksjekurs på 56,6 kr per aksje.

### 11.3.3 Verdiestimat med EV/EBITDA

	Lerøy	Marine Harvest	SalMar	Grieg	Gjennomsnitt
Markedsverdi EK	26 202 126	68 133 321	27 962 440	7 977 267	
Netto finansiell gjeld	2 249 547	8 181 225	1 222 211	1 770 102	
Minoritetsinteresser	1 684 563	32 292	325 089	105 805	
Enterprise Value	30 136 236	76 346 838	29 509 740	9 853 174	
EBITDA	4 606 591	8 655 549	3 789 700	1 104 240	
<b>EV/EBITDA-multiplikator</b>	<b>6,54</b>	<b>8,82</b>	<b>7,79</b>	<b>8,92</b>	<b>8,02</b>

Lerøy	
EV/EBITDA-multiplikator	8,02
* EBITDA	4 606 591
- Netto finansiell gjeld	2 249 547
- Minoritetsinteresser	1 684 563
= Verdi av egenkapital	33 010 750
/ Antall aksjer	595 774
<b>= Verdiestimat per aksje</b>	<b>55,4</b>

Tabell 11-3: Verdiestimat med Enterprise value/EBITDA

Av tabell 11-3 ser vi at Lerøy har en multippel som ligger noe under bransjesnittet på 6,54. Med utgangspunkt i dette bransjesnittet har vi beregnet Lerøys aksjekurs ved bruk av EV/EBITDA-multippelen til å være 55,4 kr.

### 11.3.4 Verdiestimat med EV/EBIT

	Lerøy	Marine Harvest	SalMar	Grieg	Gjennomsnitt
Markedsverdi EK	26 202 126	68 133 321	27 962 440	7 977 267	
Netto finansiell gjeld	2 249 547	8 181 225	1 222 211	1 770 102	
Minoritetsinteresser	1 684 563	32 292	325 089	105 805	
Enterprise Value	30 136 236	76 346 838	29 509 740	9 853 174	
EBIT	4 023 326	7 252 753	3 371 100	903 703	
<b>EV/EBIT-multiplikator</b>	<b>7,49</b>	<b>10,53</b>	<b>8,75</b>	<b>10,90</b>	<b>9,42</b>

Lerøy	
EV/EBIT-multiplikator	9,42
* EBIT	4 023 326
- Netto finansiell gjeld	2 249 547
- Minoritetsinteresser	1 684 563
= Verdi av egenkapital	33 965 621
/ Antall aksjer	595 774
<b>= Verdiestimat per aksje</b>	<b>57,0</b>

Tabell 11-4: Verdiestimat med Enterprise value/EBIT

Tabell 11-4 viser en oversikt over EV/EBIT-multiplikatoren for Lerøy og selskapene i bransjen. Lerøy har også her den laveste multiplipelen, og ligger derfor under bransjegjennomsnittet på 9,42. Med denne multiplikatoren får vi et verdiestimat for Lerøy på 57,0 kr per aksje.

## 11.4 Oppsummering av komparativ verdsettelse

Til slutt beregnes et samlet komparativt verdiestimat, ved å ta et gjennomsnitt av de fire beregnede multiplene. Alle selskapene i bransjen og de ulike multiplikatorene er vektet likt. I tabell 11-5 nedenfor presenteres verdiestimatene fra de valgte multiplikatorene.

<b>Aksjekurs for Lerøy</b>	
P/B-multiplikator	63,0
P/E-multiplikator	56,6
EV/EBITDA-multiplikator	55,4
EV/EBIT-multiplikator	57,0
<b>Gjennomsnittlig aksjekurs</b>	<b>58,0</b>

Tabell 11-5: Gjennomsnittlig verdiestimat for Lerøy med komparativ verdsettelse

Estimatet fra den komparative verdsettelsen gir oss en gjennomsnittlig aksjepris for Lerøy på 58,0 kr. Som vi kan se, gir P/B-multiplipelen den høyeste verdien på 63,0 kr, mens EV/EBITDA-multiplipelen gir den laveste verdien på 55,4 kr. Ut fra dette ser vi at det derfor er en relativt liten spredning i estimatene, med et avvik på kun 7,6 kr fra laveste til høyeste verdi.

Verdiestimatet fra den komparative verdsettelsen er høyere enn aksjekursen på Oslo Børs som var på 43,98 kr den 29.12.17. Til sammenligning er det komparative verdiestimatet litt lavere enn estimatet fra den fundamentale verdsettelsen på 61,8 kr. Når begge verdsettelsesmetodene viser et estimat som er høyere enn kursen på Oslo Børs, kan dette indikere at aksjene til Lerøy er undervurdert. Ut fra den supplerende verdsettelsen kan vi si at det komparative estimatet på 58,0 kr underbygger resultatet fra den fundamentale verdsettelsen.

## 12 Oppsummering og handlestrategi

Innledningsvis i dette kapittelet vil vi oppsummere de viktigste funnene fra de foregående kapitlene. Deretter vil vi basert på en sammenligning av vårt verdiestimat og selskapets børskurs per 29.12.2017, til slutt foreslå en handlestrategi. Handlestrategien vil følgelig representere utredningens endelige konklusjon.

### 12.1 Oppsummering

Formålet med denne masterutredningen var å finne et verdiestimat på egenkapitalen til Lerøy med et tilhørende prisestimat per aksje 29.12.2017. Utredningen startet med en generell beskrivelse av oppdrettsbransjen, samt en presentasjon av utvalgte konkurrenter. Her så vi at næringen har hatt en betydelig vekst de senere årene og at Norge i dag er blant verdens største eksportører av oppdrettslaks. Videre fulgte en presentasjon av Lerøy, der vi blant annet fikk et innblikk i selskapets historie og forretnings- og produktområder. I kapittel 3 ble ulike verdsettelsesteknikker beskrevet, før vi til slutt valgte fundamental verdsettelse som vår hovedmetode i denne utredningen. For å undersøke påliteligheten til estimatet vårt, valgte vi i tillegg å supplere den fundamentale verdsettelsen med en komparativ verdsettelse.

I kapittel 4 utførte vi flere kvalitative strategiske analyser. De strategiske analysene ble følgelig delt inn i en analyse av makroforhold, en analyse av konkurranseintensiteten i bransjen og en intern ressursanalyse. I makroanalysen fant vi en rekke trusler som næringen stod overfor. Blant disse var sykdomsproblemer, spesielt lakselus, en av de største truslene. I tillegg så vi at konsesjonssystemet satte begrensninger for selskapenes vekstmuligheter. Dette kunne imidlertid skape flere spennende muligheter for fremtiden som for eksempel større fokus på teknologiske nyvinninger. Samtidig så vi at det i den vestlige verden var en trend mot økt fokus på et sunt og variert kosthold.

For fremtiden så vi også at det forventes en økt befolkningsvekst, hvilket igjen resulterte i større etterspørsel grunnet økt behov for matvareproduksjon. Videre ble konkurranseintensiteten i oppdrettsbransjen vurdert til å være lav til moderat. Grunnen til dette var hovedsakelig en moderat til høy forhandlingsmakt hos kundene som ble begrunnet med lave byttekostnader og at laks ble sett på som et homogent produkt. Videre bidro leverandørenes forhandlingsmakt til konkurranseintensiteten i bransjen, da de viktigste leverandørene i bransjen var få og store, med relativt mye makt.

Den interne analysen gav oss innsikt i Lerøys viktigste ressurser. Der så vi at selskapet hadde flere ressurser som skiller seg fra konkurrentene, noe som medførte et midlertidig konkurransemessig fortrinn for Lerøy. Blant disse ble produktbredde, konsesjoner, og de finansielle og organisatoriske ressursene trukket frem. Videre konkluderte vi med at Lerøy har et marginalt fortrinn overfor sine konkurrenter når det gjelder forskning og utvikling. Denne ressursen utgjorde en midlertidig ressurs, men også en ressurs som det var mulig å imitere på lengre sikt. Dette resulterte i at den ikke ville utgjøre et varig fortrinn for selskapet. Til slutt oppsummerte vi de viktigste funnene fra de strategiske analysene i en SWOT-analyse.

Innledningsvis i kapittel 5 ble Lerøys historiske resultatregnskap og balanse for analyseperioden presentert. Dette dannet utgangspunktet for den kvantitative regnskapsanalysen i kapittel 5 og i de påfølgende kapitlene. Etter presentasjonen av regnskapet, foretok vi en omgruppering ved å identifisere normale og unormale poster, og klassifisere og skille driftsposter fra finansposter. Denne prosessen ble gjennomført for å identifisere relevant informasjon og for å få en mer investororientert analyse. Resultatet av dette ble til slutt et omgruppert regnskap for Lerøy.

I kapittel 6 ble det videre utarbeidet en risikoanalyse av Lerøy og bransjen for å kartlegge deres kortsiktige og langsiktige risiko. Analysen ble følgelig delt inn i en likviditetsanalyse og en analyse av soliditet. Til slutt ble dette oppsummert ved å gjennomføre en syntetisk rating.

Før vi kunne estimere Lerøys egenkapitalverdi, måtte vi beregne et avkastningskrav som skulle brukes til å neddiskontere den fremtidige verdiskapningen. Dette ble gjort i kapittel 7. Her beregnet vi både et egenkapitalavkastningskrav, gjeldsavkastningskrav, totalkapitalkrav og et minoritetskrav. For å beregne selskapets avkastningskrav til egenkapitalen, måtte vi diskutere og finne frem til viktige faktorer som egenkapitalbeta, risikofri rente og markedets risikopremie. Egenkapitalbetaen for Lerøy ble estimert til 0,7303 ved hjelp av en regresjonsanalyse, mens den risikofrie renten ble beregnet til 2,3 prosent basert på et gjennomsnitt av den langsiktige 10-årige statsrenten over analyseperioden. Lerøys egenkapitalavkastningskrav og totalkapitalkrav ble estimert til henholdsvis 5,95 prosent og 5,85 prosent.

Til slutt i den kvantitative regnskapsanalysen, ble det i kapittel 8 foretatt en lønnsomhetsanalyse av Lerøy og bransjen. Vi undersøkte først egenkapitalrentabiliteten som gav oss et innblikk i avkastningen til egenkapitalen. Her konkluderte vi med at Lerøy hadde en god rentabilitet, til tross for at bransjen lå litt høyere. Analysen ble videre dekomponert i flere nivåer for å identifisere driverne bak lønnsomheten og for å se om selskapet var i besittelse av en eventuell strategisk fordel.

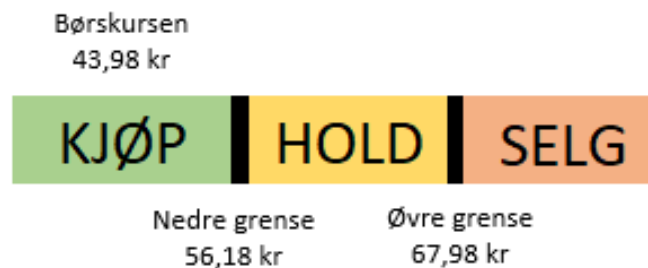
I kapittel 9 ble det utarbeidet prognoser for Lerøys fremtid, basert på innsikt fra de foregående kapitlene. Fremtidsutsiktene ble undersøkt og analysert ved bruk av ulike budsjettdriverne. Det ble lagt stor vekt på veksten til driftsinntektene, da dette var en viktig driver for de andre budsjettdriverne. En forventning om høye laksepriser på kort sikt resulterte i en driftsinntektsvekst de to første årene av budsjettperioden. Etter dette antok vi at driftsinntektsveksten gradvis konvergerer mot den konstante veksten i steady state som ble satt til 3 prosent. Basert på analysen av budsjettdriverne, kunne vi avslutningsvis i kapitlet presentere fremtidig resultatregnskap, fremtidig balanse og fremtidig fri kontantstrøm.

Kapittel 10 tok for seg selve verdsettelsen hvor det ble utarbeidet et verdiestimat på Lerøys egenkapital og tilhørende aksjepris per 29.12.2017. Ved bruk av total kapitalverdimodellens tre modeller, kom vi frem til et verdiestimat på 62,6 kr. Videre ble det beregnet et fremtidig egenkapitalavkastningskrav, før vi kom frem til en aksjepris på 61,0 kr med de tre valgte modellene innenfor egenkapitalverdimodellen. Avslutningsvis i kapitlet gjennomførte vi en sensitivitetsanalyse. Resultatet av analysen viste at budsjettdriverne i stor grad påvirket verdiestimatet.

Som et supplement til den fundamentale verdsettelsen, gjennomførte vi til slutt en komparativ verdsettelse i utredningens kapittel 11. Her fikk vi et gjennomsnittlig verdiestimat for Lerøy på 58,0 kr per aksje, som støttet opp om resultatet fra den fundamentale verdsettelsen.

## 12.2 Handlestrategi

Avslutningsvis vil vi utarbeide en handlestrategi basert på en sammenligning av vårt beregnede verdiestimat av Lerøy og selskapets børskurs per 29.12.2017. Dette er det siste steget i den fundamentale verdsettelsen og vil være vår endelige konklusjon. Verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen var på 61,8 kr per aksje. Den anbefalte handlestrategien om kjøp, hold eller selg vil være basert på hvorvidt vårt verdiestimat er lavere eller høyere enn børskursen med en margin på +/- 10 prosent. Ifølge Oslo Børs var børskursen til Lerøy den 29.12.2017 på 43,98 kr. Med en margin på 10 prosent av vårt verdiestimat, betyr dette at dersom aksjeprisen per 29.12.2017 er høyere enn 67,98 kr, anbefales det å selge aksjen, mens ved en aksjepris lavere enn 56,18 kr anbefales det å kjøpe aksjen. Ligger aksjeprisen derimot innenfor intervallet 56,18 kr til 67,98 kr anbefales det å holde på aksjen.



Figur 12-1: Handlestrategi

Figur 12-1 viser terskelverdiene for kjøp, hold og selg og vi ser at Lerøys børskurs ligger innenfor intervallet til en kjøpsstrategi. Utredningens endelige konklusjon er derfor en **kjøpsanbefaling** av Lerøys aksjer per 29.12.2017, da vi ut fra sammenligningen med selskapets børskurs mener at selskapets aksjer er undervurdert.

### 13 Etter verdsettelsestidspunktet 29.12.2017

I dette kapitlet skal vi se på det som har skjedd etter verdsettelsestidspunktet 29.12.2017. Vi vil derfor benytte informasjon som er publisert etter dette tidspunktet for å finne ut om det har forekommet hendelser som har påvirket Lerøys aksjekurs.



Figur 13-1: Aksjekursutvikling desember 2017- mai 2018 (Oslo Børs, 2018, hentet 03.05.2018)

Etter 29.12.2017 ser vi ut fra figur 13-1 at aksjeprisen til Lerøy har variert mye. Vi ser også at aksjeprisen falt gradvis gjennom hele januar og at selskapet nådde et bunnpunkt 29. januar 2018, hvor aksjeprisen kun var på 38,17 kr. Etter dette har aksjen steget gradvis, men vi ser også at den har hatt noen svingninger (Oslo Børs, 2018). Den 10. april inngikk Havfisk, som er eid av Lerøy, en kontrakt med Vard om bygging og design av en ny hekketråler. Kontraktsummen skal ha en verdi på underkant av 400 millioner kr. Denne dato gikk Lerøy-aksjen opp fra 51,52 kr til 55,12 kr, noe som trolig skyldes kontraktinngåelsen (Holøien, 2018).

Høydepunktet for Lerøy kom fredag 27. april 2018 hvor aksjeprisen var på hele 60,86 kr. Dette er den høyeste sluttkursen for Lerøy-aksjen noensinne (Oslo Børs, 2018). Ut fra Fish Pools historikk på laksepriser, kan mye av denne oppgangen trolig skyldes sterke laksepriser (Fish Pool, 2018c). Videre ser vi også at den høye aksjeprisen kun er 1,74 kr fra vårt verdiesimat. Dette kan gi oss indikasjoner på at våre antakelser om laksepriser på kort sikt er rimelige. Videre kan vi også si at det beregnede estimatet på kr 61,8, virker som et akseptabelt estimat og at det ikke virker for høyt for selskapet.

Mandag 30. april 2018 stupte imidlertid lakseaksjene, da det ble kjent at regjeringen skal utrede et forslag om grunnrenteskatt. Dette forslaget går ut på at det skal innføres en avgift per kilo produsert fisk fra oppdrettsanlegg (E24, 2018a). Dette gjøres for å sikre samfunnet noe av den ekstraordinære avkastningen bransjen genererer ved bruk av fellesskapets ressurser (E24, 2018b). Da børsen ble stengt denne dagen var markedsverdier for 7,94 laksemilliarder kroner borte. Det gikk imidlertid hardest ut over SalMar og Marine Harvest som fikk et papirtap på henholdsvis 3 milliarder og 2,62 milliarder kroner (E24, 2018a).

Andre hendelser som har skjedd etter 29.12.2017, er at investeringselskapet Velu, som er kontrollert av Knut Hallvard Lerøy, har solgt seg ut av Lerøy Seafood Group. Selskapet solgte til sammen 1,2 millioner aksjer til en kurs på 47,7 kr (E24, 2018c). Lerøy har også måtte betale en bot på 1,4 millioner kroner, da 25 000 laks døde i et oppdrettsanlegg i 2016, etter at de ble hardt skadet under avlusning (E24, 2018d). Disse hendelsene har imidlertid ikke hatt noen nevneverdig påvirkning på aksjeprisen.



## Litteraturliste

### ARTIKLER

Modigliani, F & Miller, M, H. (1958). *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. (Vol. 48, No. 3). Hentet 17.04.2017 fra:  
[http://www.jstor.org/stable/1809766?seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](http://www.jstor.org/stable/1809766?seq=1#page_scan_tab_contents)

### BØKER

Barney, J. B. (2011). *Gaining and Sustaining Competitive Advantage* (fourth edition). New Jersey: Pearson Education.

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

Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation* (third edition). New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Giskeødegård, K. (2014) Norske sjømatelskaper som investeringsobjekt. *Praktisk økonomi og finans*, nr. 2 (s. 143-159). Oslo: Universitetsforlaget.

Gjesdal, F. (2007). Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse. *Praktisk økonomi og finans* nr. 2 (s. 3-17). Oslo: Universitetsforlaget.

Gjesdal, F. & Johnsen, T. (1999). *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. Oslo: Cappelen Akademisk Forlag.

Kaldestad, Y. & Møller, B. (2016). *Verdivurdering: teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper* (andre utgave). Bergen: Fagbokforlaget.

Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D., (2015). *Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies* (sixth edition). New Jersey: John Wiley & Sons.

Penman, S. (2013). *Financial Statement Analysis and Security Valuation* (fifth edition). New York: McGraw-Hill Education.

Porter, M. E. (1998). *Competitive strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors: with a new introduction*. New York: The Free Press.

Roos, G., Krogh Von, G., Roos, J. (1996). *Innføring i strategi*. Bergen: Fagbokforlaget.

## **OFFENTLIGE KILDER**

Berge, A. (2016a). *Rett i fôret*. Hentet 25.01.2018 fra: <https://ilaks.no/rett-i-foret/>

Berge, A. (2016b). *Håver inn på eget fôr*. Hentet 22.02.2018 fra: <https://ilaks.no/haver-inn-pa-eget-for/>

Dyrevernalliansen. (2017). *Fiskeoppdrett i Norge*. Hentet 19.01.2018 fra: [https://www.dyrevern.no/andre\\_dyr/fisk/fiskeoppdrett-i-norge](https://www.dyrevern.no/andre_dyr/fisk/fiskeoppdrett-i-norge)

E24. (2018a). *Skattefrykt blåste bort 7,94 laksemilliarder*. Hentet 03.05.2018 fra: <https://aksjelive.e24.no/article/G1gkqq>

E24. (2018b). *Utredet ny oppdrettsskatt: Lakseprisene faller*. Hentet 03.05.2018 fra: <https://e24.no/boers-og-finans/laks/utredet-ny-oppdrettsskatt-lakseaksjene-faller/24322614>

E24. (2018c). *Lerøy selger seg ut av Lerøy Seafood Group*. Hentet 03.05.2018 fra: <https://aksjelive.e24.no/instrument/LSG.OSE>

E24. (2018d). *Lerøy må betale bot på 1,4 millioner kroner etter fiskedød*. Hentet 03.05.2018 fra: <https://aksjelive.e24.no/instrument/LSG.OSE>

E24. (2017). *Skuffende fra Lerøy Seafood – tross rekordtall*. Hentet 29.1.2018 fra: <https://aksjelive.e24.no/instrument/LSG.OSE>

E24. (2012). *Ny finansdirektør i Lerøy*. Hentet 01.03.2018 fra: <https://e24.no/boers-og-finans/leroy-seafood-group/ny-finansdirektoer-i-leroy/20239504>

Fish Pool. (2018a). *About Fish Pool ASA*. Hentet 29.01.2018 fra: <http://fishpool.eu/products/concept/>

Fish Pool. (2018b). *Forward Prices*. Hentet 15.02.2018 fra: <http://fishpool.eu/price-information/forward-prices-3/>

Fish Pool. (2018c). *Price history – weekly, monthly and annual average*. Hentet 03.05.2018 fra: <http://fishpool.eu/price-information/spot-prices/history/>

Fisk.no. (2018a). *Sjømateksport for rekordhøye 94,5 milliarder i 2017*. Hentet 19.01.2018 fra: <https://fisk.no/fiskeri/6518-sjomateksport-for-rekordhoye-94-5-milliarder-i-2017.html>

Fisk.no. (2018b). *Eksportpris kr 56,23 i veke 52*. Hentet 29.01.2018 fra: <https://www.fisk.no/oppdrett/6517-eksportpris-kr-56-23-i-veke-52.html>

Fiskedirektoratet. (2018). *Rømmingsstatistikk*. Hentet 20.02.2018 fra: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Statistikk-akvakultur/Roemningsstatistikk>

Fiskeridirektoratet. (2017a). *Lønnsomhetsundersøkelse for laks og regnbueørret: Matfiskproduksjon*. Hentet 25.01.2018 fra: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Statistikk-akvakultur/Loennsomhetsundersoekelse-for-laks-og-regnbueoerret/Matfiskproduksjon-laks-og-regnbueoerret>

Fiskeridirektoratet. (2017b). *Tildelingsprosessen*. Hentet 23.02.2018 fra: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Tidelingsprosessen>

Fiskeridirektoratet. (2017c). *Faggruppen for tildeling av grønne tillatelser har tildelt siste tillatelse i gruppe C*. Hentet 01.03.2018 fra: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Nyheter/2017/0817/Faggruppen-for-tildeling-av-groenne-tillatelser-har-tildelt-siste-tillatelse-i-gruppe-C>

Havforskningsinstituttet. (2016). *Lakselus*. Hentet 19.02.2018 fra:

<http://www.imr.no/temasider/parasitter/lus/lakselus/nb-no>

Helsedirektoratet. (2016). *Kostråd fra helsedirektoratet*. Hentet 23.02.2018 fra:

<https://helsedirektoratet.no/folkehelse/kosthold-og-ertering/kostrad-fra-helsedirektoratet#5.-spis-fisk-til-middag-to-til-tre-ganger-i-uken.-bruk-også-gjerne-fisk-som-pålegg>

Høløyen, M. (2018). *Lerøy-selskap med stor kontrakt*. Hentet 03.05.2018 fra:

<http://www.hegnar.no/Nyheter/Boers-finans/2018/04/Leroey-selskap-med-stor-kontrakt>

Hovland, E. (Red.). (udatert). *Band 5: Havbruk: Havbruksnæringen – et eventyr i Kyst-Norge*.

Hentet 17.01.2018 fra: <https://norges-fiskeri-og-kysthistorie.w.uib.no/bokverket/bind-5-havbrukshistorie/>

Jakobsen, S-E., Berge, D.M. og Aarset, B. (2003). *Arbeidsnotat nr 16/03: Regionale og distriktpolitiske effekter av statlig havbrukspolitikk*. Hentet 19.01.2018 fra:

[https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/kilde/krd/rap/2003/0006/ddd/pdfv/182943-a16\\_03.pdf](https://www.regjeringen.no/globalassets/upload/kilde/krd/rap/2003/0006/ddd/pdfv/182943-a16_03.pdf)

Laksefakta. (2016a). *Hva er i fôret til laksen?*. Hentet 25.01.2018 fra:

<https://laksefakta.no/hva-spiser-laksen/hva-er-i-foret-til-laksen/>

Laksefakta. (2016b). *Har laksen det bra i oppdrettsanleggene?*. Hentet 25.01.2018 fra:

<https://laksefakta.no/lakseoppdrett-i-norge/har-laksen-det-bra-i-oppdrettsanleggene/>

Laksefakta. (2016c). *Hvorfor rømmer laksen?*. Hentet 20.02.2018 fra:

<https://laksefakta.no/laks-og-miljo/romming>

Laksefakta. (2016d). *Norske regler for miljø og oppdrett*. Hentet 20.2.2018 fra:

<https://laksefakta.no/laks-og-miljo/norske-regler-for-miljo-og-oppdrett/>

Lerøy Seafood Group ASA. (2018a). *Lerøy*. Hentet 31.01.2018 fra:

<https://www.leroyseafood.com>

Lerøy Seafood Group ASA. (2018b). *Preline*. Hentet 01.03.2018 fra:

<https://www.leroyseafood.com/no/barekraft/innovasjon/preline/>

Lovdata. (2018). *Lov om årsregnskap*. Hentet 30.1.2018 fra:

[https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1998-07-17-56/KAPITTEL\\_4#KAPITTEL\\_4](https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1998-07-17-56/KAPITTEL_4#KAPITTEL_4)

Lusedata. (udatert). *Om lakselus*. Hentet 19.02.2018 fra: <http://lusedata.no/om-lakselus/>

Marine Harvest. (2017). *Salmon Farming Industry Handbook*. Hentet 26.02.2018 fra:

<http://marineharvest.no/globalassets/investors/handbook/salmon-industry-handbook-2017.pdf>

Mattilsynet. (2014). *Trygt og viktig å spise fisk*. Hentet 16.02.2018 fra:

[https://www.mattilsynet.no/mat\\_og\\_vann/produksjon\\_av\\_mat/fisk\\_og\\_sjomat/trygt\\_og\\_viktig\\_aa\\_spise\\_fisk.17285](https://www.mattilsynet.no/mat_og_vann/produksjon_av_mat/fisk_og_sjomat/trygt_og_viktig_aa_spise_fisk.17285)

Miljødirektoratet. (2015). *Fiskeoppdrett*. Hentet 17.01.2018 fra:

<http://www.miljostatus.no/Tema/Hav-og-kyst/Fiskeoppdrett/>

Nesfossen smolt. (udatert). *Laksens livssyklus – fra rogn til matfisk*. Hentet 25.01.2018 fra:

<https://www.nesfossen.no/?PageID=143&ItemID=87>

Norges Bank. (2018a). *Statsobligasjoner årsgjennomsnitt*. Hentet 12.03.2018 fra:

<https://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>

Norges Bank. (2018b). *Inflasjon*. Hentet 20.03.2018 fra: <https://www.norges-bank.no/Statistikk/Inflasjon>

Norges Bank. (2017). *Styringsrenten uendret på 0,50 prosent*. Hentet 15.02.2018 fra:

<https://www.norges-bank.no/Publisert/Pressemeldinger/2017/2017-12-14-pressemelding/>

Norges Sjømatråd. (2017). *Nøkkeltall*. Hentet 23.01.2018 fra:

<https://seafood.no/markedsinnsikt/nokkeltall/>

NOU 2014:13. (2014). *Kapitalbeskatning i en internasjonal økonomi*. Hentet 06.04.2018 fra: <https://www.regjeringen.no/contentassets/bbd29ff81485402681c6e6ea46655fae/no/pdfs/nou201420140013000dddpdfs.pdf>

NSL. (udatert). *Tildeling av nye konsesjoner*. Hentet 26.02.2018 fra: <http://www.nsl.no/fagomrader/oppdrett/tildeling-av-nye-konsesjoner>

Nærings- og fiskeridepartementet. (2014-2015). *Forutsigbar og miljømessig bærekraftig vekst i norsk laks- og ørretoppdrett*. (Meld. St. 16. 2014-2015). Hentet 23.02.2018 fra: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld.-st.-16-2014-2015/id2401865/sec6>

Det Kongelige Finansdepartement. (2017-2018). *Nasjonalbudsjettet 2018*. (Meld. St. 1. 2017-2018). Hentet 02.05.2018 fra: [https://www.statsbudsjettet.no/upload/Statsbudsjett\\_2018/dokumenter/pdf/stm.pdf](https://www.statsbudsjettet.no/upload/Statsbudsjett_2018/dokumenter/pdf/stm.pdf)

Olsen, S. (2017). *Norges første kommersielle landbaserte oppdrettsanlegg: Det er alltid tøft å være i front*. Hentet 20.02.2018 fra: <https://ilaks.no/norges-forste-kommersielle-landbaserte-oppdrettsanlegg-det-er-alltid-toft-a-vaere-i-front/>

Oslo Børs. (2018). *Lerøy Seafood Group*. Hentet 29.1.2018 fra: <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/LSG.OSE/overview>

Oslo Børs. (2017). *Mest omsatte verdipapir*. Hentet 21.03.2018 fra: <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Statistikk/AArsstatistikk/Aksjer/2017-Mest-omsatte-verdipapir>

Proff Forvalt. (2018). *Lerøy Seafood Group ASA*. Hentet 07.03.2018 fra: <https://www.proff.no/nokkeltall/leroy-seafood-group-asa/bergen/fiskeoppdrett-og-utstyr/Z0H24KNZ/>

Regjeringen. (2016). *Nye regler for landbasert oppdrett*. Hentet 07.02.2018 fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/nye-regler-for-landbasert-oppdrett/id2502424/>

Regjeringen. (2015a). *Konsesjonssystemet – generelt*. Hentet 07.02.2018 fra: <https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/fiskeri-og-havbruk/fiskeflatelister/konsesjonssystemet--generelt/id418041/>

Regjeringen. (2015b). *Bærekraftig og forutsigbar vekst for laks*. Hentet 19.03.2018 fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/barekraftig-og-forutsigbar-vekst-for-laks/id2401801/>

Skatteetaten. (2018). *Sats for: Alminnelig inntekt*. Hentet 08.02.2018 fra: <https://www.skatteetaten.no/satser/alminnelig-inntekt/>

Standard & Poors. (2018). *S&P Global Ratings Definitions*. Hentet 05.04.2018 fra: [https://www.standardandpoors.com/en\\_US/web/guest/article/-/view/sourceId/504352](https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/504352)

Statistisk sentralbyrå. (2018). *Nedgang i eksportprisen for fersk laks*. Hentet 23.01.2018 fra: <https://www.ssb.no/utenriksokonomi/artikler-og-publikasjoner/nedgang-i-eksportprisen-for-fersk-laks--337971>

Statistisk sentralbyrå. (2016). *Forsiktig konjunkturoppgang først i 2017*. Hentet 16.02.2018 fra: <https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/artikler-og-publikasjoner/forsiktig-konjunkturoppgang-forst-i-2017>

Veterinærinstituttet (udatert). *Lakselus*. Hentet 19.02.2018 fra: <https://www.vetinst.no/sykdom-og-agens/lakselus>

Wehus, W. (2014). *Årsaker til den dramatiske laksekrisen i Chile 2007-09*. Hentet 20.02.2018 fra: <http://www.uib.no/nye-doktorgrader/80465/arsaker-til-den-dramatiske-laksekrisen-i-chile-i-2007-09>

Yara. (udatert). *Mat*. Hentet 16.02.2018 fra: <http://www.yara.us/about-yara/sustainability/responding-to-global-challenges/food/>

## **RAPPORTER**

Grieg Seafood ASA. (2018). *Kvartalsrapport fjerde kvartal 2017*. Hentet 01.03.2018 fra:  
<https://www.griegseafood.no/invest/kvartalsrapporter/>

Grieg Seafood ASA. (2017). *Årsrapport 2016*. Hentet 20.02.2018 fra:  
<https://www.griegseafood.no/invest/rapporter/>

Grieg Seafood ASA. (2016). *Årsrapport 2015*. Hentet 20.02.2018 fra:  
<https://www.griegseafood.no/invest/rapporter/>

Grieg Seafood ASA. (2015). *Årsrapport 2014*. Hentet 20.02.2018 fra:  
<https://www.griegseafood.no/invest/rapporter/>

Grieg Seafood ASA. (2014). *Årsrapport 2013*. Hentet 20.02.2018 fra:  
<https://www.griegseafood.no/invest/rapporter/>

Grieg Seafood ASA. (2013). *Årsrapport 2012*. Hentet 20.02.2018 fra:  
<https://www.griegseafood.no/invest/rapporter/>

Grieg Seafood ASA. (2012). *Årsrapport 2011*. Hentet 20.02.2018 fra:  
<https://www.griegseafood.no/invest/rapporter/>

Grieg Seafood ASA. (2011). *Årsrapport 2010*. Hentet 20.02.2018 fra:  
<https://www.griegseafood.no/invest/rapporter/>

Lerøy Seafood Group ASA. (2018). *Kvartalsrapport fjerde kvartal 2017*. Hentet 01.03.2018 fra: <https://www.leroyseafood.com/no/investor/rapporter-og-webcast/kvartalsrapporter/>

Lerøy Seafood Group ASA. (2017). *Årsrapport 2016*. Hentet 15.01.2018 fra:  
<https://www.leroyseafood.com/no/investor/rapporter-og-webcast/arsrapporter/>

Lerøy Seafood Group ASA. (2016). *Årsrapport 2015*. Hentet 15.01.2018 fra:  
<https://www.leroyseafood.com/no/investor/rapporter-og-webcast/arsrapporter/>



Lerøy Seafood Group ASA. (2015). *Årsrapport 2014*. Hentet 15.01.2018 fra:  
<https://www.leroyseafood.com/no/investor/rapporter-og-webcast/arsrapporter/>

Lerøy Seafood Group ASA. (2014). *Årsrapport 2013*. Hentet 15.01.2018 fra:  
<https://www.leroyseafood.com/no/investor/rapporter-og-webcast/arsrapporter/>

Lerøy Seafood Group ASA. (2013). *Årsrapport 2012*. Hentet 15.01.2018 fra:  
<https://www.leroyseafood.com/no/investor/rapporter-og-webcast/arsrapporter/>

Lerøy Seafood Group ASA. (2012). *Årsrapport 2011*. Hentet 15.01.2018 fra:  
<https://www.leroyseafood.com/no/investor/rapporter-og-webcast/arsrapporter/>

Lerøy Seafood Group ASA. (2011). *Årsrapport 2010*. Hentet 15.01.2018 fra:  
<https://www.leroyseafood.com/no/investor/rapporter-og-webcast/arsrapporter/>

Marine Harvest ASA. (2018). *Kvartalsrapport fjerde kvartal 2017*. Hentet 01.03.2018 fra:  
<http://marineharvest.com/investor/quarterly-material/>

Marine Harvest ASA. (2017). *Årsrapport 2016*. Hentet 20.02.2018 fra:  
<http://marineharvest.com/investor/annual-reports/>

Marine Harvest ASA. (2016). *Årsrapport 2015*. Hentet 20.02.2018 fra:  
<http://marineharvest.com/investor/annual-reports/>

Marine Harvest ASA. (2015). *Årsrapport 2014*. Hentet 20.02.2018 fra:  
<http://marineharvest.com/investor/annual-reports/>

Marine Harvest ASA. (2014). *Årsrapport 2013*. Hentet 20.02.2018 fra:  
<http://marineharvest.com/investor/annual-reports/>

Marine Harvest ASA. (2013). *Årsrapport 2012*. Hentet 20.02.2018 fra:  
<http://marineharvest.com/investor/annual-reports/>

Marine Harvest ASA. (2012). *Årsrapport 2011*. Hentet 20.02.2018 fra:  
<http://marineharvest.com/investor/annual-reports/>

Marine Harvest ASA. (2011). *Årsrapport 2010*. Hentet 20.02.2018 fra:  
<http://marineharvest.com/investor/annual-reports/>

Norges forskningsråd. (udatert). *Havbruk 2020*. Hentet 20.03.2018 fra:  
[https://www.forskningsradet.no/CSSStorage/Flex\\_attachment/Havbruk-nett.pdf](https://www.forskningsradet.no/CSSStorage/Flex_attachment/Havbruk-nett.pdf)

Norges Sjømatråd. (2018). *Sjømatnasjonen Norge 2018*. Hentet 17.01.2018 fra:  
<https://sjomatnasjonen.seafood.no/>

Norsk industri. (2017). *Konjunkturrapport 2017*. Hentet 16.02.2018 fra:  
[https://www.norskindustri.no/siteassets/dokumenter/rapporter-og-brosjyrer/konjunkturrapporten\\_2017.pdf](https://www.norskindustri.no/siteassets/dokumenter/rapporter-og-brosjyrer/konjunkturrapporten_2017.pdf)

PwC. (2017). *Risikopremien i det norske markedet*. Hentet 12.03.2018 fra:  
<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-markedsrisikopremie-2017.pdf>

SalMar ASA. (2018). *Kvartalsrapport fjerde kvartal 2017*. Hentet 01.03.2018 fra:  
<https://www.salmar.no/kvartalsrapporter/>

SalMar ASA. (2017). *Årsrapport 2016*. Hentet 20.02.2018 fra:  
<https://www.salmar.no/arsrapporter/>

SalMar ASA. (2016). *Årsrapport 2015*. Hentet 20.02.2018 fra:  
<https://www.salmar.no/arsrapporter/>

SalMar ASA. (2015). *Årsrapport 2014*. Hentet 20.02.2018 fra:  
<https://www.salmar.no/arsrapporter/>

SalMar ASA. (2014). *Årsrapport 2013*. Hentet 20.02.2018 fra:  
<https://www.salmar.no/arsrapporter/>

SalMar ASA. (2013). *Årsrapport 2012*. Hentet 20.02.2018 fra:

<https://www.salmar.no/arsrapporter/>

SalMar ASA. (2012). *Årsrapport 2011*. Hentet 20.02.2018 fra:

<https://www.salmar.no/arsrapporter/>

SalMar ASA. (2011). *Årsrapport 2010*. Hentet 20.02.2018 fra:

<https://www.salmar.no/arsrapporter/>

Veterinærinstituttet. (2017). *Fiskehelse rapporten 2016*. Hentet 19.02.2018 fra:

<https://www.vetinst.no/rapporter-og-publikasjoner/rapporter/2017/fiskehelse rapporten-2016>

Veterinærinstituttet. (2018). *Fiskehelse rapporten 2017*. Hentet 19.02.2018 fra:

<https://www.vetinst.no/rapporter-og-publikasjoner/rapporter/2018/fiskehelse rapporten-2017>

## Tabell-, figur- og formeloversikt

### Figuroversikt

Figur 2-1: De største eksportmarkedene for sjømat.....	s 13
Figur 2-2: Gjennomsnittlig eksportpris siste 10 år.....	s 14
Figur 2-3: Omsetningsfordeling produkter 2016.....	s 20
Figur 2-4: Omsetningsfordeling markeder 2016.....	s 21
Figur 2-5: Aksjekursutvikling 2013-2018.....	s 22
Figur 3-1: Fri kontantstrøm til totalkapitalen.....	s 24
Figur 3-2: Rammeverk for fundamental verdsettelse.....	s 31
Figur 4-1: PESTEL-analyse.....	s 34
Figur 4-2: Porters femkraftsmodell.....	s 44
Figur 4-3: SWOT-analyse.....	s 56
Figur 5-1: Fra rapportert til omgruppert balanse.....	s 67
Figur 6-1: Likviditetsgrad 1 for Lerøy og bransjeutvalget.....	s 75
Figur 6-2: Likviditetsgrad 2 for Lerøy og bransjeutvalget.....	s 76
Figur 6-3: Egenkapitalprosent for Lerøy og bransjeutvalget.....	s 77
Figur 6-4: Gjeldsgrad for Lerøy og bransjeutvalget.....	s 78
Figur 6-5: Rentedekningsgrad for Lerøy og bransjeutvalget.....	s 79
Figur 7-1: Avkastningskrav for Lerøy vs. OSEBX .....	s 85
Figur 8-1: Dekkomponering av egenkapitalrentabilitet.....	s 91
Figur 8-2: Egenkapitalrentabilitet for Lerøy og bransjeutvalget.....	s 92
Figur 8-3: Avkastning på netto driftseiendeler for Lerøy og bransjeutvalget.....	s 93
Figur 8-4: Driftsmargin for Lerøy og bransjeutvalget.....	s 94
Figur 8-5: Omløpshastighet for Lerøy og bransjeutvalget.....	s 95
Figur 8-6: Finansiell gjeldsgrad for Lerøy og bransjeutvalget.....	s 97
Figur 8-7: Spread for Lerøy og bransjeutvalget.....	s 98
Figur 9-1: Driftsinntektsvekst for Lerøy over analyse- og budsjettperioden.....	s 104
Figur 9-2 Netto driftsmargin for Lerøy over analyse- og budsjettperioden.....	s 106
Figur 9-3: Omløpet til netto driftseiendeler for Lerøy over analyse- og budsjettperioden.....	s 108
Figur 9-4: Netto finansiell gjeld for Lerøy over analyse- og budsjettperioden.....	s 109
Figur 9-5: Minoritetsinteressenes andel over analyse- og budsjettperioden.....	s 110
Figur 9-6: Minoritetsrentabilitet over analyse- og budsjettperioden.....	s 111
Figur 10-1: Sensitivitetsanalyse for driftsinntektsvekst.....	s 121
Figur 10-2: Sensitivitetsanalyse for netto driftsmargin.....	s 122
Figur 10-3: Sensitivitetsanalyse for omløpet til netto driftseiendeler.....	s 123
Figur 12-1: Handlestrategi.....	s 134
Figur 13-1: Aksjekursutvikling desember 2017-mai 2018.....	s 135

## Tabelloversikt

Tabell 2-1: Sammenligning av konkurrerende selskaper.....	s 17
Tabell 3-1: Ulike multiplikatorer.....	s 28
Tabell 4-1: Oppsummering av Porters femkraftsmodell.....	s 49
Tabell 4-2: Oppsummering av intern analyse.....	s 55
Tabell 5-1: Historisk resultatregnskap for Lerøy.....	s 60
Tabell 5-2: Historisk balanse for Lerøy .....	s 61
Tabell 5-3: Fullstendig nettoresultat.....	s 62
Tabell 5-4: Fullstendig drifts- og finansresultat.....	s 64
Tabell 5-5: Normale og unormale driftsporter.....	s 65
Tabell 5-6: Normale og unormale finansposter.....	s 66
Tabell 5-7: Fordeling av skattekostnaden.....	s 66
Tabell 5-8: Totalbalanse.....	s 70
Tabell 5-9: Sysselsatt kapital.....	s 70
Tabell 5-10: Netto driftskapital.....	s 71
Tabell 5-11: Ferdig omgruppert resultatregnskap for Lerøy 2010-2017, alt. 1.....	s 72
Tabell 5-12: Ferdig omgruppert resultatregnskap for Lerøy 2010-2017, alt. 2.....	s 73
Tabell 5-13: Ferdig omgruppert balanse for Lerøy 2010-2017.....	s 73
Tabell 6-1: Syntetisk rating basert på grenseverdier for to nøkkeltall.....	s 81
Tabell 6-2: Lerøy og bransjeutvalgets syntetiske rating.....	s 81
Tabell 7-1: Regresjonsanalyse av Lerøy og OSEBX.....	s 85
Tabell 9-1: Endring i driftsinntekter over analyseperioden.....	s 101
Tabell 9-2: Fremtidig resultatregnskap for Lerøy.....	s 113
Tabell 9-3: Fremtidig balanse for Lerøy.....	s 113
Tabell 9-4: Fremtidig fri kontantstrøm fra drift for Lerøy.....	s 114
Tabell 10-1: Fri kontantstrøm til totalkapitalen.....	s 115
Tabell 10-2: Superprofitt fra drift.....	s 116
Tabell 10-3: Vekst i superprofitt fra drift.....	s 116
Tabell 10-4: Andel egenkapital og gjeld.....	s 117
Tabell 10-5: Beregning av fremtidig egenkapitalavkastningskrav.....	s 118
Tabell 10-6: Dividendemodellen.....	s 119
Tabell 10-7: Superprofitt.....	s 119
Tabell 10-8: Superprofitt vekst.....	s 120
Tabell 10-9: Oppsummering av verdierestimater.....	s 120
Tabell 10-10: Sensitivitetsanalyse for endring i avkastningskrav og langsiktig vekst.....	s 122
Tabell 11-1: Verdierestimater med Pris/bok.....	s 128
Tabell 11-2: Verdierestimater med Pris/fortjeneste.....	s 128
Tabell 11-3: Verdierestimater med Enterprise value/EBITDA.....	s 129
Tabell 11-4: Verdierestimater med Enterprise value/EBIT.....	s 129
Tabell 11-5: Gjennomsnittlig verdierestimat for Lerøy med komparativ verdsettelse.....	s 130

## Formeloversikt

Formel 3-1: Selskapets egenkapitalverdi ved bruk av FCF til totalkapitalen .....	s 24
Formel 3-2: Superprofitt fra driftmodellen.....	s 25
Formel 3-3: Vekst i superprofitt fra driftmodellen.....	s 25
Formel 3-4: Dividendemodellen.....	s 26
Formel 3-5: Fri kontantstrøm til egenkapitalen.....	s 26
Formel 3-6: Superprofittmodellen.....	s 27
Formel 3-7: Superprofitt vekstmodellen.....	s 27
Formel 3-8: Substansverdimodellen.....	s 29
Formel 3-9: Opsjonsbasert verdsettelse.....	s 29
Formel 6-1: Likviditetsgrad 1.....	s 74
Formel 6-2: Likviditetsgrad 2.....	s 76
Formel 6-3: Egenkapitalprosent.....	s 77
Formel 6-4: Gjeldsgrad.....	s 78
Formel 6-5: Rentedekningsgrad.....	s 79
Formel 7-1: Egenkapitalkostnad i henhold til CAPM.....	s 82
Formel 7-2: Beregning av avkastningskrav til egenkapitalen.....	s 87
Formel 7-3: Avkastningskrav til gjeld.....	s 88
Formel 7-4: Lerøys gjeldskostnad.....	s 88
Formel 7-5: Avkastningskrav til totalkapitalen.....	s 89
Formel 7-6: Beregning av avkastningskrav til totalkapitalen.....	s 90
Formel 8-1: Egenkapitalrentabilitet.....	s 92
Formel 8-2: Avkastning på netto driftseiendeler.....	s 93
Formel 8-3: Driftsmargin.....	s 94
Formel 8-4: Omløpshastighet til netto driftseiendeler.....	s 95
Formel 8-5: Finansiell gjeldsgrad.....	s 96
Formel 8-6: Spread.....	s 97
Formel 9-1: Omløpshastighet til netto driftseiendeler.....	s 106
Formel 9-2: Netto minoritetsresultat.....	s 111
Formel 9-3: Egenkapital.....	s 112
Formel 9-4: Fri kontantstrøm fra drift.....	s 112
Formel 10-1: Beregning av $\beta_U$ .....	s 117
Formel 11-1: Pris/Bok-multiplikator.....	s 126
Formel 11-2: Pris/fortjeneste-multiplikator.....	s 126
Formel 11-3: Enterprise value/EBITDA-multiplikator.....	s 127
Formel 11-4: Enterprise value/EBIT-multiplikator.....	s 127

## Appendix

### A.1 Refleksjonsnotat 1

Av Julie Aalhus

#### **Sammendrag**

I masterutredningen har vi foretatt en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av Lerøy Seafood Group ASA. Formålet med utredningen var å utarbeide et verdiesimat på egenkapitalen til Lerøy med tilhørende aksjepris per 29.12.2017.

Oppgaven ble innledet med en presentasjon av oppdrettsbransjen. Her fikk vi et innblikk i næringens utvikling, dagens markedssituasjon og konkurrenter som inngår i bransjeutvalget. Vi så blant annet at næringen har hatt en betydelig vekst de senere årene og at Norge i dag er blant verdens største eksportører av oppdrettslaks. Videre under presentasjonen av Lerøy så vi på selskapets historie, forretningsområder, produktområder og markeder. Deretter fulgte en beskrivelse av ulike verdsettelsesmetoder, samt en begrunnelse for vårt valg av verdsettelsesteknikk, som var fundamental verdsettelse.

Videre foretok vi en strategisk analyse av eksterne muligheter og trusler, samt interne styrker og svakheter. Deretter gjennomførte vi en regnskapsanalyse, hvor vi omgrupperte regnskapet ved å identifisere normale og unormale poster, og klassifisere og skille driftsposter fra finansposter. I tillegg ble det foretatt en risikoanalyse og en lønnsomhetsanalyse av både Lerøy og bransjen.

Basert på innsikten fra de foretatte analysene, ble det utarbeidet et fremtidsregnskap som følgelig la grunnlaget for selve verdsettelsen av Lerøy. Ved bruk av de tre modellene innenfor total kapitalverdimodellen, kom vi frem til et verdiesimat på 62,6 kr. Videre ble det beregnet et fremtidig egenkapitalavkastningskrav, før vi kom frem til en aksjepris på 61,0 kr med de tre valgte modellene innenfor egenkapitalverdimodellen. Basert på et gjennomsnitt av estimatene til disse to modellene, ble det endelige verdiesimatet på Lerøys aksjer per 29.12.17 på 61,8 kr. Videre ble det gjennomført en sensitivitetsanalyse for å undersøke usikkerheten knyttet til verdiesimatet, før vi til slutt utførte en komparativ verdsettelse som et supplement.

Avslutningsvis ble det utarbeidet en handlestrategi basert på en sammenligning av vårt beregnede verdiestimat av Lerøy og børskursen per 29.12.2017. Verdiestimatet fra den fundamentale verdsettelsen var på 62,6 kr per 29.12.2017, mens børskursen til Lerøy på samme tidspunkt var 43,98 kr. Utredningens endelige konklusjon ble derfor en kjøpsanbefaling av Lerøys aksjer per 29.12.2017, da vi mente at selskapets aksjer var undervurdert.

### **Internasjonalisering**

Internasjonalisering er ett av tre satsingsområder for Handelshøyskolen ved Universitet i Agder. I masterutredningen har vi estimert aksjeprisen til Lerøy. Selskapets aksjer omsettes på Oslo Børs, og handles derfor av både norske og utenlandske aksjonærer. I tillegg rapporterer selskapet etter IFRS, som er en internasjonal regnskapsstandard.

Oppdrettsbransjen er en eksportrettet næring, og hele 95% av fisken som produseres i Norge blir eksportert. Norge eksporterer sjømat til totalt 140 markeder lokalisert over hele verden, og i 2017 ble det eksportert 2,6 millioner tonn norsk sjømat for 94,5 milliarder kroner. Internasjonale krefter vil derfor kunne ha stor påvirkning på Lerøy og selskapets aksjepris.

Ettersom en så stor andel av produksjonen blir eksportert, vil handelspolitiske konflikter og restriksjoner fra andre land kunne gi store økonomiske konsekvenser. I dag er for eksempel handelsrestriksjonene med Kina og Russland av særlig interesse, da dette påvirker viktige markeder for oppdrettsnæringen. Eksporten til Kina har blitt kraftig redusert, spesielt etter at den kinesiske regimekritikeren, Liu Xiaobo, vant Nobels fredspris i 2010. I Russland ble det i 2014 innført importnekt for ulike matvarer fra Norge, som svar på opptrapping av europeiske sanksjoner etter tilspissingen av forholdet mellom Russland og Ukraina. Russland var et stort og viktig marked for Norge, men etter at Russland innførte handelsrestriksjoner forsvant nesten hele det russiske markedet. Dette viser at slike konflikter og restriksjoner kan gi store konsekvenser. Imidlertid er slike konflikter vanskelig å forutse og vil som regel være utenfor oppdrettsselskapenes kontroll.

I tillegg vil utenlandske konkurrenter kunne være en trussel for Lerøy og norske oppdrettsselskaper. På grunn av konsesjonssystemet i Norge, er det vanskelig for selskapene å utvikle seg og øke tilbudet. En økning i tilbudet kan derimot skje internasjonalt, noe som kan



redusere norske produsenters lønnsomhet. Strengt reguleringer kan også bidra til at oppdrettsnæringen i Norge blir mindre konkurransedyktig overfor utenlandske aktører.

Andre internasjonale forhold som kan påvirke Lerøy er for eksempel valutakursen. Mye av betalingen til selskapet skjer i utenlandsk valuta, noe som gjør at de blir utsatt for valutakurssvingninger. I tillegg kan internasjonale avtaler, politiske reguleringer og internasjonale trender påvirke lønnsomheten til både Lerøy og oppdrettsbransjen.

### **Innovasjon**

Lerøy har et stort fokus på forskning og utvikling, og har en løpende gjennomføring av ulike FoU-prosjekter med fokus på bedre driftsrutiner, produksjonsoptimalisering og fiskevelferd. Lerøy fokuserer også på å utvikle bærekraftige løsninger gjennom hele verdikjeden, slik at de kan levere bærekraftig kvalitetsmat.

Vi har i masterutredningen sett at oppdrettsbransjen står ovenfor utfordringer når det gjelder miljømessig- og bærekraftig drift. For eksempel er rømming, sykdom og lakselus sett på som noen av de største utfordringene for oppdrettsbransjen, da de kan medføre store tap for næringen. Oppdrettsnæringen er derfor avhengig av å utvikle nye og innovative metoder for å bli kvitt disse utfordringene. I tillegg har vi sett at konsesjonssystemet og myndighetenes strenge reguleringer, kan utgjøre en trussel for bransjens utviklings- og vekstmuligheter.

Et relativt nytt fenomen er landbaserte oppdrettsanlegg. Dette innebærer at matfisk avles i store vanntanker på land, i stedet for i merder eller lukkede anlegg til havs. Bruk av slike anlegg vil gi oppdrettsselskapene muligheter til å øke produksjonsvolumet. I tillegg vil det kunne eliminere problemer som blant annet at fisken rømmer og at lus sprer seg fra oppdrettsfisk til villfisk. Det har vært mye usikkerhet knyttet til lønnsomheten for landbaserte anlegg, men hvis det viser seg å bli lønnsomt, vil det trolig bli et godt alternativ i fremtiden.

En annen type innovasjon kan være nye produkttyper. Lerøy har et kontinuerlig fokus på utvikling av nye produkter, og har blant annet de senere år etablert seg som Norges største sushi-produsent. I dag produserer Lerøy både laks, ørret, hvitfisk, skalldyr og pelagisk fisk, i motsetning til mange av konkurrentene som kun produserer laks og ørret. Selskapene i oppdrettsnæringen er avhengig av å utvide markedene for å kunne vokse, da det som nevnt er

begrenset med konsesjoner som utdeles. Lerøys store satsing på produktutvikling er derfor en viktig og verdifull ressurs, som få andre aktører besitter.

I tillegg kan Lerøy utvikle sitt eget fiskefôr, slik som Marine Harvest. I 2016 utgjorde kostnadene til fiskefôr hele 44 prosent av de totale produksjonskostnadene til Lerøy, og dette er den viktigste innsatsfaktoren i produksjonen. Eget fiskefôr kan gjøre at produksjonskostnadene i fremtiden vil synke, men det må også påpekes at det ikke er åpenbart at en vertikal integrasjon alltid er mer lønnsomt.

### **Ansvar**

Som vi har sett i utredningen, har Lerøy og oppdrettsbransjen blant annet et ansvar knyttet til miljø og bærekraft. Som nevnt under innovasjon, står oppdrettsbransjen ovenfor flere utfordringer knyttet til miljømessig- og bærekraftig drift.

I tillegg har selskapene et etisk ansvar. Lerøy har for eksempel måtte betale en bot på 1,4 millioner kroner, etter at 25 000 laks døde under avlusning i et oppdrettsanlegg i 2016. Fiskene skal ha det bra i oppdrettsanleggene, og selskapene har ansvar for å passe på at lover og regler angående dette blir overholdt. For eksempel er det et krav om at 97,5 prosent av volumet i en merde skal bestå av vann, altså kun 2,5% fisk. En av grunnene til dette er at fisken skal kunne bevege seg i et større område og oppføre seg så naturlig som mulig.

Lerøy har også et ansvar for å levere gode produkter. I senere tid har oppdrettsbransjen vært utsatt for kritikk om at laksen inneholder giftstoffer som kan være helseskadelig og kreftfremkallende. Til tross for dette mener Mattilsynet at helsefordelene veier opp for dagens nivå av miljøgifter i oppdrettslaksen. Her har selskapene et ansvar ovenfor forbrukerne for å passe på at det leveres den kvalitetsmaten som de selv reklamerer for.

## A.2 Refleksjonsnotat 2

Av Marte Akselsen

### **Sammendrag**

Tema for denne masterutredningens har vært å gjennomføre en strategisk regnskapsanalyse og verdsettelse av Lerøy Seafood Group ASA (heretter kalt Lerøy). Basert på temaet, ble utredningens formål å utarbeide et verdiesimat på egenkapitalen til Lerøy per 29.12.2017 med et tilhørende prisestimat per aksje. Verdiesimatet skulle videre sammenlignes med selskapets aksjekurs på Oslo Børs på verdsettelsestidspunktet, for å vurdere om selskapet var over- eller undervurdert. Ut fra sammenligningen kom vi frem til en handlestrategi om kjøp, hold, eller salg av Lerøy-aksjen.

Utredningen ble innledet med en presentasjon av oppdrettsbransjen og Lerøy. Dette ble gjort for å bli bedre kjent med både næringen og selskapet, noe som var en grunnleggende forutsetning for den videre verdsettelsen. Så fulgte en beskrivelse av ulike verdsettelsesteknikker, før det ble foretatt et valg av fundamental verdsettelse som metode for å verdsette Lerøy.

Deretter ble det gjennomført en strategisk analyse. Analysen ble følgelig inndelt i en ekstern del og en intern del, for å undersøke selskapets eksterne muligheter og trusler, samt interne styrker og svakheter. De viktigste funnene fra analysene viste at konsesjonssystemet og myndighetenes reguleringer representerte en trussel for bransjens utviklings- og vekstmuligheter. Mange av selskapets interne ressurser medførte i tillegg et midlertidig konkurransefortrinn for Lerøy sett i forhold til konkurrentene. Så fulgte en regnskapsanalyse hvor selskapets historiske regnskap ble omgruppert for å få en mer investororientert analyse. Det ble videre gjennomført en analyse av ulike nøkkeltall for å undersøke selskapets risiko og lønnsomhet. Funnene herfra indikerte at både Lerøy og bransjen hadde god soliditet, likviditet og lønnsomhet.

Videre ble det beregnet et avkastningskrav. Gjennom en regresjonsanalyse fant vi en egenkapitalbeta for selskapet på 0,7307. Videre ble egenkapitalavkastningskravet, gjeldskravet og totalavkastningskravet estimert til henholdsvis 5,95, 3,15 5,85 prosent. I tillegg ble det utarbeidet et varierende egenkapitalavkastningskrav. Kravene skulle deretter

benyttes i selve verdsettelsen for å neddiskontere den fremtidige verdiskapningen til selskapet. Basert på innsikten fra presentasjonen av bransjen og Lerøy, i tillegg til de ulike kvalitative og kvantitative analysene, ble det utarbeidet et fremtidsregnskap. Dette la følgelig grunnlaget for selve verdsettelsen av Lerøy, hvor vi fant en estimert egenkapitalverdi med tilhørende aksjepris på kr 61,8. Det ble også gjennomført en sensitivitetsanalyse for å undersøke følsomheten til det endelige verdiestimatet.

Som et supplement til den fundamentale verdsettelsen ble det gjennomført en komparativ verdsettelse for å teste estimatet fra den fundamentale verdsettelsen. Med utgangspunkt i et gjennomsnittet av fire ulike multipler, ble den supplerende aksjeverdien til Lerøy estimert til 58,0 kr.

Basert på funnene fra den fundamentale verdsettelsen, kunne en handelsstrategi utarbeides. Med det endelige verdiestimatet for Lerøy-aksjen på kr 61,8 per 29.12.2017 og selskapets børskurs på samme tidspunkt på kr 43,98, konkluderte vi med at Lerøys aksjer var undervurdert. Dette resulterte følgelig i at den endelige konklusjonen for masterutredningen ble en kjøpsanbefaling.

### **Internasjonalisering**

Lerøy er et internasjonalt sjømatkonsern som er notert på Oslo Børs. Dette innebærer at selskapets aksjer er fritt omsettelige, og kan handles av norske, så vel som utenlandske investorer. I tillegg rapporterer selskapet etter IFRS som er internasjonale regnskapsstandarder. Sjømatnæringen Norge er videre verdens nest største eksportør av sjømat, hvor hele 95 prosent av fisken som fanges og produseres blir eksportert. I 2016 eksporterte også Lerøy hele 84 prosent av all fisken selskapet produserte. Det kan derfor sies at den norske oppdrettsbransjen er en svært eksportrettet næring. Av den grunn har hendelser internasjonalt i tillegg til nasjonalt, stor påvirkningskraft på Lerøy og bransjen.

Handelspolitiske konflikter og restriksjoner fra andre land er krefter som kan hindre den norske oppdrettsnæringens konkurransevne, og medføre store økonomiske konsekvenser for bransjen. I det siste har handelsrestriksjonene med Kina og Russland, Trump og Brexit vært av stor interesse, da dette påvirker viktige markeder for Lerøy og resten av næringen. Eksporten til Kina har de siste årene blitt kraftig redusert, spesielt etter at den kinesiske regimekritikeren, Liu Xiaobo, vant Nobels fredspris i 2010. Når det gjelder Russland ble det i

2014 innført importnekt for ulike matvarer fra Norge. Dette var et svar på opptrappingen av europeiske sanksjoner etter tilspisningen av forholdet mellom Russland og Ukraina. Russland utgjorde et stort og viktig marked for Norge, og stod for mellom 8-10 prosent av volumet av laks før Norge ble utestengt. Etter at Russland innførte handelsrestriksjoner medførte dette at nesten hele det russiske markedet forsvant. En løsning for selskapene når de blir utestengt fra viktige markeder, kan være å hele tiden være på utkikk etter nye markeder å eksportere til. Det kan også være en mulighet å prøve å øke eksporten til allerede eksisterende og åpne eksportmarkeder.

Etter at Trump ble valgt til president i USA i 2016, var det knyttet usikkerhet til om presidentskiftet ville påvirke handelsforholdet mellom USA og Norge. Så langt har imidlertid ikke skiftet hatt noen effekt for norsk sjømat, og USA var faktisk det enkeltmarkedet som vokste mest i 2017. Det har også vært knyttet usikkerhet til om Brexit i Storbritannia vil påvirke eksporten. I 2017 ble det eksportert mindre til Storbritannia, mye på grunn av svekket valuta og reduksjon i kjøpekraft. I og med at Storbritannia er et viktig marked for norsk oppdrett, kan det være en løsning å inngå en god handelsavtale med Storbritannia.

Videre kan en økning i tilbud fra utenlandske aktører være en faktor som kan representere en trussel for den norske oppdrettsbransjen og redusere deres lønnsomhet. Internasjonale trender er også en faktor som påvirker oppdrettsnæringen, spesielt gjelder dette demografiske og sosiale trender. I den vestlige delen av verden har det for eksempel vært et voksende fokus på et sunt og variert kosthold. I tillegg viser matvaren sushi, som i de siste årene har blitt et luksuriøst og ettertraktet produkt verden over, hvordan sosiale trender kan påvirke næringen positivt. I senere tid har imidlertid oppdrettsbransjen vært utsatt for kritikk om at spesielt laksen inneholder giftstoffer som kan være helseskadelig og kreftfremkallende. Slike utsagn i media, kan på en annen side påvirke næringen på en negativ måte. Hvordan selskapene kan beskytte seg mot de ulike demografiske og sosiale trendene, er å være oppdatert på det som skjer. Det gjelder spesielt å følge med på medieoppslag både nasjonalt og internasjonalt, slik at selskapene muligens kan forutse kommende trender og være forberedt.

### **Innovasjon**

Dagens konsesjonssystem og myndighetenes strenge reguleringer gir bransjen begrensede vekst- og utviklingsmuligheter. Dette fører til at selskapene som driver med oppdrett må tenke nytt og komme med innovative løsninger, da det er avgjørende for at oppdrettsbransjen skal

kunne forbedre seg og ikke dø ut. Forskning og innovasjon er dermed svært viktig for oppdrettsnæringen.

Lerøy har et stort fokus på forskning og utvikling, og har en løpende gjennomføring av ulike FoU-prosjekter. I 2014 fikk selskapet blant annet en grønn konsesjon i gruppe C, som innebærer at Lerøy må ta i bruk teknologiske eller driftsmessige løsninger som reduserer miljøutfordringene. Lerøy fokuserer også på å utvikle bærekraftige løsninger gjennom hele verdikjeden, slik at de leverer bærekraftig kvalitetsmat. Videre er landbaserte oppdrettsanlegg et relativt nytt fenomen og en innovasjon innenfor oppdrettsbransjen. Byggingen av Norges første landbaserte oppdrettsanlegg startet høsten 2017 og innebærer at matfisk avles i store vanntanker på land, i stedet for i merder eller lukkede anlegg til havs. Slike anlegg vil eliminere flere problemer som bransjen står overfor i dag, som blant annet miljøfarlige utslipp, at fisken rømmer og at lus sprer seg fra oppdrettsfisk til villfisk. I og med at dette er en ny innovasjon, er det knyttet usikkerhet til slike anlegg. Dersom det imidlertid viser seg å være en lønnsom innovasjon, vil det være et godt alternativ for fremtidens oppdrettsbransje.

Produksjon av eget fiskefôr kan også ses på som en innovasjon for oppdrettsbransjen. Fiskefôr er den desidert største kostnadsposten for oppdrettsselskapene og i 2016 gikk ca. 44 prosent av selskapenes produksjonskostnader til fiskefôr. Verdens største oppdrettsselskap, Marine Harvest, ser ut til å være nesten selvforsynt på dette området allerede. Lerøy har ikke fulgt i Marine Harvest sine fotspor enda, men det kan være lurt dersom det viser seg at egen produksjon reduserer kostnadene. På en annen side kan være like lønnsomt å outsource denne produksjonen, da det kan gi selskapene mer trygghet. Videre er det også behov for å utvikle nye typer fiskefôr, da det eksisterende fôret inneholder den knappe ressursen fiskeolje. Dette kan også resultere i at det må utvikles nye produksjonsmetoder for fiskefôr.

### **Ansvar**

Oppdrettsbransjens selskaper er underlagt strenge krav og har ansvar for å følge lover og forskrifter som myndighetene i Norge har vedtatt. Et viktig ansvarsområde for næringen er miljømessig og bærekraftig drift som hovedsakelig blir regulert av Akvakulturloven. I 2009 ble det vedtatt en strategi av regjeringen hvor fokuset var på en miljømessig bærekraftig havbruksnæring. Strategien fokuserte på ulike områder hvor oppdrett hadde påvirkning på miljøet. Dette var områder som for eksempel rømming, forurensning og utslipp, sykdom og arealbruk.

Når det gjelder rømming og lakselus, er disse to problemene i dag ansett som de største miljøutfordringene. Rømming er en utfordring fordi rømt oppdrettslaks påvirker villaksen negativt. Hver rømming utgjør også et økonomisk tap for selskapene, i tillegg til at næringens omdømme og rammebetingelser blir påvirket. Næringen har et ansvar for å prøve å forhindre at fisken rømmer. Forebygging av rømming er dermed svært viktig og har høy prioritet hos oppdrettsselskapene. Forebygging kan for eksempel skje gjennom ulike reguleringer og forskrifter fra myndighetene, som stiller krav til sertifisering av utstyr og tredjepartsvurderinger av fortøyninger og anlegg. Videre kan selskapene selv iverksette ulike tiltak for å forebygge rømming, som for eksempel innovasjon og forbedring av utstyr og rutiner, lære av nesten-uhell, rapportering og erfaringsdeling.

Videre er lakselus en naturlig parasitt som påfører fisken skader ved å spise fiskens slim, skinn og blod. Lakselus er sett på som en stor biologisk hindring for den videre utviklingen til næringen. Det er derfor innført en luseforskrift, som fastsetter et maksimalt tillatt lusenivå i oppdrettsanleggene. Dette betyr at næringen har et ansvar for å holde seg innenfor rammene som luseforskriften fastsetter.

Når det gjelder arealbruk, er oppdrettsanleggene store, og de er hovedsakelig lokalisert langs kysten. I tillegg er det fastsatt regler for avstanden mellom anleggene. Mellom anleggene skal det for eksempel være god avstand for å forhindre spredningen av smittbare sykdommer og parasitter. Det er videre et krav om at 97,5 prosent av volumet i en merde skal være vann (kun 2,5 prosent fisk), slik at laksen får de beste vekstforholdene. Dette kan kanskje representere en etisk utfordring for oppdrettsnæringen, dersom selskapene ønsker å produsere mer ved å ha mer enn 2,5 prosent fisk i merdene. Fisken skal på den annen side ha det godt med gode vekstforhold, samtidig som at volumravet må opprettholdes.

Avslutningsvis kan andre etiske utfordringer for eksempel være om det er riktig at fisken skal lide når den blir slaktet, eller om man bare skal la fisken dø, dersom den er hardt skadet. Et eksempel på dette kan være da Lerøy måtte betale en bot på 1,4 millioner kroner, da selskapet i 2016 lot 25 000 laks dø i et oppdrettsanlegg etter at de ble hardt skadet under avlusning. For noen kan det bli feil å bare la laksen dø, mens andre ikke liker at laksen skal lide.