



Høgskolen i Sørøst-Norge  
Avd. Hønefoss  
Høst 2015 – Vår 2016

# **Verdsettelse av Lerøy Seafood Group ASA**

## **-En fundamental analyse**

Masteroppgave i bedriftsøkonomisk analyse  
(45 sp) – AVH500

av:

Roy André Søndberg

”Denne oppgaven er gjennomført som et ledd i utdannelsen ved Høgskolen i Sørøst-Norge, avdeling Hønefoss. Høgskolen (og bedrifter inkludert i studien) er ikke ansvarlig for avhandlingens metoder, teorier eller konklusjoner”

## Forord

Denne masteravhandlingen setter punktum for mitt masterstudie i bedriftsøkonomisk analyse ved høghskolen i Sørøst-Norge, avdeling Hønefoss. Avhandlingen utgjør 45 studiepoeng, fordelt på en skriftlig- og muntlig presentasjon.

For å komme frem til et tema for min masteravhandling, satt jeg en rekke krav i utvelgelsesprosessen. Jeg ville at temaet skulle være dagsaktuelt, jeg hadde et ønske om å inkludere flere kurs fra masterprofilen i arbeidet, og jeg hadde lyst på en praktisk oppgave jeg kunne lære av. Etter litt "frem og tilbake" landet jeg på strategisk analyse og verdsettelse. Jeg føler en slik oppgave tilfredsstillende overnevnte krav, samtidig som jeg ser oppgaven som nyttig og relevant i forhold til arbeidslivet

Verdsettelse er helt klart en mye brukt problemstilling, allikevel føler jeg ikke at dette er blitt mindre aktuelt. Dette kommer blant annet av at verddivurderinger av selskaper må skje kontinuerlig, og selskapets situasjon vil forandre seg med tiden. I tillegg anser jeg læringsutbytte ved en slik oppgave som høyt, noe jeg anser som svært viktig ved valg av oppgave. Norge har en stor maritim næring, og oppdrettslaks har blitt en av våre desidert viktigste eksportvarer. Jeg har i utgangspunktet ingen stor kunnskap om oppdrettsnæringen, og dette er en av grunnene til at jeg landet på denne bransjen.

Jeg vil benytte anledningen til å takke lærere og studiekamerater i Hønefoss for en lærerik og morsom tid. En takk rettes også til familie og venner som har vært til stor hjelp i stressende tider.

Oslo 16.05.2016

-----  
Roy André Søndberg

## **Sammendrag**

Fundamental analyse kan benyttes som et verktøy for å identifisere et selskaps fundamentale drivere. Disse driverne kan igjen være med på å avdekke hvorvidt et selskap er over- eller undervurdert i markedet.

I denne masteravhandlingen gjennomføres det en fundamental analyse av Lerøy Seafood Group, med det som mål å verdsette selskapet på bakgrunn av fremtidig kontantstrøm til totalkapitalen. Analysen er bygd opp av en strategisk analyse og en regnskapsanalyse, som sammen danner grunnlaget for fremtidsregnskapet og verdsettelsen.

Avhandlingens første del gir en forklaring på dens metodiske tilnærming, aktuell teori innen verdsettelse, og en introduksjon av bransjen og selskapet. Videre foretas det en strategisk analyse hvor makroforhold, bransjetypiskeforhold og interne ressurser blir kartlagt. Videre følger en regnskapsanalyse som inkluderer en omgruppering av regnskapet, nøkkeltallsanalyse, og etablering av avkastningskrav.

Avhandlingens siste del tar for seg fremtidsregnskapet og verdsettelsen. Verdsettelsen gjøres ved bruk av totalkapitalmetoden, og gir et verdiestimat per april 2016 på 16,388 milliarder kroner.

# Innholdsfortegnelse

<b>1.0</b>	<b>INTRODUKSJON</b>	<b>7</b>
<b>1.1</b>	<b>VALG AV CASE</b>	<b>7</b>
<b>1.2</b>	<b>PROBLEMSTILLING</b>	<b>8</b>
<b>1.3</b>	<b>VERDIRELEVANS OG MARKEDSEFFISIENSHYPOTEESEN</b>	<b>9</b>
<b>1.4</b>	<b>OPPGAVENS AVGRENSNING</b>	<b>10</b>
<b>2.0</b>	<b>METODE</b>	<b>11</b>
<b>2.1</b>	<b>VALG AV FORSKNINGSDESIGN</b>	<b>11</b>
<b>2.2</b>	<b>POPULASJON OG SELEKSJON AV CASE</b>	<b>13</b>
<b>2.3</b>	<b>DATAINNSAMLING OG ANALYSE</b>	<b>13</b>
<b>2.4</b>	<b>VALIDITET OG RELIABILITET</b>	<b>15</b>
<b>3.0</b>	<b>VERDSETTELSESTEORIER</b>	<b>16</b>
<b>3.1</b>	<b>KOMPARATIV VERDSETTELSE</b>	<b>16</b>
<b>3.2</b>	<b>OPSJONSPRISBASERT VERDSETTELSE</b>	<b>17</b>
<b>3.3</b>	<b>FUNDAMENTAL VERDSETTELSE</b>	<b>18</b>
3.3.1	KONTANTSTRØMBASERTE MODELLER	18
3.3.2	DIVIDENDEMODELLEN	19
3.3.3	RESIDUAL INCOME – METODEN	20
<b>4.0</b>	<b>BRANSJEN OG SELSKAPET</b>	<b>22</b>
<b>4.1</b>	<b>BRANSJEN</b>	<b>22</b>
4.1.1	HISTORIE	22
4.1.2	PRODUKT	23
4.1.3	MARKEDSOVERSIKT	24
4.1.4	VOLATILITET I LAKSEMARKEDET	26
<b>4.2</b>	<b>LERØY</b>	<b>27</b>
4.2.1	STRATEGI OG MÅLSETNING	28
<b>5.0</b>	<b>STRATEGISK ANALYSE</b>	<b>29</b>
<b>5.1</b>	<b>ANALYSE AV MAKROØKONOMISKE FORHOLD</b>	<b>30</b>
5.1.1	ØKONOMISKE FORHOLD	31
5.1.2	LEGALE FORHOLD	32
5.1.3	POLITISKE FORHOLD	33

5.1.4	TEKNOLOGISKE FORHOLD	34
5.1.5	SOSIOKULTURELLE FORHOLD	35
5.1.6	MILJØMESSIGE FORHOLD	35
5.1.7	OPPSUMMERING AV MAKROANALYSEN	36
<b>5.2</b>	<b>ANALYSE AV BRANSJEN</b>	<b>37</b>
5.2.1	LEVERANDØRENE FORHANDLINGSMAKT	38
5.2.2	FARE FOR NYETABLERINGER	39
5.2.3	KUNDENES FORHANDLINGSMAKT	40
5.2.4	TRUSSEL FRA SUBSTITUTTER	40
5.2.5	RIVALISERING PÅ KONKURRANSEARENAEN	41
<b>5.3</b>	<b>INTERN ANALYSE</b>	<b>42</b>
5.3.1	MATERIELLE RESSURSER	43
5.3.2	IMMATERIELLE RESSURSER	44
5.3.4	OPPSUMMERING	45
<b>5.4</b>	<b>SWOT-ANALYSEN</b>	<b>45</b>
<b>6.0</b>	<b>REGNSKAPSANALYSE</b>	<b>48</b>
<b>6.1</b>	<b>PRESENTASJON AV ÅRSREGNSKAPET</b>	<b>48</b>
<b>6.2</b>	<b>OMGRUPPERING AV REGNSKAPET</b>	<b>51</b>
6.2.1	SKATT	51
6.2.2	BRUDD PÅ KONGRUENSPRINSIPPET	52
6.2.3	UNORMALE POSTER	53
6.2.4	SKILLE MELLOM DRIFT OG FINANSIERING	55
6.2.5	DET OMGRUPPERTE RESULTATREGNSKAPET	56
6.2.6	DEN OMGRUPPERTE BALANSEN	57
<b>6.3</b>	<b>NØKKELTALLANALYSE</b>	<b>58</b>
6.3.1	KAPITALSTRUKTURANALYSE	58
6.3.2	LIKVIDITETSANALYSE	61
6.3.3	LØNNSOMHETSANALYSE	63
<b>6.4</b>	<b>SYNTETISK RATING</b>	<b>67</b>
<b>7.0</b>	<b>AVKASTNINGSKRAV</b>	<b>69</b>
<b>7.1</b>	<b>EGENKAPITALKRAV</b>	<b>69</b>
7.1.1	RISIKOFRI RENTE	70
7.1.2	MARKEDETS RISIKOPREMIE	70
7.1.3	BETA	71

7.1.4	LIKVIDITETSPREMIE	73
7.1.5	AVKASTNINGSKRAVET TIL EGENKAPITALEN	73
<b>7.2</b>	<b>TOTALKAPITALENS AVKASTNINGSKRAV</b>	<b>73</b>
<b>8.0</b>	<b>FREMTIDSREGNSKAPET</b>	<b>75</b>
<b>8.1</b>	<b>RAMMEVERK</b>	<b>75</b>
<b>8.2</b>	<b>SELISKAPETS BUDSJETTDRIVERE</b>	<b>77</b>
8.2.1	INVESTERINGSBEHOV	77
8.2.2	OMSETNINGSVEKST	78
8.2.3	FREMTIDIG LØNNSOMHET	81
<b>8.3</b>	<b>PRESENTASJON AV FREMTIDIG REGNSKAP OG KONTANTSTRØM</b>	<b>82</b>
<b>9.0</b>	<b>VERDSETTELSEN</b>	<b>84</b>
<b>9.1</b>	<b>VERDSETTELSE MED TOTALKAPITALMETODEN</b>	<b>84</b>
<b>9.2</b>	<b>VERDSETTELSE VED BRUK AV MULTIPLIKATORER</b>	<b>85</b>
<b>9.3</b>	<b>SENSITIVITETSANALYSE</b>	<b>87</b>
<b>10.</b>	<b>OPPSUMMERING OG KONKLUSJON</b>	<b>88</b>
<b>BIBLIOGRAFI</b>		<b>89</b>
<b>VEDLEGG</b>		<b>96</b>

## 1.0 Introduksjon

Verdsettelse av et selskap er et viktig område innenfor det økonomiske fagfeltet. Riktignok er det en mye brukt problemstilling i tidligere masteravhandlinger, men jeg føler ikke at emnet er mindre relevant av den grunn. Dette skyldes at en verdivurdering av et selskap bør skje kontinuerlig og regelmessig. Dette er viktig for at ledelsen skal kunne ha en korrekt forståelse av hvordan deres selskap gjør det i forhold til konkurrenter, samt hvilken utvikling selskapet har. En verdivurdering er også viktig i oppkjøp og fusjoner, samt fisjoner, emisjoner og ved beregning av eiendomsskatt (Boye og Meyer, 2008). I et effisient marked, altså at offentlig informasjon er korrekt reflektert i markedet, er gode verdivurderinger helt sentralt, om ikke avgjørende.

### 1.1 Valg av case

Norge har en stor maritim næring, hvor havbruk er spesielt viktig. Den norske oppdrettsnæringen har siden 1970-tallet gjennomgått en formidabel utvikling, hvor produksjon og verdiskapning er blitt mangedoblet i prosessen. Havbruksnæringen ga eksportinntekter på 42 milliarder kroner i 2013, av dette utgjorde matfiskproduksjon av laks og ørret 14,7 milliarder kroner (Andreassen og Robertsen, 2014). Sett i lys av utfordrende økonomiske utsikter, med lave oljepriser og en økende arbeidsledighet, anser jeg oppdrettsnæringen som et aktuelt og spennende case.

Formålet med min masteravhandling er å verdsette Lerøy Seafood Group. Dette skal oppnås ved å analysere selskapets strategiske og finansielle situasjon på en grundig og objektiv måte. Den beste måten å løse dette på vil være ved bruk av en fundamental analyse.

En fundamental analyse bygger på strategisk regnskapsanalyse og utarbeidelse av et fremtidig regnskap. Hensikten med en slik metode er å få innsikt i selskapets nåværende situasjon, samt estimere fremtidige kontantstrømmer. Altså vil man se på selskapets historiske utvikling, og nåværende situasjon for å predikere hvordan dette selskapet vil se ut i fremtiden. Dette gjøres ved å identifisere viktige drivere gjennom analyse av regnskapstall, og interne- og eksterne forhold. På denne måten vil man kunne avdekke en periodisk feilprising i markedet (Abarbanell og Bushee, 1998).

En fundamental analyse er en omfattende prosess som krever relativt mye data og kan være tidkrevende. Derfor benytter mange analytikere i dag en teknisk analyse. Denne metoden benytter historiske kursbevegelser i et forsøk på å spå den fremtidige utviklingen til en aksje. En slik metode passer best ved kortsiktige investeringer, og vil ikke gi et fullstendig og komplett bilde av et selskaps situasjon. Etersom tid og ressurser ikke er en utfordring i mitt tilfelle vil jeg benytte meg av fundamental analyse i denne avhandlingen. Riktignok vil analysen være såpass omfattende at jeg vil forholde meg til et case.

Fordelen med å jobbe mot et spesifikt case er at man får større dybdeinnsikt, og dette øker sannsynligheten for at konklusjonen er tuftet på korrekte observerte forhold. Videre vil det være enklere å systematisere eksisterende teori og benytte seg av denne (Yin, 2013). Boye og Meyer (2008) anbefaler at man bruker data som strekker seg mellom 7 og 15 år tilbake i tid ved utarbeidelse av en fundamental analyse. Med dette i bakhodet anser jeg det som logisk å forholde meg til et case, og på denne måten få god innsikt i Lerøy Seafood Group ASA sin situasjon.

## **1.2 Problemstilling**

Jeg har valgt Lerøy Seafood Group som min casebedrift. Formålet med oppgaven er som sagt å verdsette nevnte selskap på en grundig og objektiv måte. Problemstillingen er da som følger:

***”Hva er verdien av Lerøy Seafood Group?”***

I tillegg til problemstillingen vil Lerøy sin finansielle prestasjon analyseres i lys av andre aktører i bransjen. På den måten vil jeg kunne avdekke om Lerøy presterer bedre, eller dårligere enn sine konkurrenter.

Videre i oppgaven vil jeg benytte navnet Lerøy på casebedriften. Dette er et navn de fleste kjenner til, og det er også dette som benyttes i dagligtalen. Problemstillingen vil besvares gjennom en fundamental analyse. Denne vil bestå av en strategisk analyse, analyse av regnskapet, samt utarbeidelse av et fremtidig regnskap. Teorien vil drøftes i lys av problemstillingen, og danne grunnlaget for besvarelsen av nevnte problemstilling.



### 1.3 Verdirelevans og markedseffisienshypotesen

Verdirelevans er et forskningsområde som ser på regnskapets tilknytning til selskapsverdien. Denne forskningen har ulike formål og aspekter, men et vanlig perspektiv er i hvilken grad selskapets rapporterte regnskap reflekterer informasjonen som investorene anvender i sin verdivurdering av et selskap. Altså vil en regnskapsstørrelse være verdirelevant om den har en observerbar og fremtidsrettet sammenheng med selskapet markedsverdi (Barth et al. 2001). En kan dermed, ved å observere ulike aksjepriser, få innsikt i sentrale verdidrivere. Som vi skjønner er regnskapsanalyse en sentral del av verdivurderingsprosessen, fordi man gjennom denne kan predikere fremtidige kontantstrømmer ved hjelp av statistiske sammenhenger.

Markedseffisienshypotesen er blant de mer behandlede emnene innen økonomisk forskning. Teorien går ut på at de observerte markedsprisene fullt ut reflekterer all tilgjengelig informasjon (Fama, 1970). I et rasjonelt og effisient marked vil det dermed ikke være mulig å oppnå en meravkastning ved å ”slå markedet”. Selv om det kan eksistere en usikkerhet rundt en aksjes underliggende verdi, vil antall aktører på markedet gjøre at prisen flukterer rundt den fundamentale verdien, og det oppstår en ”random walk” (Fama, 1965). Det finnes også ulike modifikasjoner når vi snakker om markedseffisiens. Grossman og Stiglitz (1980) hevder at markedseffisiens eksisterer når prisene reflekterer mesteparten av informasjonen.

Argumentet for å gjennomføre en fundamental analyse i et allerede effisient marked, vil være at den tilgjengelige informasjonen muligens ikke brukes på en optimal måte (Beisland, 2009). Det kan være at noen verdier vektlegges for mye, eller for lite av aktørene som opererer i markedet. Abarbanell og Bushee (1998), peker på at markedets prising i perioder vil avvike fra den fundamentale verdien. Denne oppfatningen deles med Francis og Schippers (1999), forståelse av verdirelevans. Her kommer det frem at regnskapet påvirker aksjeprisene ved å reflektere den fundamentale verdien som prisene driver mot over tid. Altså vil det være mulig å beregne hvilke selskaper som er midlertidig over- eller undervurdert, fordi kursen vil nærme seg selskapets fundamentale verdi.

## 1.4 Oppgavens avgrensning

Oppgaven vil bli utarbeidet etter Lerøys årsregnskap for perioden 2009 til 2015. Ideelt sett ville jeg inkludert første kvartalsrapport for 2016 og traillet dette årsregnskapet. Grunnet oppgavens innleveringsfrist anser jeg det ikke som realistisk tidsmessig å få til dette. Jeg har derfor valgt å ekskludere denne muligheten i avhandlingen.

Den strategiske analysen skal gi et overblikk over markeds- og konkurransesituasjonen i oppdrettsnæringen. Denne analysen vil bli gjort på bakgrunn av offentlig tilgjengelig informasjon, og i enkelte tilfeller vil jeg gjøre egne betraktninger og slutninger, som muligens ikke samsvarer med selskapets egne betraktninger og intuisjoner. Jeg anser uansett den strategiske analysen som tilstrekkelig for å belyse faktorer som er sentralt for budsjettering og verdsettelse.

Oppgaven vil ha et tydelig bransjeutvalg, som muligens er noe mer bastant enn i det virkelige liv. Dette gjøres for å sikre et godt sammenligningsgrunnlag, og unngå målefeil. Jeg føler dog ikke at grensene er urimelige eller spesielt konstruerte, men heller tuftet på logiske slutninger. Oppgavens perspektiv vil være fra en uavhengig investors, dermed vil selvstendige valg og avgrensninger ikke bryte med oppgavens intensjon.

## 2.0 Metode

I forberedelsesfasen ble oppgavens bakenforliggende idé utviklet til en problemstilling. Dette ble gjort i lys av allerede eksisterende litteratur, samt det teoretiske rammeverket innen verdsettelse. Valg av forskingsdesign skal være tuftet på avhandlingens overordnede formål, som igjen belyses gjennom problemstillingen. Oppgavens formål vil i dette tilfellet være å beskrive historiske og eksisterende forhold, samt forutsi hvordan sentrale verdidrivere vil utvikle seg i fremtiden, og videre påvirke Lerøys strategiske og finansielle utvikling.

### 2.1 Valg av forskningsdesign

Innen samfunnsvitenskapelig metode skiller vi mellom to metodiske tilnæringer; kvantitativ og kvalitativ metode. Den kvantitative metode benytter numeriske verdier som inputvariabler. Ved å benytte disse variablene sammen med matematiske modeller kan man predikere statistisk generaliserbarhet (Johannessen et al., 2011). Fordelen med en kvantitativ tilnærming er at man kan oppnå klare årsaks- og virkningssammenhenger. Videre vil det være mulig å fastslå hvilke deler, samt hvor stor andel av datagrunnlaget som påvirker, og forklarer den bestemte variabel. Johannesen et al. (2011) forklarer at den kvantitative metode kjennetegnes ved at den bygger på et ganske stort datagrunnlag. Dette resulterer i reliable funn, sett at datagrunnlaget benyttes på en korrekt måte.

I motsetning til den kvantitative metodes numeriske tilnærming, er den kvalitative metode basert på forståelse, tolking og beskrivelse av datamaterialet som benyttes (Johannessen et al., 2011). Den kvalitative metode benyttes ofte i situasjoner hvor man prøver å avdekke komplekse sammenhenger som ikke nødvendigvis lar seg forklare ved hjelp av numeriske data. Altså vil en slik studie i større grad være fokusert rundt ulike fenomener eller prosesser, hvor kontekst kan sies å stå sentralt. Datamaterialet som benyttes i kvalitative studier er ofte typisk visuell informasjon eller abstrakte fenomen som følelser og tanker. Dette fører til at kvalitative studier sjeldent er generaliserbare, men dette kan heller ikke sies å være studiens intensjon.

Denne oppgaven vil kombinere en bruk av kvantitativ- og kvalitativ metode. En slik kombinasjon, også kalt metodetriangulering, vil bidra til å skape et mer helhetlig bilde av

caset som studeres (Johannessen et al., 2011). Den kvantitative metoden er aktuell i forhold til regnskapsanalysen, mens den kvalitative metoden er aktuell under den strategiske analysen.

For å gjennomføre en metodebasert studie er man avhengig av å etablere et klart forskningsdesign. Forskningsdesignet kan ses på som nøkkelen til å behandle datainnsamlingen og dataanalysen i den rette kontekst sett i lys av forskningsspørsmålet. Yin (2013) mener at utgangspunktet for valg av design bør være forskningsspørsmålet og hva som antas teoretisk. Case er et veletablert forskningsdesign innenfor kvalitativ metode. En case kan i denne forståelsen være et individ, et selskap, en begivenhet eller et samfunn. Min avhandling tar utgangspunkt i verdsettelse. Jeg ønsker å avdekke Lerøys reelle verdi ved å se på fundamentale drivere, og se om denne verdien samsvarer med den observerbare aksjekursen. Case inngår i den kvalitative metode, og som nevnt tidligere forbindes dette med typisk ikke-numerisk data. Allikevel er det ifølge Yin (2013) ikke noe som hindrer en i å bruke kvantitativ data i casestudier. Basert på min problemstilling, og oppgavens formål, anser jeg derfor case som mest relevant i denne avhandlingen.

Selve designet av casestudien avhenger av hva som skal analyseres, og hvorvidt det er snakk om ett eller flere case. Yin (2013) skiller mellom fire ulike former for case; deskriptiv, illustrativ, eksplorerende og forklarende. Videre påpekes det at om ønsket er å forklare årsaks- og virkningssammenhenger, som vanskelig lar seg belyse av andre forskningsdesign, vil forklarende case være den mest fruktbare tilnærming. Dersom man tar utgangspunkt i en case snakker man om et enkelt casedesign, dersom studien inkluderer to eller flere case, har man et komparativt casedesign. Videre skiller man mellom helhetlig (holistic) og innebygd (embedded) case design. Ved et holistic design studeres det en enkelt enhet innenfor et case, embedded design benyttes dersom man studere flere enn en enhet innenfor hvert enkelt case (Yin, 2013).

Avhandlingens forskningsdesign vil være et forklarende enkelt case, med flere analyseenheter. Caset er selskapet som analyseres, og analysen vil bygge på ulike enheter som regnskapsdata, strategisk posisjon og finansielle instrumenter.

## **2.2 Populasjon og seleksjon av case**

For å kunne gjennomføre en casestudie er det viktig å klarlegge hvilken gruppe man ønsker å undersøke. En slik gruppe omtales gjerne som studiens populasjon, altså den mengde enheter som studien skal si noe om (Ringdal, 2007). Videre er det viktig med en klar definerbar populasjon for å sikre en viss overførbarhet i studien (Eisenhardt, 1989).

Som nevnt tidligere vil studiens design være et forklarende enkelt case. Studiens formål er å verdsette Lerøy, og sånn sett vil studiens populasjon være Lerøy. Grunnet en del usikkerhetsmomenter rundt verdsettelse av selskaper ønsker jeg også å foreta en såkalt komparativ analyse mot slutten av denne studien. Dette vil si å sammenligne ulike aktører som har typiske fellestrekk som bransjetilhørighet, finansiell situasjon, marked, osv. Populasjonen vil i denne delen av oppgaven utvikle seg til å være typiske oppdrettsselskaper, og inkludere selskapene Lerøy, Grieg Seafood, Marine Harvest, Norway Royal Salmon og SalMar. Dette vil bare utgjøre en liten del av studien, og bør ses på som et supplement til studiens egentlige formål.

Valget av case er i seg selv ganske selvforklaringene gitt oppgavens problemstilling. Oppgavens formål er verdsettelse, og sånn sett kunne populasjonen bestått av hvilket som helst selskap innenfor rimelighetens grenser. Lerøy er i så måte valgt grunnet interesse for næringen samtidig som det eksisterer forutsetninger for å benytte verdsettelsesteorien, ettersom selskapets regnskapstall kan benyttes som inndata i de teoretiske modellene viss studie benytter.

## **2.3 Datainnsamling og analyse**

I denne case-studien er datainnsamlingen foretatt i forkant, og underveis i analysen. All data er blitt hentet med det som mål at den skal være med å besvare problemstillingen, samt belyse og omslutte oppgavens formål. I studien er det benyttet typiske sekundære data. Dette være seg dokumentdata som årsrapporter, kvartalsrapporter, industrirapporter og ulik statistikk. All slik data er offentlig tilgjengelig, og er blitt tilegnet studien ved hjelp av internett. Jeg anser dette som fordelaktig ettersom det gir rask tilgang på nevnte data.

Utfordringen knyttet til bruk av internett som kilde i studien kan sies å være mengden data som er tilgjengelig. Her har jeg forsøkt å gå strukturert til verks ved å kun benytte data som er relevant hva gjelder studiens formål og problemstilling. Videre er ulike data blitt valgt med den hensikt å sikre studiens reliabilitet og generaliserbarhet. Yin (2013) peker på at generaliserbarheten i en studie avhenger av hvor godt hovedfunnene kan gjelde utover den bestemte studie. Generaliserbarhet i seg selv er ikke noe mål med denne studien, og en viss formålsutvelgelse vil være til stede. Altså vil datagrunnlaget i hovedsak, men ikke utelukkende, dreie seg om oppdrettsnæring. Studien vil dermed ha begrenset generaliserbarhet hva gjelder verdsettelse generelt, og i større grad være overførbar innen verdsettelse av typiske oppdrettsselskaper. Studien skal være av teoretisk interesse for ulike aktører som benytter, eller foretar verdsettelse, uten at den nødvendigvis er "sann" på tvers av ulike industrier og bransjer.

I tillegg til analytisk generaliserbarhet trekker Eisenhardt (1989) frem casestudiens evne til å utvikle nye teorier. Det blir trukket frem at funnene i en casestudie ofte er svært pålitelige ettersom forskeren er nært knyttet til dataene som analyseres, samt at funnene kan operasjonaliseres og testes ved hjelp av hypoteser. Riktignok vektlegges det at slik teoribygging gjøres mest hensiktsmessig i tilfeller for temaer eller problemstillinger med ingen eller få etablerte sannheter (Eisenhardt, 1989). Altså vil en slik teoribygging være uinteressant i denne studien, ettersom tematikken er godt innarbeidet i den økonomiske litteraturen. Mer interessant blir det derfor å se på det teoretiske rammeverket innenfor fagfeltets verdsettelse, og benytte seg av dette i datainnsamlingen og den videre analysen. Ved å først se på det teoretiske rammeverket, og la dette legge føringer på relevant data, vil dataen som faktisk benyttes være i stand til besvare oppgavens problemstilling på en korrekt og informativ måte.

Datagrunnlaget i den strategiske analysen er valgt ut på en objektiv måte for å sikre studiens troverdighet. De sekundære dataene vil i dette tilfellet representere både positive og negative aspekter ved bransjen. Det er ikke blitt "plukket" ulike artikler eller publiseringer med den hensikt å støtte ulike forventinger eller antagelser jeg som forfatter måtte besitte. Lerøy sine egne årsrapporter og intervjuer med ledelsen, foretatt av eksterne aktører, vil være viktige kilder. Riktignok kan slik informasjon være i overkant optimistisk, og vil derfor bli sett i forhold til annen tilgjengelig informasjon. Jeg vil ikke foreta egne intervjuer med ledelsen i

Lerøy i denne studien. Jeg vurderer det dit at lite ny informasjon ville dukket opp ved et slikt dybdeintervju.

## **2.4 Validitet og reliabilitet**

En studies validitet og reliabilitet er et mål på dens kvalitet. Validiteten sier noe om hvorvidt studien er pålitelig, mens reliabiliteten sier om den er troverdig (Ringdal, 2007). I følge Yin (2013) eksisterer det tre former for validitet som må møtes for å opprettholde en studies kvalitet. Dette er teoretisk-, intern- og ekstern validitet. Teoretisk validitet ivaretas ved at de teoretiske forklaringer som er utviklet, stemmer med de data som blir inkludert i studien. Eller sagt på en annen måte, at man er i stand til å forklare hvorfor ulike fenomener opptrer slik de gjør. Den interne validiteten er ivaretatt dersom de observerte forklaringer er gyldige. Altså at man kan begrunne sine påstander om en årsakssammenheng sett i lys av teoretisk etablerte fakta. Den eksterne validiteten oppnås dersom den teoretiske- og interne validiteten er ivaretatt. I tillegg er datagrunnlaget, utvalget og konteksten viktig, ettersom det forteller hvorvidt funnene er gyldig i forhold til andre sammenlignbare studier.

Reliabilitet i studien ivaretas ved at de fenomener som studeres tilegnes lik verdi, uansett hvem som er observatør, eller i hvilken setting de observeres (Yin, 2013). Argumentene for god reliabilitet må gjøres på bakgrunn av de data som er benyttet i studien. Her bør både datainnsamlingsprosessen presenteres, samt at materialet må legges frem i sin helhet. På denne måten vil leseren kunne stole på studiens funn.

Når en foretar en verdsettelse av et selskap må en ta flere forutsetninger som potensielt kan skade studiens validitet og reliabilitet. Med andre ord kan selve verdivurderingsprosessen utgjøre en svakhet ved studien. Dette synliggjøres ved at ulike verdsettelsesmetoder gir ulike verdiesestimater. Den generelle usikkerheten oppsummert i en sensitivitetsanalyse er med på å illustrere dette. Videre er det viktig å poengtere at den strategiske analysen i stor grad vil bygge på selskapets og bransjens egne antagelser. I så måte blir det viktig å inkludere ulike mediekkanaler i denne datainnsamlingsprosessen slik at de strategiske slutningene ikke blir i overkant positive. All informasjon benyttet i den strategiske analysen vil bli vurdert på bakgrunn av troverdighet, objektivitet, nøyaktighet og egnethet. Allikevel kan jeg se utfordringer rundt denne delen av studiens reliabilitet.

### **3.0 Verdenssettelsesteorier**

Til tross for en rekke funn som støtter en fundamental analyses evne til å signalisere underliggende verdi, er det gjort lite for å formalisere en teknikk (Nissim og Penman, 2001). Mye av forskningen innen fagfeltet har gått ut på å avdekke hvilke verdenssettelsesmodeller som gir den mest korrekte selskapsverdien, og her eksisterer det fortsatt en viss uenighet blant forskerne. Det er en rekke faktorer som vil ha påvirkning på et selskaps verdi, og faktorene vil også kunne variere av betydning ut i fra hvilken bransje selskapet opererer i.

Det å gjøre en fundamental analyse av et selskap er en omfattende oppgave, og det å gjennomføre en studie hvor en kan samhandle og strukturere ulike funn, på tvers av selskaper, har vist seg utfordrende. Noe av grunnen til dette, er som nevnt at de fundamentale verdiene vil kunne variere, i liten eller stor grad, på tvers av ulike selskaper. Boye og Meyer (2008) påpeker utfordringen rundt å konkludere med at en modell er overlegen en annen, ettersom det er en rekke kjente og ukjente faktorer som påvirker verdenssettelsesprosessen. Altså vil det være vanskelig å lage et felles rammeverk som skal omfatte en rekke selskaper. Dette fordi rammeverket vil unngå å avdekke den fundamentale verdien til noen av selskapene inkludert i forskningen. Det kan med andre ord oppstå en situasjon hvor enkelte av selskapene blir undervurdert, mens andre blir overvurdert i forhold til hverandre. Kun når alle individuelle forhold er belyst og analysert på en objektiv og korrekt måte, vil en komme frem til et troverdig verdiestimat.

Det finnes mange verdenssettelsesmodeller og metoder knyttet til verdivurdering. Dahl et al. (1997) poengterer at valget av verdenssettelsesmodell avhenger av selskapets situasjon og bransje, men også verdsetterens personlige preferanser, samt tilgjengelige resurser. Koller et al. (2005), presenterer følgende tre modeller innen fundamental verdenssettelse: komparative verdenssettelsesmodeller, fundamentale verdenssettelsesmodeller og opsjonsbaserte verdenssettelsesmodeller.

#### **3.1 Komparativ verdenssettelse**

Komparativ verdenssettelse vil si at en estimerer verdien av et selskap ved å se på verdien av andre tilsvarende selskaper. En slik verdenssettelse kan gjøres ved en direkte- eller en indirekte metode. En foretar en direkte komparativ verdenssettelse ved å sammenligne egenkapitalen til



selskapet en ønsker å analysere med markedsverdien av tilsvarende selskaper. Ved slike analyser er det viktig å benytte en multiplikatormodell slik at en kan justere for ulike forskjeller i forhold som vekst, risiko, etc. (Damodaran, 2012). Hvis dette arbeidet ikke gjøres på en grundig og objektiv måte, vil en kunne oppnå feilaktige konklusjoner og slutninger. To typiske eksempler på multiplikatorer er P/E (price/earning) og P/B (price/book).

Den indirekte komparative verdsettelsen, også kjent som substansverdimodellen, gjøres ved at en estimerer salgsværdien på eiendeler i selskapet, tilsvarende de i et komparativt selskap. Videre trekkes gjelden ut for å finne substansverdien av egenkapitalen. I denne prosessen er det viktig at all gjeld, og alle eiendeler kan identifiseres, og at en kan avdekke markedsverdien til nevnte forhold. Fordelen med en komparativ verdsettelse er at den er enklere, tidsbesparende og mindre ressurskrevende enn fundamental verdsettelse. Ulempen ved bruk av denne formen for verdsettelse er at den lett kan manipuleres, da hele analysen hviler på hvilke selskaper og multiplikatorer som blir valgt. Damodaran (2012) påpeker videre at bruken av metoden kan føre til at selskaper blir overvurdert i en situasjon hvor markedet generelt er overvurdert, og motsatt i tilfeller hvor markedet er undervurdert. Den komparative verdsettelsesteknikk brukes som hovedregel om man ønsker å analysere selskaper i oppstartsfasen, hvor historisk data ikke er tilgjengelig. Koller, et al. (2005) poengterer at metoden også egner seg godt som et supplement til en fundamental analyse.

### **3.2 Opsjonsprisbasert verdsettelse**

Opsjonsprisbaserte modeller skiller seg fra mange andre modeller, i positiv forstand, ved at man ved bruk av denne kan inkorporere fleksibilitet. Dette betyr at om man står ovenfor en situasjon hvor fleksibilitet er særlig gjeldende, kan man benytte seg av realopsjoner for verdivurdering. Innen opsjonsprisbaserte modeller, skiller vi på realopsjoner og finansielle opsjoner. Opsjoner som involverer reelle eiendeler som eiendom, maskiner, etc kan defineres som realopsjoner (Hull, 2012). Videre forstår vi da at finansielle opsjoner er opsjoner innen finansielle aktiva som aksjer, renter, etc. Hovedforskjellen vil da være, at som eier av en finansiellopsjon, i motsetning til en realopsjon, ikke vil være i stand til å kontrollere verdien i det underliggende aktivum (Copeland og Tufano, 2004).

Som nevnt er opsjonsbaserte modeller særlig aktuelt i scenarier hvor vi ser på bedrifter med høy fleksibilitet. Et eksempel på dette kan være ulike teknologiutviklingselskaper. I et gitt

scenario kan et selskap komme i en situasjon hvor de bruker mer resurser på forskningen, enn hva den skaper i verdi. Dette er en direkte konsekvens av at det ikke eksisterer en markedspris for realopsjonen, og dermed blir det vanskelig å se dette i sammenheng med forskningskostnadene. Altså vil det oppstå en usikkerhet rundt verdien til det underliggende aktiva. Dette bryter med premisene til Copeland og Tufano (2004) som hevder at man må kjenne til verdien av det underliggende aktiva, samt hva det underliggende aktiva faktisk er. Skal det være relevant å foreta en opsjonsprisbasert verdivurdering, må ledelsen i tillegg kunne respondere og endre kursen i selskapet (Koller et al. 2005). I tillegg til disse implikasjonene peker flere på modellenes kompleksitet, noe som gjør den nærmest skremmende (Copeland og Tufano, 2004). Videre fører kompleksiteten kombinert med mangelfulle matematiske evner at resultatene er direkte feil, eller i beste fall mangelfulle (Lander og Pinches, 1998).

### **3.3 Fundamental verdsettelse**

De fundamentale verdsettelsesmodellene bygger på en strategisk analyse, en regnskapsanalyse og utarbeidelse av fremtidig regnskap. Hensikten med en slik metode er å få innsikt i selskapets nåværende situasjon, samt estimere fremtidige kontantstrømmer. Altså vil man se på selskapets historiske utvikling, og nåværende situasjon for å predikere hvordan dette selskapet vil se ut i fremtiden. Boye og Meyer (2008) anbefaler at en bruker historiske data som strekker seg mellom 7 og 15 år tilbake i tid. Fundamental verdsettelse krever ofte relativt store mengder data, og kan være tidkrevende. Til gjengjeld vil en sitte igjen med det mest nøyaktige verdiestimatet. I prosessen med å konkretisere fundamental verdsettelse, har jeg valgt å se på følgende tre fundamentale verdsettelsesmodeller:

- Kontantstrømbaserte modeller
- Dividendemodellen
- Residual income - metoden

#### **3.3.1 Kontantstrømbaserte modeller**

En analyse av kontantstrømmen gjøres for å få et bedre perspektiv på et selskaps fremtidige omsetning, kostnadsnivå, og utvikling knyttet til gjeld og eiendeler. Altså brukes kontantstrømbaserte modeller til å beregne nåverdien av fremtidige kontantoverskudd i

selskapet (Boye og Meyer, 2008). Her skiller vi mellom to metoder; egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden. Verdien av egenkapitalen estimeres på bakgrunn av de fremtidige kontantstrømmer til eierne, mens totalkapitalen estimeres på bakgrunn av de fremtidige kontantstrømmer til eierne og kreditorene (White et al., 2003). Det er gjort flere studier som forsøker å måle reliabiliteten til kontantstrømbaserte modellers evne til å predikere fremtiden. Kaplan og Ruback (1995) finner støtte for at verdsettelse basert på diskonterte kontantstrømmer gir reliable estimater på markedsverdien. I tillegg viser Dechow et al. (1998) en høy grad av korrelasjon mellom historiske resultater og fremtidige kontantstrømmer.

Det meste av kritikken rettet mot kontantstrømbasert metode går på dens manglende evne til å inkorporere ledelsens fleksibilitet. Det er rimelig å anta at ledelsen vil klare å identifisere prosjekter som ikke gir de ønskede resultater og videre forlate disse. Eventuelt kan det være at ledelsen klarer å snu prosjekter ved å gå fra mindre lønnsomme til lønnsomme. I situasjoner hvor en har avdekket at slike omstendigheter forekommer finner en at en anvendelse av superprofittmodellen gir bedre estimater enn bruk av kontantstrømanalyse

(Francis et al., 2000). Det er verdt å merke seg at Lundholm og O'Keefe (2001), samt Imam et al. (2008) påpeker at profesjonelle analytikere i størst grad benytter seg av fri kontantstrøm når de foretar verdivurderinger. Dette er selvsagt ikke et bevis for at kontantstrømbaserte modeller er å foretrekke fremfor andre modeller, men heller en interessant anekdote.

### **3.3.2 Dividendemodellen**

Denne modellens utgangspunkt er å avdekke egenkapitalens verdi basert på nåverdien av fremtidig forventet utbytte. Modellens rasjonale er at når deler av selskapets kontantstrøm deles ut i form av utbytte, vil den resterende kontantstrømmen holdes tilbake og forbli i selskapet. En forutsetning for å bruke denne modellen er at selskapet har en aktiv dividendepolitikk, og faktisk gir utbytte. I så måte er dette en mindre brukt verdsettelsesteknikk i Norge, ettersom norske selskaper i liten grad gir utbytte, sett i forhold til for eksempel USA, hvor dette ses på som en viktig strategi og sentral investeringsdriver. Miller og Modigliani hevder at fordelingen av utbytte og tilbakeholdt overskudd ikke vil påvirke verdien av et selskap i et perfekt marked (Copeland et al., 2005).

En av hovedutfordringene med anvendelse av dividendemodeller er hvorvidt den historiske dividendepolitikken gir troverdige implikasjoner for den fremtidige. Et selskaps utbytte fastsettes av selskapets styre, og vil i så måte naturlig nok påvirkes av selskapets nåværende situasjon. Hvis det er gjort gode investeringer for fremtiden vil det muligens være fristende å holde tilbake utbytte, ettersom selskapet uansett vil være et interessant investeringsobjekt for ulike aksjonærer. Hvis utsiktene er mørkere, altså at en har foretatt investeringer som ikke gir meravkastning utover avkastningskravet, vil en kanskje være tilbøyelig til å øke utbytteandelen for å lokke investorer. Hvis en allikevel antar at dividendepolitikken til et selskap holder seg stabil over tid, vil ikke dette nødvendigvis føre til en stabil nettopprofit. Med andre ord vil et stabilt utbytte si lite om et selskaps evne til verdiskapning. White et al. (2003) viser til at et selskaps evne til å generere en positiv kontantstrøm vil ha en stor innvirkning på dividendepolitikken selskapet fører. Dermed kan en også hevde at selskapets fremtidige resultat har en mer fundamental betydning enn utbyttet i seg selv.

### **3.3.3 Residual income – metoden**

Residual income, er overskuddet etter fradrag for avkastningskravet til kapitalen. Altså vil dette være et mål for om hvorvidt et selskap skaper merverdi (superprofit) for sine aksjonærer (Hiller et al., 2012). Innenfor temaet skiller vi mellom superprofitmodellen og Eva-modellen (Economic Value Added). Residual income kan benyttes ved verdsettelse av både egenkapitalen og totalkapitalen. Ved verdsettelse av egenkapitalen bruker vi henholdsvis Superprofitmodellen, mens ved verdsettelse av totalkapitalen benyttes EVA-modellen (Gjesdal og Johnsen, 1999).

Feltham og Ohlson (1995) bygger videre på dividendemodellen, og utvikler den på en slik måte at en kan knytte antatt verdirelevant informasjon til verdien av et selskap. Her blir det skapt en bro mellom regnskapet og selskapsverdien. Dette gjøres ved å vise at verdien av operasjonelle eiendeler er lik den bokførte verdien av egenkapitalen pluss fremtidig superprofit. Feltham-Ohlson modellen impliserer dermed at nåværende fortjeneste og annen verdirelevant informasjon kan predikere fremtidig lønnsomhet (Feltham og Ohlson, 1995). Kothari (2001) poengterer dog at forutsetninger som at all verdirelevant informasjon må være reflektert i superprofiten, og at verdien forblir upåvirket av utbyttepolitikken for at modellen skal kunne gi reliable resultater.

Ved å sammenligne verdsettelsesavviket til superprofittmodellen, kontantstrømbaserte modeller og dividendemodellen, finner en støtte for bruk av superprofittmodellen. Denne viser seg å ha det laveste avviket mellom estimert verdi, og den observerte markedsverdi (Penman og Sougiannis, 1998). Det er her viktig å poengtere at denne studien har en forutsetning om en tidshorison på ett, fem, eller åtte år. Problematikken rundt dette slik jeg ser det er at superprofittmodellen ikke bygger på slik forutsetning. Det samme kan sies om Frank og Lee (1998). De også finner støtte til bruken av superprofittmodellen, men også her innenfor en avgrenset budsjettperiode. Jeg føler dermed at disse studiene har begrenset verdi, ettersom, de slik jeg ser det, bryter med forutsetningene i den opprinnelige modellen.

## **4.0 Bransjen og selskapet**

### **4.1 Bransjen**

I denne oppgaven vil bransjen defineres som andre lakseoppdrettsselskaper. I 2014 utgjorde ulike lakseprodukter 75% av Lerøy sin omsetning. Videre hadde selskapet en omsetningsfordeling bestående av ørret (9%), hvitfisk (7%), skalldyr (5%), og annet (4%) (Lerøy Seafood Group ASA, 2015). Som vi ser av tallene utgjør laks og ørret en betydelig andel av selskapets omsetningsgrunnlag. Et naturlig sammenligningsgrunnlag vil da være andre oppdrettsselskaper med laks som sitt hovedprodukt. Bransjeutvalget vil derfor være Lerøy, Grieg Seafood, Marine Harvest, Norway Royal Salmon og SalMar. Dette gjøres fordi datagrunnlaget er lett tilgjengelig ettersom samtlige selskaper er børsnoterte. Jeg vil ikke gå nærmere inn på omsetningssammensetningen i de ulike selskapene, men heller gå ut i fra at oppdrett generelt, er veldig likt lakseoppdrett spesielt.

#### **4.1.1 Historie**

Ekspimentering på oppdrett av laks begynte på 1950- og 60-tallet, men først et tiår senere fikk man en levedyktig næring. Ved å benytte flytemerder i sjø oppnådde man en bedre tilvekst, mindre risiko og lavere kapital- og driftskostnader enn i landbaserte anlegg. I denne oppbygningsfasen ble laks viktigst, ettersom denne viste seg lettest å markedsføre og ga best pris. Fra 1973 trengtes konsesjon for etablering av nye anlegg. Reglene for lokalisering og eierstruktur gjorde fiskeoppdrett til distriktsnæring og konsesjonene til ett distriktpolitisk virkemiddel (Kolle, 2014). Konsolidering av bransjen startet for fullt da reglene ble forenklet. Det ble lempet på eierbegrensningene, kravene om lokalt eierskap ble svekket, og det ble åpnet for ”fremmed” kapital. Eierkonsentrasjonene i norsk havbruk har siden blitt stadig sterkere. Den største kilden til vekst har vært at de største aktørene i bransjen kjøper opp mindre oppdrettsselskaper. Denne utviklingen skyldes blant annet at konsesjonene ikke kan selges fra et selskap til et annet. I 2014 står de ti største selskapene i Norge for 71% av den totale produksjonen av atlantehavslaks (Marine Harvest, 2015).

### 4.1.2 Produkt

Produksjonen av laks starter på land. Her befruktes lakserogn i kar med ferskvann som holder åtte grader. Eggene vil ligge i slike kar i omtrent 60 dager før de klekker. Yngelen blir flyttet fra klekkekaret til et større kar når den begynner å ta til seg fôr. Etter 10-16 måneder i ferskvann er laksen klar til å settes i matfiskanlegg i sjøen. Den har da gjennomgått en såkalt smoltifisering. Fisken veier fortsatt ikke mer enn mellom 60 og 100 gram. Etter nye 14 til 22 måneder har smolten utviklet seg til ferdig fisk. Denne laksen har da en vekt på mellom fire og seks kilo (Laksefakta, 2015). Laksen fraktes så med brønnbåt til slakteriet hvor den blir sløyd, vasket, sortert etter størrelse og kvalitet, og lagt på is. Mesteparten av fisken distribueres fersk til videreforedling.

Fra rognen befruktes tar det rundt tre år før fisken slaktes, men dette varierer noe ettersom man helst ikke slakter laks i sommermånedene på grunn av gunstige vekstvilkår. Mange av dagens lakseprodusenter har foretatt en vertikal integrering. Dette har blitt gjort bakover ved at de driver egen produksjon av smolt, og fremover ved at de kontrollerer distribusjon. På denne måten har oppdretterne full kontroll på hele produksjonssyklusen.

Det finnes flere typer oppdrettslaks. De tre typene det produseres mest av er Atlanterhavslaks, Large Trout og Small Trout. Samlet produksjon av Atlanterhavslaks utgjør mer enn 50% av den totale verdensproduksjonen av oppdrettslaks (Marine Harvest, 2015). Dette er også den arten det produseres klart mest av i Norge (heretter vil laks referere til Atlanterhavslaks).

Fet fisk som laks blir av Norges helsedirektorat og Verdens Helseorganisasjon anbefalt som en del av et variert kosthold, og helseeffekten er vel dokumentert. Blant viktige næringsstoffer er laks rik på omega3-fettsyrer, proteiner, fettløselige vitaminer som vitamin D, selen, vitamin B12, vitamin A, jod og antioksidanter (Laksefakta, 2015). Verdens befolkning passerte 7 milliarder mennesker i 2011 og moderate anslag tilsier at vi vil være 9,7 milliarder mennesker i 2050 (FN, 2016). Mesteparten av denne befolkningsveksten skjer i typiske utviklingsland i Afrika og Asia. Disse kontinentene har også opplevd økonomisk vekst og en økning i levestandarden de senere år. Legger man disse faktorene sammen er det rimelig å anta at konsumet av proteiner vil øke betraktelig frem til 2050. Ettersom laks er et effektivt husdyr er det hensiktsmessig at laksekonsumet øker og tar en større andel av det totale proteinkonsumet.

Oppdrettsnæringen er arealeffektiv. Fiskeridirektoratets kartfestede oversikt over flytende sjøanlegg viser at dagens om lag 950 godkjente lokaliteter beslaglegger i størrelsesorden 80 km<sup>2</sup> (Regjeringen, Meld.St.16). Fôrfaktoren i lakseoppdrett er lav sammenlignet med oppdrett av kylling, svin, sau og storfe. Rundt 30% av protein som laksen spiser lagres i dens spiselige deler. Tilsvarende lagres 18, 13 og to prosent av spist protein hos henholdsvis kylling, svin og sau (Regjeringen, Meld.St.16). En stor del av avkappet i forbindelse med slakting av laks går tilbake som innsatsvare i lakseføret. I tillegg gir laks vesentlig lavere utslipp av drivhusgasser enn kjøttproduksjon på land.

#### 4.1.3 Markedsoversikt

På grunn av gunstige forhold som klima og skjermet kystlinje skjer mesteparten av produksjonen av oppdrettslaks i Norden og Sør-Amerika. Her henholdsvis Norge og Chile. Dette er regioner med en relativt liten befolkning, så mesteparten av produksjonen eksporteres videre. Grunnet denne ubalansen i produksjonens geografiske plassering og etterspørselen, er det i dag bare Norden og Sør-Amerika som opptrer som nettoeksportører av oppdrettslaks. Tabellen under viser produksjonen av oppdrettslaks, og det markedsbaserte konsumet i tonn, fordelt på de ulike regioner i 2014. Afrika er utelukket fra denne tabellen grunnet mangel på data.

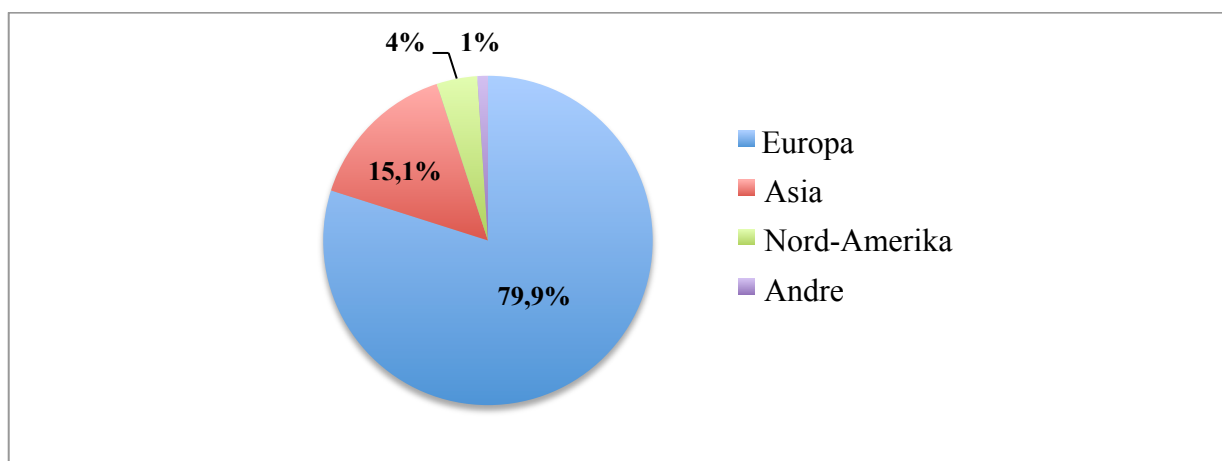
Region	Produksjon (i tonn)	Marked (i tonn)
Norge, Island, Færøyene	1 157 000	38 000
Sør-Amerika	525 000	145 000
EU	167 000	891 000
Nord-Amerika	109 000	419 000
Australia, New Zealand	35 000	43 000
Russland	12 000	131 000
Japan	-	58 000
Asia for øvrig	-	179 000

Tabell 4.1: Produksjon og konsum av laks 2014 (Marine Harvest, 2015)

Norge eksporterer i dag laks til rundt 100 ulike land, hvor hovedmarkedene er EU (medregnet Russland) og Asia. De viktigste konsummarkeder er Frankrike, Russland, Tyskland og Polen (Laksefakta, 2014). Grunnet laksens relativt korte holdbarhet, tre uker, er det fordelaktig at eksporten skjer til nærliggende geografiske områder. Riktignok har markedet i løpet av 2000-tallet blitt mer globalisert, og vi ser en tendens til at frossen laks fra Chile konkurrerer med

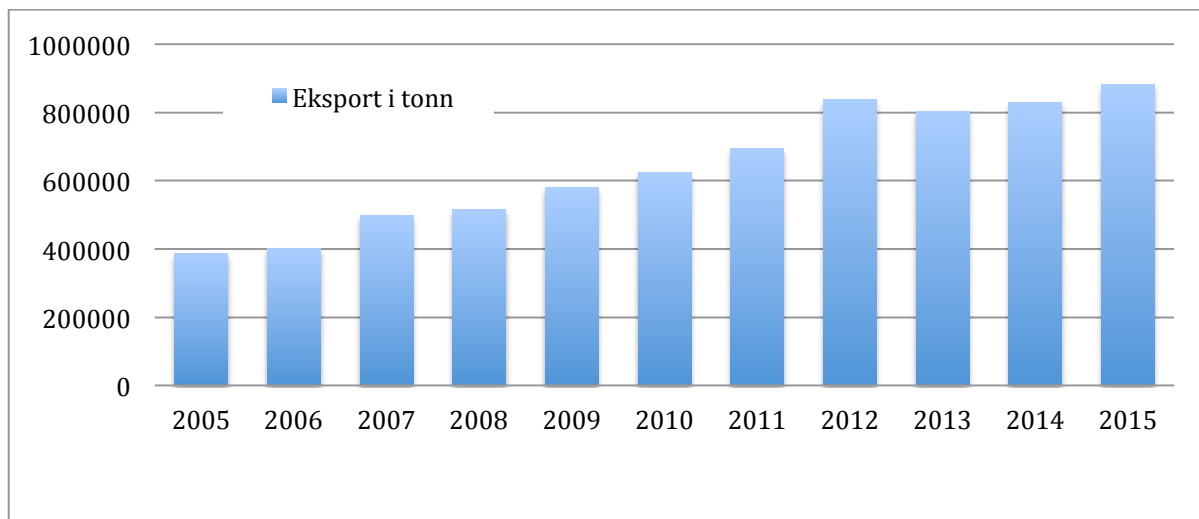


den ferske oppdrettslaksen fra Norge. I 2013 importerte Russland norsk sjømat for 6,5 milliarder kroner, og var med det den største enkeltimportøren av norsk fisk (iLaks, 2015). I 2014 ble dette brått forandret på grunn av sanksjoner knyttet til uroen i Ukraina. En effekt av eksportnedgangen til Russland var at eksporten til Hviterussland økte med 71% i samme periode, altså ble Hviterussland brukt som mellomland for å få solgt norsk laks til russerne (iLaks, 2015). Det russiske markedet er i hovedsak vanskelig. Det er tidligere blitt gjennomført importstans grunnet påstander om listeriabakterier i norsk oppdrettslaks, bransjen snakker om utbredt korrupsjon og kartellvirksomhet, i tillegg er rubelen lav og de økonomiske utsiktene utfordrende i Russland. Alt dette tatt i betraktning vil det russiske markedet i denne oversikten inngå som en del av det europeiske.



Figur 4.1: Eksport av Norsk oppdrettslaks i 2015 fordelt på marked (Inndata: SSB)

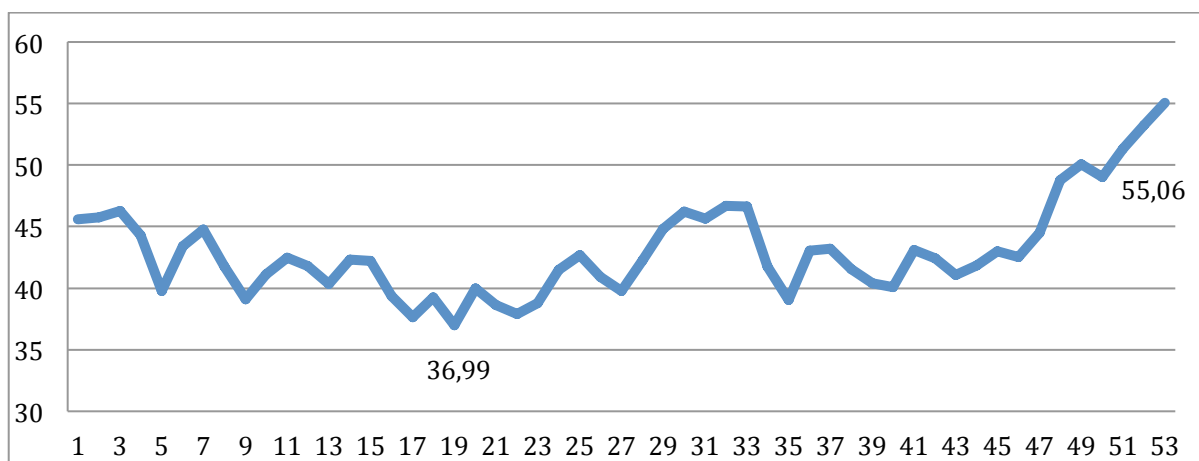
I perioden år 2005 til 2015 har eksporten av norsk laks økt fra 387.000 tonn til 882.000 tonn (SSB, 2015). Dette utgjør en økning på 228%. Et rekordhøyt volum i kombinasjon med rekordhøye priser har tatt norsk lakseeksport til nye høyder. Norge eksporterte laks for 47,7 milliarder kroner i 2015, og dette er en økning på 9% sammenlignet med 2014 (Norges sjømatråd, 2016).



Figur 4.2: Historisk utvikling i eksport av norsk laks (Inndata: SSB)

#### 4.1.4 Volatilitet i laksemarkedet

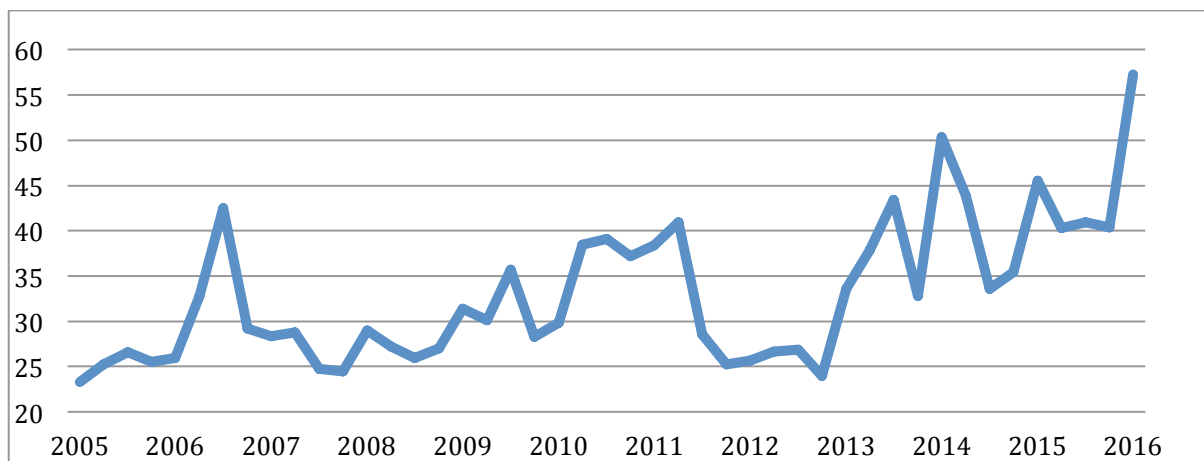
Volatilitet er et mål på hvor mye en prisserie varierer over tid. Øglend og Sikveland (2008) finner at lakseprisens volatilitet øker i perioder med høye priser, og at høy volatilitet igjen gjør det vanskeligere å forutse de fremtidige prisene. De finner også at volatiliteten en uke kan forklare neste ukes volatilitet. Dette er et faktum som kan benyttes for å redusere risiko, ved å unngå handel i uken etter en uke med høye svingninger. I oversikten under vil man se at lakseprisen hadde en bunnotering i uke 19, og var på topp i uke 53. Dette kan sies å være typisk for sesongutviklingen, med relativt lave priser i sommermånedene og en økning mot nyttår.



Figur 4.3: Utvikling i laksepris 2015, 3-4kg, HOG. (Inndata: SSB)

I begynnelsen av 2016 var prisen på oppdrettslaks i overkant av 57 kroner per kilo, noe som er en rekord (e24, 2016). Laksen fremstår som et godt kjøp for innkjøpere og forbrukere som betaler i euro og dollar. Det er altså rimelig å anta at den siste tids vekst i lakseprisen henger sammen med en svekket norsk krone.

Prisendringene på kort sikt har ingen forklaringskraft på den langsiktige utviklingen i prisene (Øglend og Sikveland, 2008). Lakseprisens volatilitet har økt de siste årene, og Øglend (2013) trekker frem ulike trender og enkelthendelser for å forklare dette. Blant annet fokuseres det på økte matvarepriser i verden. Laksefôr er det største kostnadsdriveren i produksjon av laks, dermed vil en økning i råvarekostnadene påvirke volatiliteten.



Figur 4.4: Historisk utvikling i laksepris, 3-4kg, HOG. (inndata: SSB)

Den økte volatiliteten i lakseprisene de siste årene forklares av langsiktige trender som økte priser på andre matvarer og innsatsfaktorer i lakseproduksjonen. Riktignok viser det seg at sjokk i etterspørsels- og tilbudssiden kan ha påvirkning på volatiliteten (Øglend, 2013). Den norske oppdrettsnæringen har vist seg dyktig til å respondere på ulike hendelser, og tilpasse seg deretter. En slik robusthet er positivt og indikerer ofte et veldifferensiert marked.

## 4.2 Lerøy

Konsernet Lerøy Seafood Group kan spore sine aktiviteter tilbake til fiskerbonden Ole Mikkel Lerøen. Han brukte robåt fra Lerøy til torget i Bergen hvor han begynte med fiskeutsalg på slutten av 1800-tallet. I 1939 gikk to av hans ansatte sammen og startet Hallvard Lerøy AS, som i dag er konsernets største salgsselskap (Lerøy Seafood Group, 2015). Selskapet har

siden starten tatt mål av seg for å være en pionerbedrift innen norsk fiskerinæring, og har svært ofte vært først inn i nye markeder, eller først ute med å kommersialisere nye fiskesorter og produkter. Konsernet gjennomførte for første gang en rettet emisjon mot investorer i 1997, og ble børsnotert i juni 2002 (Lerøy Seafood Group, 2015). Konsernet har siden 1999 investert betydelige midler i ulike nasjonale og internasjonale virksomheter. Disse investeringene har gjort at konsernet i dag fremstår som et helintegreert sjømatkonsern med muligheter for å utvikle seg videre. Konsernet har i dag rundt 2000 ansatte.

Lerøy eier og drifter i dag verdens største smoltanlegg med årlig kapasitet på 14 millioner smolt, og er verdens nest største produsent av laks (Lerøy Seafood Group, 2015). Over 80% av omsetningen stammer fra laks og ørret, og inkluderer både hel og bearbeidet fisk. De resterende 20% fordeler seg på hvitfisk og skalldyr. Lerøys største marked er EU, hvor rundt 50% av omsetninger går. Videre er Norge, 17% og Asia 12% viktige markeder (Lerøy Seafood Group, 2015).

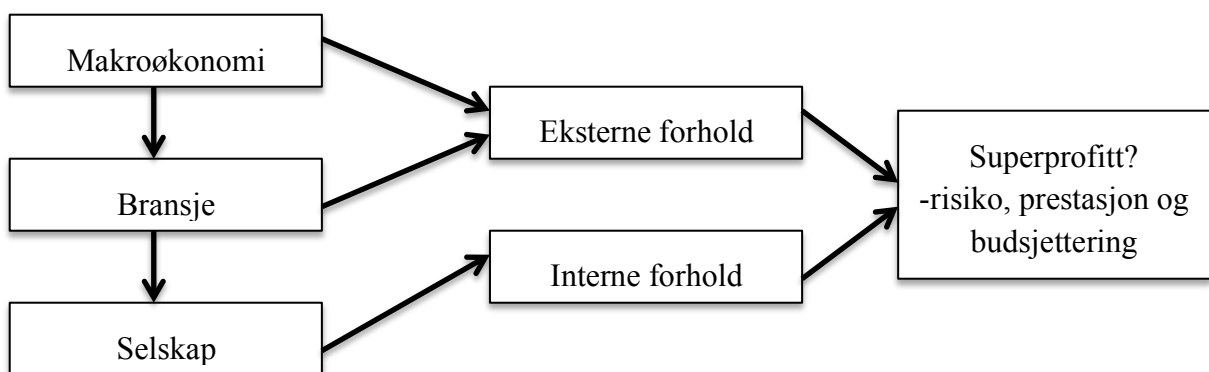
#### **4.2.1 Strategi og målsetning**

Lerøys hovedfokus ligger på bærekraftighet og integrasjon. Det å drive bærekraftig industri i dag er viktig, og oppdrettsnæringen er ikke noe unntak. Lerøy samarbeider i dag med Bellona for å sikre en grønn utvikling. Det jobbes blant annet med oppdrett av mikroorganismer og skalldyr, som kan føres med avfallet fra lakseproduksjonen. På denne måten maksimerer man bruksnyttene av produktet, og minimerer avfallet. Oppdrettsnæringen er på mange måter avhengige av naturen både på makro og mikronivå, og dette er et faktum Lerøy har tatt inn over seg.

Den andre hovedstrategien er integrasjon, i dette tilfellet vertikalt. Lerøy ønsker å være representert gjennom hele verdikjeden, for å sikre kontroll over videre utvikling. Ved å ha kontroll på hele verdikjeden enten direkte eller indirekte, kan en hver enkelt fisk spores tilbake til et gitt oppdretts- eller bearbeidingsanlegg. Den vertikale integreringen gir også forutsigbarhet noe som er viktig for matprodusenter med lang ledetid, og kort holdbarhet. Lerøy ønsker også å sikre norske arbeidsplasser gjennom norsk eierskap, og lokal tilhørighet.

## 5.0 Strategisk analyse

En helt essensiell del av en fundamental analyse er å analysere de strategiske poenger som er gjeldene for selskapet man ønsker å verdsette, samt bransjen den operer i. Når en foretar en strategisk analyse er det viktig å følge et klart rammeverk. Dette fordi det gjør det letter å ”kontrollere” at man befinner seg på et analysenivå som inkluderer de forhold man ønsker å analysere. Samtidig er det viktig å ikke inkludere for mye i sin analyse, ettersom dette kan føre til typiske målefeil, som igjen vil være med på å svekke resultatet i analysen. Det sentrale poenget i analysen er å identifisere de verdidriverne som har størst påvirkning på selskapets fremtidige kontantstrømmer. Jeg kommer i dette tilfellet til å benytte meg av en Top-Down analyse (Thoresen, 2006), som et overordnet fundament for gjennomføringen av den strategiske analysen.



Figur 5.1: Top-Down analyse (Thoresen, 2006)

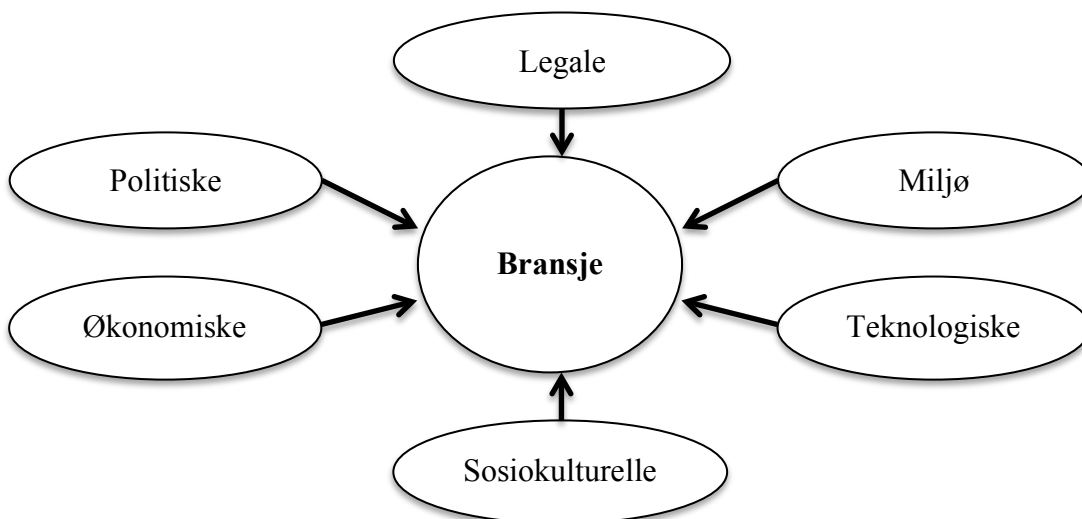
Som vi ser skiller modellen på tre forhold innen to analysenivåer. Henholdsvis eksterne forhold; makroøkonomi og bransje, og interne forhold selskap. Den interne analysen kan ses som en kartlegging av selskapets ressurser og kapabiliteter. Det er generelt akseptert blant ledelsesforskere at kapabiliteter kan være en kilde til ytelse. Allikevel høster den ressursbaserte teorien noe kritikk. Porter (1996) hevder at resurser feilaktig blandes med strategi. Videre hevdes det at en ressurs ikke alene kan ses på som et strategisk fortrinn ettersom de lett kan kopieres av konkurrenter. Drnevich og Kriauciunas (2011) er ikke like bastante i sin studie. De mener at de ordinære- og dynamiske kapabilitetenes effekt på ytelsen påvirkes av omgivelsesdynamikken. Altså vil de bransjespesifikke forholdene påvirke i hvilken grad kapabilitetene er gjeldende. Jeg mener at dette er med på å legitimere å benytte både en ekstern- og intern analyse i arbeidet. På denne måten vil man styrke reliabiliteten i den strategiske analysen. Dette får også støtte i Spanos og Lioukas (2001). Denne studien gir

støtte til at både industristrukturell- og ressursbasertteori har effekt på ytelsen. Dette impliserer at de to analysenivåene bør brukes sammen for å balansere perspektivene.

Videre i analysen vil jeg presentere forhold jeg føler er viktige innenfor de gitte områdene. De betraktninger som gjøres gjennom denne analysen vil oppsummeres i en SWOT-analyse. På denne måten føler jeg at jeg får sikret at de funn som gjøres behandles på samme grunnlag. Den strategiske analysen i seg selv vil hvile på skjønnsmessige vurderinger, men det er helt åpenbart at slike vurderinger må skje på en objektiv og nøytral måte. Dette for å sikre analysens validitet. Jeg mener at ved å forholde seg til overnevnte rammeverk, samt og oppsummere funnene i en SWOT-analyse vil dette bli ivaretatt.

## 5.1 Analyse av makroøkonomiske forhold

Makroøkonomiske forhold er typiske forhold som ligger utenfor bedriftens kontroll. For gjennomføre en analyse på dette nivået vil jeg benytte meg av PESTEL-rammeverket. Dette rammeverket identifiserer totalt seks ulike makroforhold: politiske-, økonomiske-, sosiokulturelle-, teknologiske-, samfunnsmessige-, og legale forhold (Johnson et al. 2009).



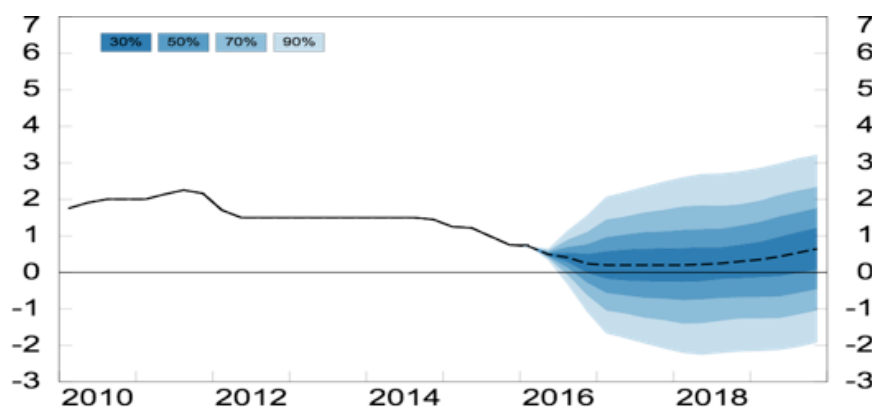
Figur 5.2: Rammeverk makroøkonomiske forhold (Johnson et al., 2009)

En PESTEL-analyse er nyttig i den form at den fungerer som en sjekklister for sentrale makroøkonomiske aspekter. Disse må igjen brytes ned til mer bransjespesifikke faktorer som er sentrale i omgivelsene (Roos et al. 2005). Med andre ord vil analysen være en god måte og skaffe seg et oversiktlig og helhetlig blikk på de makroøkonomiske forhold som påvirker

bransjen. Det er viktig å merke seg at dette rammeverket kun oppsummerer aktuelle områder, og i så måte vil det ha en begrenset strategisk verdi. Det er derfor viktig å kombinere dette analyseverktøyet med andre analysemetoder (Roos et al. 2005). Resultatet av en PESTEL-analyse vil også være likt for samtlige aktører innenfor samme bransje eller marked. Det er altså ikke en bedriftsspesifikk analyse, men heller en analyse av markedet valgte bedrift befinner seg i.

### 5.1.1 Økonomiske forhold

Norges pengepolitikk kan sies å være svært avgjørende for oppdrettsnæringens økonomiske utsikter. Norges Bank fastsetter styringsrenten med det mål å forsøke å stimulere økonomien, og styre den slik at inflasjonsmålet opprettholdes. Renten generelt, settes høyt i tider med god økonomi, og lavt i tider med dårlig økonomi. Styringsrenten fra Norges Bank har vært synkende siden 2012 og er i dag på et historisk lavt nivå. Lite tyder på at den vil stige i løpet av de nærmeste år. Hvis vi legger Norges Bank sitt minst realistiske scenario til grunn vil vi ha en styringsrente på rundt 3% i 2019, og dette er som sagt svært usannsynlig. Dette impliserer fortsatt gunstige økonomiske forhold for oppdrettsnæringen i nærmeste fremtid.



Figur 5.3: Renteviften, utarbeidet av Norges Bank (2016)

Oppdrettsnæringen er helt avhengig av eksport, og derfor vil også valutakurser påvirke bransjens lønnsomhet. Laks selges stort sett i EUR og USD, og av den grunn er vekslingskursen med NOK viktig. NOK har over de siste to årene generelt svekket seg, da også mot overnevnte valuta. Dette har økt konkurransevnen for tradisjonell eksport, og da også oppdrettsnæringen. En bekymring er riktignok det særnorske kostnadsnivået, der produktivitetsforbedringer ikke står i stil med økte reallønninger.

Lakseprisen er også en økonomisk faktor med stor påvirkningskraft på oppdrettsnæringen. Den biologiske produksjonsprosessen gjør det vanskelig for oppdretterne å tilpasse seg optimalt i laksemarkedet. Som nevnt tidligere kjennetegnes markedet av en relativt lang produksjonstid, tre år, og kort holdbarhet på ferdig produkt, tre uker. Oppdretterne må tilpasse seg gytetid og optimal slaktevekt, og risikerer derfor å slakte laksen uavhengig av hva som er markedsøkonomisk gunstig. Øglend og Sikveland (2008) poengterer at en slik usikkerhet er med på å forklare noe av volatiliteten i markedet. Videre eksisterer det variasjon i kvaliteten på laksen, samt sesongvariasjon hva gjelder faktisk produksjon. Laksen har best vekstvilkår på sommeren, og derfor slaktes det mindre laks sent på våren og gjennom sommeren, enn ellers i året. Dette har innvirkning på lakseprisens årlige prisvariasjon. Laks kan handles både til spotpris og på forwardkontrakt på Fish Pool. Dette fører til at bedriftene har mulighet til å risikostyre inntektene ved finansielle kontrakter, og dermed være sikret en minstepris på laksen.

### **5.1.2 Legale forhold**

De legale forholdene er et uttrykk for de lover og regler en bransje til en hver tid må forholde seg til. De legale forholdene er i stor grad koblet opp mot typiske politiske forhold ettersom politikerne utformer lovgivningen. Jeg velger her å skille på den spesifikke lovgivningen, og de politiske føringer som eksisterer i bransjen.

Den norske oppdrettsnæringen er strengt regulert av myndighetene og styres av lokalkontorene til Fiskeridirektoratet. Dette betyr at aktører ikke fritt kan etablere seg på markedet, med det formål å ivareta en balansert og bærekraftig utvikling av næringen. Fiskeridirektoratet utlyser aktuelle konsesjoner, og bedrifter kan da søke om tildeling. I år 2000 var det ca. 860 aktive matfiskkonsesjoner, mens det i dag er rundt 1000 (iLaks, 2015). Veksten i antall konsesjoner er svært lav, og i de senere år har nye konsesjoner vært preget av å være såkalte grønne konsesjoner. Dette er et resultat av at myndighetene har som mål å få flere landbaserte anlegg, som anses som miljømessig gunstig. Denne lave veksten i konsesjoner har ført til en viss kannibalisme i næringen. Store selskaper kjøper opp mindre aktører for å få tilgang til flere konsesjoner.

I 2010 ble det innført eierrestriksjoner for oppdrettsnæringen som et næringspolitisk virkemiddel for å begrense konsentrasjon av eiermakt til maksimalt 25% av



produksjonsvolumet. Denne begrensningen ble klaget inn for EFTA, og i desember 2012 fikk Marine Harvest medhold i sin klage, ettersom eierskapsreguleringen var i strid med EØS-avtalen (Aftenposten, 2012).

Norsk oppdrettsnæring må også forholde seg til Dyrevelferdsloven (av 19.06.2009), som regulerer fiskens velferd ved at den lever i et optimalt miljø, samt at slaktingen foregår på en etisk forsvarlig måte. Den strenge reguleringen i bransjen setter krav til at oppdrettsanlegg bruker ressurser på dyrevelferden. Dette er helt klart kostnadsdrivende, men samtidig en nødvendighet.

### **5.1.3 Politiske forhold**

Som tidligere nevnt er den norske oppdrettsnæringen regulert fra statlig side, men disse forholdene kan sies å være stabile og forutsigbare. I så måte vil det være en oversiktlig prosess for aktørene i markedet å tilpasse seg nevnte reguleringer. Norsk oppdrettsnæring eksporterer over 90% av sin årlige produksjon og vil derfor også påvirkes av politiske reguleringer i eksportlandene.

Europa er hovedmarked for norsk oppdrettslaks, og gjennom EØS-avtalen er det fri flyt av varer mellom landegrensene. Dette gjelder dog ikke for oppdrettslaks som fortsatt innehar noen tollbegrensninger. Meningene om hvorfor situasjonen er slik er mange og delte. Noen peker på at Norge selv har høye tollbarrierer på import av mat, mens andre peker på at EU vil skjerme sitt indre marked. Fokus på markedsadgang og reduksjon av handelsbarrierer har vært viktig for norsk oppdrettsnæring, men resultatene har vært varierende, og Norge har flere ganger møtt på handelsbarrierer.

USA innførte i 1991 24% straffetoll på import av fersk norsk laks, noe som i praksis fungerte som et forbud. Tollsatsene ble først opphevet i 2012, etter å ha vært gjeldene i 20 år. Riktignok fungerte det å eksportere frossen og filetert laks, ettersom disse produktene var unntatt straffetollene. Dette hjalp lite, og over årene tapte norske produsenter hele det amerikanske markedet (Aftenposten, 2012).

EU innførte i 2005 minstepris og importkvote på norsk oppdrettslaks. Grunnlaget var at EU-kommisjonen mente at norsk laks ble dumpet til lavere priser i EU-markedet. Reguleringen

ble sterkt kritisert av WTO, noe som førte til at den ble opphevet i 2008. Dette hindret ikke Lerøy og SalMar fra å prøve saken for EUs domstol på vegne av norsk laksenæring. I 2012 ble dommen avsagt, og denne ga den norske laksenæringen fullt medhold (Sjømatnorge, 2012).

Norsk eksport til Kina, og da især fiskeeksporten opplevde kraftige sanksjoner etter utdelingen av Nobels fredspris til Kinesiske Liu Xiaobo. Etter utdelingen i 2010, falt norsk laks sin andel av det kinesiske markedet fra 92- 29% på tre år, i all hovedsak på grunn av diverse forkledde sanksjoner (DN, 2015). Den norske eksporten ble faktisk forbigått av Skottland og Færøyene. Riktignok økte eksporten til Hong Kong og Vietnam betraktelig i perioden, noe som kan tyde på at norsk laks sluses gjennom til Kina. I løpet av det siste år er riktignok den diplomatiske kommunikasjonen tatt seg opp, og det er håp om en normalisert handelssituasjonen innen rimelig tid.

Faktorene som er nevnt er for å illustrere en noe uoversiktlig, og ikke kontrollerende situasjon i eksportmarkedet. I tillegg til disse hendelsene har også det russiske markedet vært svært vanskelig de seneste år grunnet sanksjoner fra Norge og EU sin side, og Russland selv. Den norske oppdrettsnæringen har riktignok vist seg å være svært tilpasningsdyktig ved at den relativt fort kan forlate ett marked og etablere seg i et nytt. Dette kan sies å være meget positivt. For å unngå risikoen for eksportbegrensninger må norsk oppdrettsnæring fortsette å utvikle en sunn og bærekraftig næring, med kvalitetsmessig gode produkter. Videre må Norge jobbe utenrikspolitisk mot utlandet for å ivareta næringens interesser. Selv om næringen beviselig er tilpasningsdyktige vil en utestengelse fra flere markeder samtidig kunne få katastrofale konsekvenser.

#### **5.1.4 Teknologiske forhold**

Oppdrettsnæringen har over tid utviklet seg til å bli en kapitalintensiv bransje, der det kreves innovasjoner og nyvinninger for å holde tritt med samfunnets økte krav til miljøet. Det forskes i dag på typiske driftsoptimaliserende løsninger, som forbedret laksefôr, optimale lys og temperaturforhold i vannet og sykdomsbekjempelse. Dette er alle faktorer som kan bidra til å forkorte produksjonsprosessen som igjen vil ha mye å si på inntektssiden.

Videreforedlingsprosessen står også sentralt i forskningen ettersom dette kan være med på å bedre produktets kvalitet.

Mye av den teknologiske forskningen gjøres på bakgrunn av nye miljøkrav. I dag ser mange selskaper på muligheten for å etablere landbaserte anlegg. På denne måten vil man unngå problematikken rundt lakselus og rømming, og de uheldige konsekvenser dette har for villaksen. Så lang i prosessen har det vist seg krevende å få til, ettersom landbaserte anlegg legger beslag på store arealer. En naturlig fordel med å drive oppdrett i Norge er havtemperaturen, dette er det vanskelig å nytte seg av på land. Det gjenstår en del arbeid, men både næringen og styresmaktene ser det som ønskelig å etablere flere landbaserte anlegg, og derfor kommer vi nok til å se mer av dette fremover.

### **5.1.5 Sosiokulturelle forhold**

Verden har siden den industrielle revolusjon opplevd en formidabel befolkningsvekst, som fortsetter med uforminsket styrke inn i det 21. århundret. Befolkningsveksten er størst i typiske utviklingsland, som også har en stadig voksende middelklasse. Dette er aspekter som taler for at konsumet av proteiner vil fortsette å vokse. Dette har ført til økt fokus på effektive proteinkilder, ettersom dagens konsum av rødt kjøtt ikke er bærekraftig. Vi ser også en trend, i spesielt vestlige land, med økt fokus på matproduksjonens miljøfottrykk, og matvarens helsemessige effekter. Dette er to forhold som tydelig taler for at oppdrettslaks vil oppleve en økt etterspørsel.

Konsumet av fisk har i dag en større økning enn den generelle befolkningsveksten. Dette skyldes i stor grad fiskens gunstige næringsmessige sammensetning, samtidig som den er en effektiv proteinkilde. Når konsumet øker vil det også være behov for økt produksjon. Den totale andelen av viltfanget fisk har hatt liten eller ingen økning de seneste år, og oppdrettslaksen har derfor hatt en viktig rolle i å dekke den økende etterspørselen etter fisk (Marine Harvest, 2015). Om tilbudet står i stil med den økte etterspørselen vil avhenge om bransjen evner å løse problematikken rundt de begrensede ressursene av marine oljer og soya som inngår i fôret.

### **5.1.6 Miljømessige forhold**

I dagens samfunn ser vi et økt miljøfokus, og det er derfor essensielt at oppdrettsnæringen tar hensyn til dette, og jobber mot et miljømessig bærekraftig havbruk. Oppdrettsnæringen har flere sentrale utfordringer knyttet til miljø som fører til en del uheldig oppmerksomhet. Dette

er forhold næringen tar på alvor, og jobber aktivt for å løse. Dette er også helt naturlig ettersom en økning i næringens omdømme og lønnsomhet helt klart hviler på å løse problematikken rundt lakselus, sykdomsutbrudd og rømming.

Lakselusen har i en lenger periode vært et problem for oppdrettsnæringen, og videre villaksbestanden. Lakselusen finnes naturlig i saltvann på den nordlige halvkule, og bestanden har økt enormt grunnet økt produksjon av oppdrettslaks. Denne parasitten benytter laks og sjøørret som vert ved formering, noe som fører til infeksjoner og økt dødelighet. Dette har lenge vært næringens største problem ettersom lakselusen fører til tapte inntekter og dårligere omdømme. Villaksbestanden har opplevd en stor nedgang som følge av luseproblematikken, og i områder med mange oppdrettslokaliteter er den nesten utryddet. Det er i dag strenge regler for tillat lusenivå i merdene. Bransjen jobber mot en løsning som inneholder bruk av lusefilter på slakterier og brønnbåter, leppefisk som spiser lakselus, hyppig telling av lus, og miljøvennlige metoder for lusebehandling.

Sykdomsutbruddene på norske oppdrettsanlegg har de senere årene økt i omfang og hyppighet. Riktignok har bransjen god kompetanse og er flinke til å identifisere og behandle slike utbrudd i en tidlig fase. Er utbruddene særlig store vil det være aktuelt med vaksinasjon av fisken. Dette er ingen god utvikling ettersom konsekvensene på lang sikt er usikre. Riktignok har nevnte tiltak ført til at dødelige sykdomsutbrudd har gått ned de siste årene.

Rømming av oppdrettslaks er et problem ettersom denne gyter med villaksen, som igjen påvirker fiskens genetik. Dette fører til at villaksen blir mindre tilpasningsdyktig. Det har blitt jobbet mot en reduisering av rømming over flere år, og dette har båret resultater. Økt kontroll og mer spesifikke krav til maskevidde har ført til færre rømminger. Den siste tiden er det blitt et økt fokus på avfallshåndteringen i oppdrettsnæringen, noe som kommer til å påvirke næringens utvikling i fremtiden.

### **5.1.7 Oppsummering av makroanalysen**

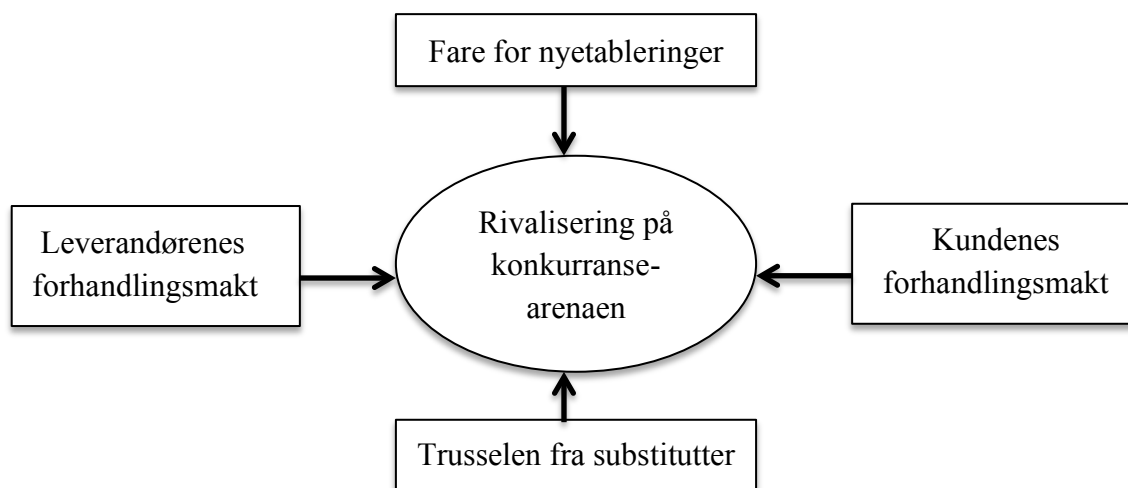
Oppdrettsnæringen påvirkes av flere makroforhold. Blant de viktigste finner vi risiko for handelsboikott, lovmessige restriksjoner, volatilitet i lakseprisen og tollbarrierer. Videre er ulike miljømessige forhold typiske fokusområder som bransjen tar på alvor. Her er det viktig å opprettholde forskning og innovative aktiviteter for å bedre møte fremtidens utfordringer og

oppretholde den teknologiske posisjonen den norske oppdrettsnæringen har. Grunnet den generelle befolkningsveksten, en større middelklasse, og økt fokus på sunne og ”grønne” matvarer er det mye som tyder på at oppdrettsnæringen vil fortsette å vokse i fremtiden. Likevel er det noen utfordringer knyttet til vekst i produksjonen. Antall nye matfiskkonsesjoner er liten, så veksten må i stor grad tas ved å effektivisere produksjonen. Menningene om dette er teknisk mulig, eller om næringen allerede har maksimert sin produksjonsevne er delte.

## 5.2 Analyse av bransjen

Etter man har analysert de forhold som påvirker bransjen, må man analysere de bransjespesifikke forholdene som påvirker de bedrifter som konkurrerer innen nevnte bransje. Her kan en grovt skille mellom to ulike tilnærminger, industristruktur (ekstern analyse) og ressursbasert teori (intern analyse) (Barney 2011).

Ved den industristrukturelle tilnærmingen forsøker man å identifisere ulike trusler i bransjen. Gjennom å kartlegge og analysere disse er målet å få et bedre perspektiv på hvor i markedet din bedrift er plassert. På denne måten vil man se hvordan man gjør det i forhold til ulike konkurrenter. En mye brukt modell i dette arbeidet er Porters Five Forces (P5F). Porter (2008) hevder at det finnes i alt fire ulike faktorer som påvirker rivaliseringen på konkurransearenaen; faren for nyetableringer, kundens forhandlingsmakt, leverandørens forhandlingsmakt og trusselen fra substitutter.



Figur 5.4: Rammeverk: Porters Five Forces (Porter, 2008)

Ved å gjennomføre en P5F analyse vil man oppnå et klart bilde på hvilke forhold som er med på å prege bransjen bedriften operer i. Ved å bryte denne analysen ned i fem spesifikke kategorier blir det også lettere å indentifisere hvordan bedriften gjør det i forhold til konkurrentene. En slik konkurranse analyse har tre formål: å vurdere markedets attraktivitet i form av forventet gjennomsnittlig lønnsomhet, å indentifisere posisjoner i markedet hvor konkurransekraftene er spesielt gunstige, og å indentifisere muligheter for å endre konkurransekraftene (Lien og Jakobsen, 2015). Konkurrentorientering er en viktig del av det strategiske arbeidet. Ikke bare fordi den er med på å kartlegge nåværende konkurrenter, men også fordi den er med på å indentifisere potensielle konkurrenter i fremtiden (Narver og Slater, 1990). Gjennom en slik analyse vil det også være enklere å indentifisere hvilken livsfase bedriften befinner seg i. Dette er helt klart av betydning for arbeidet med å verdsette et selskap.

### **5.2.1 Leverandørens forhandlingsmakt**

Leverandørens forhandlingsmakt blir bestemt av forholdet antall leverandører mot kunder, byttekostnader, trusselen for integrasjon og alternative produkter tilgjengelig. Leverandører inkluderer produsenter og importører av utstyr som; frakteskip, merder, tekniske løsninger, slakteutstyr, osv. I tillegg har vi leverandører av fôr, medisiner, konsesjoner og arbeidskraft.

Prisen på fiskefôr er svært viktig da dette er den største innsatsfaktoren i produksjonen av laks (Marine Harvest, 2015). Fôret utgjør rundt halvparten av de totale produksjonskostnadene, og således har fôrprodusentene stor innvirkning på hvorvidt oppdrettsnæringen klarer å oppnå tilfredsstillende marginer. Selve flaskehalsen i dagens produksjon av fiskefôr er tilgangen på fiskemel. En økning i prisen her kan lett skyves over på lakseprodusentene, da prisøkningen rammer alle produsenter av fôr relativt likt, og tilgangen på substitutter er lav. Leverandører av fôr til oppdrettsnæringen er i dag konsentrert rundt de tre tilbyderne Skretting, EWOS og BioMar, som til sammen har en markedsandel på 98 prosent (Marine Harvest, 2015). Et marked med så få tilbydere tilsier en økt forhandlingsmakt favør leverandørene. På en annen side er byttekostnadene lave, ettersom alle produsentene produserer samme type fôr. Forhandlingsmakten blir av den grunn noe redusert.

Mange av de samme faktorene som gjelder leverandører av fôr, vil også være gjeldene for leverandører av medisin. Produsentene er helt klart avhengig av tilgang på medisiner, men

dette kan sies å være generiske produkter med lav byttekostnad. Smolt er helt klart en avgjørende innsatsfaktor i produksjonen av laks. Her har det skjedd en storstilt vertikal integrasjon over de senere år, og de fleste oppdrettsselskaper er i dag selvforsynte. Leverandører av typiske investeringsvarer vil ikke ha nevneverdig forhandlingsmakt, da disse i stor grad produserer spesialprodukter, og således er avhengig av oppdrettsnæringen for videre drift.

På bakgrunn av analysen over vil jeg beskrive leverandørenes forhandlingsmakt som moderat. Dette skyldes i stor grad relativt lave byttekostnader. Jeg anser det heller ikke som noen risiko at leverandørene vil foreta noen horisontal integrasjon, da det er store oppstartbarrierer i bransjen.

### **5.2.2 Fare for nyetableringer**

Inntrengerbarrierene i oppdrettsbransjen kan sies å være store. Det krever solide investeringer for å bygge et oppdrettsanlegg, samtidig som behovet for kunnskap er helt avgjørende for videre suksess. I Norge er det i tillegg, som nevnt tidligere, strenge restriksjoner på konsesjoner, og utlysningen av nye konsesjoner er liten. Prosessering av fisk er også en kostbar affære, enten som investering i anlegg eller som avtale om out-sourcing. Jeg anser det som sannsynlig at nye aktører vil selge sin fisk uprosessert i startfasen.

Vi ser nå en utvikling der flere land ønsker å ta del i oppdrettseventyret. Island er et eksempel på en nasjon med vel så gode, hvis ikke bedre, forhold til å drive med lakseoppdrett til havs. Her har det etter finanskrisen vært et økt fokus på å gå tilbake til fiskenæringen, og gjøre dette til inntektsgrunnlaget som skal sikre fremtiden. Island satser nå stort på oppdrett og har hatt en god produksjonsvekst de siste år, mye med hjelp fra investeringer og samarbeid fra norske aktører. Danmark eksperimenterer med landbasert oppdrett av laks. Hvis de lykkes med dette, vil det åpne opp for nye produsenter i områder som før ikke hadde de rette biologiske forholdene. Det eksisterer riktignok etableringshindring hva gjelder skalaøkonomi i oppdrettsnæringen, men for en aktør med langsiktige planer, og støtte fra statlig hold, anser jeg ikke dette som en avgjørende hindring.

På kort sikt anser jeg ikke faren for nyetableringer som særlig stor. På lenger sikt, med stadig økt etterspørsel, tror jeg dette vil snu. Det er også interessant å se hvordan utvikling av ny teknologi kan øke denne sannsynligheten. På bakgrunn av denne analysen vil jeg si at faren for nyetableringer er stor.

### **5.2.3 Kundernes forhandlingsmakt**

Kundene kan grovt deles inn i to grupper; importører og vidreforedlere i utlandet, og supermarkeder og grossister.

Laks er en vare som handles på verdensmarkedet til spotpris. En slik innretning betyr ofte at produktet som selges er svært generaliserbart, noe som også er tilfellet ved laks. Det er vanskelig for kjøperen å differensiere på kvalitet, og bortsett fra laksens geografiske opphav vil produktet oppleves som likt for kjøperen. Importørens kostnad ved å bytte leverandør er nesten ikke eksisterende, noe som fører til stor prissensitivitet. Dette kombinert med at produsenten har behov for å få solgt unna fersk fisk før den blir uspiselig, sammen med den lange ledetiden, øker kundens forhandlingsmakt.

Som tidligere nevnt preges bransjen av vertikal integrering, og slipper derfor unna mange forhandlingsrunder med mindre aktører. Ofte resulterer et marked med få og store kunder i at disse har stor forhandlingsmakt. Jeg anser ikke dette som gjeldende innen salg av laks ettersom etterspørselen fortsatt er god. Det er også en fordel at produsentene kontrollerer store deler av verdikjeden. Laks er som nevnt et ganske generaliserbart produkt, men norske produsenter har vært flinke med å jobbe mot en større differensiering av sine produkter. Jeg tenker da spesielt på laks som kan spises rå, som et resultat av hurtig og skånsom foredling. Nevnte poenger fører til at jeg anser kundernes forhandlingsmakt for å være lav.

### **5.2.4 Trussel fra substitutter**

Med substitutt menes samme eller lignende produkter som utfører samme funksjon. Trusselen fra substitutter er avhengig av pris og kvalitet, samt kundernes vilje til å bytte ut produktet med et annet. Substitutter vil i dette tilfellet være annen type fisk, da spesielt makrell og sild som også er rike på omega3, men også andre animalske proteinkilder som kylling, storfe og svin. I Norge har vi lange og sterke tradisjoner for å spise fisk, dette er noe som ikke gjør seg



gjeldende i mange av markedene laksen eksporteres til. Dermed vil laksens pris være avgjørende for salget av laks og dreiningen mot substitutter. Skulle laksen bli uforholdsmessig dyr, sett i forhold til andre proteinkilder, vil mange være tilbøyelige til å bytte over til for eksempel kylling.

Myndigheter og oppdrettsselskaper gjennomfører tung markedsføring for å formidle laksens egenskaper og differensiere den ifra andre varer. Dette har delvis fungert og løftet laks til en unik posisjon fremfor andre substitutter. Oppfatningen rundt laks og dens helsemessige egenskaper tror jeg vil vedvare og utvikle seg i positiv retning de nærmeste år. Riktignok anser jeg den relative prisforskjellen mellom varene for å være hovedfaktoren i konsumentenes valg. Alt dette tatt i betraktning anser jeg faren for substitutter som moderat.

### **5.2.5 Rivalisering på konkurransearenaen**

Konkurransearenaen preges av lave utgangsbarrierer og høye inngangsbarrierer, og virker reduserende på rivaliseringen. De høye inngangsbarrierene preges av det norske konsesjonssystemet, som nærmest setter en stopper for nye etableringer. Riktignok virker også denne faktoren skjerpene på konkurransen ettersom den bidrar til at de store aktørene på markedet kjøper opp de mindre.

Den norske oppdrettsnæringen preges også av konkurransen fra utenlandske aktører, her er spesielt konkurransen med Chile intens. Det er også et faktum at flere nasjoner jobber med å videreutvikle sin oppdrettsnæring og øke produksjonen av laks. Dette kan med tid forsterke konkurransesituasjonen ytterligere ettersom tilbudet av laks på markedet er ventet å øke. Den norske næringen må ta innover seg at nye aktører i markedet kan ha et lavere generelt lønnsnivå enn det vi operer med i Norge. Dette fører til at disse vil ha lavere produksjonskostnader. Norsk oppdrettsnæring er derfor avhengig av en fortsatt høy innovasjonstakt for at verdiskapningen skal opprettholdes.

Etterspørselen etter laks er økende, og vil fortsatt være det i tiden som kommer. Her er det vært å merke seg at forhold som god tilgang på substitutter og lave byttekostnader kan virke dempende på denne veksten. Her er det viktig at produsentene fortsetter å formidle laksens positive egenskaper. Samtidig vil det være fordelaktig å fortsette arbeidet med å differensiere

den norske laksen fra annen laks, for på den måten demme opp for fremtidige konkurrenter utenfor Norge. Jeg vil karakterisere rivaliseringen på konkurransearenaen som moderat.

### 5.3 Intern analyse

Når vi snakker om en internanalyse har vi beveget oss over til ressursbasertteori. Dette går ut på å analysere ressurser som allerede eksisterer i bedriften, og se i hvilken grad disse blir utnyttet. Ressurser kan her være alt fra varer og distribusjon, til kunnskap og teknologi. En samling av ressurser utgjør kapabiliteter (Barney, 2011). Her skiller vi mellom ordinære kapabiliteter og dynamiske kapabiliteter. De ordinære kapabilitetene er nødvendig for at en bedrift skal kunne overleve, men er også lette å imitere. Kapabilitetene som gir konkurransefortrinn, de dynamiske, er de som skiller bedriften fra konkurrentene, i positiv forstand, og fører til økte markedsandeler (Johnson et al., 2009).

I arbeidet med å identifisere slike kapabiliteter vil jeg benytte en VRIO-analyse. Denne analysen er strukturert i form av fire spørsmål som skal stilles til aktiviteten en bedrift utøver (Barney, 2011). De fire spørsmålene er; verdi (value), sjeldenhet (rarity), kostbart å imitere (imitability), og god organisering (organization). VRIO-analysens hensikt er å identifisere interne kilder til konkurransefortrinn, og videre se på i hvilken grad disse kildene påvirker konkurransesituasjonen.

I hvilken grad er ressursen / kapabiliteten

Verdifull?	Sjelden?	Kostbar å imitere?	God organisering?	Konkurranse situasjon	Inntjening
Nei	-	-	Nei	Svak	Ingen
Ja	Nei	-	↕	Som andre	Normal
Ja	Ja	Nei	↕	Foreløpig fordel	Midlertidig høy
Ja	Ja	Ja	Ja	VKF	På lang sikt: høy

Figur 5.5: Rammeverk VRIO-analyse (Barney, 2001)

### 5.3.1 Materielle ressurser

Kapitalmarkedene for lån og emisjoner er velfungerende, allikevel kan kapital i seg selv sies å være en begrenset ressurs. Lerøy er ikke den aktøren i markedet med størst finansiell fleksibilitet, men den er uansett langt bedre enn hos de mindre aktørene i markedet. Det har imidlertid ikke vist seg vanskelig for ulike aktører i bransjen å finansiere sine aktiviteter. Som nevnt tidligere vil en utvidelse av produksjonen bety store investeringer, enten i form av nye konsesjoner, eller oppkjøp av andre bedrifter. Det å inneha en solid økonomi og dermed være finansielt fleksibelt, kan i sies å være en viktig ressurs som igjen kan bidra til videre vekst. Dog fungerer kapitalmarkedet på en slik måte at tilgangen på kapital er tilstede, og dermed vil en slik finansiell ressurs være lett imiterbar.

Uavhengig om de finansielle ressursene er mobilisert og appropriert, kan man konkludere med at Lerøy i beste fall har et potensielt midlertidig konkurransefortrinn, men de i realitet ligger i pari med resten av bransjen. Lerøys økonomiske stilling i forhold til konkurrentene vil bli analysert nærmere i nøkkeltallsanalysen. Resultatet av denne analysen vil ikke føre til store implikasjoner for den interne analysen, ettersom jeg allerede har konkludert med at de finansielle ressursene i stor grad er imiterbare, og således ikke vil føre til noen varig konkurransefordel.

Lerøy er selvforsynt med smolt, og åpnet i januar 2013 verdens mest moderne smoltanlegg. Dette anlegget er bare ett av flere som bidrar til å holde Lerøy selvforsynt med smolt (Lerøy Seafood Group, 2014). I tillegg til smoltanleggene er det også vært å nevne Lerøys høyteknologiske slakteanlegg, som på mange måter har satt en ny standard i bransjen. Disse fysiske ressursene er svært kostbare å imitere, og inngår som en viktig del av Lerøys strategi for en moderne drift. Ressursen er også mobilisert ettersom anleggene fungerer som de skal, og den vertikale integreringen både opp og ned i verdikjeden fører til at Lerøy kan appropriere godene selv. I dag kommer over 30 prosent av Lerøys inntekter fra inntekter knyttet til bearbeidet laks (Lerøy Seafood Group, 2014). Lerøys investeringer i moderne anlegg og vertikale integrasjon har ført til et varig konkurransefortrinn.

Merkenavnet Lerøy er en viktig ressurs. Selskapet har etablert flere prosesseringsanlegg i Europa, samt salgsorganer i tre verdensdeler (Lerøy Seafood Group, 2014). Alle disse bærer merkenavnet Lerøy, som igjen skaffer selskapet en tilstedeværelse. Både

prosesseringsanleggene og salgsorganene er imiterbare på lenger sikt, men gir i mellomtiden både mobiliserte og approprierte konkurransefordeler. Lerøy har utviklet et spesielt lakseprodukt myntet på premiumsegmentet i Japan og Asia. Produktet har merkenavnet Aurora, og går ut på at laksen skal ligge i en butikk i Asia innen 24 timer fra den tas opp av havet (Lerøy Seafood Group, 2013). Kombinasjonen laksens opprinnelsesland, logistikk og markedsføring, fører til en ressurs det er vanskelig å imitere. Lerøy har derfor et midlertidig konkurransefortrinn innen premiumsegmentet i Asia.

### **5.3.2 Immaterielle ressurser**

Lerøy er dyktige til å skape relasjoner, og videre dra nytte av disse. Lerøy har i dag et tett samarbeid med konkurrenten SalMar som inkluderer produksjon i Skottland og Nord-Norge, samt bearbeiding av laks på to lokasjoner i Norge (Lerøy Seafood Group, 2014). For de to aktørene muliggjør dette stordriftsfordeler på lokasjoner som hver for seg ikke tillater dette. Selv om ressursen naturlig nok deles med SalMar er den å anse som både sjelden og vanskelig å imitere. Fordelene med delt prosessering er mobilisert. Dette kan illustreres ved at Lerøy kunne legge ned sitt slakteri i Kristiansund, og åpne et nytt, høyteknologisk slakteri på Skjervøy (Lerøy Seafood Group, 2014). Ressursen er også å anse som approprierbar da den øker Lerøys konkurransedyktighet i markedet. Videre har Lerøy kontrollerende eierskap i syv selskaper, og ikke kontrollerende eierskap i ett selskap. Disse selskapene har ulike virkeområder som spenner fra produksjon, til bearbeiding og videreforedling, samt markedsføring.

Det norske arbeidsmarkedet er velfungerende og kunnskapen rundt oppdrett er godt tilstede. Riktignok kan Lerøy sies å ha dyktige ansatte med mye erfaring og ekspertise, men dette er ikke ulikt andre aktører i bransjen. Hvis det skulle være mangel på ekspertise, anser jeg det heller ikke som noen stor oppgave å klare å rekruttere personer med tilfredsstillende egenskaper. Dette fører til at Lerøys menneskelige ressurser ikke er noe ulikt det vi ellers kan forvente av andre aktører i bransjen.

Innen FoU er Lerøy tilsynelatende proaktive, og har kommet sine konkurrenter i forkjøpet. De har blant annet inngått et forskningssamarbeid med Bellona, som inkluderer å se på muligheten for å benytte avfallsstoffer fra lakseproduksjon som innsatsfaktor i laksefôr, bioenergi og bærekraftig produksjon (Lerøy Seafood Group, 2014). Lerøy har også oppnådd

gode resultater ved dyrking av tare, blåskjell og virvelløse organismer. Med sitt fokus på forskning og utvikling besitter Lerøy en viktig ressurs, som vil være svært kostbar og tidkrevende å imitere. De vil som et resultat av å være initiativtager og utvikler, kunne dra nytte av approprierbare nytteeffekter. Jeg anser at dette gir Lerøy en foreløpig fordel, som på sikt kan utvikle seg til en varig konkurransefordel.

### 5.3.4 Oppsummering

Finansielle ressurser	Som andre
Fysiske ressurser	Foreløpig fordel innen produksjon og bearbeiding
Organisatoriske ressurser	Foreløpig fordel innen logistikk, merkevaren Aurora, og merkenavnet Lerøy
Relasjoner	Varig konkurransefordel
Menneskelige ressurser	Som andre
Innovasjon og forskning	Foreløpig konkurransefordel. Har potensiale til å utvikle seg til en varig fordel

Tabell 5.1: VRIO-analysen

## 5.4 SWOT-analysen

SWOT-analysen tar sikte på å identifisere bedriftens styrker (strengths), svakheter (weaknesses), muligheter (opportunities), og trusler (threats). Hensikten med dette er å summere nøkkelfunn fra den eksterne analysen (P5F) og den interne analysen (VRIO). Videre ønsker man å kombinere styrker og muligheter inn i "take-off points", samt kombinere svakheter og trusler inn i implikasjoner (Barney, 2011).

Barney (2011) poengterer at en SWOT-analyse på et selvstendig grunnlag ikke kan ses på som et fullverdig analyseverktøy. For at analysen skal ha noen verdi må det gjøres et grundig arbeid i de analysene som legger grunnlaget for SWOT-analysen. Er disse forholdene på plass, utgjør analysen en god mulighet til å forstå det hele og fulle bildet bedriften må forholde seg til. Altså vil det gi ett godt bilde på bedriftens nåværende og fremtidige situasjon.

#### Styrker:

- Vertikale integrering med egen produksjon av smolt, foredlingsfasiliteter, logistiske løsninger og fysisk tilstedeværelse i det europeiske markedet.
- Stor satsning på forskning og utvikling.
- Benytter avfall fra lakseproduksjonen til oppdrett av andre arter, som sikrer en grønnere profil enn konkurrenter.
- Gjort store investeringer i høyteknologiske anlegg.

#### Svakheter:

- Lang produksjonstid, og produktet har lav holdbarhet.
- Nesten all produksjon foregår i Norge. Produksjonen kan med fordel være mer geografisk differensiert.
- Har fortsatt miljømessige utfordringer som lakselus. Dette fører til en del negativ omtale.
- Rundt 85% av omsetningen til Lerøy kommer fra produksjon av laks og ørret. Dette fører til at selskapet er lite produktdifferensiert, og således utsatt for svingninger i lakseprisen

#### Muligheter:

- Fokuset på miljømessig forskning fører til at Lerøy står bedre rustet til å kjempe om grønne konsesjoner.
- Fortsatt økt etterspørsel etter laks.
- Løsning på problematikken rundt lakselus kan føre til mer produksjonseffektiv drift.

#### Trusler:

- Mangel på marine innsatsvarer fører til økte fôpriser.
- Etablering av nye konkurrenter på den internasjonale arenaen.
- Økonomiske skifter som fører til ugunstig rentenivå og vekslingskurs.
- Fallende laksepriser.
- Mangel på utlysning av nye konsesjoner kan føre til at selskapets produksjonsvekst stagnerer.

Basert på denne strategiske analysen vil jeg forvente at det eksisterer superprofitt i bransjen. Jeg mener utfordringene bransjen står ovenfor vil bli løst innenfor rimelig tid, og at det derfor vil eksistere rom for videre vekst. Dette fører til at jeg regner med en beskjeden vekst over de neste to til tre år, før veksten virkelig tar seg opp igjen. På lang sikt vil en eventuell superprofitt være minimal, men ettersom bransjen her selger mat vil det alltid eksistere en viss etterspørsel.

Jeg mener at Lerøy er en av de aktørene som presterer best i bransjen, og har troen på at fokuset på innovasjon og teknologi vil føre til at de beholder denne posisjonen i mange år frem i tid. Lerøy har også finansielle muskler til å sikre en fremtidig vekst ved å kjøpe opp mindre aktører i bransjen.

## 6.0 Regnskapsanalyse

Hensikten med å gjennomføre en regnskapsanalyse er å få oversikt over selskapets historiske utvikling, og nåværende økonomiske stilling. Ved å identifisere ulike nøkkeltall kan det gjøres interne sammenligninger fra år til år. Videre kan nøkkeltallene benyttes til å evaluere selskapet i forhold til andre relevante selskaper. Slik informasjon er særdeles viktig for ulike interessenter ettersom slikt tallmateriale gjør de kapable til å foreta grundige og optimale beslutninger. Gjennom regnskapsanalysen er det også viktig å identifisere ulike trender, ettersom dette forenkler og bedrer prosessen ved å estimere et fremtidsregnskap. Nøkkeltall vedrørende selskapets soliditet, rentabilitet og likviditet bør prioriteres i en regnskapsanalyse.

Gjesdal (2007) hevder at dagens regnskapslov har et kreditororientert fokus. Der en kreditor vil være mest opptatt av risiko, og da spesielt likviditetsrisiko, vil en investor i større grad rette fokuset mot selskapets lønnsomhet og fremtidig omsetning. Typisk for dette er at resultatregnskapet kombinerer driftsresultatet med kostnaden av finansieringen, og at balansen blander driftsmidler med midler som ikke er knyttet til drift og kapitalstruktur (Koller et al., 2005).

### 6.1 Presentasjon av Årsregnskapet

Datagrunnlaget i denne delen av analysen vil være konsernregnskapet til Lerøy. Dette er fordelaktig ettersom man da får vurdert alle de organisatoriske delene av selskapet samlet. Dette innebærer at alle interne fordringer, gjeldsposter og transaksjoner er eliminert. Lerøy består av en rekke virksomheter som opererer innenfor ulike områder av videreforedlingsprosessen. Det vil derfor være lite hensiktsmessig å sammenligne disse internt og opp mot andre konkurrenter. Altså vil konsernregnskapet vise Lerøy som en økonomisk enhet, hvor både mor- og datterselskap er representert. Dette vil følgelig være hensiktsmessig sett i lys av studiens intensjon.

Analyseperioden vil strekke seg fra år 2009 ut år 2015. Ved å inkludere data som strekker seg over 7 år vil jeg ha et godt utgangspunkt for å utarbeide et fremtidsregnskap senere i studien. Kvartalsrapporten for første kvartal i 2016 vil ikke bli inkludert da den først er klar i midten av mai inneværende år, dette er omtrent samtidig som denne oppgave skal leveres.



Lerøy utarbeider sitt årsregnskap i samsvar med EUs retningslinjer for regnskapsføring IFRS. Styret bekrefter videre at opplysningene i årsregnskapet gir et rettviseende bilde av selskapets og konsernets eiendeler, gjeld, finansielle stilling og resultat som helhet. Dette blir også fastslått i revisors beretning.

Resultatregnskapet og balansen er hentet i sin helhet fra Lerøys årsrapport 2009 – 2015, og strekker seg fra 1 januar 2009 til 31 desember 2015. Beløpene er oppgitt i 1.000 NOK.

<b>RESULTATREGNSKAP</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
Salg- / driftsinntekter	7 473 807	8 887 671	9 176 873	9 102 941	10 764 714	12 579 465	13 450 725
Andre gevinster og tap	-	-	-	-	53 805	117 409	34 206
Vareforbruk / -kjøp	-5 177 492	-5 479 869	-6 184 793	-6 499 768	-7 039 813	-8 450 392	-8 812 414
Endring varelager	135 068	-132 291	318 613	57 449	258 380	447 053	-
Lønn og andre personalkostnader	-690 477	-777 845	-967 789	-1 031 872	-1 094 464	-1 270 880	-1 411 024
Andre driftskostnader	-586 743	-691 791	-858 107	-853 884	-1 004 148	-1 262 518	-1 447 625
<b>EBITDA</b>	<b>1 154 163</b>	<b>1 805 875</b>	<b>1 484 797</b>	<b>774 866</b>	<b>1 938 474</b>	<b>2 160 137</b>	<b>1 813 868</b>
Avskrivninger	-204 007	-219 624	-271 899	-291 768	-307 175	-369 480	-433 916
Nedskrivninger	-	-	-	-33 000	-5 500	-1 982	-
<b>Drift.res. før verd.just. bio.eiend.</b>	<b>950 156</b>	<b>1 586 251</b>	<b>1 212 898</b>	<b>450 098</b>	<b>1 625 799</b>	<b>1 788 675</b>	<b>1 379 952</b>
Verd.just. av biologiske eiendeler	60 483	298 538	-615 767	294 735	764 229	-327 414	188 508
<b>Driftsresultat</b>	<b>1 010 639</b>	<b>1 884 789</b>	<b>597 131</b>	<b>744 833</b>	<b>2 390 028</b>	<b>1 461 261</b>	<b>1 568 460</b>
Inntekt fra tilknyttede selskap	62 744	122 006	19 741	24 831	192 188	91 939	61 376
Netto finansposter	-86 105	-66 272	-81 884	-95 153	-101 840	-119 790	-128 728
<b>Resultat før skattekostnad</b>	<b>987 278</b>	<b>1 940 523</b>	<b>534 988</b>	<b>674 511</b>	<b>2 480 376</b>	<b>1 433 410</b>	<b>1 501 108</b>
Sum skattekostnad	-257 137	-510 952	-156 311	-182 749	-593 981	-328 939	-268 226
<b>Årsresultat</b>	<b>730 141</b>	<b>1 429 571</b>	<b>378 677</b>	<b>491 762</b>	<b>1 886 395</b>	<b>1 104 471</b>	<b>1 232 882</b>

Tabell 6.1: Resultatregnskap 2009 til 2015 (Lerøy Seafood Group ASA)

BALANSE	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>ANLEGGSMIDLER</b>							
Utsatt skattefordel	4 461	3 697	6 546	21 545	11 807	42 263	
Konsesjoner, rettigheter	1 289 977	1 972 239	1 981 726	1 978 924	1 978 656	2 151 686	
Goodwill	1 669 634	1 875 521	1 897 147	1 993 129	2 008 485	2 082 705	
Driftsmidler	843 716	1 116 878	1 362 173	1 289 389	1 434 980	1 659 810	
Bygninger og tomter	381 683	469 456	474 211	805 150	942 032	1 016 906	
Aksjer i tilknyttede selskaper	272 970	338 864	329 168	331 056	735 071	566 965	
Aksjer tilgjengelig for salg	23 115	22 989	23 173	18 281	5 553	8 066	
Langsiktige fordringer	11 928	8 129	8 453	8 607	26 171	32 263	
<b>Sum anleggsmidler</b>	<b>4 497 484</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>OMLØPSMIDLER</b>							
Biologiske eiendeler	1 858 562	2 706 733	2 370 938	2 724 941	3 727 361	3 681 993	
Andre vare	236 311	290 379	328 045	326 227	358 482	524 947	
Kundefordringer	876 127	1 013 932	934 443	995 289	1 486 428	1 427 796	
Andre fordringer	130 734	176 282	148 395	199 083	316 192	302 692	
Kontanter og kontantekvivalenter	707 989	1 357 096	1 597 429	1 082 798	872 513	1 360 272	
<b>Sum omløpsmidler</b>	<b>3 809 723</b>	<b>5 544 422</b>	<b>5 379 250</b>	<b>5 328 338</b>	<b>6 760 976</b>	<b>7 297 700</b>	<b>7 997 127</b>
<b>Sum eiendeler</b>	<b>8 307 207</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>EGENKAPITAL</b>							
Aksjekapital	53 577	54 577	54 577	54 577	54 577	54 577	
Egne aksjer	-12 355	-12 355	-20 479	-330	-330	-330	
Overkurs	2 601 390	2 731 690	2 731 690	2 731 690	2 731 690	2 731 690	
Sum innskutt egenkapital	2 642 612	2 773 912	2 765 788	2 785 937	2 785 937	2 785 937	2 785 936
Opptjent egenkapital	1 639 076	2 671 798	2 497 047	2 528 638	3 969 263	4 476 377	5 099 758
Ikke-kont.eierinteresser	18 568	548 564	534 931	649 381	793 747	817 282	878 358
<b>Sum egenkapital</b>	<b>4 300 256</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>LANGSIKTIG GJELD</b>							
Langsiktig rentebærende gjeld	1 504 707	2 221 701	2 429 365	2 402 770	2 356 803	2 767 118	
Annen langsiktig gjeld	826	1 312	-	-	-	-	
Utsatt skatt	834 877	1 260 028	1 083 693	1 230 458	1 486 972	1 531 262	
Pensjonsforpliktelser	14 990	9 025	7 812	7 646	3 227	6 878	
Andre forpliktelser	-	-	7 168	44 788	36 700	131 980	
<b>Sum langsiktig gjeld</b>	<b>2 355 400</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>KORTSIKTIG GJELD</b>							
Leverandørgjeld	615 996	638 213	705 165	826 677	1 059 434	1 053 524	
Kortsiktige kreditter	646 105	434 121	760 977	911 887	682 574	469 276	
Skyldig offentlige avgifter m.v.	55 671	74 312	62 386	66 914	103 656	70 073	
Betalbar skatt	93 551	395 233	322 105	88 923	320 344	335 062	
Annen kortsiktig gjeld	240 228	323 976	285 410	230 400	305 074	413 595	
Sum kortsiktig gjeld	1 651 551	1 865 855	2 136 043	2 124 801	2 471 082	2 341 530	3 144 116
<b>Sum gjeld</b>	<b>4 006 951</b>	<b>5 357 921</b>	<b>5 664 081</b>	<b>5 810 463</b>	<b>6 354 784</b>	<b>6 778 768</b>	<b>7 219 651</b>
<b>SUM EGENKAPITAL OG GJELD</b>	<b>8 307 207</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>

Tabell 6.2: Balanseoversikt 2009 til 2015 (Lerøy Seafood Group ASA)

## 6.2 Omgruppering av regnskapet

Som nevnt tidligere er dagens regnskapsstandard utviklet i en kreditors perspektiv heller enn en investors. Eierne av et selskap vil i større grad være opptatt av selskapets verdiskapning over tid, og i så måte vil det oppstå en konflikt i regnskapets relevans. Gjesdal (2007) hevder at verken resultatregnskapet eller balansen er hensiktsmessig i nåværende form, dersom formålet med analysen er verdsettelse. Ettersom jeg har en investors perspektiv vil jeg foreta en omgruppering av regnskapet slik at det best belyser selskapets verdi. I en slik omgruppering er det fire punkter som er særlig viktig: Avsette avsatt utbytte som egenkapital i balansen, avdekke brudd på kongruensprinsippet, korrigere for unormale inntekter og utgifter, og skille mellom drift og finansiering (Gjesdal, 2007).

Lerøy fører sitt regnskap etter IFRS, og utbyttet er ført som egenkapital i balansen. Det vil derfor ikke være behov for å behandle denne posten videre i omgrupperingen av regnskapet, ettersom denne posten ikke er kilde til noen forvrengning.

### 6.2.1 Skatt

Skattesatsen bør vurderes på en slik måte at den kan fordeles på det finansielle resultatet og driftsresultatet (Gjesdal, 2007). Lerøy har de senere år hatt negative netto finansposter, noe som fører til fratregg i skattegrunlaget. Dette vil si at den driftsrelaterte skatten er noe høyere enn det som kommer frem i regnskapet, ettersom fratrekket for de finansielle postene behandles samlet med driftsresultatet. Skatt knyttet til finansposter setter jeg til 28% i perioden 2009-2013, og til 27% i perioden 2014-2015.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Renteposter	-82 273	-65 128	-80 592	-94 719	-102 307	-103 223	-128 728
Finansposter	-3 832	-1 144	-1 292	-434	467	-16 567	1
Finansresultat	-86 105	-66 272	-81 884	-95 153	-101 840	-119 790	-128 727
Skatt på finansresultat	-24 109	-18 556	-22 928	-26 643	-28 515	-32 343	-34 756
<b>Netto Finansresultat</b>	<b>-61 996</b>	<b>-47 716</b>	<b>-58 956</b>	<b>-68 510</b>	<b>-73 325</b>	<b>-87 447</b>	<b>-93 971</b>

Tabell 6.3: Netto finansresultat

	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015
Skattekostnad i regnskapet	257 137	510 952	156 311	182 749	593 981	328 939	268 226
Skatt finansresultat	-24 109	-18 556	-22 928	-26 643	-28 515	-32 343	-34 756
<b>Driftsrelatert skatt</b>	<b>281 246</b>	<b>529 508</b>	<b>179 239</b>	<b>209 392</b>	<b>622 496</b>	<b>361 282</b>	<b>302 982</b>
Driftsresultat	1 010 639	1 884 789	597 131	744 833	2 390 028	1 461 261	1 568 460
Inntekt tilknyttede selskap	62 744	122 006	19 741	24 831	192 188	91 939	61 376
Driftsrelatert skattesats (DRS)	26,20 %	26,39 %	29,06 %	27,21 %	24,11 %	23,26 %	18,59 %
Gj.snitt driftsrelatert skatt (gj.DRS)	24,97 %						
(DRS-gj.DRS)	1,23 %	1,41 %	4,08 %	2,23 %	-0,87 %	-1,71 %	-6,38 %

Tabell 6.4: Driftsrelatert skatt og driftsrelatert skattesats

## 6.2.2 Brudd på kongruensprinsippet

Kongruensprinsippet tilsier at endringer i egenkapital bare skal skyldes egenkapitaltransaksjoner og opptjent overskudd. Om andre inntekter føres mot egenkapitalen i stedet for resultatregnskapet oppstår det såkalt ”dirty surplus” eller uren opptjening. Dette er altså skjulte inntekter, og skyldes gjerne urealiserte gevinster og tap knyttet til ulike sikringsinstrumenter, eller valutaendringer (Penman, 2009). Vi skiller mellom to typer uren opptjening i forhold til aktivaenes tilstand. Dette være seg hvorvidt den er midlertidig eller permanent. Riktignok vil begge virke forstyrrende sett i forhold til regnskapsanalysens lønnsomhetsmål. Dette kan løses ved at den urene opptjeningen ”parkeres” midlertidig i egenkapitalen for å bli ført over til resultatet ved en senere anledning. Denne metoden vil kunne føre til feil i rentabiliteten, og er i så måte ikke til å foretrekke. Den andre metoden presenteres i Penman (2009) og går ut på å korrigere for den ”dirty surplus” som forekommer i de aktuelle regnskapsår. Denne metoden er å foretrekke da den generelt er mer treffsikker. Følgende endringer skjer ved at det korrigeres for uren opptjening:

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Egenkapital 01.01	3 764 343	4 300 256	5 994 274	5 797 766	5 963 956	7 548 947	8 079 596
Årsresultat	730 141	1 429 571	378 677	491 762	1 886 395	1 104 471	1 232 882
<b>Dirty surplus</b>	<b>-44 675</b>	<b>2 617</b>	<b>-3 543</b>	<b>-49 961</b>	<b>95 818</b>	<b>6 185</b>	<b>107 171</b>
Egenkapitaltransaksjoner	-149 553	261 830	-571 642	-275 611	-397 222	-580 007	-655 597
Egenkapital 31.12	4 300 256	5 994 274	5 797 766	5 963 956	7 548 947	8 079 596	8 764 052

Tabell 6.5: Egenkapital hvor ”dirty surplus” er spesifisert

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Faktisk årsresultat	730 141	1 429 571	378 677	491 762	1 886 395	1 104 471	1 232 882
Dirty surplus	-44 675	2 617	-3 543	-49 961	95 818	6 185	107 171
<b>Nytt årsresultat</b>	<b>685 466</b>	<b>1 432 188</b>	<b>375 134</b>	<b>441 801</b>	<b>1 982 213</b>	<b>1 110 656</b>	<b>1 340 053</b>

Tabell 6.6: Nytt årsresultat inkludert ”dirty surplus”

### 6.2.3 Unormale poster

Når en skal foreta en verdsettelse av et selskap er det viktig å skille de varige resultatelementene fra de midlertidige. De varige elementene inkluderer typiske driftsrelaterte inntekter og utgifter som gjentas i regnskapet over tid. De midlertidige elementene er gjerne engangshendelser eller faktorer som ikke nødvendigvis kan knyttes opp mot selskapets kjernevirksomhet (Gjesdal, 2007). Midlertidige elementer vil da kategoriseres som unormale poster. Det er viktig å identifisere slike poster ettersom dette er med på å skape et bilde av hva som er selskapets ”normale” driftsresultat. Det normaliserte driftsresultatet egner seg best når en skal predikere den videre utviklingen, ettersom den ekskluderer enkelthendelsers påvirkning på regnskapet. Altså vil forholdstallene i regnskapsanalysen være mer reliable.

Unormale poster kan også innebære forhold som oppstår jevnt, men som opptrer på en ubestemmelig eller udefinert måte (Gjesdal, 2007). I denne casen vil verdijustering av biologiske eiendeler og endring i varelager havne i en slik kategori. Verdien av biologiske eiendeler blir fastsatt ved å estimere antall kilo levende laks i merd og multiplisere dette med spottpris på laks. Verdien av varelager referer til endring i kostpris som følge av tillagte kostnader fratrukket reduksjon ved høsting (Lerøy Seafood Group ASA, 2014). Ved å ekskludere disse postene fra analysen vil eiendeler også reduseres, ettersom dette er faktorer representert i selskapets balanse. Disse postene har som regel en verdiøkning, og således vil Lerøys resultat reduseres ved å utelate disse. Lavere verdi på varelager og biologisk eiendeler vil også redusere varekostnaden ved salg noe som igjen vil øke resultatet og således skattekostnaden. Over tid vil ikke effekten av å utelate disse posteringene ha noen innvirkning på inntektene eller skattekostnadene, ettersom disse vil øke betraktelig i salgøyeblikket. Dette er riktignok en forenkling av virkeligheten ettersom det i realiteten tar tre år å produsere laks. I gitte eksempel vil vareforbruket påvirkes i det inneværende regnskapsår, når det i realiteten vil ha påvirkningskraft over de to påfølgende år. I verdsettelsen vil selskapets evne

til å generere fremtidige kontantstrømmer være av større betydning enn selskapets eiendeler og således vil ikke relabiliteten i regnskapsanalysen påvirkes av å fjerne disse postene. I regnskapet til Lerøy er det heller ikke samsvar mellom endring i varelager og biologiske eiendeler i resultatregnskapet og motposten i balansen. Sett i lys av disse forhold anser jeg det som fordelaktig å ekskludere nevnte forhold fra analysen.

Posten andre gevinster og tap inkluderer forhold som gevinst ved salg av konsesjoner ved avvikling av virksomhet, ny verdimåling ved virksomhets sammenslutning og salg av varige driftsmidler. Dette er helt klare enkelthendelser som ikke bør påvirke selskapets normale driftsinntekter og vil derfor bli utelatt. I regnskapene før 2013 er salg av anleggsmidler inkludert i posten driftsinntekter. Ulike gevinster og tap ved salg av anleggsmidler er derfor identifisert og ført opp som unormale poster.

Jeg har også valgt å fjerne andre finansinntekter og andre finanskostnader. Dette er gjort fordi de ikke er spesifisert i årsregnskapet og opptrer relativ uforutsigbart. Det er også fjernet en nedskrivning av finansielle anleggsmidler som forekom i 2014. Poster knyttet til unormalt driftsresultat og finansresultater identifiseres som følgende: \*manglende tall skyldes ufullstendig kvartalsrapport.

	2 009	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015
Andre gevinster tap	-	-	-	-	53 805	117 409	34 206
Endring varelager	135 068	-132 291	318 613	57 449	258 380	447 053	-
Nedskrivninger	-	-	-	-33 000	-5 500	-1 982	-
Verd.just. biologiske eiendeler	60 483	298 538	-615 767	294 735	764 229	-327 414	188 508
Gevinst/tap salg driftsmidler	220	2 757	14 060	5 795	-	-	-
<b>Unormalt driftsresultat</b>	<b>195 771</b>	<b>169 004</b>	<b>-283 094</b>	<b>324 979</b>	<b>1 070 914</b>	<b>235 066</b>	<b>222 714</b>
Skatt unormalt driftsresultat	51 296	44 593	-82 256	88 413	258 166	54 678	41 402
Dirty surplus	-44 675	2 617	-3 543	-49 961	95 818	6 185	107 171
Unorm.skatt på norm.driftsres.	15 884	34 124	31 704	21 310	-26 068	-31 199	-119 447
<b>Netto unormalt driftsresultat</b>	<b>83 917</b>	<b>92 905</b>	<b>-236 085</b>	<b>165 295</b>	<b>934 634</b>	<b>217 773</b>	<b>407 930</b>
Andre finansinntekter	1 761	3 773	3 231	2 967	4 305	14 843	1
Andre finanskostnader	-5 593	-4 917	-4 523	-3 401	-3 838	-5 410	1
Nedskrivning fin.anl.mid	-	-	-	-	-	-26 000	1
<b>Unormalt finansresultat</b>	<b>-3 832</b>	<b>-1 144</b>	<b>-1 292</b>	<b>-434</b>	<b>467</b>	<b>-16 567</b>	<b>1</b>
Skatt unormalt finansresultat	-1 073	-320	-362	-122	131	-4 473	0
<b>Netto unormalt finansresultat</b>	<b>-2 759</b>	<b>-824</b>	<b>-930</b>	<b>-312</b>	<b>336</b>	<b>-12 094</b>	<b>1</b>

Tabell 6.7: Unormalt driftsresultat og finansresultat

#### 6.2.4 Skille mellom drift og finansiering

De finansielle og driftsrelaterte eiendelene verdsettes på ulik måte, og det er derfor viktig å skille på disse to ettersom de bør behandles ulikt. Driftsrelaterte eiendeler verdsettes ved å neddiskontere fremtidig inntjening inkludert markedsverdien. Den virkelige verdien av finansielle eiendeler er lik den bokførte verdi ettersom denne legger grunnlaget for vurderingsprinsippet i regnskapsføringen (Gjesdal, 2007). Det er ingen tydelige avgrensinger mellom drift og finans i årsregnskapet til Lerøy. For å tydeliggjøre hvilke faktorer som er driftsrelatert og hvilke som er driftsfremmed (finansielle), vil jeg omgruppere regnskapet inn i driftsrelaterte poster og finansielle poster. Videre er det viktig at det er samsvar mellom balanse og regnskap etter omgrupperingen.

De fleste postene i resultatregnskapet er greie å kategorisere som enten driftsrelaterte eller finansielle, og vil ikke kreve en nærmere begrunnelse. Det eksisterer dog enkelte poster jeg finner det hensiktsmessig å gi en vurdering rundt. Inntekt fra tilknyttede selskap kommer fra datterselskap innen samme bransje, og er dermed driftsrelatert. Posten andre gevinster og tap inkluderer forhold som gevinst ved salg av konsesjoner ved avvikling av virksomhet, ny verdimåling ved virksomhets sammenslutning og salg av varige driftsmidler. Jeg anser ingen av disse forholdene som finansielle, og således vil dette klassifisere som driftsinntekter.

Som nevnt tidligere må det som er finansrelatert eller driftsrelatert i regnskapet reflektere det samme i balansen. Dette kan i enkelte tilfeller utgjøre en utfordring da det ikke alltid vil finnes klare retningslinjer, men heller bero på den enkeltes valg og preferanser (Gjesdal, 2007). En slik post er kontanter og bankinnskudd. Her er den beholdning som er nødvendig for driften driftsrelatert, mens overskuddslikviditet er finansielt (Gjesdal, 2007).

Beholdningen av kontanter og kontantekvivalenter har over de siste år vært varierende, men jeg anser den ikke for å være forholdsmessig stor, og den vil derfor behandles som driftsrelatert. Det samme kan sies om leverandørgjelden, som også settes som driftsrelatert.

Posten andre fordringer inneholder finansielle faktorer som valutaterminkontrakter. En vesentlig del av konsernets omsetning skjer i andre valutaer enn NOK. Konsernet reduserer derfor sin regnskapsmessige valutarisiko ved at kontrakter sikres en til en med valutaterminkontrakter, mens ukentlige valutainntekter fra spotsalg selges fortløpende. Denne

praksisen ser jeg ikke på som direkte relatert til drift, og den vil derfor bli klassifisert som finansiell. Det samme gjør aksjer og verdipapirer som er holdt for handelsformål.

Den langsiktige gjelden er rentebærende, og således en finansiell aktivitet. I Lerøys årsrapport kommer det frem at posten andre forpliktelser omhandler finansielle instrumenter og denne settes derfor som en finansiell post. Videre finner jeg at annen kortsiktige gjeld referer til klare driftsrelaterte poster, i motsetning til kortsiktige kreditter.

## 6.2.5 Det omgrupperte resultatregnskapet

	2009	2012	2011	2012	2013	2014	2015
Salgs-/driftsinntekter	7 473 807	8 887 671	9 176 873	9 102 941	10 764 714	12 579 465	13 450 725
Vareforbruk/-kjøp	-5 177 492	-5 479 869	-6 184 793	-6 499 768	-7 039 813	-8 450 392	-8 812 414
Lønn og andre personalkost.	-690 477	-777 845	-967 789	-1 031 872	-1 094 464	-1 270 880	-1 411 024
Andre driftskostnader	-586 743	-691 791	-858 107	-853 884	-1 004 148	-1 262 518	-1 447 625
Avskrivninger	-204 007	-219 624	-271 899	-291 768	-307 175	-369 480	-433 916
Inntekt fra tilknyttede selskap	62 744	122 006	19 741	24 831	192 188	91 939	61 376
<b>Driftsresultat før skatt</b>	<b>877 832</b>	<b>1 840 548</b>	<b>914 026</b>	<b>450 480</b>	<b>1 511 302</b>	<b>1 318 134</b>	<b>1 407 122</b>
Skatt på driftsresultat	219 215	459 628	228 254	112 496	377 408	329 169	351 392
<b>Driftsresultat etter skatt</b>	<b>658 617</b>	<b>1 380 920</b>	<b>685 772</b>	<b>337 984</b>	<b>1 133 894</b>	<b>988 965</b>	<b>1 055 730</b>
Renteposter	-82 273	-65 128	-80 592	-94 719	-102 307	-103 223	-128 728
Skatt på renteposter	-23 036	-18 236	-22 566	-26 521	-28 646	-27 870	-34 757
<b>Nettoresultat til egenkapitalen</b>	<b>599 380</b>	<b>1 334 027</b>	<b>627 746</b>	<b>269 787</b>	<b>1 060 233</b>	<b>913 612</b>	<b>961 759</b>
Unormalt netto driftsresultat	83 917	92 905	-236 085	165 295	934 634	217 773	407 930
Unormalt netto finansresultat	-2 759	-824	-930	-312	336	-12 094	1
<b>Fullst. res. til egenkapitalen</b>	<b>680 538</b>	<b>1 426 108</b>	<b>390 730</b>	<b>434 770</b>	<b>1 995 203</b>	<b>1 119 291</b>	<b>1 369 690</b>
Egenkapitaltransaksjoner	-149 553	261 830	-571 642	-275 611	-397 222	-580 007	-655 597
<b>Endring egenkapital</b>	<b>530 985</b>	<b>1 687 938</b>	<b>-180 912</b>	<b>159 159</b>	<b>1 597 981</b>	<b>539 284</b>	<b>714 093</b>

Tabell 6.8: Omgruppert resultatregnskap

Det omgrupperte resultatregnskapet skiller mellom drift og finansiering. Videre har jeg valgt å skille ut de unormale resultatene fra nettoresultatet til egenkapitalen. Dette resultatet ligger noe under det opprinnelige årsresultatet. Driveren bak dette forholdet er verdijusteringen av den biologiske massen som jeg har definert som unormal drift. Jeg kan ikke se at den urene opptjeningen i seg selv utgjør noen store forskjeller. Sånn sett ser det ikke ut til Lerøy benytter denne metoden for å bedre det regnskapsmessige resultatet, i forhold til hva som er reelt.



## 6.2.6 Den omgrupperte balansen

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Driftsrelaterte anleggsmidler	4 189 471	5 437 791	5 721 803	6 088 137	6 375 960	6 953 370	7 291 085
Langsiktig driftsrelatert gjeld	849 867	1 269 053	1 098 673	1 282 892	1 526 899	1 670 120	1 698 412
Netto driftsrel. anleggsmidler	3 339 604	4 168 738	4 623 130	4 805 245	4 849 061	5 283 250	5 592 673
Driftsrelaterte omløpsmidler	3 678 989	5 368 140	5 230 855	5 129 255	6 444 784	6 995 008	7 997 127
Driftsrelatert kortsiktig gjeld	1 005 446	1 431 734	1 375 066	1 212 914	1 788 508	1 872 254	1 678 972
Driftsrelatert arbeidskapital	2 673 543	3 936 406	3 855 789	3 916 341	4 656 276	5 122 754	6 318 155
Netto driftseiendeler	6 013 147	8 105 144	8 478 919	8 721 586	9 505 337	10 406 004	11 910 828
Finansielle anleggsmidler	308 013	369 982	360 794	357 944	766 795	607 294	695 491
Finansielle omløpsmidler	130 734	176 282	148 395	199 083	316 192	302 692	-
Finansielle eiendeler	438 747	546 264	509 189	557 027	1 082 987	909 986	695 491
<b>Sysselsatte eiendeler</b>	<b>6 451 894</b>	<b>8 651 408</b>	<b>8 988 108</b>	<b>9 278 613</b>	<b>10 588 324</b>	<b>11 315 990</b>	<b>12 606 319</b>
Egenkapital	4 281 688	5 445 710	5 262 835	5 314 575	6 755 200	7 262 314	7 885 694
Ikke kontr. eierinteresser	18 568	548 564	534 931	649 381	793 747	817 282	878 358
Langsiktig finansiell gjeld	1 505 533	2 223 013	2 429 365	2 402 770	2 356 803	2 767 118	2 377 123
Kortsiktig finansiell gjeld	646 105	434 121	760 977	911 887	682 574	469 276	1 465 144
Finansiell gjeld	2 151 638	2 657 134	3 190 342	3 314 657	3 039 377	3 236 394	3 842 267
<b>Sysselsatt kapital</b>	<b>6 451 894</b>	<b>8 651 408</b>	<b>8 988 108</b>	<b>9 278 613</b>	<b>10 588 324</b>	<b>11 315 990</b>	<b>12 606 319</b>

Tabell 6.9: Omgruppert balanse

Den omgrupperte balansen er gruppert med fokus på sysselsatt kapital. Postene er fordelt som følger:

<b>Driftsrelaterte anleggsmidler</b> Utsatt skattefordel Konsesjoner, rettigheter Goodwill Varige driftsmidler	<b>Finansielle anleggsmidler</b> Aksjer i tilknyttede selskaper Aksjer tilgjengelig for salg Langsiktige fordringer	<b>Egenkapital</b> Innskutt egenkapital Opptjent egenkapital
<b>Driftsrelaterte omløpsmidler</b> Biologiske eiendeler Varer Kundefordringer Betalingmidler	<b>Finansielle omløpsmidler</b> Andre fordringer	
<b>Driftsrelatert kortsiktig gjeld</b> Leverandørgjeld Skyldige offentlige avgifter Betalt skatt Annen kortsiktig gjeld	<b>Finansiell kortsiktig gjeld</b> Kortsiktige kreditter	
<b>Driftsrelatert langsiktig gjeld</b> Utsatt skatteforpliktelse Pensjonsforpliktelser	<b>Finansiell langsiktig gjeld</b> Langsiktig rentebærende gjeld	

Tabell 6.10: Fordeling av poster i omgruppert balanse

## 6.3 Nøkkeltallanalyse

Hensikten med en nøkkeltallsanalyse er å kartlegge selskapets langsiktige- og kortsiktige risiko, samt dens lønnsomhet. Dette gjøres gjennom en kapitalstrukturanalyse, likviditetsanalyse og en lønnsomhetsanalyse (Langli, 2010). De ulike forholdstallene vil være med å beskrive selskapets utvikling og ”sammensetning”. En skal riktignok være forsiktig med å generalisere resultatene av en slik analyse, ettersom disse vil være generelt, men ikke eksplisitt, ulike på tvers av bransjer. For å gi et best mulig bilde av Lerøys situasjon vil jeg derfor sammenligne resultatene med de generelle verdiene i bransjen der det er hensiktsmessig.

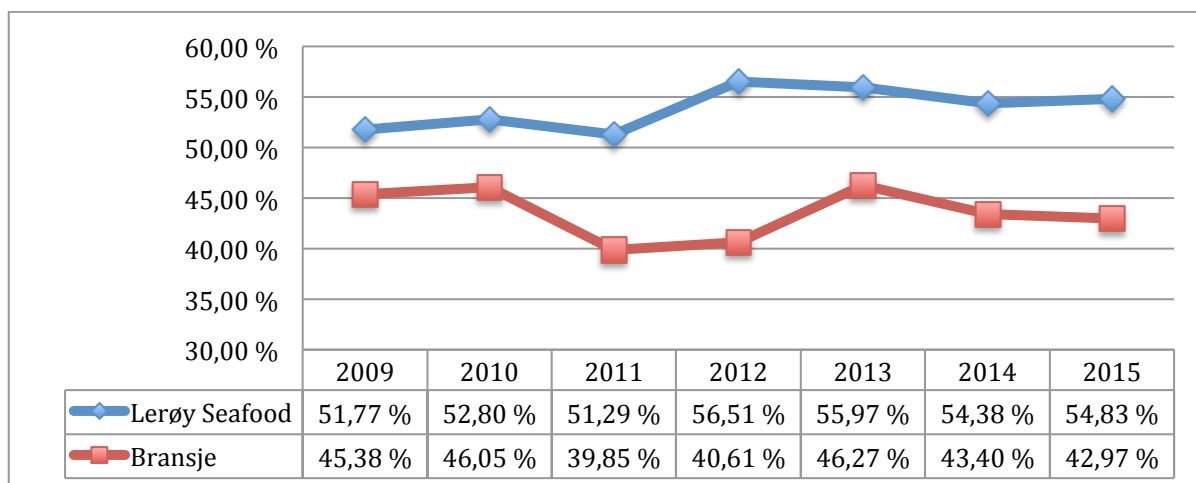
Regnskapsanalysen vil bli gjort på bakgrunn av utviklingen over de syv siste år. Forholdstallene vil bli sett i lys av bransjens forholdstall. Bransjen er tidligere definert, og består av Marine Harvest, SalMar, Grieg Seafood og Norway Royal Salmon. Alt datamaterialet brukt i analysen følger i sin helhet som vedlegg A.

### 6.3.1 Kapitalstrukturanalyse

I kapitalstrukturanalysen ønsker vi å analysere hvordan bedriftens eiendeler er finansiert, og bedriftens evne til å tåle tap. Dette kan også kalles en soliditetsanalyse. Soliditeten forklarer selskapets sammensetning av egenkapital og gjeld. Denne sammensetningen vil gi gode indikasjoner på selskapets evne til å takle fremtidige tap. Soliditet omhandler langsiktig risiko, og typiske forholdstall er egenkapitalandel, gjeldsgrad og rentedekningsgrad.

Egenkapitalandelen illustrerer hvor stor andel av selskapets eiendeler som er finansiert med egenkapital. Dette er et viktig forholdstall ettersom perioder med underskudd vil tære på egenkapitalen. Altså gir dette en indikasjon på hvor store tap en bedrift kan utsettes for før det tærer på fremmedkapitalen. Langli (2010) anbefaler en egenkapitalandel på over 30%, og karakteriserer en andel under 10% som meget dårlig. Egenkapitalandelen defineres som:

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

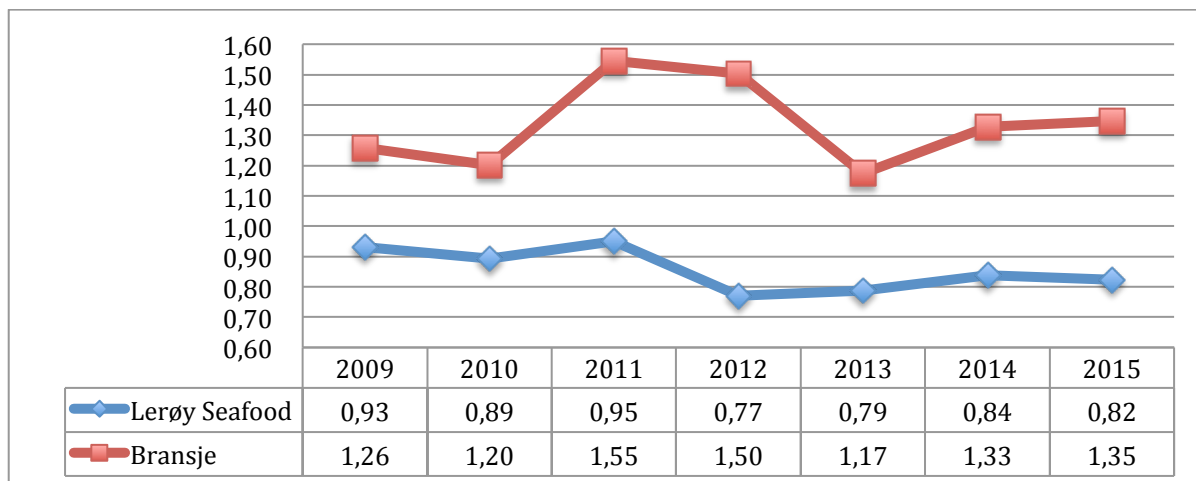


Figur 6.1: Egenkapitalandel

Lerøys egenkapitalandel er stabil, og ligger i intervallet 50- 55% i perioden. Innen oppdrettsnæringen er det viktig med en god egenkapitalandel ettersom store deler av selskapets kapital er bundet opp i de biologiske eiendelene. Dette er levende laks i merder, og utgjør den fremtidige inntjeningen. Skulle noe uforutsett skje, som sykdom, kan det bli nødvendig å foreta nedslaktning. Dette vil gå kraftig utover fremtidige driftsinntekter, som igjen kan bidra til underskudd. Bransjens gjennomsnittlige egenkapitalandel ligger rundt 10% under Lerøys. Altså er ikke bare Lerøys egenkapitalandel generelt høy, den er også bransjespesifikk høy. Dette er positivt ettersom det øker Lerøys evne til å takle fremtidige tap, samtidig som det gir god kredittverdighet. Langli (2010) påpeker riktignok at et selskap med særlig høy egenkapitalandel må passe seg for ineffektiv drift, ettersom kreditorenes rentekrav ofte ligger under avkastningskravet.

Gjeldsgraden uttrykker forholdet mellom gjeld og egenkapital, som forteller hvordan selskapet er finansiert. En gjeldsgrad på 1 vil si at bedriften har like stor gjeld som egenkapital. Høy gjeldsgrad innebærer at investorer generelt vil kreve høyere avkastning for å kompensere for den finansielle risikoen. Bedriften er mer solid jo lavere forholdstallet er (Langli, 2010). Gjeldsgraden defineres som:

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

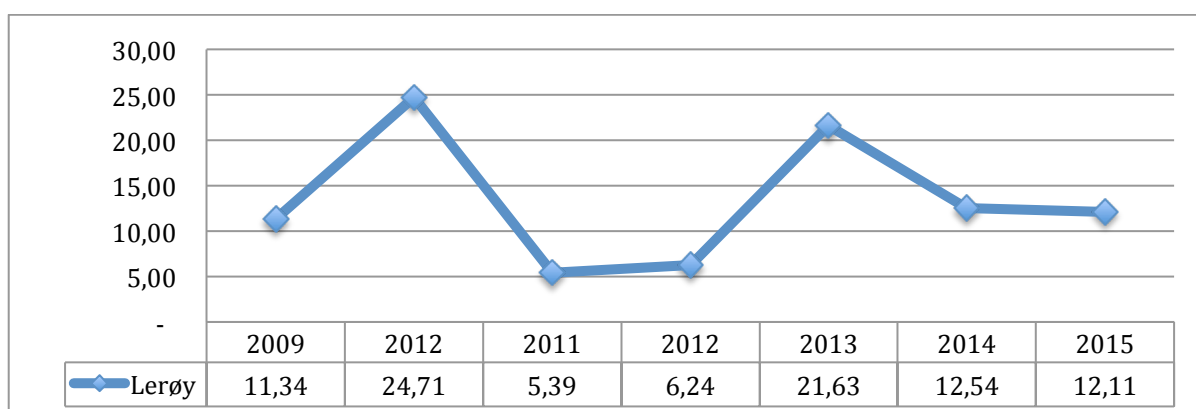


Figur 6.2: Gjeldsgrad

Gjeldsgraden til Lerøy har økt noe over de tre siste år, men den er allikevel under 1. Dette vil si at Lerøy finansierer sine eiendeler med en større del egenkapital enn gjeld. Lerøy har også en lavere gjeldsgrad enn bransjen generelt. Jeg anser denne gjeldsgraden for å være svært god.

For å kartlegge i hvilken grad et selskap er rustet for å betale sine rentekostnader, ser vi på rentedekningsgraden. Denne analysen tar utgangspunkt i resultatregnskapet, og illustrer hvor mange ganger driftsresultatet kunne betjent rentekostnadene (Langli, 2010). Ved et forholdstall lavere enn 1 er selskapet teknisk konkurs. Rentedeckningsgraden defineres som følger:

$$\text{Rentedeckningsgrad} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt} + \text{rentekostnad}}{\text{Rentekostnad}}$$



Figur 6.3: Rentedeckningsgrad

Rentedekningsgraden er generelt god over hele perioden. Det laveste nivået er i år 2011 og 2012, men den er fortsatt over 5, noe som anses som bra. De store svingningene i perioden skyldes svikt i inntektsgrunnlaget. Som tidligere nevnt, styres inntektene i stor grad av prisen på laks, og kronekurs. Sett under ett vil jeg si at forholdstallene er meget tilfredsstillende.

Soliditetsanalysen viser at Lerøy er svært godt rustet til å takle den langsiktige risikoen. Forholdstallene er jevnt over bedre enn det de er for bransjen generelt. Sett under ett føler jeg at selskapets soliditet er svært god.

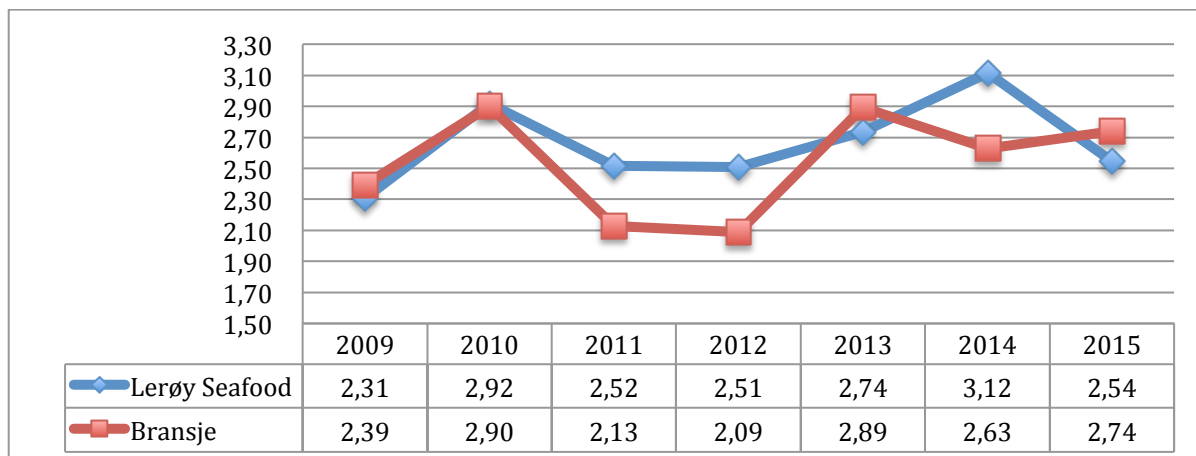
### 6.3.2 Likviditetsanalyse

I likviditetsanalysen er vi opptatt av å evaluere bedriftens evne til å betale sine forpliktelser etter hvert som de forfaller. De mest brukte forholdstallene for å vurdere selskapets stilling er Likviditetsgrad 1, også kalt ”current ratio” og ”bankers ratio”, og Likviditetsgrad 2, også kalt ”acid test” eller ”syretesten” (Langli, 2010). Likviditetsgraden er definert som følger:

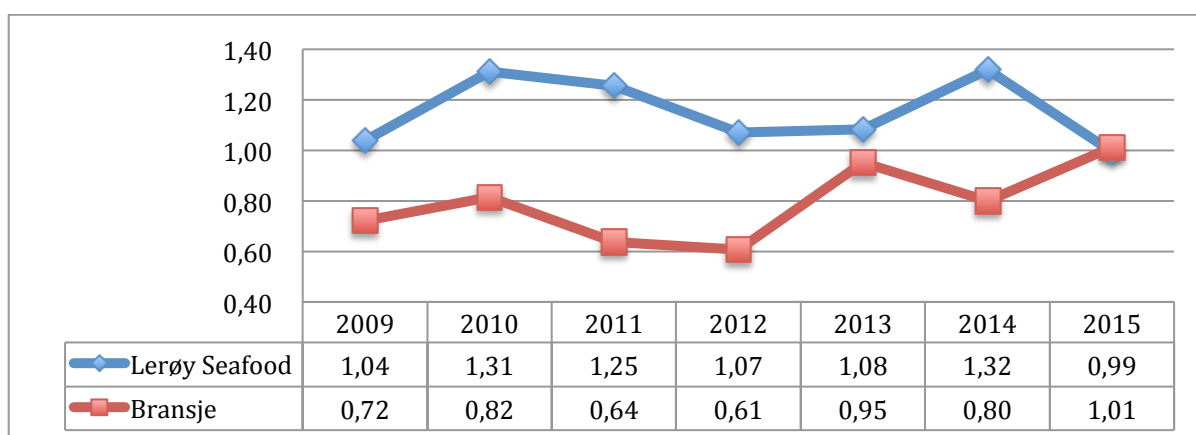
$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

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

Opp gjennom tidene er det blitt hevdet at likviditetsgrad 1 bør være minst 2, det vil si at omløpsmidlene er dobbelt så store som den kortsiktige gjelden. Halvparten av omløpsmidlene vil da være finansiert med langsiktig gjeld. Videre bør likviditetsgrad 2 være større enn 1, det vil si at de mest likvide omløpsmidlene bør være minst like store som den kortsiktige gjelden (Langli, 2010). I dette tilfellet vil de mest likvide omløpsmidlene utgjøre alle omløpsmidler fratrukket varelager og de biologiske eiendelene. Grunnet moderne betalingsløsninger og et minket behov for varelager hevder Langli (2010) at normaltallene for likviditetsgradene ikke kan brukes som en tommelfingerregel i dagens industri. For å denne seg en oppfatning om hva som er et normalt nivå på likviditetsgrad 1 og 2 er det nødvendig å sammenligne med hva som er nivået hos andre bedrifter. Langli (2010) hevder at det kun er aktuelt å analysere likviditetssituasjonen nærmere hvis den aktuelle bedriften har likviditetsnivåer som er vesentlig lavere, eller høyere enn bransjegjennomsnittet.



Figur 6.4: Likviditetsgrad 1



Figur 6.5: Likviditetsgrad 2

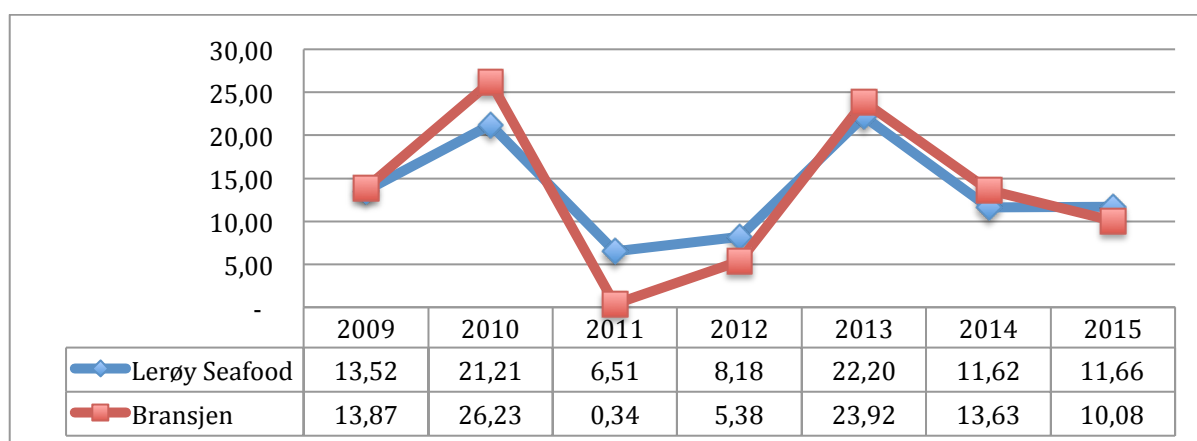
Likviditetsgraden til Lerøy er god og relativt stabil over hele perioden. Dette vitner om en stabil utvikling i gjelden og omløpsmidler. Sett i forhold til bransjen er nivåene normale. Forholdet mellom likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2 illustrer at de biologiske eiendelene utgjør en stor del av omløpsmidlene. Sett under ett er det forhold som tyder på at bransjen generelt preges av høye normaltall for likviditetsgrad 1, og lave normalitetstall for likviditetsgrad 2. Generelt finner en støtte for at Lerøy ligger stabilt over likviditetsgraden for bransjegjennomsnittet. De store forskjellene i år 2010-2012 skyldes i stor grad at Grieg Seafood gikk gjennom en tøff periode. Likviditetsgraden over disse årene var såpass lav at den var med på å dra de generelle bransjeverdier ned. Altså er det unormaliteter hos Grieg Seafood som her er avgjørende for avviket og ikke Lerøy. Jeg finner ikke bevis for forhold som tyder på at Lerøy vil ha problemer med å betjene sine forpliktelser. Slik jeg ser det innfrir selskapet både generelle- og bransjespesifikke krav hva gjelder likviditet.

### 6.3.3 Lønnsomhetsanalyse

En analyse av selskapets lønnsomhet består i å undersøke selskapets evne til å tjene penger gitt de ressursene det rår over (Langli, 2010). Selve lønnsomheten analyseres gjennom regnskapstallene og kalles rentabilitet. God lønnsomhet er helt avgjørende om man ønsker at en investor skal skyte inn kapital i selskapet. I så måte er en lønnsomhetsanalyse svært viktig når en ønsker å si noe om selskapets nåværende og fremtidige situasjon. Klarer ikke selskapet å generere overskudd, vil det også være lite fristende å investere midler her. I denne lønnsomhetsanalysen vil jeg bruke nøkkeltallene egenkapitalrentabilitet, total kapitalrentabilitet, avkastning på sysselsatt kapital og netto driftsrentabilitet.

Før jeg går i gang med rentabilitetsmålene ønsker jeg å se på resultatgrad 1. Dette forholdstallet måler selskapets lønnsomhet i forhold til salget, ved å vise hvor stor del av driftsinntektene som blir ført over til resultatet. I så måte vil man umiddelbart få et oversiktlig bilde på selskapets lønnsomhet. Resultatgrad 1 er definert som følger:

$$\text{Resultatgrad 1} = \frac{\text{Driftsresultat}}{\text{Driftsinntekter}} \times 100$$

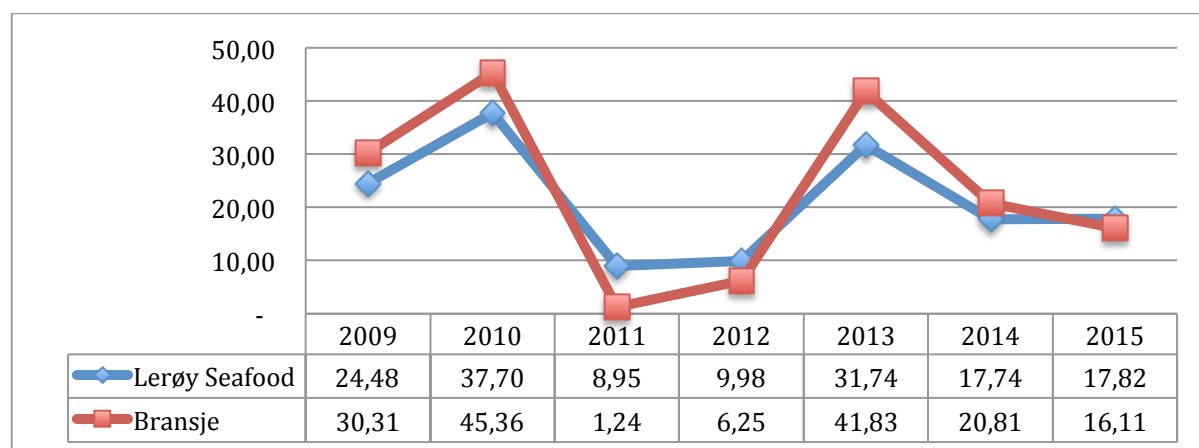


Figur 6.6: Resultatgrad 1

Som vi kan se av grafen ligger Lerøys resultatgrad noe under bransjegenomsnittet. Sett under ett er tallene ganske gode, og de to siste år har rundt 11,6 prosent av Lerøys inntekter gjort seg gjeldene i driftsresultatet.

Formålet med egenkapitalrentabiliteten er å måle regnskapsmessig avkastning på den kapitalen eierne har investert i selskapet. Den investerte kapitalen er gjennomsnittet av innskutt kapital og opptjent kapital ved periodens begynnelse og slutt, slik den fremkommer i balansen. Egenkapitalen vektes som et gjennomsnitt ettersom resultat er opptjent gjennom hele perioden (Langli, 2010). Egenkapitalrentabiliteten defineres som følger:

$$\text{Egenkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Årsresultat} \times 100}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$



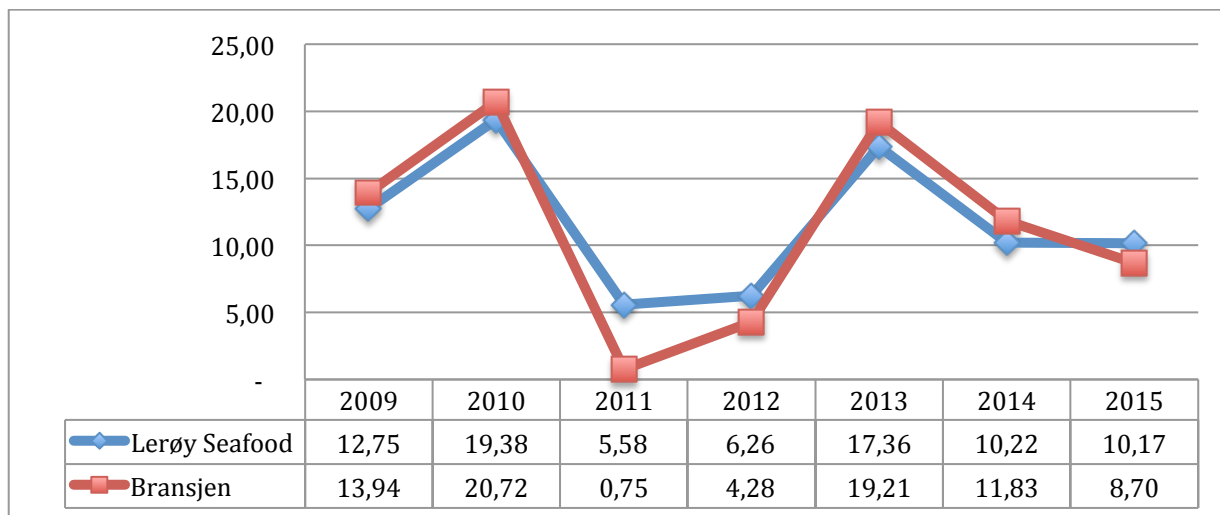
Figur 6.7: Egenkapitalrentabiliteten

Lerøy har en i løpet av perioden en egenkapitalrentabilitet nokså lik den man finner i bransjen. Riktignok kan man se en noen avtagende trend i markedet. Uansett vil jeg hevde at en egenkapitalrentabilitet på rundt 17% er akseptabelt.

Totalkapitalrentabiliteten forteller hvor stor inntjening bedriften har hatt på sin totale kapital, uavhengig av hvordan denne kapitalen er finansiert. Vi ser altså på hvor stor verdiskapning balansens eiendelsside har generert i løpet av en periode, uten å ta hensyn til hvordan genererte verdier blir fordelt mellom partene vi finner på balansens egenkapitals- og gjeldsside (Langli, 2010). Totalkapitalrentabiliteten defineres som følger:

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{(\text{Driftsresultat} + \text{finansinntekter}) \times 100}{\text{Gjennomsnittlig totalkapital}}$$





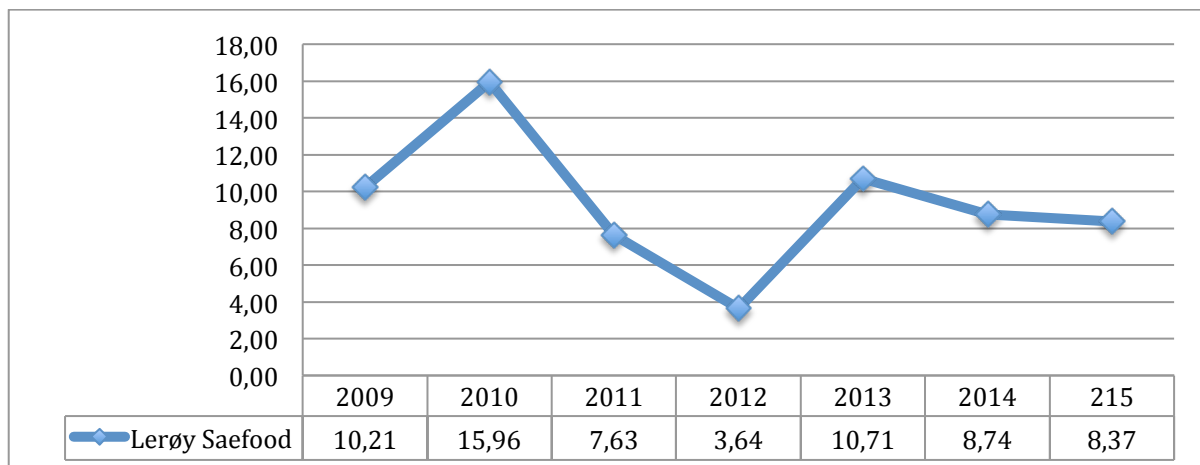
Figur 6.8: Totalkapitalrentabiliteten

Utviklingen i totalkapitalrentabiliteten har nokså lik utvikling som egenkapitalrentabiliteten. Også her ligger Lerøy omtrentlig likt med bransjegjennomsnittet. De siste to år har totalkapitalrentabiliteten stabilisert seg på rundt 10%, noe som kan betegnes som bra. I det store og hele ser det ut til at oppdrettsnæringen preges av god lønnsomhet.

Koller et al. (2005) hevder det vil være mer hensiktsmessig å bruke ROIC i stedet for totalkapitalrentabiliteten og egenkapitalrentabiliteten, fordi denne fokuserer direkte på selskapets drift. ROIC er avkastning på sysselsatt kapital, og bør ses i lys av avkastningskravet (WACC). Avkastningen på den sysselsatte kapitalen etter skatt bør være høyere enn det etablerte avkastningskravet, ettersom dette er en indikasjon på verdiskapning. Gjesdal (2007) definerer avkastning på sysselsatt kapital som følger:

$$\text{Avkastning på sysselsatt kapital} = \frac{\text{Drifstresultat} - \text{skatt}}{\text{Sysselsatt kapital}} \times 100$$

Sysselsatt kapital er egenkapitalen + netto rentebærende gjeld. Denne posten er tidligere omhandlet i den omgrupperte balansen.



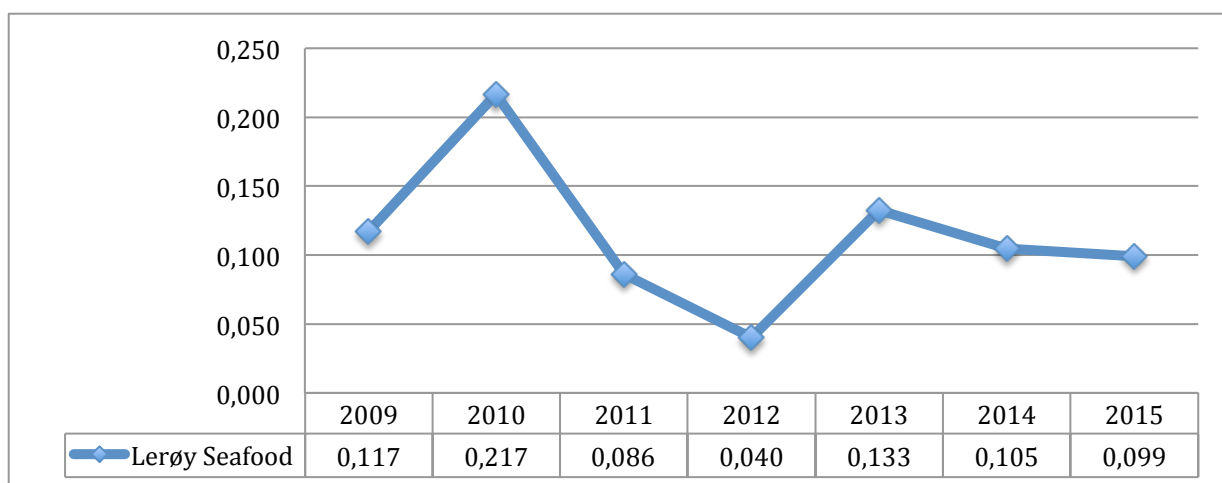
Figur 6.9: Avkastning på sysselsatt kapital

Netto driftsrentabilitet viser hvor mye netto driftskapital gir i prosentvis avkastning, og er definert som følger:

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{NDR_t}{NDK_{t-1} + \left( \frac{\Delta NDK_t - NDR_t}{2} \right)}$$

,der: NDR= netto driftsresultat

NDK= netto driftskapital



Figur 6.10: Netto driftsrentabilitet

## 6.4 Syntetisk rating

For å oppsummere analysen gjøres det en kredittvurdering basert på syntetisk rating.

Gjennom en syntetisk rating er hensikten å gi selskapet en karakter fra A til D basert på selskapets kredittverdighet. A vil da være den beste karakteren, mens D er dårligste karakter, og indikerer at selskapet nærmer seg konkurs. Kredittverdigheten bestemmes på bakgrunn av de fire forholdstallene likviditetsgrad, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. Alle disse forholdstallene er behandlet i nøkkeltallsanalysen. Den syntetiske ratingen er her basert på Standard & Poor's sin metode for kredittrisiko basert på historiske tall (Knivsflå, 2015). Rammeverket følger som vedlegg B.

Nedenfor har jeg skissert nøkkeltallene til Lerøy, og ratet selskapet på bakgrunn av disse. Jeg har også foretatt en snittrating for hvert år. En slik snittrating illustrer selskapets risiko for å gå konkurs, samt kredittrisikofaktoren knyttet til selskapets opptagelse av lån.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Nøkkeltall</b>							
Likviditetsgrad 1	2,31	2,92	2,52	2,51	2,74	3,12	2,54
Rentedekningsgrad	11,34	24,71	5,39	6,24	21,63	12,54	12,11
Egenkapitalandel	0,5177	0,5280	0,5129	0,5651	0,5597	0,5438	0,5483
Netto driftsrentabilitet	0,117	0,217	0,086	0,04	0,133	0,105	0,099
<b>Rating</b>							
Likviditetsgrad 1	A-	A	A	A	A	A+	A
Rentedekningsgrad	AAA-	AAA	AA	AA+	AAA	AAA-	AAA-
Egenkapitalandel	A-	A-	A-	A-	A-	A-	A-
Netto driftsrentabilitet	BBB+	AA-	BBB-	B	A-	BBB+	BBB
Snitt rating	A	AA-	A-	BBB+	AA-	AA-	A
Konkurssanssynlighet	0,24 %	0,18 %	0,30 %	0,35 %	0,18 %	0,18 %	0,24 %

Tabell 6.11: Syntetisk rating av Lerøy

Gjennom nøkkeltallsanalysen har Lerøy levert gode resultater, og dette kommer godt tilsynet i den syntetiske ratingen. Ratingen varierer fra BBB+ til AA-, noe som kan beskrives som svært godt. Konkursfaren er ikke tilstedeværende, og Lerøy vil ikke ha problemer med å skaffe seg lån.

Lerøy scorer også bedre enn gjennomsnittet av bransjen på så godt som alle parameterne som er undersøkt. Grieg Seafood har lagt noen tøffe år bak seg, og dette vil følgelig dra gjennomsnittet ned. Uansett er Lerøys resultater isolert sett gode, noe som tyder på en solid finansiell stilling. Som nevnt i den strategiske analysen vil fremtidig vekst mest sannsynlig gå på bekostning av mindre aktører i bransjen, i form av at disse blir kjøpt opp. Her er det helt avgjørende at de større aktørene i bransjen har finansielle muskler nok til å investere. Sett under ett, vil jeg beskrive Lerøys finansielle situasjon som svært god.

## 7.0 Avkastningskrav

Et selskaps avkastningskrav tilsvarer den avkastning en investor kan oppnå ved alternative investeringer, gitt at risikoen er den samme. Dette impliserer at et selskap er avhengig av å generere avkastning utover avkastningskravet om de skal være et aktuelt investeringsobjekt, og på denne måten tiltrekke seg investorer.

### 7.1 Egenkapitalkrav

For å etablere kravet til egenkapitalen vil jeg benytte kapitalverdimodellen (CAPM). Modellen bestemmer egenkapitalkravet på bakgrunn av risikofri rente, markedsrisikopremien og selskapets beta. Videre er det en forutsetning at investor handler rasjonelt og at det eksisterer et perfekt kapitalmarked.

Kapitalverdimodellen er mye brukt i regnskapsforskningen, men det er verdt å merke seg at den kun tar hensyn til den systematiske risikoen en investor påtar seg gjennom investeringen. Systematisk risiko omfatter generell markedsrisiko, eksempelvis forhold som inflasjon, rentenivå og konjunktursvingninger. Totalrisikoen ved en investering inkluderer også den usystematiske risikoen, som består av typisk bedriftsspesifikk risiko. Det er mulig for en investor å minimere den usystematiske risikoen ved å diversifisere sin portefølje, mens den systematiske risikoen vil alltid være overhengende. Kaldestad og Møller (2011) poengterer at kapitalverdimodellen innehar urealistiske forutsetninger, men at den allikevel benyttes ettersom den har størst forklaringskraft. Kapitalverdimodellen har følgende oppbygning:

$$CAPM = R_f(1 - s) + \beta (R_m - R_f(1 - s)) + lip$$

,der

$R_f$  = risikofri rente

$R_m$  = forventet avkastning markedsportefølje/indeks

$\beta$  = aksjens betaverdi

$s$  = skatt

$lip$  = likviditetspremie

### 7.1.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten er den avkastning en investor kan oppnå ved en plassering som ikke bærer noen form for risiko. Dette betyr at en investering har et minimumskrav om å ha en avkastning utover den risikofrie renten med en gang det knyttes risiko til nevnte investering. Ofte blir statsobligasjoner brukt som grunnlag for den risikofrie renten ettersom det her ikke eksisterer noen forhold som tilsier mulighet for konkurs eller mislighold i denne typen aktiva. Kaldestad og Møller (2011) anbefaler å benytte 10-årig statsobligasjoner ved etablering av den risikofrie renten, ettersom denne i liten grad inneholder store variasjoner, og dermed gir stabile avkastningskrav.

For å fastsette den risikofrie renten velger jeg å benytte årsgjennomsnittet for statsobligasjoner (Norges Bank, 2016). Her inkluderer jeg tre år, for videre å skape et vektet gjennomsnitt av disse.

	2013	2014	2015	Vektet gjennomsnitt
10-årig statsobligasjon	0,0258	0,0252	0,0157	0,0206
Skatt	0,0072	0,0068	0,0042	
<b>Risikofri rente etter skatt</b>	<b>0,0186</b>	<b>0,0184</b>	<b>0,0115</b>	<b>0,0150</b>

Tabell 7.1: Risikofri rente

Renten på 10-årig statsobligasjoner har over de siste år vært fallende, og er nå historisk lav. Allikevel føler jeg at det blir riktig å benytte denne for å fastsette den risikofrie renten ettersom den illustrer det generelle markedet på en god måte. I følge PwC (2015) er også dette den mest benyttede metoden for å fastsette den risikofrie renten blant profesjonelle analytikere. På bakgrunn av dette velger jeg å gå videre med en risikofri rente på 2,06 prosent før skatt.

### 7.1.2 Markedets risikopremie

Hvilken metode som bør benyttes for å fastsette risikopremien er blitt mye diskutert. Dette gjelder både hvilke mengde historisk data som bør inkluderes, og hvorvidt man bør benytte aritmetisk eller geometrisk gjennomsnitt for beregning av avkastningen. Ofte vil det kreve inngående kunnskap om markedet for å fastsette risikopremien, i tillegg er det åpning for individuelle skjønsmessige betraktninger.

PwC og Norske Finansanalytikeres Forening finner i sin undersøkelse av risikopremien i det norske markedet (2015) at markedsrisikopremien i Norge er 5%. Denne har forblitt uendret siden 2011, og er svært stabil. Jeg anser dette som et godt estimat, og velger derfor å benytte meg av dette videre. Forventet avkastning for markedsporteføljen er definert som følger:

$$R_m = \text{Risikopremie} + R_f(1 - s)$$

$$R_m = 5 + 2,06(1 - 0,27) = 6,5\%$$

### 7.1.3 Beta

Et selskaps beta-verdi er en indikasjon på selskapets systematiske risiko ved at den illustrer svingninger i selskapets aksjeverdi sett i forhold til markedet. Markedet, i dette tilfellet hovedindeksen på Oslo Børs, har en betaverdi på 1, mens et hvilket som helst selskap vanligvis har en betaverdi mellom 0,5 og 2. Har et selskap en betaverdi på 2 impliserer dette at selskapets aksjekurs vil stige dobbelt så mye som hovedindeksen ved oppgang og synke tilsvarende ved nedgang. En beta på 1 tilsier at aksjekursen korrelerer med hovedindeksen, mens en beta under 1 tilsier at selskapets svingninger er mindre enn hovedindeksen. Sett i forhold til den systematiske risikoen indikerer en høy beta høy risiko, og en lav beta lavere risiko (Koller et al., 2005). Den risikofrie renten vil i så måte ha en betaverdi på 0, ettersom denne ikke innehar noen form for risiko.

For børsnoterte selskaper er betaverdiene offentlig tilgjengelig, og kan hentes fra ulike finansaviser og nettsteder. Typisk for disse er at betaverdien er basert på kursdata for de siste tolv måneder. Dette betyr at denne betaen bare er med på å illustrere hendelser som er forekommet det siste året, og således vil disse kunne være unøyaktige og lite representative for fremtiden. I stedet for å stole på slik data ønsker jeg å regne ut Lerøys beta selv. Dette gjøres ved å analysere Lerøys historiske avkastning mot avkastningen til OSEBX. Det er verdt å merke seg at OSEBX er en sterk oljerelatert indeks, noe som kan virke forstyrrende på resultatet. Allikevel benytter jeg meg av denne ettersom Lerøy er notert på Oslo Børs. Analysen strekker seg over en tidsperiode på fem år, og jeg vil bruke månedlige kursendringer. Dette utgjør en analyse på 60 punkter. Ved å bygge analysen på månedlige observasjoner for man skapt et bilde av den langsiktige strukturelle utviklingen, samtidig som

man reduserer mengden støy i forhold til kortsiktige svingninger (Koller et al., 2005).

Betaverdien defineres som:

$$\text{Betaverdi} = \frac{\text{kov}(r, r_m)}{\text{Var}(r_m)} = \rho \times \frac{\sigma_r}{\sigma_m}$$

,der

$\rho$  = Korrelasjonskoeffisient mellom avkastning til markedet og aksjen

$\sigma_r$  = Standardavviket til aksjen

$\sigma_m$  = Standardavviket til markedet

Videre kan selskapets historiske avkastning illustreres med følgende ligning:

$$R_j = a + \beta \times R_m$$

,der

$R_j$  = Historisk avkastning på aksjen

$a$  = Skjæringspunktet ligningen har med y-aksen

$\beta$  = Beta (Helningen til regresjonsligningen)

$R_m$  = Historisk avkastning på markedsporteføljen

På bakgrunn av 60 månedlige observasjoner har jeg estimert Lerøy sin beta til å være 0,89 (se vedlegg C). Videre vil det være hensiktsmessig å justere Lerøys beta i forhold til markedsbetaen. Et selskaps beta tenderer å nærme seg markedsbetaen over tid, og som vi husker vil alltid markedsbetaen være 1 (Koller et al., 2005). Hensikten med en slik justering er å gjøre funnet mindre ekstremt. I all hovedsak anser jeg ikke mitt estimat av betaen som urimelig, men jeg velger å justere mot markedsbetaen ettersom dette er med på å redusere sjansen for målefeil. Justering skjer ved hjelp av Bloomberg's formel (Koller et al., 2005), og går ut på at selskapets betaverdi vektet med 2/3 og markedets betaverdi vektet med 1/3. Det justerte estimatet på Lerøys beta blir da:

$$\beta_{\text{justert}} = \beta \frac{2}{3} + \frac{1}{3}$$



Lerøys beta estimeres til 0,93 etter markedsjusteringen.

#### 7.1.4 Likviditetspremie

Hensikten med en likviditetspremie er å kompensere investor for innlåsningsrisikoen ved en lite likvid plassering. Rasjonale er at kan være relativt dyrt eller vanskelig å komme seg ut av en investering (Kaldestad og Møller, 2011). Likviditetspremien kan være relativt stor, men dette gjør seg som oftest gjeldende i mindre selskaper, og da spesielt unoterte selskaper.

Austevoll Seafood ASA er største eier i Lerøy med en eierandel på 57%. Totalt har de ti største investorene en eierandel på til sammen 70%. Lerøy har en relativt høy omsetning på Oslo Børs, og på bakgrunn av dette og overnevnte faktorer ser jeg ikke noen hensikt i å tillegge en likviditetspremie når jeg skal beregne avkastningskravet til egenkapitalen.

#### 7.1.5 Avkastningskravet til egenkapitalen

$$CAPM = 2,06(1 - 0,27) + 0,93(6,5 - 2,06(1 - 0,27)) = 6,15\%$$

### 7.2 Totalkapitalens avkastningskrav

For å kunne benytte totalkapitalmetoden må man definere totalkapitalens avkastningskrav (WACC). Boye og Meyer (2008) definerer totalkapitalens avkastningskrav som avkastningen en investering må gi for å tilfredsstille eierne og kreditorene. Totalkapitalens avkastningskrav er definert som følger:

$$WACC = K_e \times W_e + K_g \times (1 - s) \times W_g$$

,der

$K_e$  = avkastningskravet til egenkapitalen

$W_e$  = egenkapitalandelen

$K_g$  = gjennomsnittlig gjeldsrente

$W_g$  = gjeldsandel (rentebærende langsiktig gjeld)

$s$  = skatt

Jeg forutsetter i denne studien at total kapitalens avkastningskrav er konstant i budsjettperioden. Dette er i tråd med Miller-Modigliani-hypotesen som sier at det ikke vil være mulig å øke et selskaps verdi ved å endre på finansiering alene (Boye og Meyer, 2008). Hypotesen rasjonale er at om egenkapitalen økes vil avkastningskravet bli redusert grunnet lavere finansiell risiko, videre vil lånekostnaden også reduseres grunnet økt sikkerhet for lånegiver. En slik likevekt tilsier at total kapitalens avkastningskrav holdes konstant, og Boye og Meyer (2008) finner støtte for dette i det norske markedet.

Lånegivers avkastningskrav reflekteres i lånerenten, og det vil derfor være naturlig å ta utgangspunkt i selskapets rentekostnader ved fastsettelse av gjeldsrenten (Boye og Meyer, 2008). Rentekostnadene til Lerøy har vært relativt stabile over de siste år, og har variert fra 4-4,5%. I årsrapporten for 2015 kommer det frem at rentekostnaden er på 4,35%. En gjeldsrente på 4,35% er også veldig likt den gjennomsnittlige renten over de siste syv år. Jeg kan ikke avdekke noen faktorer som tilsier at denne bør justeres, og velger derfor å gå videre med denne gjeldsrenten.

Antall utstedte aksjer	54 577 368	Egenkapitalandel	0,8775
Aksjekurs pr. 07. januar	312	Gjeldsandel	0,1225
Markedsverdi	17 028 138 816		
Langsiktig gjeld	2 377 123 000		
CAPM			6,15 %
Gjeldsrente			4,35 %
<b>Avkastningskrav til total kapitalen</b>			<b>5,79 %</b>

Tabell 7.2: Avkastningskrav til total kapitalen

## 8.0 Fremtidsregnskapet

Hensikten med et fremtidsregnskap er å stipulere de fremtidige kontantstrømmer som igjen danner grunnlaget for det endelige verdierestimert. Fremtidsregnskapet vil bygge på de funn som er gjort i den strategiske analysen og regnskapsanalysen.

### 8.1 Rammeverk

Før en går i gang med framskrivning av regnskapet må en bestemme seg for budsjett horisonten. Denne vil avhenge av kvaliteten på regnskapsføringen, og tiden til det tidspunkt man med rimelighet kan anta at selskapet er i steady state. Boye og Meyer (2008) anbefaler at kontantoverskuddene budsjetteres for flere år frem i tid, gjerne 10-15 år. En slik horisont overlater mindre til restverdberegninger, og modellen vil bli mer korrekt.

Lerøy sin resultatvekst drives av driftsinntektsveksten og bremses av kostnadsveksten. Den fremtidige størrelsen på selskapet avhenger da følgelig av veksten i driftsinntektene. På bakgrunn av dette har jeg tatt utgangspunkt i driftsinntektsveksten for å avgjøre hvor i driftssyklusen Lerøy befinner seg.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gjennomsnitt
<b>Lerøy</b>								
Driftsinntekter	7 473 807	8 887 671	9 176 873	9 102 941	10 764 714	12 579 465	13 450 725	
<b>Vekst</b>		<b>18,92 %</b>	<b>3,25 %</b>	<b>-0,81 %</b>	<b>18,26 %</b>	<b>16,86 %</b>	<b>6,93 %</b>	<b>10,57 %</b>
<b>Bransje</b>								
Driftsinntekter	20 243 626	23 159 207	23 746 523	23 462 622	30 453 187	37 981 973	42 984 701	
<b>Vekst</b>		<b>14,40 %</b>	<b>2,54 %</b>	<b>-1,20 %</b>	<b>29,79 %</b>	<b>24,72 %</b>	<b>13,17 %</b>	<b>13,91 %</b>

Tabell 8.1: Vekst i driftsinntekter

Lerøy har en positiv utvikling i driftsinntekter gjennom hele perioden, bortsett fra i 2012. Det samme kan sies om bransjen. 2012 var et tøft år, og jeg velger å se på det som en ekstraordinær enkelthendelse, og dette vil derfor ikke påvirke min budsjett horisont i nevneverdig grad. Ut i fra oversikten er det lite som tyder på at Lerøy og bransjen er i noen form for steady state, og jeg må derfor velge en tidshorisont som tar hensyn til dette.

På bakgrunn av overnevnte faktorer og drøftinger gjort i den strategiske analysen velger jeg en budsjetthorisont på 10 år. Budsjettperioden vil med det strekke seg fra 2016 – 2025. Budsjettperioden vil jeg dele i inn tre epoker. De første tre årene vil jeg anta en beskjedne vekst i driftsinntektene. For de fire neste antar jeg en økning i veksten, før den avtar og nærmer seg steady state for de siste tre årene.

Jeg vil benytte den historiske utviklingen for de sentrale budsjettdriverne for å si noe om fremtiden. Grunnet en usikkerheten i en slik prosess vil det være vanskelig å ha noen formening om enkeltposter i regnskapet langt frem i tid, og derfor anser jeg det som hensiktsmessig å fokusere på de sentrale driverne. Ved hjelp av den strategiske analysen vil det være mulig å danne seg en formening på kort sikt. Ved en lenger horisont er det naturlig å legge til grunn at regnskapstallene er tilbakevendende til gjennomsnittet. Rasjonale er at konkurransen i bransjen vil føre til at driverne konvergerer mot gjennomsnittet, og at selskapets vekst vil gå mot den langsiktige veksten i økonomien. Jeg vil foreta individuelle skjønsmessige vurderinger av de gjennomsnittlige budsjettdriverne, og forandre disse hvis de gir et bilde av en utvikling som ikke stemmer overens med etablerte faktum.

Boye og Meyer (2008) viser at veksten i regnskapstall kan uttrykkes som den prosentvise endringen fra en periode til den neste. Beregningene for veksten i regnskapet gjøres på følgende måte:

$$\text{Vekst i et regnskapstall} = \frac{(RT_t - RT_{t-1})}{RT_{t-1}} \times 100$$

,der

$RT_t$  = Regnskapstall nåværende periode

$RT_{t-1}$  = Regnskapstall forrige periode

Regnskapstallene som legger grunnlaget for gjennomsnittet av budsjettdriverne vil bestå av utviklingen over de siste syv år. Dette er samme tidshorisont jeg benyttet i regnskapsanalysen. Før jeg presenter fremtidsregnskapet ønsker jeg å vise identifiserte budsjettdriverne.

## 8.2 Selskapets budsjett drivere

Selskapets investeringsbehov, lønnsomhet og omsetningsvekst er tre faktorer som påvirker et selskaps evne til å generere fremtidige kontantstrømmer (Thoresen, 2006).

### 8.2.1 Investeringsbehov

For at et selskap skal ha mulighet for å tjene penger må det ha skjedd en investering i forkant. Investeringen følges som regel av kostnader, før selskapet skaper inntekter, som forhåpentligvis overgår kostnadene. Som vi skjønner er et selskaps investeringsbehov en helt essensiell kontantstrømpåvirkende faktor, og derfor også et fint utgangspunkt for analysen. De historiske investeringene kan estimeres ved å beregne nettoinvesteringer i driftsmidler på følgende måte (Boye og Meyer, 2008):

$$\begin{aligned} & \text{Anleggsmidler årsslutt} \\ - & \text{Anleggsmidler starten av året} \\ + & \text{Av- og nedskrivninger} \\ = & \text{Netto investeringer} \end{aligned}$$

Investering i driftsmidler kan deles opp i to hovedgrupper, henholdsvis vedlikeholdsinvesteringer, og nyinvesteringer med mål om ekspansjon (Thoresen, 2006). Vedlikeholdsinvesteringene er omtrentlig av samme størrelse som avskrivningskostnadene i regnskapet. Nye store innvesteringer blir ofte annonsert i årsrapporter eller andre selskapsmeldinger. Jeg har ikke gjort funn som tilsier at Lerøy vil foreta noen store investeringer i nærmeste fremtid. I de to tabellene nedenfor har jeg estimert de historiske investerings- og avskrivningskostnader.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gjennomsnitt
Anleggsmidler årsslutt	4 497 484	5 807 773	6 082 597	6 446 081	7 142 755	7 560 664	7 986 576	
Anleggsmidler årets start	4 562 104	4 497 484	5 807 773	6 082 597	6 446 081	7 142 755	7 560 664	
Av- og nedskrivninger	204 007	219 624	271 899	324 768	312 675	371 462	433 916	
<b>Investeringer</b>	<b>139 387</b>	<b>1 529 913</b>	<b>546 723</b>	<b>688 252</b>	<b>1 009 349</b>	<b>789 371</b>	<b>859 828</b>	<b>903 906</b>

Tabell 8.2: Historiske investeringer

Som tabellen viser foretok Lerøy relativt store investeringer i 2010 og 2013. Sett bortsett fra disse toppene, og den lave investeringen i 2009, virker det å ligge ganske stabilt. Jeg tar forbehold om at investeringene vil øke i fremtiden, ettersom det vil være behov for en kapasitetsøkning i produksjonen for å skape videre vekst. Ved beregning av gjennomsnittet ekskluderer jeg investeringen for 2009 ettersom jeg ser på dette som urealistisk for fremtiden, og forstyrrende i analysen. Den gjennomsnittlige årlige investeringen gjennom seks år blir da på litt i overkant av 900 millioner. Jeg antar at investeringene vil ligge på det historiske snittet i 2016, og øke noe i årene som kommer.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gjennom snitt
Avskrivninger	204 007	219 624	271 899	291 768	307 175	369 480	433 916	299 696
<b>% endring avskrivning</b>		<b>7,66 %</b>	<b>23,80 %</b>	<b>7,31 %</b>	<b>5,28 %</b>	<b>20,28 %</b>	<b>17,44 %</b>	<b>13,63 %</b>
Driftskostnader	6 391 968	6 827 499	7 990 948	7 897 147	8 946 237	10 891 851	12 075 647	
<b>Avskrivning i % av drift.kost.</b>	<b>3,19 %</b>	<b>3,22 %</b>	<b>3,40 %</b>	<b>3,69 %</b>	<b>3,43 %</b>	<b>3,39 %</b>	<b>3,59 %</b>	<b>3,42 %</b>

Tabell 8.3: Historiske avskrivninger

Tabellen over viser relativt stabile avskrivninger. Som vi ser skiller 2011 og 2014 seg ut med forholdsvis store avskrivninger. Dette er mest sannsynlig en effekt av de store investeringene gjort året i forveien. Avskrivningene har hatt en gjennomsnittlig økning på 13,6% gjennom analyseperioden. Avskrivningene utgjør en tilnærmet konstant andel av driftskostnadene. Jeg mener at det er naturlig å anta at avskrivningene vil utgjøre det historiske gjennomsnittet, 3,4%, av driftskostnadene i budsjettet.

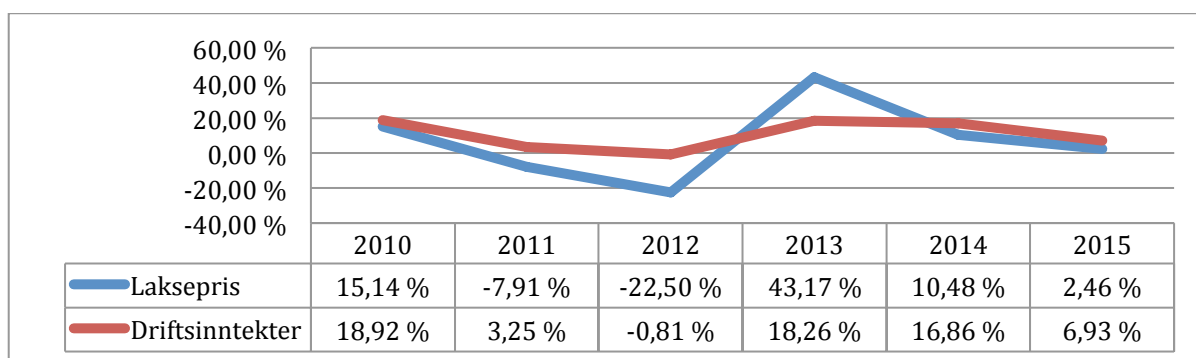
## 8.2.2 Omsetningsvekst

Som nevnt tidligere er en vekst i omsetningen avhengig av en vekst i investeringene. Videre kan man også hevde at en vekst i investeringene er avhengig av en vekst i omsetningen, ettersom dette er en nødvendighet for å sikre finansiering for nevnte investeringer. Som vi ser henger disse to faktorene sammen, og er helt avhengig av hverandre. Riktignok kan en sikre økt omsetning ved effektivisering, forbedret salgsapparat etc., men denne formen er ofte begrenset.

I begynnelsen av fremtidsregnskapet tok jeg for meg Lerøys inntektsvekst, og fant ut at denne var på gjennomsnittlig 10% i regnskapsperioden. I den strategiske analysen avdekket jeg forhold som tilsa at Lerøy begynte å nærme seg total kapasitetsutnyttelse, og at videre

produksjonsvekst vil være vanskelig å oppnå innen nærmeste fremtid. Det er fortsatt litt rom på effektivitetssiden, men kun kjøp av nye konsesjonen eller selskaper kan føre til en forholdsmessig stor produksjonsvekst. Med dette i bakhodet anser jeg en vekst i driftsinntektene på 10% noe vel optimistisk for de neste tre årene.

Lakseprisens utvikling er også en faktor med stor påvirkningskraft på de fremtidige driftsinntektene. Riktignok er Lerøy tilpasningsdyktig, samtidig som de tar ut sikring for lavere priser, men dette er allikevel ikke nok til å fullstendig fjerne denne eksterne faktorens påvirkningskraft. Sammenhengen kan illustreres med følgende figur:



Figur 8.1: Utvikling laksepris og driftsinntekter

Figuren ovenfor er noe forenklet da jeg har tatt den prosentvise forandringen i den gjennomsnittlige lakseprisen i perioden. Med dette går vi glipp av forandringene som skjer innenfor årets rammer. Figuren er ment som en illustrasjon på sammenhengen mellom laksepris og Lerøys driftsinntekter, og i så måte fungerer den. Som vi ser følger driftsinntektene lakseprisen, men da ikke like ekstremt. Dette skyldes som sagt selskapets tilpasninger og sikringer.

Etterspørselen etter laks er økende, og når jeg legger dette sammen med overnevnte faktorer finner jeg det rimelig å anta en vekst i Lerøy sine driftsinntekter på mellom 4- og 6% de første tre årene. I løpet av denne perioden forutsetter jeg at ny teknologi vil gi muligheter for økt produksjon. De neste fire år antar jeg derfor en vekst på mellom 6- og 10%. De tre siste årene vil Lerøy nærme seg en steady state. I denne tilstanden føler jeg at en vekst på 2,5% er realistisk, dette er knyttet til global inflasjon.

Arbeidskapital er nødvendig for at et selskap skal kunne driftes, og dette må derfor øke mer eller mindre proporsjonalt med omsetningen. Vekst krever mer arbeidskapital, som igjen krever større investeringer, slik at selskapet skal klare å betale sine løpende regninger. Grunnet arbeidskapitalens sammenheng med omsetningen kan denne estimeres på bakgrunn av det historiske forholdet med driftsinntektene (Boye og Meyer, 2008). Økningen i arbeidskapitalen kan finnes på denne måten:

$$\text{Økning i arbeidskapital} = \frac{\text{Arbeidskapital}_{t-1}}{DI_{t-1}} \times (DI_t - DI_{t-1})$$

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gjennom snitt
Driftsinntekter	7 473 807	8 887 671	9 176 873	9 102 941	10 764 714	12 579 465	13 450 725	
Driftsrelatert arbeidskapital	2 673 543	3 936 406	3 855 789	3 916 341	4 656 276	5 122 754	6 318 155	
<b>Arb.kap. i % av drift.int.</b>	<b>35,77 %</b>	<b>44,29 %</b>	<b>42,02 %</b>	<b>43,02 %</b>	<b>43,25 %</b>	<b>40,72 %</b>	<b>46,97 %</b>	<b>42,29 %</b>
Økning arbeidskapital		505 770	128 089	-31 064	714 941	784 970	354 804	
"Riktig" arbeidskapital		3 179 313	4 064 495	3 824 725	4 631 282	5 441 246	5 477 558	
<b>Arb.kap. i % av drift.int. Justert</b>		<b>35,77 %</b>	<b>44,29 %</b>	<b>42,02 %</b>	<b>43,02 %</b>	<b>43,25 %</b>	<b>40,72 %</b>	<b>41,51 %</b>

Tabell 8.4: Historisk arbeidskapital

Lerøy sin arbeidskapital er høy, da et normalt forholdstall ligger mellom 5- 15% (Thoresen). Dette skyldes i stor grad at de biologiske eiendelene er av høy verdi og således utgjør en stor andel av arbeidskapitalen. Selv om forholdstallet er høyt, anser jeg det som godt egnet for å illustrere fremtidig utvikling. Økt lakseproduksjon vil øke de biologiske eiendelene. Økt produksjon vil resultere i økte inntekter. Riktignok vil det skje en forsinkelse i regnskapet i og med at det tar tre år å produsere laks. Hvis Lerøy kjøper opp konsesjoner som er nye på markedet vil da investeringen skje tre år før det vil resultere i noen form for økte inntekter. Jeg vil ikke ta slike hensyn i fremtidsregnskapet da det vil komplisere prosessen i uforholdsmessig stor grad. Jeg antar derfor at investeringene skjer samtidig med inntektsveksten.

Tabellen over viser at Lerøys gjennomsnittlige arbeidskapital har ligget på 42% av driftsinntektene, og hele 47% i siste regnskapsår. Jeg har også valgt å beregne hva arbeidskapitalen skulle vært i følge Boye og Meyer (2008) sin formel. Her ser vi at resultatet er noe lavere, henholdsvis 41,5%. Jeg mener at denne andelen av driftsinntektene er representativt for den fremtidige arbeidskapitalen, og kan se at skifte mot denne.



### 8.2.3 Fremtidig lønnsomhet

I følge Boye og Meyer (2008) bør selskapets og eventuelt bransjens historiske lønnsomhet ligge til grunn for estimering av fremtidig lønnsomhet. En forutsetning er da at den historiske lønnsomheten er representativ for fremtiden, ved at de historiske resultatene ligger innenfor en normal konjunkturperiode. Jeg vil estimere den fremtidige lønnsomheten ved å analysere de historiske driftskostnadene.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gjennomsnitt
Driftsinntekter	7 473 807	8 887 671	9 176 873	9 102 941	10 764 714	12 579 465	13 450 725	
Driftskostnader	6 391 968	6 827 499	7 990 948	7 897 147	8 946 237	10 891 851	12 075 647	
<b>Andel driftskostnader</b>	<b>85,52 %</b>	<b>76,82 %</b>	<b>87,08 %</b>	<b>86,75 %</b>	<b>83,11 %</b>	<b>86,58 %</b>	<b>89,78 %</b>	<b>85,09 %</b>
Driftsresultat	1 081 839	2 060 172	1 185 925	1 205 794	1 818 477	1 687 614	1 375 078	
<b>Driftsmargin</b>	<b>14,48 %</b>	<b>23,18 %</b>	<b>12,92 %</b>	<b>13,25 %</b>	<b>16,89 %</b>	<b>13,42 %</b>	<b>10,22 %</b>	<b>14,91 %</b>

Tabell 8.5: Historisk vekst i driftsresultat

Lerøy sine driftskostnader har økt forholdsmessig mer enn driftsinntektene over de siste år. Dette har følgelig ført til en lavere driftsmargin. Det kommer frem i årsrapporten at ledelsen er klar over denne utviklingen, og jobber med å gjennomføre kostnadsbesparende tiltak. Jeg tror dette vil ta noe tid å implementere, men mener likevel at driftsmarginene kan økes noe over de neste år. Jeg føler det naturlig å benytte det årlige gjennomsnittet på 85% ved fastsettelse av driftskostnadene i fremtidsregnskapet.

Alle elementene som inngår i den fremtidige kontantstrømmen er da estimert. I tillegg til dette ønsker jeg å estimere resultatet fra Lerøys ikke-kontrollerende eierinteresser, også kalt minoritetsinteresser.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Gjennomsnitt
Minoritetsinteresser	18 568	548 546	534 931	649 381	793 747	817 282	878 358	
Minoritetsresultat	62 744	122 006	19 741	24 831	192 188	91 939	61 376	85 347
<b>Minoritetsrentabilitet</b>	<b>337,91 %</b>	<b>22,24 %</b>	<b>3,69 %</b>	<b>3,82 %</b>	<b>24,21 %</b>	<b>11,25 %</b>	<b>6,99 %</b>	<b>12,03 %</b>
Krav til minoriteten	CAPM (6,15%) + Likviditetspremie (1,5%)							7,65 %

Tabell 8.6: Historisk vekst i minoritetsinteressen

Den gjennomsnittlige minoritetsrentabiliteten ligger over egenkapitalkravet, og jeg forutsetter derfor at denne eierposten blir beholdt i fremtiden. Gjennomsnittet er funnet som et resultat av tallene fra 2010 til 2015. Jeg har sett bort fra resultatet i 2009 da dette ikke er å anse som representativt for fremtiden. Jeg forutsetter videre at minoritetsrentabiliteten fortsetter inn i fremtiden.

### 8.3 Presentasjon av fremtidig regnskap og kontantstrøm

Fremtidsregnskapet og fremtidig kontantstrøm presenteres i de neste to tabellene, balansen følger som vedlegg D.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Driftsinntekter	14 244 318	15 027 755	15 764 115	16 599 613	17 612 190	19 074 002	20 943 254	21 885 700	22 870 557	23 899 732
Driftskostnader	12 107 670	12 773 592	13 399 498	14 109 671	14 970 361	16 212 901	17 801 766	18 602 845	19 439 973	20 314 772
Avskrivninger	411 661	434 302	455 583	479 729	508 992	551 239	605 260	632 497	660 959	690 702
Inntekt tilknyttet selskap	105 403	111 200	116 649	122 831	130 324	141 141	154 973	161 947	169 234	176 850
<b>Driftsresultat</b>	<b>1 830 390</b>	<b>1 931 061</b>	<b>2 025 683</b>	<b>2 133 045</b>	<b>2 263 160</b>	<b>2 451 003</b>	<b>2 691 201</b>	<b>2 812 305</b>	<b>2 938 859</b>	<b>3 071 107</b>
Skatt på driftsresultat	452 106	476 972	500 344	526 862	559 001	605 398	664 727	694 639	725 898	758 563
<b>Driftsresultat etter skatt</b>	<b>1 378 284</b>	<b>1 454 089</b>	<b>1 525 340</b>	<b>1 606 183</b>	<b>1 704 160</b>	<b>1 845 605</b>	<b>2 026 474</b>	<b>2 117 666</b>	<b>2 212 961</b>	<b>2 312 544</b>
Netto finansinntekt	4 617	4 617	4 617	4 617	4 617	4 617	4 617	4 617	4 617	4 617
Netto finanskostnad	103 405	103 405	103 405	103 405	103 405	103 405	103 405	103 405	103 405	103 405
<b>Nettoresultat til egenkapital</b>	<b>1 279 496</b>	<b>1 355 301</b>	<b>1 426 552</b>	<b>1 507 395</b>	<b>1 605 372</b>	<b>1 746 817</b>	<b>1 927 686</b>	<b>2 018 878</b>	<b>2 114 173</b>	<b>2 213 756</b>
Unormalt driftsresultat	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Unormalt netto finansresultat	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Fullst. Res. til egenkapitalen</b>	<b>1 279 496</b>	<b>1 355 301</b>	<b>1 426 552</b>	<b>1 507 395</b>	<b>1 605 372</b>	<b>1 746 817</b>	<b>1 927 686</b>	<b>2 018 878</b>	<b>2 114 173</b>	<b>2 213 756</b>
Egenkapitaltransaksjoner	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Endring egenkapital</b>	<b>1 279 496</b>	<b>1 355 301</b>	<b>1 426 552</b>	<b>1 507 395</b>	<b>1 605 372</b>	<b>1 746 817</b>	<b>1 927 686</b>	<b>2 018 878</b>	<b>2 114 173</b>	<b>2 213 756</b>

Tabell 8.7: Fremtidsregnskapet

Postene er normaliserte og de unormale postene er derfor ekskludert. Dette betyr at det kun er de normale postene som påvirker verdsettelse. Jeg har tatt utgangspunkt i den normaliserte historiske driftskattesatsen på 24,7%, som tidligere beregnet, ved beregning av skatt knyttet til fremtidig driftsresultat. Finansposter beskattes med 27%. Jeg forutsetter videre at finansinntektene kun består av renteinntekter. Disse tilsvarer finansielle omløpsmidler fra fjoråret addert med risikofri rente. Jeg har tidligere behandlet kontantbeholdningen som et driftsrelatert omløpsmiddel. Som et resultat av dette tar jeg forbehold om at de finansielle omløpsmidlene forblir uforandret gjennom budsjettperioden. Rentekostnadene finner jeg ved å ta utgangspunkt i fjorårets finansielle gjeld addert med rentekostnaden.

Nedenfor følger en oversikt over de fremtidige kontantstrømmene til Lerøy. Skattekostnaden er beregnet av hele driftsresultatet, noe Boye og Meyer (2008) anbefaler. Tallene er oppgitt i millioner.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Driftsresultat	1830	1931	2026	2133	2263	2451	2691	2812	2939	3071
- Skatt på driftsresultat	452	477	500	527	559	605	665	695	726	759
<b>= NOPLAT</b>	<b>1378</b>	<b>1454</b>	<b>1526</b>	<b>1606</b>	<b>1704</b>	<b>1846</b>	<b>2026</b>	<b>2117</b>	<b>2213</b>	<b>2312</b>
+ Avskrivninger	412	434	456	480	509	551	605	632	661	691
- Investeringer	904	994	1193	1253	1315	1579	1263	1010	909	691
Økning omsetningsavh.										
- Arbeidskapital	377	68	-220	1260	476	687	879	443	463	484
+ Økning rentefri gjeld	309	-293	-454	1005	186	519	214	-566	-742	-1039
<b>= Kontantstrøm til totalkapitalen</b>	<b>818</b>	<b>533</b>	<b>555</b>	<b>578</b>	<b>608</b>	<b>650</b>	<b>703</b>	<b>730</b>	<b>760</b>	<b>789</b>

Tabell 8.8: Fremtidig kontantstrøm til totalkapitalen

## 9.0 Verdssettelsen

Den matematiske verdimetoden er den bokførte verdien av egenkapitalen over antall aksjer.

Dette er den enkleste måten å verdsette et selskap, men er sjeldent spesielt treffsikker.

Regnskapslovens forsiktighetsprinsipper og konservative fremtoning fører til at virkelig verdi på egenkapitalen normalt er høyere enn verdiestimatet fra matematisk verdi metoden.

Lerøys verdi er ved hjelp av den matematiske metoden kr 144 per aksje. Jeg vil helt klart ikke slå meg til ro med dette estimatet, og vil derfor videre foreta en verdsetting etter totalkapitalmetoden.

### 9.1 Verdssettelse med totalkapitalmetoden

Formelen for kontantstrøm til totalkapitalen kan skrives på følgende måte (Koller et al., 2005):

$$\text{Selskapets verdi} = \sum_{t=1}^T \frac{KST_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{KST_T}{(WACC - g)(1 + WACC)^T}$$

,der

KST = forventet kontantstrøm til totalkapitalen

WACC = totalkapitalens avkastningskrav

g = vekst i KST etter budsjettperiodens slutt

I den første delen av formelen for KST diskonteres kontantstrømmen for en periode. Den andre delen av uttrykket, terminalverdien eller sluttveriden, anslår verdien ved budsjettperiodens slutt sjablongmessig (Boye og Meyer, 2008). Det er flere modeller som kan brukes til dette, men jeg velger å forholde meg til Gordons formel, konstant-vekst modellen.

Verdiestimatet på totalkapitalen forekommer i tabellen nedenfor. I slutten av tabellen har jeg justert verdiestimatet, under den forutsetning at det mottas i midten av året (Boye og Meyer, 2008). Videre er det justert slik at verdiestimatet er gjeldende for verdsettelsestidspunktet, mai 2016. Året 2025 utgjør terminalverdien.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Fremtidige kontantstrømmer	818	533	555	578	608	650	703	730	760	789
Diskonteringsrate	1,0579	1,1192	1,1840	1,2525	1,3250	1,4017	1,4829	1,5688	1,6596	1,7557
Evigvarende vekstrate										0,025
Neddiskontert KST til i dag	773	476	469	461	459	464	474	465	458	13660
<b>Verdiestimert totalkapitalen</b>										<b>18159</b>
Verdiestimert totalkapitalen midten av året										WACC <sup>(1/2)</sup> 1,0285
Verdiestimert i mai 2016										WACC <sup>(4/12)</sup> 1,0047
<b>Verdiestimert etter totalkapitalen i mai 2016:</b>										<b>1,0047*1,0285*18159</b> <b>18765</b>

Tabell 9.1: Beregning av verdiestimert på totalkapitalen

Lerøys egenkapitalverdi avdekkes ved at jeg trekker den rentebærende gjelden ifra totalkapitalen (Boye og Meyer). Verdien på Lerøy er i følge totalkapitalmetoden på 16,388 milliarder kroner. Dette utgjør en verdi à kr. 300 per utestående aksje.

Verdiestimert på totalkapitalen	18 765 274 408
Rentebærende gjeld	2 377 123 000
Verdiestimert på egenkapitalen	16 388 151 408
Antall utestående aksjer	54 577 368
verdi per aksje	300

## 9.2 Verdssettelse ved bruk av multiplikatorer

Damodaran (2012) poengterer viktigheten av at de valgte multiplikatorer både er konsistente og uniforme. For å unngå inkonsistente multiplikatorer er det viktig å sørge for at ikke teller har en egenkapitalverdi, mens nevner har en totalkapital verdi, eller motsatt. Hvorvidt multiplikatorene er uniforme vil avhenge av om samme inndata og formler benyttes for å regne ut de samme multiplikatorene.

Ved å ta for seg ulike multiplikatorer vil det være mulig å avdekke markedets prising av Lerøy relativ til andre selskaper i bransjen. Vider kan et gjennomsnitt av disse multiplikatorene brukes for å verdsette Lerøy på bakgrunn av regnskapsanalysen.

Selskap	Markedsverdi	Årsresultat	P/E
Grieg Seafood	3 461 522	43 660	79,28
Marine Harvest	53 830 286	1 417 600	37,97
SalMar	17 561 500	1 128 795	15,56
Norway Royal Salmon	3 485 760	237 582	14,67
<b>Snitt</b>			<b>36,87</b>
<b>Lerøy</b>	<b>18 010 410</b>	<b>1 232 883</b>	<b>14,61</b>
	<b>Aksjekurs</b>	<b>Balanseført EK pr. Aksje</b>	<b>P/B</b>
Grieg Seafood	31,00	20,08	1,54
Marine Harvest	119,60	40,41	2,96
SalMar	155,00	46,13	3,36
Norway Royal Salmon	80,00	27,23	2,94
<b>Snitt</b>			<b>2,70</b>
<b>Lerøy</b>	<b>330,00</b>	<b>160,58</b>	<b>2,06</b>
	<b>Markedsverdi</b>	<b>Kontantstrøm</b>	<b>P/CF</b>
Grieg Seafood	3 461 522	369 665	9,36
Marine Harvest	53 830 286	2 090 300	25,75
SalMar	17 561 500	1 622 292	10,83
Norway Royal Salmon	3 485 760	340 196	10,25
<b>Snitt</b>			<b>14,05</b>
<b>Lerøy</b>	<b>18 010 410</b>	<b>766 552</b>	<b>23,50</b>
	<b>EV</b>	<b>EBIT</b>	<b>EV/EBIT</b>
Grieg Seafood	5 050 000	80 951	62,38
Marine Harvest	43 800 000	3 092 800	14,16
SalMar	18 600 000	1 443 800	12,88
Norway Royal Salmon	3 980 000	249 065	15,98
<b>Lerøy</b>	<b>20 600 000</b>	<b>1 568 460</b>	<b>13,13</b>

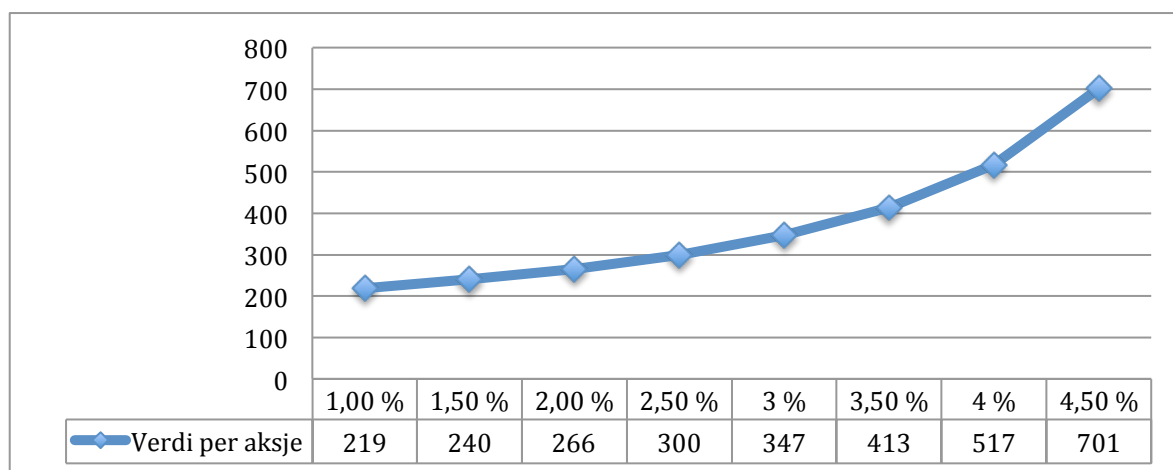
Tabell 9.2: Prising av Lerøy relativ til andre selskaper

Som vi ser er det store forskjeller på de ulike multiplikatorene for selskapene i bransjen. Dette kan skyldes forhold som at bransjen fortsatt er i stor vekst, eller at enkelte selskaper foretar forandringer. Grunnet multiplikatorenes mangel på konsistens anser jeg det som uaktuelt å benytte disse for å kalkulere Lerøys verdi, ettersom resultatet ikke vil speile virkeligheten.

### 9.3 Sensitivitetsanalyse

Det er utfordrende å spå fremtiden, og denne vil ikke alltid være korrekt reflektert i kontantstrømanalyser. Verden kan se veldig annerledes ut om ti år, og derfor vil jeg gjennomføre en sensitivitetsanalyse som en avsluttende del av min verdsettelse. Her vil jeg forandre på vekstforholdet i min totalkapitalmodell, og se hvilke utslag dette har på selskapets verdi.

Jeg anser de fremtidige vekstanslagene for bransjen for å være litt usikker, og vil derfor se hva disse har å si for verdiestimatet. Vekstanslagene jeg endrer på knytter seg til sluttverdien i totalkapitalmetoden. Jeg har lagt en inflasjon på 2,5% som grunn for den langsiktige veksten i min verdivurdering. Dette kan muligens være litt pessimistisk, gitt at Lerøy leverer ett produkt med økende etterspørsel.



Figur 9.1: Aksjens verdi etter endring av evig vekst

Som vi kan se fører en justering av veksten til relativt store forandringer i aksjens verdi. Med det opprinnelige anslaget på 2,5% var aksjens verdi på 300 kr. Dette bekrefter hvor viktig vekstfaktoren er. Denne er det opp til verdsetteren å bestemme selv, men den bør ligge innenfor området 2,5- 5%. Mitt anslag på 2,5% kan virke noe pessimistisk gitt at dette bare dekker inflasjonskravet. Bransjen er i vekst, og det samme er etterspørselen. Jeg mener dog at Lerøy og den norske næringen generelt vil ha problemer med å øke sin produksjon nok til å møte den økte etterspørselen. Jeg føler meg trygg på mitt estimat på 16,388 milliarder kroner.

## 10. Oppsummering og konklusjon

Jeg har i denne masteroppgaven foretatt en fundamental analyse av Lerøy Seafood Group, og verdsatt selskapet ved å bruke total kapitalmetoden. Verdiestimatet er da et resultat av selskapets fremtidige evne til å skape verdier. Gjennom verdsettelsen har jeg forholdt meg til konsernet Lerøy, og ikke gått spesifikk inn på de mindre selskapene under. Dette er fordelaktig ettersom det skaper et helhetlig bilde hvor man kan se de store forandringene, men det er også negativt i og med at jeg kan ha gått glipp av skjulte verdier.

Jeg har forholdt meg som en ekstern analytiker, og dermed kun benyttet meg av offentlig tilgjengelig informasjon. Dette har ført til at jeg har måttet foreta en del individuelle skjønsmessige vurderinger. Disse vurderingene er alltid gjort på en objektiv og faglig måte. Allikevel vil det alltid være knyttet en viss usikkerhet til vurderingene.

Analyseperioden strekker seg fra 2009 til 2015. Oppdrettsnæringen har vist seg å være en spennende bransje, med gode muligheter for vekst. Det har vært vanskelig å dra noen felles og tydelige konklusjoner for bransjen ettersom aktørene her er ganske forskjellige hva gjelder størrelse og livssyklus. Både individuelt og i forhold til bransjen gjør Lerøy det godt, og dette er helt klart en aktør som kommer til å fortsette å utvikle seg, og prege bransjen.

Verdsettelsespunktet i denne studien er satt til begynnelsen av Mai 2016. Jeg har på dette tidspunkt estimert Lerøys verdi til å være 16,388 milliarder kroner. På samme tid verdsetter markedet Lerøy til i overkant av 21 milliarder kroner (aksjekurs 2 mai = 389 x 54 577 368). Altså overvurderer markedet Lerøy med rundt 4,5 milliarder i følge min verdsettelse. Det hersker en del usikkerhet rundt vekstgrunnlaget, og jeg føler at dette er med på å gjøre avstanden på verdiestimatene stor. Som vi så skulle det ikke mye forandring til før verdiestimatet ble totalt forandret.

Denne studiens problemstilling var:

”Hva er Lerøy Seafood Group verdt?”

Jeg mener at Lerøys verdi ligger i estimatet 16,388 – 22,540 milliarder kroner, hvor 16,388 er mest realistisk.



## Bibliografi

- Abarbanell, J. S. & Bushee, B. J. (1998). Abnormal Returns to a Fundamental Analysis Strategy. *The Accounting Review*, 73(1). 19-45
- Andreassen, O. & Robertson, R. (2014). Nasjonale ringvirkninger av havbruksnæringen. *Nofima. Rapportnr. 49/2014*. Tromsø: Nofima
- Barney, J. B. (2011). *Gaining and Sustaining Competitive Advantage*. (4. Utgave). New Jersey: Pearson Education
- Boye, K. & Meyer, C. B. (2008). *Fusjoner og oppkjøp*. (2. Utgave). Oslo: Cappelen Akademiske Forlag
- Copeland, T, E. & Tufano, P. (2004). A Real-World Way to Manage Real Options. *Harvard Business Review*, 82(3). 1-12
- Copeland, T, E., Weston, J. F. & Shastri, K. (2005). *Financial Theory and Corporate Policy*. (4. Utgave). Massachusetts: Pearson-Addison/Wesley
- Dahl, G. A., Hansen, T., Hoff, R. & Kinserdal, A. (1997). *Verdsettelse i Teori og Praksis – Festskrift til Knut Boyes 60-årsdag*. Oslo: Cappelen Akademiske Forlag
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation – Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3. Utgave). New Jersey: John Wiley & Sons
- Dechow, P. M., Kothari, S. P. & Watts, R. L. (1998). The Relation Between Earnings and Cash Flows. *Journal of Accounting and Economics*. 25(2). 133-168
- Drnevich, P. L. & Kriauciunas, A. P. (2011). Clarifying the Conditions and Limits of The Contributions of Ordinary and Dynamic Capabilities to Relative Firm Performance. *Strategic Management Journal*, 32(1). 254-279
- Eisenhardt, K. M. (1989). Building Theories from Case Study Research. *Journal of Finance*. 14(4). 532-550.

- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417
- Fama, E. F. & French, K. R. (1995). Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns. *The Journal of Finance*, 50(1). 131-155
- Feltham, G. A. & Ohlson, J. A. (1995). Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities. *Contemporary Accounting Research*, 11(2). 689-731
- Francis, J., Olsson, P. & Oswald, D. R. (2000). Comparing the Accuracy and Explainability of Dividend, Free-Cash Flow, and Abnormal Earnings Equity Value Estimates.
- Francis, J. & Schipper, K. (1999). Have Financial Statement Lost Their Relevance?. *Journal of Accounting Research*, 37(2). 319-352.
- Frank, R. & Lee, C. M. C. (1998). Accounting Valuation, Market Expectations, and Crosssectional Stock Returns. *Journal of Accounting and Economics*. 25(3). 283-319
- Gjesdal, F. & Johnsen, T. (1999). *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering*. (1. Utgave). Oslo: Cappelen Akademiske forlag
- Gjesdal, F. (2007). Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse. *Praktisk økonomi og finans*. 24(2). 3-17
- Grossman, S. J. & Stiglitz, J. E. (1980). On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. *The American Economic Review*, 70(3). 393-408.
- Hiller, D., Grinblatt, M. & Titman, S. (2012). *Financial Markets and Corporate Strategy*. (2. Utgave). London: McGraw-Hill Education
- Hull, J. C. (2012). *Options, Futures, and Other Derivates*. (8. Utgave). Massachusetts: Pearson Education, Inc.

- Imam, S., Barker, R. & Clubb, C. (2008). The Use of Valuations Models by UK Investment Analysts. *European Accounting Review*. 17(3). 503-535
- Johannessen, A., Kristoffersen, L. & Tufte, P. A. (2011). *Forskningsmetode for økonomisk-administrative fag*. (3. Utgave). Oslo: Abstrakt Forlag
- Johnson, G., Scholes, K. & Whittington, R. (2009). *Fundamentals of Strategy*. (1.Utgave). Harlow: FT Prentice Hall
- Kaldestad, Y. & Møller, B. (2011). *Verdivurdering: Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. (1. Utgave). Oslo: DnR Kompetanse AS
- Kaplan, S. N. & Ruback, R. S. (1995). The Valuation of Cash Flow Forecast: An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, 50(4), 1059-1093
- Kolle, N. (2014). *Norsk Fiskeri- og Kysthistorie I-V*. (1. Utgave. Bind 5). Bergen: Fagbokforlaget
- Koller, T., Goedhart, M. & Wessels, D. (2005). *Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies* (4. Utgave). New Jersey: John Wiley & Sons.
- Kothari, S. P. (2001). Capital Markets Research in Accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3). 105-231
- Langli, J. C. (2010). *Årsregnskapet*. (9. Utgave). Oslo: Gyldendal Akademisk
- Lien, L. B. & Jakobsen, E. W. (2015). *Ekspansjon og Konsernstrategi*. (2.Utgave). Oslo: Gyldendal Norsk Forlag
- Lundholm, R & O'Keefe, T. (2001). Reconciling Value Estimates from The Discounted Cash Flow Model and The Residual Income Model. *Contemporary Accounting Research*. 18(2). 311-335

- Narver, J. C. & Slater, S. F. (1990). The Effect of a Market Orientation on Business Profitability. *Journal of Marketing*, 54(4). 20-35
- Nissim, D. & Penman, S. H. (2001). Ratio Analysis and Equity Valuation: From Research to Practice. *Review of Accounting Studies*, 6(1). 109-154.
- Ou, J. A. & Penman, S. H. (1989). Financial Statement Analysis and The Prediction of Stock Returns. *Journal of Accounting and Economics*, 11(4). 295-329
- Penman, S. H. & Sougiannis, T. (1998). A Comparison of Dividends, Cash Flow and Earnings Approaches to Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*, 15(3). 343-383
- Penman, S. (2009). *Financial statement analysis and security valuation*. (4. Utgave). Massachusetts: McGraw – Hill/Irwin.
- Porter, M. E. (1996). What is Strategy? *Harvard Business Review*. November-December: Reprint Number 99608
- Porter, M. E. (2008). The Five Competitive Forces That Shape Strategy. *Harvard Business Review*, 86(1). 79-93
- Ringdal, K. (2007). *Enhet og mangfold – Samfunnsvitenskapelig forskning og kvantitativ metode*. (2. Utgave). Bergen: Fagbokforlaget
- Roos, G., von Krogh, G. & Roos, J. (2005). *Strategi – en innføring*. (4.Utgave). Bergen: Fagbokforlaget
- Spanos, Y. E. & Lioukas, S. (2001). An Examination Into The Causal Logic of Rent Generation: Contrasting Porters Competitive Strategy Framework and The Resource-based Perspective. *Strategic Management Journal*, 22(1). 907-934
- Thoresen, O. (2006). *Verdsettelse av Aksjer. En fullstendig introduksjon til kunsten å verdsette aksjeselskaper*. (1.Utgave). Oslo: Hegnar Media AS

Yin, R. K. (2013). *Case Study Research – Design and Methods* (5. Utgave). California: Sage Publications Inc.

White, G. I., Sondhi, A. C. & Fried, H. D. (2003). *The Analysis and Use of Financial Statements* (3.Utgave). New Jersey: John Wiley & Sons

Øglend, A. (2013). Recent Trends in Salmon Price Volatility. *Aquaculture Economics & Management*. 17(3). 281-299.

Øglend, A. & Sikveland, M. (2008). The Behaviour of Salmon Price Volatility. *Marine Resource Economics*. 23(4). 507-526.

### **Nettbaserte kilder:**

*Aftenposten – Fredriksen kan nå kjøpe opp hele LakseNorge.* (2012). Hentet Februar 06, 2016. Fra: <http://www.aftenposten.no/okonomi/Fredriksen-kan-na-kjope-opp-hele-Lakse-Norge-6940760.html>

*Aftenposten – USA fjerner straffetoll på norsk laks.* (2012). Hentet Februar 06, 2016. Fra: <http://www.aftenposten.no/okonomi/innland/USA-fjerner-straffetoll-pa-norsk-laks-6750118.html>

*DN – Hong Kong tar Kinalaksen.* (2015). Hentet Februar 06, 2016. Fra: <http://www.dn.no/nyheter/naringsliv/2015/09/29/2104/Handel/hong-kong-tar-kinalaksen>

*E24 – Fantastiske tider.* (2016). Hentet januar 22, 2016. Fra: <http://e24.no/naeringsliv/fiskeri/ny-rekord-for-lakseprisen-fantastiske-tider/23594891>

*FN – Verdens befolkning.* (2016). Hentet Januar 16, 2016. Fra: <http://www.fn.no/Tema/Befolkning/Verdens-befolkning>

*iLaks – I høyden eller bredden.* (2015). Hentet Februar 06, 2016. Fra: <http://ilaks.no/i-hoyden-eller-bredden/>

*iLaks – Norsk laks via Hviterussland til Russland.* (2015). Hentet November 10, 2015. Fra:  
<http://ilaks.no/norsk-laks-via-hviterussland-til-russland/>

*Laksefakta - Fra rogn til mat.* (2015). Hentet September 22, 2015. Fra:  
<http://www.laksefakta.no/Norsk-havbruk/Laksens-livssyklus/Les-mer-om/Fra-rogn-til-mat>

*Laksefakta – Norge, Verdensledende på laks.* (2014). Hentet September 28, 2015. Fra:  
<http://laksefakta.no/Arkiv/N%C3%B8kkelinfo/Norge-verdensledende-p%C3%A5-laks>

*Laksefakta – Norsk laks og næringsinnhold.* (2015). Hentet September 22, 2015. Fra:  
<http://www.laksefakta.no/Mattrygghet/Laks-p%C3%A5-bordet/Les-mer-om/Norsk-laks-og-n%C3%A6ringsinnhold>

*Lerøy Seafood Group ASA - Historie.* (2015). Hentet November 09, 2015. Fra:  
<https://www.leroyseafood.com/no/Storkjokken/Om-Leroy-Sjomatgruppen/Historie/>

*Norges Bank – Statsobligasjoner årgjennomsnitt.* (2016). Hentet Mai 01, 2016. Fra:  
<http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>

*Norges Sjømatråd – Laks og Ørret for 50 milliarder i 2015.* (2016). Hentet April 05, 2016.  
Fra: <http://www.seafood.no/Nyheter-og-media/Nyhetsarkiv/Pressemeldinger/Laks-og-%C3%B8rret-for-50-milliarder-i-2015>

*PwC – Risikopremien i det norske markedet 2015.* (2015). Hentet Mai 01, 2016. Fra:  
<http://www.pwc.no/no/publikasjoner/deals/rapport/risikopremie-2015.pdf>

*Regjeringen Meld.St.16. – Forutsigbar og miljømessig bærekraftig vekst i norsk lakse- og ørretoppdrett.* (2014-2015). Hentet September 23, 2015. Fra:  
<https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld.-st.-16-2014-2015/id2401865/?ch=6>

*Salmon Farming Industry Handbook.* (2015). Hentet September 22, 2015. Fra: Marine Harvest ASA: <http://www.marineharvest.com/globalassets/investors/handbook/2015-salmon-industry-handbook.pdf>

*Sjømatnorge – EU-domstolen gir norsk laksenæring fullt medhold.* (2012). Hentet. Februar, 06. 2016. Fra: <http://sjomatnorge.no/eu-domstolen-gir-norsk-laksenaering-fullt-medhold/>

## **Diverse**

Knivslå, K. H. (2015). BUS440 – *Regnskapsanalyse og verdivurdering*. Bergen: NHH

## **Års- og Kvartalsrapporter**

Grieg Seafood	Årsrapport 2009-2015
Lerøy Seafood Group	Årsrapport 2009-2015 Kvartalsrapport, Q4, 2015
Norway Royal Salmon	Årsrapport 2009-2010
Marine Harvest	Årsrapport 2009-2015
SalMar	Årsrapport 2009-2015

# Vedlegg

## Vedlegg A:

### Soliditetsanalyse

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Lerøy Seafood</b>							
Egenkapital	4 300 256	5 994 274	5 963 956	7 548 947	8 079 596	8 079 596	8 764 052
Gjeld	4 006 951	5 357 921	5 664 081	5 810 463	6 354 784	6 778 768	7 219 651
Totalkapital	8 307 207	11 352 195	11 628 037	13 359 410	14 434 380	14 858 364	15 983 703
Egenkapitalandel	51,77 %	52,80 %	51,29 %	56,51 %	55,97 %	54,38 %	54,83 %
Gjeldsgrad	0,93	0,89	0,95	0,77	0,79	0,84	0,82
<b>Marine Harvest</b>							
Egenkapital	11 460,5	12 570,7	10 842,2	11 688,7	16 346,3	14 718,2	18 187,2
Gjeld	8 928,8	10 958,1	11 946,4	11 628,7	17 381,4	22 256,1	22 072,9
Totalkapital	20 389,3	23 528,8	22 788,6	23 317,4	33 727,7	36 974,3	40 260,1
Egenkapitalandel	56,21 %	53,43 %	47,58 %	50,13 %	48,47 %	39,81 %	45,17 %
Gjeldsgrad	0,78	0,87	1,10	0,99	1,06	1,51	1,21
<b>SalMar</b>							
Egenkapital	1 699 806	2 469 367	2 214 610	2 967 713	5 060 784	5 137 277	5 227 000
Gjeld	1 850 531	3 363 505	4 101 815	4 659 122	4 870 767	4 987 130	5 716 400
Totalkapital	3 550 337	5 832 872	6 316 425	7 626 835	9 931 551	10 124 407	10 943 400
Egenkapitalandel	47,88 %	42,34 %	35,06 %	38,91 %	50,96 %	50,74 %	47,76 %
Gjeldsgrad	1,09	1,36	1,85	1,57	0,96	0,97	1,09
<b>Grieg Seafodd</b>							
Egenkapital	1 374 421	1 982 405	1 690 150	1 513 230	1 988 557	2 221 919	2 242 596
Gjeld	2 194 149	2 075 223	2 488 489	2 557 049	2 602 036	2 820 253	3 721 665
Totalkapital	3 568 570	4 057 628	4 178 639	4 070 279	4 590 593	5 042 172	5 964 261
Egenkapitalandel	38,51 %	48,86 %	40,45 %	37,18 %	43,32 %	44,07 %	37,60 %
Gjeldsgrad	1,60	1,05	1,47	1,69	1,31	1,27	1,66
<b>Norway Royal Salmon</b>							
Egenkapital	400 320	579 796	532 662	607 184	868 989	1 013 907	1 186 519
Gjeld	628 709	885 042	934 630	1 068 343	1 182 624	1 585 556	1 683 726
Totalkapital	1 029 029	1 464 838	1 467 292	1 675 527	2 051 613	2 599 463	2 870 245
Egenkapitalandel	38,90 %	39,58 %	36,30 %	36,24 %	42,36 %	39,00 %	41,34 %
Gjeldsgrad	1,57	1,53	1,75	1,76	1,36	1,56	1,42
<b>Bransje</b>							
Egenkapitalandel	45,38 %	46,05 %	39,85 %	40,61 %	46,27 %	43,40 %	42,97 %
Gjeldsgrad	1,26	1,20	1,55	1,50	1,17	1,33	1,35



## Likviditetsanalyse

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Lerøy Seafood</b>							
Omløpsmidler	3 809 723	5 444 422	5 379 250	5 328 338	6 760 976	7 297 700	7 997 127
Mest likvide omløpsmidler	1 714 850	2 447 310	2 680 267	2 277 170	2 675 133	3 090 760	3 124 232
Kortsiktig gjeld	1 651 551	1 865 855	2 136 043	2 124 801	2 471 082	2 341 530	3 144 116
Likviditetsgrad 1	2,31	2,92	2,52	2,51	2,74	3,12	2,54
Likviditetsgrad 2	1,04	1,31	1,25	1,07	1,08	1,32	0,99
<b>Marine Harvest</b>							
Omløpsmidler	8 489,7	11 035,0	9 872,0	9 737,6	16 171,8	18 293,7	19 759,4
Mest likvide omløpsmidler	2 395,9	2 981,1	2 803,8	2 710,0	4 884,6	5 878,9	6 155,3
Kortsiktig gjeld	2 569,5	3 041,8	2 905,7	3 331,9	5 139,6	5 683,7	5 909,0
Likviditetsgrad 1	3,30	3,63	3,40	2,92	3,15	3,22	3,34
Likviditetsgrad 2	0,93	0,98	0,96	0,81	0,95	1,03	1,04
<b>SalMar</b>							
Omløpsmidler	1 588 519	2 362 943	2 346 618	3 251 676	5 199 420	4 668 964	4 981 800
Mest likvide omløpsmidler	473 825	653 036	697 894	961 781	1 950 731	1 347 826	1 347 500
Kortsiktig gjeld	532 098	705 430	1 160 130	1 562 768	1 224 973	1 532 974	1 723 900
Likviditetsgrad 1	2,99	3,35	2,02	2,08	4,24	3,05	2,89
Likviditetsgrad 2	0,89	0,93	0,60	0,62	1,59	0,88	0,78
<b>Grieg Seafodd</b>							
Omløpsmidler	1 821 472	2 074 792	1 914 352	1 791 675	2 236 607	2 387 679	3 178 157
Mest likvide omløpsmidler	405 231	452 342	442 063	415 841	396 260	455 332	1 470 654
Kortsiktig gjeld	935 051	702 414	1 206 694	987 898	999 123	1 039 281	1 334 767
Likviditetsgrad 1	1,95	2,95	1,59	1,81	2,24	2,30	2,38
Likviditetsgrad 2	0,43	0,64	0,37	0,42	0,40	0,44	1,10
<b>Norway Royal Salmon</b>							
Omløpsmidler	501 502	700 665	683 857	874 873	1 200 891	1 506 473	1 673 024
Mest likvide omløpsmidler	235 746	299 471	277 127	328 317	534 615	657 529	802 465
Kortsiktig gjeld	376 497	421 232	451 482	568 444	617 580	775 293	714 400
Likviditetsgrad 1	1,33	1,66	1,51	1,54	1,94	1,94	2,34
Likviditetsgrad 2	0,63	0,71	0,61	0,58	0,87	0,85	1,12
<b>Bransje</b>							
Likviditetsgrad 1	2,39	2,90	2,13	2,09	2,89	2,63	2,74
Likviditetsgrad 2	0,72	0,82	0,64	0,61	0,95	0,80	1,01

## Lønnsomhetsanalyse

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Lerøy Seafood</b>							
Ordinært resultat før skatt	987 278	1 940 523	534 988	674 511	2 480 376	1 433 410	1 501 108
Gj.snittlig EK	4 032 300	5 147 265	5 979 115	6 756 452	7 814 272	8 079 596	8 421 824
Egenkapitalrentabilitet	24,48	37,70	8,95	9,98	31,74	17,74	17,82
Driftsresultat	1 010 639	1 884 789	597 131	744 833	2 390 028	1 461 261	1 568 460
Finansinntekter	14 943	20 477	44 460	36 939	22 256	35 849	1
Gj.snittlig totalkapital	8 044 702	9 829 701	11 490 116	12 493 724	13 896 895	14 646 372	15 421 034
Totalkapitalrentabilitet	12,75	19,38	5,58	6,26	17,36	10,22	10,17
Driftsinntekter	7 473 807	8 887 671	9 176 873	9 102 941	10 764 714	12 579 465	13 450 725
Resultatgrad 1	13,52	21,21	6,51	8,18	22,20	11,62	11,66
<b>Marine Harvest</b>							
Ordinært resultat før skatt	1660,5	4252,3	1382,9	789,2	3457,4	1486,7	2240,2
Gj.snittlig EK	10542,5	12015,6	11706,5	11265,5	14017,5	15532,3	16452,7
Egenkapitalrentabilitet	15,75	35,39	11,81	7,01	24,66	9,57	13,62
Driftsresultat	1347,7	4461,3	1209,5	968,7	4661,8	3633,4	3092,8
Finansinntekter	14,1	12,0	13,1	0,9	25,0	30,3	10,8
Gj.snittlig totalkapital	21562,9	21959,1	23158,7	23053,0	28522,6	35351,0	38617,2
Totalkapitalrentabilitet	6,32	20,37	5,28	4,21	16,43	10,36	8,04
Driftsinntekter	14651,2	15281,2	16132,8	15463,5	19199,4	25531,3	27880,7
Resultatgrad 1	9,20	29,19	7,50	6,26	24,28	14,23	11,09
<b>SalMar</b>							
Ordinært resultat før skatt	634 103	1 260 785	160 478	608 504	2 322 071	1 628 841	1 383 700
Gj.snittlig EK	1 507 459	2 084 587	2 341 989	2 591 162	4 014 249	5 099 031	5 182 139
Egenkapitalrentabilitet	42,06	60,48	6,85	23,48	57,85	31,94	26,70
Driftsresultat	580 135	1 153 813	177 630	638 859	1 949 425	1 646 699	1 443 800
Finansinntekt	87 165	24 134	8 050	53 133	13 703	11 101	4 062
Gj.snittlig totalkapital	3 309 348	4 691 605	6 074 649	6 971 630	8 779 193	10 027 979	10 533 904
Totalkapitalrentabilitet	20,16	25,11	3,06	9,93	22,36	16,53	13,74
Driftsinntekter	2 377 305	3 429 432	3 833 502	4 204 791	6 245 860	7 185 887	7 326 200
Resultatgrad 1	24,40	33,64	4,63	15,19	31,21	22,92	19,71
<b>Grieg Seafodd</b>							
Ordinært resultat før skatt	317 513	857 766	-195 224	-202 358	544 930	160 892	-9 208
Gj.snittlig EK	1 374 421	1 678 413	1 836 278	1 601 690	1 750 894	2 105 238	2 232 258
Egenkapitalrentabilitet	23,10	51,11	-10,63	-12,63	31,12	7,64	-0,41
Driftsresultat	269 178	847 383	-189 567	-93 099	615 743	213 749	80 951
Finansinntekter	136 333	54 675	31 141	3 173	33 381	57 245	38 056
Gj.snittlig totalkapital	3 568 570	3 813 099	4 118 134	4 124 459	4 330 436	4 816 383	5 503 217
Totalkapitalrentabilitet	11,36	23,66	-3,85	-2,18	14,99	5,63	2,16
Driftsinntekter	1 612 619	2 446 490	2 046 991	2 050 065	2 404 215	2 665 284	4 567 253
Resultatgrad 1	16,69	34,64	-9,26	-4,54	25,61	8,02	1,77
<b>Norway Royal Salmon</b>							
Ordinært resultat før skatt	80 726	168 925	-17 166	40 748	396 292	320 706	270 081

Gj.snittlig EK	200 160	490 058	556 229	569 923	738 087	941 448	1 100 213
Egenkapitalrentabilitet	40,33	34,47	-3,09	7,15	53,69	34,07	24,55
Driftsresultat	82 926	149 129	-25 870	80 308	379 561	242 656	249 065
Finansinntekt	9 289	22 120	3 999	667	49 923	101 615	48 312
Gj.snittlig totalkapital	514 515	1 246 934	1 466 065	1 571 410	1 863 570	2 325 538	2 734 854
Totalkapitalrentabilitet	17,92	13,73	-1,49	5,15	23,05	14,80	10,87
Driftsinntekter	1 602 502	2 002 085	1 734 022	1 744 266	2 603 712	2 599 799	3 210 548
Resultatgrad 1	5,17	7,45	-1,49	4,60	14,58	9,33	7,76
Bransje							
Egenkapitalrentabilitet	30,31	45,36	1,24	6,25	41,83	20,81	16,11
Totalkapitalrentabilitet	13,94	20,72	0,75	4,28	19,21	11,83	8,70
Resultatgrad 1	13,87	26,23	0,34	5,38	23,92	13,63	10,08

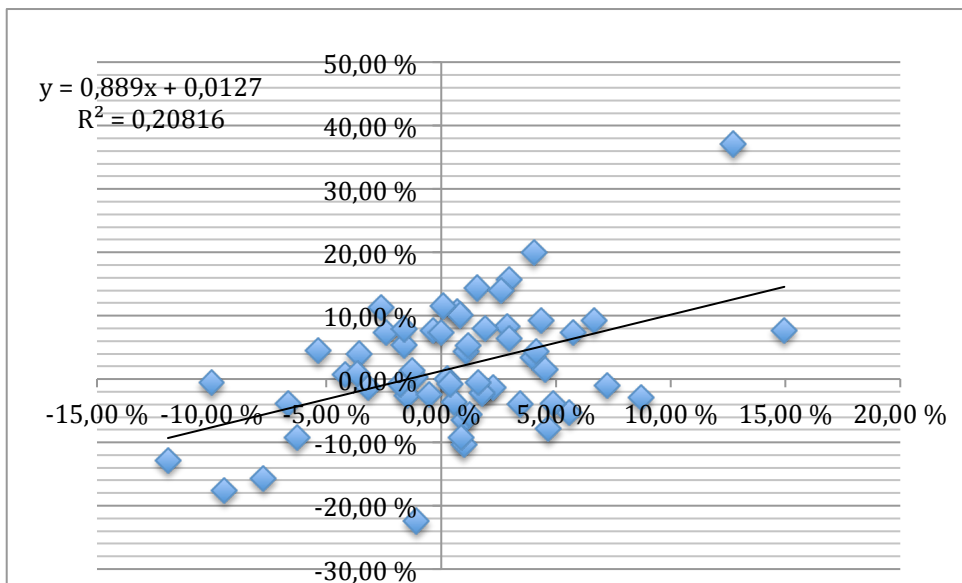
## Vedlegg B:

	Likviditets- grad 1	Rentedeknings- grad	Egenkapital- prosent	Netto drifts- rentabilitet	Årlig konkursrisiko	Kreditrisiko- faktor
<b>AAA</b>	<b>11,600</b> 8,900	<b>16,900</b> 11,600	<b>0,940</b> 0,895	<b>0,350</b> 0,308	<b>0,0001</b>	<b>0,1000</b>
<b>AA</b>	<b>6,200</b> 4,600	<b>6,300</b> 4,825	<b>0,850</b> 0,755	<b>0,266</b> 0,216	<b>0,0012</b>	<b>0,1500</b>
<b>A</b>	<b>3,000</b> 2,350	<b>3,350</b> 2,755	<b>0,660</b> 0,550	<b>0,166</b> 0,131	<b>0,0024</b>	<b>0,2500</b>
<b>BBB</b>	<b>1,700</b> 1,450	<b>2,160</b> 1,690	<b>0,440</b> 0,380	<b>0,096</b> 0,082	<b>0,0037</b>	<b>0,4000</b>
<b>BB</b>	<b>1,200</b> 1,050	<b>1,220</b> 1,060	<b>0,320</b> 0,270	<b>0,068</b> 0,054	<b>0,0136</b>	<b>0,6000</b>
<b>B</b>	<b>0,900</b> 0,750	<b>0,900</b> 0,485	<b>0,220</b> 0,175	<b>0,040</b> 0,026	<b>0,0608</b>	<b>1,0000</b>
<b>CCC</b>	<b>0,600</b> 0,550	<b>0,070</b> -0,350	<b>0,130</b> 0,105	<b>0,012</b> -0,002	<b>0,3085</b>	<b>3,0000</b>
<b>CC</b>	<b>0,500</b> 0,450	<b>-0,760</b> -1,170	<b>0,080</b> 0,030	<b>-0,016</b> -0,030	<b>0,5418</b>	<b>9,0000</b>
<b>C</b>	<b>0,400</b> 0,350	<b>-1,580</b> -1,995	<b>-0,020</b> -0,100	<b>-0,044</b> -0,058	<b>0,7752</b>	<b>27,0000</b>
<b>D</b>	<b>0,300</b>	<b>-2,410</b>	<b>-0,180</b>	<b>-0,072</b>	<b>0,9999</b>	<b>1000,0000</b>

Vedlegg C:

Dato	Kurs		Avkastning				
	OSEBX	LSG	OSEBX	LSG			
04.05.11	429,69	166,50	0,58 %	-3,60 %	Std.Dev.	0,04815	0,09381
03.06.11	432,17	160,50	-1,07 %	-22,43 %	Variance	0,00232	0,00880
04.07.11	427,55	124,50	-7,75 %	-15,66 %	Covariance	0,00206	
03.08.11	394,42	105,00	-6,29 %	-9,29 %	Correlation	0,45625	
02.09.11	369,63	95,25	-9,44 %	-17,59 %	Beta		0,88903418
03.10.11	334,75	78,50	14,95 %	7,64 %			
03.11.11	384,79	84,50	-1,51 %	-2,66 %			
02.12.11	378,98	82,25	3,99 %	3,34 %			
03.01.12	394,09	85,00	4,01 %	20,00 %			
03.02.12	409,91	102,00	4,68 %	-7,84 %			
02.03.12	429,10	94,00	-0,51 %	-2,39 %			
03.04.12	426,92	91,75	-1,14 %	0,27 %			
03.05.12	422,06	92,00	-11,91 %	-12,77 %			
04.06.12	371,80	80,25	12,74 %	37,07 %			
03.07.12	419,15	110,00	1,91 %	-1,82 %			
03.08.12	427,16	108,00	2,87 %	8,33 %			
03.09.12	439,43	117,00	2,27 %	-1,28 %			
03.10.12	449,40	115,50	-1,28 %	1,30 %			
02.11.12	443,65	117,00	-0,34 %	7,69 %			
03.12.12	442,14	126,00	2,97 %	6,35 %			
03.01.13	455,26	134,00	2,93 %	15,67 %			
04.02.13	468,62	155,00	0,68 %	10,65 %			
04.03.13	471,79	171,50	0,98 %	-6,41 %			
03.04.13	476,41	160,50	1,53 %	14,33 %			
03.05.13	483,71	183,50	0,99 %	-10,35 %			
03.06.13	488,51	164,50	-3,60 %	3,95 %			
03.07.13	470,93	171,00	5,60 %	-5,26 %			
02.08.13	497,29	162,00	1,22 %	-5,56 %			
03.09.13	503,38	153,00	0,81 %	10,13 %			
04.10.13	507,46	168,50	5,77 %	7,42 %			
04.11.13	536,73	181,00	0,25 %	0,00 %			
03.12.13	538,07	181,00	1,81 %	-2,21 %			
03.01.14	547,79	177,00	-2,39 %	7,34 %			
03.02.14	534,71	190,00	3,45 %	-3,95 %			
03.03.14	553,15	182,50	1,06 %	4,38 %			
03.04.14	559,04	190,50	4,36 %	9,19 %			
02.05.14	583,44	208,00	4,90 %	-3,85 %			
03.06.14	612,01	200,00	2,61 %	14,00 %			
04.07.14	627,97	228,00	-3,17 %	-1,32 %			
04.08.14	608,04	225,00	1,59 %	-0,44 %			
03.09.14	617,73	224,00	-5,36 %	4,46 %			
03.10.14	584,61	234,00	0,10 %	11,54 %			
03.11.14	585,20	261,00	-1,77 %	-0,77 %			
03.12.14	574,87	259,00	-1,64 %	5,41 %			
05.01.15	565,45	273,00	8,70 %	-2,93 %			

03.02.15	614,67	265,00	0,37 %	-0,75 %
03.03.15	616,92	263,00	0,85 %	-9,32 %
01.04.15	622,16	238,50	4,14 %	4,40 %
04.05.15	647,92	249,00	1,15 %	5,22 %
03.06.15	655,34	262,00	-4,20 %	0,76 %
03.07.15	627,80	264,00	1,90 %	7,95 %
03.08.15	639,73	285,00	-6,66 %	-3,86 %
03.09.15	597,13	274,00	-2,62 %	11,31 %
02.10.15	581,48	305,00	7,25 %	-0,98 %
03.11.15	623,61	302,00	-0,01 %	7,28 %
03.12.15	623,56	324,00	-3,68 %	0,93 %
04.01.16	600,61	327,00	-10,01 %	-0,61 %
03.02.16	540,47	325,00	6,64 %	9,23 %
03.03.16	576,36	355,00	-1,65 %	7,89 %
04.04.16	566,85	383,00	4,54 %	1,57 %
03.05.16	592,60	389,00		



## Vedlegg D:

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Driftsrelaterte anleggsmidler	8 194 991	9 189 288	10 382 444	11 635 257	12 950 712	14 529 257	15 792 093	16 802 362	17 711 604	18 402 306
Langsiktig driftsrelatert gjeld	2 007 295	1 713 950	1 260 173	2 265 302	2 451 296	2 970 075	3 183 774	2 618 115	1 876 067	836 726
Netto driftsrel. anleggsmidler	6 187 696	7 475 338	9 122 271	9 369 955	10 499 416	11 559 182	12 608 319	14 184 247	15 835 537	17 565 580
Driftsrelaterte omløpsmidler	8 435 485	8 520 737	8 243 056	9 830 291	10 429 939	11 295 624	12 402 595	12 960 712	13 543 944	14 153 421
Driftsrelatert kortsiktig gjeld	1 740 656	1 758 247	1 700 948	2 028 473	2 152 210	2 330 843	2 559 266	2 674 433	2 794 782	2 920 547
Driftsrelatert arbeidskapital	6 694 829	6 762 490	6 542 108	7 801 818	8 277 729	8 964 781	9 843 329	10 286 279	10 749 162	11 232 874
Netto driftseiendeler	12 882 525	14 237 827	15 664 378	17 171 774	18 777 145	20 523 963	22 451 648	24 470 526	26 584 699	28 798 454
Finansielle anleggsmidler	695 491	695 491	695 491	695 491	695 491	695 491	695 491	695 491	695 491	695 491
Finansielle omløpsmidler	307 798	307 798	307 798	307 798	307 798	307 798	307 798	307 798	307 798	307 798
Finansielle eiendeler	1 003 289	1 003 289	1 003 289	1 003 289	1 003 289	1 003 289	1 003 289	1 003 289	1 003 289	1 003 289
<b>Syselsatte eiendeler</b>	<b>13 885 814</b>	<b>15 241 116</b>	<b>16 667 667</b>	<b>18 175 063</b>	<b>19 780 434</b>	<b>21 527 252</b>	<b>23 454 937</b>	<b>25 473 815</b>	<b>27 587 988</b>	<b>29 801 743</b>
Egenkapital	9 165 190	10 520 491	11 947 043	13 454 437	15 059 809	16 806 626	18 734 313	20 753 190	22 867 363	25 081 119
Ikke kontr. eierinteresser	878 358	878 358	878 358	878 358	878 358	878 358	878 358	878 358	878 358	878 358
Langsiktig finansiell gjeld	2 377 123	2 377 123	2 377 123	2 377 123	2 377 123	2 377 123	2 377 123	2 377 123	2 377 123	2 377 123
Kortsiktig finansiell gjeld	1 465 144	1 465 144	1 465 144	1 465 144	1 465 144	1 465 144	1 465 144	1 465 144	1 465 144	1 465 144
Finansiell gjeld	3 842 267	3 842 267	3 842 267	3 842 267	3 842 267	3 842 267	3 842 267	3 842 267	3 842 267	3 842 267
<b>Syselsatt kapital</b>	<b>13 885 815</b>	<b>15 241 116</b>	<b>16 667 668</b>	<b>18 175 062</b>	<b>19 780 434</b>	<b>21 527 251</b>	<b>23 454 938</b>	<b>25 473 815</b>	<b>27 587 988</b>	<b>29 801 744</b>