

Kaspar Tufte Johansen

Lerøy Seafood Group ASA
Verdivurdering

Masteroppgave i økonomi og administrasjon

Handelshøgskolen ved HiOA

2017

1 Sammendrag

Denne masteroppgaven har som hensikt å estimere verdien per aksje i Lerøy Seafood Group ASA per 30.12.16. For å oppnå dette tas det i bruk fundamental- og komparativ verdsettelsesteknikk som baseres på offentlig tilgjengelig informasjon.

Som første ledd i den fundamentale verdsettelsen blir det gjennomført en strategisk analyse for å avdekke eksterne og interne forhold som påvirker lønnsomhetspotensiale til Lerøy Seafood Group og bransjen selskapet opererer i. Videre blir konsernregnskapene til Lerøy Seafood Group, og bransjen, justert og omgruppert for investororientert analyse.

Resultatene fra disse analysene danner grunnlaget for det prognostiserte fremtidsregnskapet med tilhørende fri kontantstrøm til totalkapitalen. Ved å neddiskontere den frie kontantstrømmen med fremtidskravet estimeres en fundamental verdi på 471,4 NOK per aksje.

Deretter gjennomføres det en multippelverdsettelse som gir et komparativt verdiestimat på 502 NOK per aksje. Sensitivitetsanalysen blir brukt for å avdekke hvor følsomt det fundamentale verdiestimatet er for endringer i ulike relevante variabler. De to ulike verdiestimatene vektet likt til et endelig verdiestimat på 486,7 NOK per aksje. Dette er noe høyere enn aksjekursen per 30.12.16 på 481,1 NOK per aksje.

Abstract

The purpose of this thesis is to determine the fair value of Lerøy Seafood Group ASA share, as of December 30, 2016. This is accomplished by using fundamental- and comparative valuation techniques, which is based on publicly available information.

The first step of the fundamental valuation is a strategic external and internal analysis to determine factors that influences the profit potential of Lerøy Seafood Group and the industry of aquaculture. The next step is a consolidated financial statement analysis of Lerøy Seafood Group and the industry of aquaculture.

Based on the findings of these analyses, a projection of the future free cash flow is calculated and discounted at the required rate of return. This results in an estimated fundamental value of 471,4 NOK per share.

In addition, a valuation using multiples results in an estimated value of 502 NOK per share. A sensitivity analysis is used to determine how different variables will affect the fundamental value. The two values are weighted identical to calculate a final value of 486,7 NOK per share. This is slightly higher than the actual share price on December 30, 2016, which is 481,1 NOK per share.

Innholdsfortegnelse

1	Sammendrag	2
2	Innledning	8
2.1	Målsetning	8
2.2	Avgrensning.....	8
2.3	Oppbygging	8
3	Verdsettelsesmetoder	9
3.1	Fundamental verdsettelse	9
3.2	Komparativ verdsettelse	10
3.3	Opsjonsbasert verdsettelse.....	10
3.4	Valg av verdsettelsesmetode	11
4	Presentasjon av den norske oppdrettsnæringen og Lerøy	12
4.1	Historikk	12
4.2	Oppdrettsnæringen i dag.....	13
4.3	Produktet.....	15
4.4	Kostnadsdrivere	16
4.5	Valg av komparative selskap	17
4.5.1	Marine Harvest.....	18
4.5.2	SalMar	19
4.5.3	Grieg Seafood.....	19
4.6	Lerøy Seafood Group	20
4.6.1	Oppkjøp av Havfisk ASA og Norway Seafoods Group AS.....	22
5	Strategisk analyse	24
5.1	PESTEL	24
5.1.1	Politiske forhold	24
5.1.2	Økonomiske forhold.....	26
5.1.3	Sosiale forhold.....	28
5.1.4	Teknologiske forhold	28
5.1.5	Miljømessige forhold	29
5.1.6	Lakselus, smittespredning og rømming	29
5.1.7	Legale forhold	31
5.1.8	Oppsummering av PESTEL-analysen.....	32
5.2	Porters konkurransekraftmodell	33
5.2.1	Etableringsbarrierer	33
5.2.2	Kundenes forhandlingsmakt.....	34

5.2.3	Substitutter	35
5.2.4	Leverandørens forhandlingsmakt	36
5.2.5	Rivalisering i bransjen.....	37
5.2.6	Oppsummering av Porters konkurransekraftmodell	38
5.3	Intern analyse – VRIO	38
5.3.1	Hvitfisksegmentet.....	38
5.3.2	Andre fysiske ressurser	40
5.3.3	Finansielle ressurser	40
5.3.4	Innsatsfaktorer	40
5.3.5	Oppsummering av intern analyse	41
5.4	Oppsummering av strategisk analyse - SWOT.....	42
6	Regnskapsanalyse	43
6.1	Presentasjon av regnskapet.....	43
6.2	Omgruppering av regnskapet.....	46
6.2.1	Resultatregnskapet	46
6.2.2	Balansen	51
7	Analyse av risiko	53
7.1	Likviditetsanalyse	53
7.1.1	Likviditetsgrad 1	53
7.1.2	Likviditetsgrad 2	55
7.1.3	Rentedekningsgrad	56
7.1.4	Finansiell gjeldsdekningsgrad	57
7.1.5	Oppsummering av likviditetsanalyse	58
7.2	Soliditetsanalyse	59
7.2.1	Egenkapitalprosent	59
7.2.2	Netto driftsrentabilitet	60
7.2.3	Finansieringsmatrise.....	61
7.2.4	Syntetisk rating.....	63
8	Historisk avkastningskrav.....	65
8.1	Egenkapitalkrav	65
8.1.1	Risikofri rente.....	65
8.1.2	Markedspremie	66
8.1.3	Egenkapitalbeta	66
8.1.4	Illikviditetspremie	68
8.1.5	Årlig egenkapitalbeta	69

8.1.6	Årlig krav til egenkapital og minoritet	69
8.1.7	Årlig netto driftskrav (WACC)	70
8.2	Krav til netto finansiell gjeld	71
8.2.1	Krav til finansiell gjeld	72
8.2.2	Krav til finansielle eiendeler	73
8.3	Netto finansiell gjeldsbeta	74
8.3.1	Finansiell gjeldsbeta	74
8.3.2	Finansiell eiendelsbeta	75
9	Analyse av lønnsomhet	77
9.1	Analyse av superrentabilitet	77
9.1.1	Egenkapitalrentabilitet	77
9.1.2	Bransjefordel	78
9.1.3	Intern ressursfordel 1	79
9.1.4	Intern ressursfordel 2	80
9.2	Driftsfordel	81
9.2.1	Driftsrelatert bransjefordel	81
9.2.2	Driftsrelatert ressursfordel	82
9.2.3	Marginfordel	82
9.2.4	Kravfordel	84
9.2.5	Omløpsfordel	84
9.2.6	Oppsummering av driftsfordel	86
10	Fremtidsregnskap	87
10.1	Valg av prognoseperiode	87
10.2	Framskrivning av relevante resultat- og balanseposter	87
10.3	Justering av relevante regnskapsposter i 2016	87
10.4	Estimering av budsjett drivere	88
10.4.1	Driftsinntekter	88
10.4.2	EBITDA-margin og driftskostnader	92
10.4.3	Skatt	93
10.4.4	Inntekt fra tilknyttede selskap	93
10.4.5	Varige driftsmidler	94
10.4.6	Endring i driftsrelatert arbeidskapital	95
10.5	Fremtidsregnskap	96
10.6	Fremtidskrav	97
10.6.1	Egenkapitalkrav	97

10.6.2	Risikofri rente.....	97
10.6.3	Markedspremie.....	97
10.6.4	Egenkapitalbeta	97
10.6.5	Egenkapitalkrav.....	97
10.6.6	Gjeldskostnad	98
10.6.7	WACC.....	98
11	Verdsettelse.....	100
11.1	Totalkapitalmetoden	100
11.2	Komparativ verdsettelse.....	101
11.2.1	P/B.....	102
11.2.2	P/E.....	103
11.2.3	EV/EBITDA.....	103
11.2.4	EV/EBIT.....	104
11.2.5	EV/Slaktevolum	105
11.2.6	Komparativt verdiestimat	105
11.3	Sensitivitetsanalyse	106
11.4	Endelig verdiestimat	107
12	Oppsummering og konklusjon.....	108
13	Kilder	109
13.1	Tabelloversikt	114
13.2	Figurliste	116
13.3	Vedlegg.....	117

2 Innledning

2.1 Målsetning

Målsetningen med oppgaven er å estimere verdien per aksje i Lerøy Seafood Group ASA per 30.12.2016, og deretter sammenligne denne prisen med faktisk markedspris på verdsettelsestidspunktet. Verdiestimeringen gjøres ved hjelp av fundamental verdsettelsesteknikk som blir supplert med et komparativt verdiestimat.

2.2 Avgrensning

Opgaven baserer seg utelukkende på offentlig informasjon og der informasjonen ikke strekker til vil det bli gjort skjønnsmessige forutsetninger.

Regnskapsanalysene er avgrenset til tidsperioden 2010 til 2016 og den fokuserer på konsernregnskapet. Marine Harvest, SalMar og Grieg Seafood er valgt til å utgjøre bransjen som Lerøy Seafood Group måles opp mot. Etter innledningen vil Lerøy Seafood Group ASA konsekvent bli forkortet med LSG.

2.3 Oppbygging

Opgaven innledes med å beskrive de ulike verdsettelsesteknikkene samt en begrunnelse for valg av verdsettelsesteknikk som blir brukt. Videre introduseres oppdrettsbransjen og Lerøy Seafood Group ASA.

Det vil utføres en strategisk analyse av eksterne muligheter og trusler, samt interne styrker og svakheter. I den eksterne analysen benyttes PESTEL-modellen og Porters konkurransekraftmodell, mens den interne analysen utføres i tråd med VRIO-modellen. Den strategiske analysen oppsummeres i en skjematisk fremstilling av SWOT-modellen.

For å danne grunnlag for en investororientert regnskapsanalyse blir det historiske regnskapet til Lerøy Seafood Group ASA og bransjen omgruppert.

Videre blir det utført en risikoanalyse og deretter beregnes de historiske avkastningskravene for å analysere den historiske lønnsomheten.

På bakgrunn av den strategiske analysen og regnskapsanalysen estimeres de fremtidige budsjettdriverne som danner grunnlaget for fremtidsregnskapet med tilhørende fremtidskravkrav for et fundamentalt verdiestimat. Videre gjennomføres det en komparativ verdsettelse som inngår i det endelige verdiestimatet.

Avslutningsvis utføres det en sensitivitetsanalyse for å kartlegge de største driverne i den fundamentale verdsettelsen før konklusjonen.

3 Verdsettelsesmetoder

Det finnes hovedsakelig 3 verdsettelsesmetoder, herav opsjonsbasert-, komparativ- og fundamental verdsettelse. Alle tilnærmingene har sine fordeler og ulemper, og utfallet av verdsettelsen kan variere stort avhengig av hvilken metode som er valgt (Damodaran, 2012). Nedenfor følger en introduksjon av hver verdsettelsesmetode og bakgrunnen for hvilken som blir anvendt i oppgaven.

3.1 Fundamental verdsettelse

Tankegangen bak en fundamental verdsettelse er at verdien av en eiendel tilsvarer nåverdien av kontantstrømmen eiendelen er forventet å generere. Diskonteringsrenten (r) som kontantstrømmen (CF_t) neddiskonteres på, vil gjenspeile risikoen som er forbundet med den estimerte kontantstrømmen. Ligningen under er illustrerer sammenhengen. (Damodaran, 2012)

$$Verdi = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Fundamental verdsettelse ligger til grunn i de fleste andre verdsettelsesmetoder som eksisterer. Den opsjonsbaserte tilnærmingen starter ofte med en diskontert kontantstrømvurdering og det er kritisk å forstå konseptet av den fundamentale verdsettelsen for å gjennomføre en god komparativ verdsettelse (Damodaran, 2012).

Fundamental verdsettelse er en omfattende prosess som innebærer en strategisk analyse og regnskapsanalyse for å bedre være i stand til å gjøre gode anslag på fremtidige kontantstrømmer. Det finnes mange varianter innenfor fundamental verdsettelse, men ifølge Damodaran (2012) har alle sitt utspring i to forskjellige dimensjoner; egenkapital- og selskapskapitalmetoden. Førstnevnte metode går ut på å verdsette egenkapitalen i selskapet direkte ved å neddiskontere kontantstrømmen til egenkapitalen med egenkapitalkravet. Selskapskapitalmetoden fokuserer på totalkapitalen og verdsetter derfor hele selskapet. Dette innebærer at samtlige kontantstrømmer blir neddiskontert med det vektete avkastningskravet til totalkapitalen (WACC). Deretter trekkes andelen som ikke tilhører aksjeeierne fra, og vi sitter igjen med verdien av egenkapitalen. Begge metodene vil resultere i det samme verdiesimatet dersom man er konsistent i forutsettingene (Damodaran, 2012).

3.2 Komparativ verdsettelse

Komparativ verdsettelse baserer seg på forholdstall, også kalt multipler, mellom eksisterende markedsverdi av komparative selskap og relevante regnskapsposter. Ved hjelp av multiplene, gjerne i form av et bransjegjennomsnitt, kan et verdiestimat beregnes ved å anta at det samme forholdet gjelder for selskapet vi ønsker å verdsette. Som regel er multiplene resultat- og kontantstrømorienterte eller balanseorienterte. Eksempler på førstnevnte kan være pris-fortjeneste (P/E) eller EV/EBITDA, mens balanseorienterte multipler typisk er pris-bok (P/B). I enkelte tilfeller er det også relevant å ta i bruk ikke-finansielle multipler som er mer bransjespesifikke, eksempelvis EV/Produsert volum og EV/Antall kunder (Kaldestad og Møller, 2011).

Komparativ verdsettelse er den mest benyttede metoden for verdsettelse på grunn av sin lite ressurskrevende form. Informasjonen som kreves er ofte lett tilgjengelig, og selve utregningen krever lite tid. Samtidig er multiplene intuitive noe som gjør de enkle å kommunisere.

Ved bruk av multipler er det viktig med konsistent bruk av regnskapstallene for å unngå et skjevt verdiestimat. Korrigeres det for poster bør dette gjennomføres for samtlige selskaper i vurderingen og samtidig bør det justeres for vesentlige engangshendelser (Dyrnes, 2004).

3.3 Opsjonsbasert verdsettelse

Opsjonsbasert verdsettelse tar i bruk kjente modeller for å prise opsjoner, som Black-Scholes og den binomiske modellen, for å måle verdien av eiendeler som følger karakteristikken til en opsjon. Fundamentale tilnærminger tenderer til å undergrave verdien av eiendeler som er betinget av en enkelt hendelse. I kontrast inkluderer den opsjonsbaserte tilnærmingen verdien av fleksibiliteten ledelsen har til å justere seg etter kritiske hendelser (Damodaran, 2012). Denne fleksibiliteten kan eksempelvis være muligheten til å utsette, utvide eller skrinlegge et prosjekt. Verdien avhenger av sannsynligheten og kontantstrømeffekten knyttet til disse mulighetene. (Kaldestad og Møller, 2011)

Opsjonsbasert verdsettelse er lite egnet for selskap som operer i stabile og modne bransjer ettersom fremtiden i større grad er forutsigbar. På den andre siden er tilnærmingen godt egnet for selskap som opererer i volatile bransjer der forskjellen på suksess og fiasko av en satsning er betydelig. Da vil verdien av fleksibiliteten ledelsen besitter være stor og en fundamental tilnærming vil i større grad resultere i et skjevt verdiestimat (Kaldestad og Møller, 2011).

3.4 Valg av verdsettelsesmetode

Ved valg av metode er det viktig å reflektere over faktorer som; tilgangen på informasjon, tid til disposisjon, samt forhold knyttet til selve selskapet og bransjen det opererer i (Kaldestad og Møller, 2011).

LSG har vært børsnotert siden 2002 slik at det finnes lang historie med tilgjengelig regnskapsdata. Oppdrettsnæringen har utviklet seg til å bli Norges nest viktigste næring etter petroleumsnæringen, og det finnes derfor mye offentlig informasjon om bransjen. Tidsperspektivet er 5 måneder. Basert på dette er det derfor blitt valgt å gjennomføre en fundamental verdsettelse etter selskapskapitalmetoden. Kaldestad og Møller (2011) nevner at det mest pålitelige verdiestimatet oppnås ved å kombinere en fundamental tilnærming med en markedsbasert tilnærming. Derfor vil jeg også foreta en komparativ verdsettelse i form av multipler som skal inngå i det endelige verdiestimatet.

4 Presentasjon av den norske oppdrettsnæringen og Lerøy

I dette kapittelet vil jeg begynne med en introduksjon av den norske oppdrettsnæringen. Videre forklares produktet og leddene i verdikjeden. Deretter gis det en oversikt over de viktigste kostnadsdriverne etterfulgt av en forklaring for hvilke komparative selskap som skal utgjøre bransjeutvalget. Disse selskapene presenteres kort, og avslutningsvis gis det en mer detaljert beskrivelse av LSG.

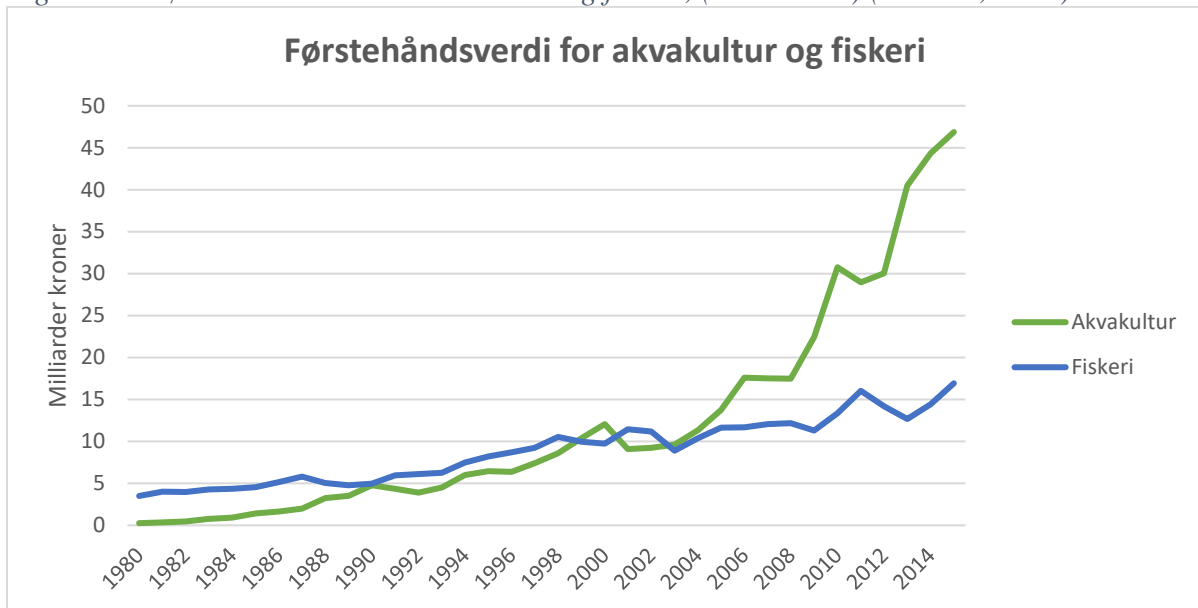
4.1 Historikk

Oppdrettsnæringen i Norge har en relativt kort historie. Fiskeoppdrett var til å begynne med kun regnet som en biinntekt for norske kystbønder før gjennombruddet kom i begynnelsen av 1970-tallet. Da lyktes man å produsere laks og regnbueørret i flytemerder for første gang, i kontrast til landbaserte anlegg som framstod som ineffektive og kostnadsfulle. Innledningsvis ble det i større grad satset på oppdrett av regnbueørret, men fokuset skiftet til laks ettersom denne var forbundet med høyere etterspørsel og derav pris.

Allerede i 1973 ble nye oppdrettsanlegg konsesjonsbelagt av myndighetene og det ble tydelig at Norge hadde et stort potensiale for lakseoppdrett med sin langstrakte kyst og gunstige biologiske forhold. Økt produksjonsvekst på 1980-tallet førte til markedsmetning og kraftig prisfall. I kombinasjon med bankkrisen og det økte rentenivået gikk mange derfor konkurs.

I 1991 gjorde en endring i oppdrettsloven det mulig for én eier å besitte flere konsesjoner, noe som førte til en kulturendring i oppdrettsbransjen. Virksomhetsstrukturen gikk fra å stort sett være enkeltmannsforetak til større aksjeselskap og antall selskap som produserte matfisk ble halvert gjennom 1990-tallet. Årene etter 1992 var preget av stor vekst og produktiviteten per årsverk ble mer enn firedoblet i perioden fram til 2002, men det var først i 1999 at førstehåndsverdien fra oppdrettsnæringen var større enn fra tradisjonelt fiske (figur 4-1). Med førstehåndsverdi menes prisen oppdretter får ved salg av uforedlet fersk eller frossen fisk (ssb.no, 2016). Dette var riktignok bare starten på den voldsomme utviklingen oppdrettsnæringen har hatt fram til i dag. Den enorme utviklingen er et resultat av stor etterspørsel kombinert med innovasjoner innen merdteknologi, fôr, avl og vaksiner. (Steinset, 2017) (UiB, År ikke angitt) (Hallenstvedt, 2015).

Figur 4-1: Førstehåndsverdi av akvakultur og fiskeri, (1980-2015) (Steinset, 2017).



Akvakultur vil si produksjon av akvatiske organismer, eksempelvis produksjon av laks (ssb.no, 2016).

4.2 Oppdrettsnæringen i dag

I dag er oppdrettsnæringen Norges nest viktigste næring etter petroleumsnæringen og når stadig nye høyder med det ene rekordåret etter det andre. Omlag 95% av all sjømat som produseres eller fiskes i norsk farvann blir eksportert. I 2016 hadde den samlede eksporten en rekordhøy markedspris på 90,6 milliarder kroner noe som er en økning på 23% fra fjoråret. Totalt ble det eksportert 980 000 tonn laks i 2016 til en verdi på 61,4 milliarder kroner. Dette var en eksportert volumnedgang på 5,2% fra 2015, men en rekordhøy laksepris sørget for at eksportverdien oversteg fjoråret (Sjømat Norge, 2016).

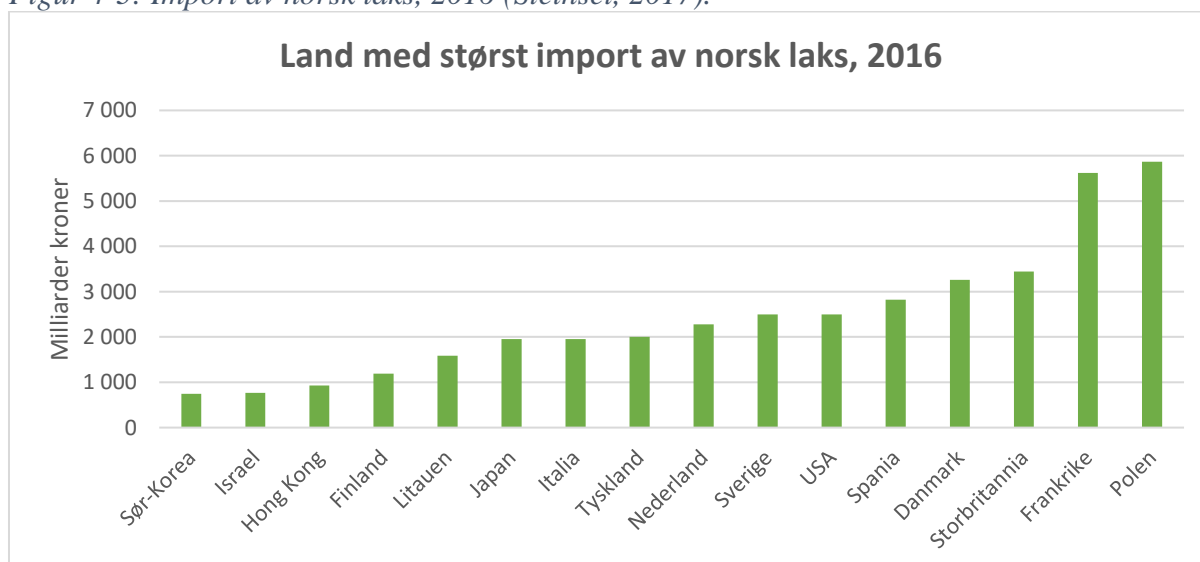
Slaktevolumet av laks ble i 2016 redusert med 7%, og siden 2012 har man sett en antydning til at slaktevolumet flates ut. Stadig økende etterspørsel og begrenset tilbud er med på å presse prisene opp. Gjennomsnittlig laksepris til oppdretter var hele 63,1 kroner per kilo i 2016 (Sjømat Norge, 2016). Historisk har lakseprisen hatt en volatil og syklisk karakter som følge av variasjoner i tilbud og etterspørsel. Som vi ser av figur 4-2 så falt lakseprisen betraktelig i siste halvdel av 2011, og forble lav i hele 2012. Etter den tid har lakseprisen hatt en kraftig økning, der 2016 peker seg ut som spesielt bra.

Figur 4-2: Ukentlig laksepris, (2010-2016) (FishPool, 2017b).



I 2016 ble det eksportert norsk sjømat til 146 forskjellige land. Eksportverdien av sjømat til EU-landene utgjorde 67% av den totale eksportverdien, noe som gjør EU-landene til Norges hovedmarked (Sjømat Norge, 2016). Det ble eksportert 749 000 tonn laks til EU der Polen og Frankrike var de landene som importerte mest norsk laks i 2016 (figur 4-3). USA hadde en markant oppsving i etterspørselen etter norsk laks med 6%, mens eksportvolumet til Spania ble redusert med 12% (Berge, 2017b). Mange av landene, deriblant Polen og Danmark, importerer norsk laks for å deretter eksportere den videre.

Figur 4-3: Import av norsk laks, 2016 (Steinset, 2017).



4.3 Produktet

Oppdrett av laks og ørret er uten tvil den mest utbredte formen for fiskeoppdrett i oppdrettsnæringen. Det er blitt gjort forsøk på torskeoppdrett uten særlig hell. Det viser seg at torskelarven stiller spesielle krav til ernæring for at vekstprogresjonen skal være tilfredsstillende (Skretting.com, År ikke oppgitt). I tillegg til oppdrett av laks og ørret bedriver oppdrettsselskapene, i større eller mindre grad, tradisjonelt fiske etter hvitfisk. Torsk er mest utbredt, men det blir også fisket og foredlet sei og hyse. De forskjellige prosessene i oppdrett av laks vil bli nærmere forklart under.

Lakseoppdrett omfatter kunstig befruktning, klekking, yngelpleie og oppfôring av laks i fangenskap. Denne kultiveringen kan ta lang tid og kan derfor omfatte flere deler av fiskens livssyklus (Hallenstvedt, 2015).

I lakseoppdrett tar det ca. 3 år før fisken er klar til å slaktes og selges. I løpet av denne tiden har fisken vært gjennom flere sykluser som er nøye tilrettelagt for å skape de riktige vekst-, miljø- og helseforholdene. Laksen er en anadrom fiskeart. Det vil si at den gyter i ferskvann, deretter vandrer ut i havet hvor den lever mesteparten av sitt liv, før den igjen vender tilbake til ferskvann for å gyte. I lakseoppdrett er det derfor viktig å tilpasse forholdene til laksens naturlige klekke- og vekstmiljø. Dette vil si at laksen må gjennom flere prosesser før den kan settes ut i havet. (Hallenstvedt, 2015)

Prosessen starter med at rogn befruktes og legges i klekkekar. Karene inneholder ferskvann med en temperatur på ca. 8 grader. Etter ca. 60 dager klekkes laksen og kalles nå yngel. På dette stadiet flyttes yngelen i større kar, og vil nå begynne å ta til seg næring. (laks.no, 2017) (Hallenstvedt, 2015) (Erko Seafood, 2017).

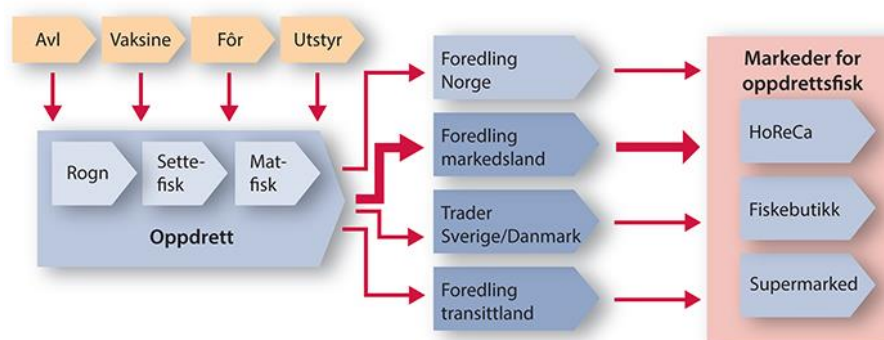
Den videre vekstprosessen til laksen kalles smoltifisering. Dette innebærer ulike forandringer laksen gjennomgår for at den skal kunne leve videre i saltvann. Smoltifiseringen i oppdrettsanleggene tar om lag et halvt år, mens prosessen i naturlig elvemiljø tar 2-5 år. Tiden manipuleres ved å tilrettelegge for optimal vanngjennomstrømming og miljø gjennom alle livssyklusene. Her er friskt og oksygenrikt vann, saltinnhold i vannet, riktig foring, temperatur og lysforhold viktige. Det er også i smoltifiseringsfasen oppdrettslaksen vaksineres mot de vanlige sykdommene. (laks.no, 2017) (Erko Seafood, 2017) (Havforskningsinstituttet, 2009)

Når det har gått ca. 15 måneder fra klekking er fisken klar til å settes i sjøvann. Da veier fisken 60-100 gram. I sjøen oppholdes laksen i flytende rammeverk, kalt merder. Merdene er lokalisert på steder med god vanngjennomstrømming og riktige miljøforhold. Laksen holdes i sjøen til

den har vokst til 3-6 kilo, og dette tar fra 14-22 mnd. Da fraktes laksen levende i brønnbåt til en foredlingsfabrikk for å slaktes, og eventuelt bearbeides. (Havforskningsinstituttet, 2009) (laks.no, 2017)

Vi ser at produktet må gjennom mange ulike faser før det er tilgjengelig for salg. Dette oppsummerer i stor grad også verdikjeden for oppdrettsvirksomhet som går fra produksjon av rogn til salg og distribusjon. Mange aktører er helintegreerte i verdikjeden med kontroll i alle ledd. Verdikjeden illustreres i figur 4-4. I oppstillingen er «HoReCa» en betegnelse for hoteller, restauranter og catering.

Figur 4-4: Oppdrettsnæringens verdikjede (Nærings- og fiskeridepartementet, 2014)



4.4 Kostnadsdrivere

Som vi ser av figur 4-5 er fôrkostnaden den desidert største kostnadsdriveren og utgjør tilnærmet halvparten av den totale produksjonskostnaden per kilo. Fiskefôr inneholder mest vegetabiliske ingredienser i tillegg til fiskeolje og fiskemel. De siste årene har aktørens fôrkostnader økt betydelig blant annet grunnet økte råvarepriser, endret sammensetning av råvarer og økt bruk av medisinfôr. (Nofima, 2016a)

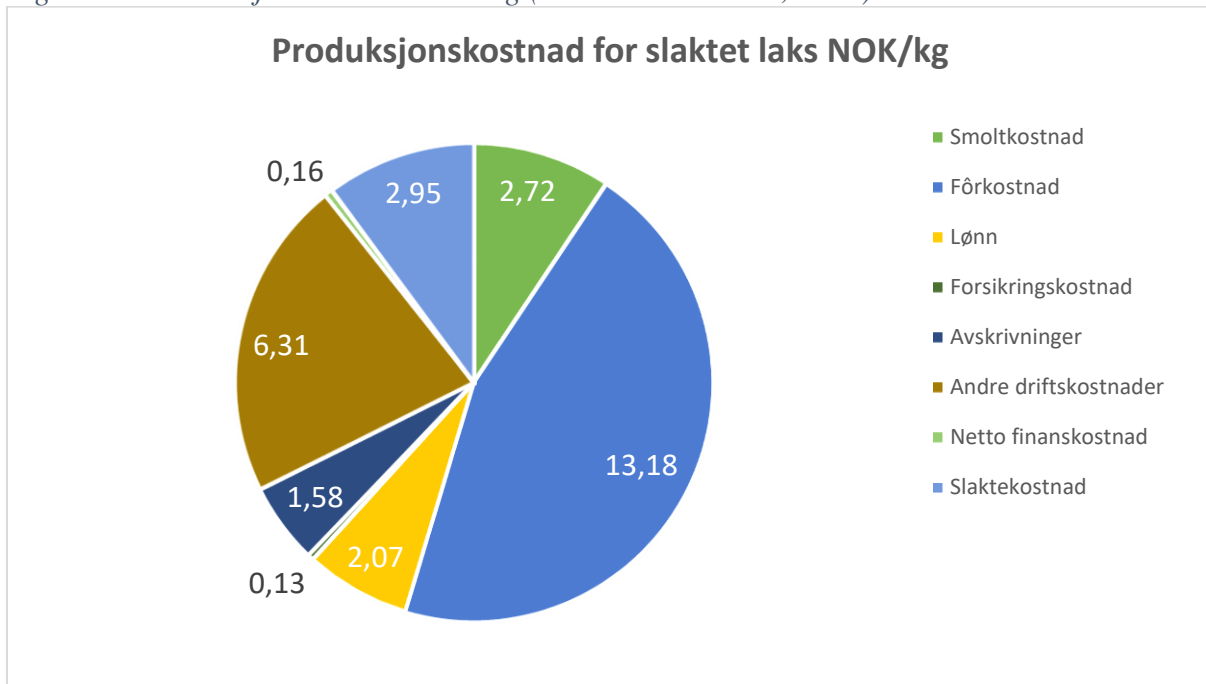
Andre driftskostnader er den nest største kostnadsposten som utgjør nesten 22% av den totale kostnaden per kilo. Denne posten er en fellesbetegnelse for kostnader tilknyttet fiskehelse, miljø og vedlikehold og andre administrative kostnader. Spesielt har kostnader forbundet med bekjemping av lakselus vært særlig framtreddende de siste årene. Det er stor variasjon mellom selskapene på hva som inngår i andre driftskostnader, men den generelle trenden er at posten har vært økende de siste årene (Nofima, 2016a).

Videre er smoltkostnadene avhengig av prisen på smoltutbytte og pris. Med smoltutbytte menes forholdet mellom kilo slaktet fisk og kilo smolt som settes i sjøen (Nofima, 2016a). Gjennomsnittlig smoltpris per laks og regnbueørret var i 2015 på 11,13 kroner (Fiskeridirektoratet, 2015). Lønnskostnaden er logisk nok avhengig av den generelle

lønnsveksten i landet, men i den norske oppdrettsnæringen økte lønnskostnadene med mer enn 50% i perioden 2012 til 2015. Mye av forklaringen ligger i økt bruk av arbeidskraft til forebygging og behandling av lakselus (Nofima, 2016a).

Disse kostnadsdriverne påløper først når man har et velfungerende anlegg som er i stand til å produsere og foredle laks, og for å komme i den posisjonen kreves det store investeringer.

Figur 4-5: Produksjonskostnad NOK/kg (Fiskeridirektoratet, 2015)



For tradisjonelt fiske er det primært lønnskostnader og andre driftskostnader som anses som de største kostnadsdriverne. Grunnet det høye lønnsnivået i Norge er det nettopp denne kostnadsposten som utgjør den største andelen av de totale kostnadene. Andre driftskostnader vil typisk være kostnader tilknyttet drivstoff, vedlikehold og reparasjoner, forsikringer og fiskeutstyr, der førstnevnte utgjør den største andelen av denne posten.

4.5 Valg av komparative selskap

I de videre analysene er det viktig å ha en bransjestandard som LSG kan måles opp mot. Bransjeutvalget bør bestå av selskap som i størst mulig grad er sammenlignbare med LSG for å danne et rettferdig bilde av hva bransjestandarden er. LSG vil, i tillegg til de utvalgte komparative selskapene, utgjøre bransjestandarden.

Oppdrettsnæringen har de siste 10 årene vært preget av stor oppkjøpsaktivitet, og derav konsolideringer. Betydelige aktører i bransjen er derfor noen få og store selskap. På Oslo Børs Seafood Index (OBSFX) er det notert åtte oppdrettsselskap; Austevoll Seafood, SalMar, Grieg

Seafood, LSG, Marine Harvest, Norway Royal Salmon, Bakkafrost og The Scottish Salmon Company (Oslo Børs, 2017). De to sistnevnte inkluderes ikke i bransjeutvalget ettersom de ikke driver virksomhet i Norge. Austevoll Seafood er hovedaksjonær i LSG med en eierandel på 52,7% av aksjene, og utelukkes av den grunn. SalMar er det selskapet som har en omsetning og bokført verdi på kapitalen som ligger nærmest LSG av alle de resterende selskapene, og inkluderes i bransjeutvalget på bakgrunn av dette. Videre føles det naturlig å inkludere Marine Harvest fordi de i stor grad utgjør bransjestandarden allerede på grunn av sin størrelse. Norway Royal Salmon og Grieg Seafood er begge små selskap relativt til LSG, men bransjeutvalget bør være mer omfattende enn to selskap. Grieg Seafood tas med på bakgrunn av at de er marginalt større enn Norway Royal Seafood.

4.5.1 Marine Harvest

Dette selskapet er verdens største produsent av laks, og har hovedkontor i Bergen. Marine Harvest (MHG) er notert på Oslo Børs og New York Stock Exchange og konsernet hadde en markedsverdi på 70,1 milliarder kroner per 30.12.2016. Hovedaksjonæren er Gevevan Trading Co Ltd., som kontrolleres av John Fredriksen, med en eierandel på 17,7% av aksjene. I 2016 hadde selskapet 12 717 ansatte lokalisert i 24 ulike land.

Salg av oppdrettslaks stod for ca. 90% av de totale inntektene i 2016, der 70% ble solgt på det europeiske markedet. Produksjonen av laks er lokalisert i Norge, Skottland, Canada, Chile, Irland og Færøyene. Den norske produksjonen stod for 62% av det totale slaktevolumet i 2016, etterfulgt av produksjonen i Skottland, Canada og Chile som stod for ca. 10% hver. (Marine Harvest, 2017) (marineharvest.com, 2017)

Selskapet er har stor vertikal kontroll i verdikjeden, og produserer, i kontrast til mange andre selskap, en stor andel av nødvendig fiskefôr selv.

Tabell 4-1: Nøkkeltall for Marine Harvest, (2010-2016).

Tall i NOK 1000	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016
Inntekter	15 281 200	16 132 800	15 463 600	19 199 400	25 531 300	27 880 700	31 899 083
EBITDA f. verdijust. av biomasse	4 027 500	3 457 100	1 296 300	3 694 600	5 135 100	4 315 400	6 954 694
EBIT e. verdijust. av biomasse	4 461 200	1 209 400	968 800	4 661 700	3 633 400	3 092 800	9 008 478
Årsresultat	3 108 400	1 121 200	412 600	2 522 500	939 500	1 417 600	4 901 819
Slaktevolum (tonn)	295 010	342 820	392 306	343 772	418 873	420 148	380 621

4.5.2 SalMar

Målt etter slaktevolum er SalMar Norges tredje største oppdrettsselskap og hovedkontoret ligger i Frøya i Sør-Trøndelag. SalMar (SALM) ble notert på Oslo Børs i 2007 og hadde en markedsverdi på 29 milliarder kroner per 30.12.2016. Hovedaksjonæren er Kverva AS, som kontrolleres av Gustav Witzøe, med en eierandel på 53,9% av aksjene. SalMar og LSG eier 50% hver av aksjene i Norskott Havbruk AS som igjen eier alle aksjene i Scottish Sea Farms Ltd. Dette selskapet er Skottlands nest største havbruksselskap og hadde et slaktevolum på 28 000 (14 000) tonn laks i 2016. SalMar eier også 34% av det islandske oppdrettsselskapet Arnarlax Hf som i 2016 hadde et slaktevolum på 4 118 (1 400) tonn laks. SalMars andel er oppgitt i parentes. SalMars egen produksjon stammer fra to segmenter i Norge, herav SalMar Midt-Norge og SalMar Nord-Norge med et slaktevolum på henholdsvis 70 500 tonn laks og 42 200 tonn laks. Også SalMar er helintegret i verdikjeden fra rognproduksjon til foredling, bearbeiding og salg. (SalMar, 2017) (salmar.no, 2017)

Tabell 4-2: Nøkkeltall for SalMar, (2010-2016).

Tall i NOK 1000	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016
Inntekter	3 429 432	3 833 503	4 204 791	6 245 860	7 185 887	7 326 202	9 029 814
EBITDA f. verdijust. av biomasse	1 212 149	776 269	612 519	1 805 048	2 253 348	1 765 566	3 076 511
EBIT e. verdijust. Av biomasse	1 301 177	275 628	732 768	2 107 404	1 742 835	1 484 049	3 372 446
Årsresultat	958 116	147 371	481 442	1 903 375	1 215 477	1 128 796	2 650 991
Slaktevolum (tonn)	78 500	93 000	103 000	115 000	141 000	136 400	115 600

4.5.3 Grieg Seafood

Målt etter slaktevolum er selskapet Norges fjerde største og hovedkontoret finner sted i Bergen. Grieg Seafood (GSF) har vært notert på Oslo Børs siden 2007 og hadde en markedsverdi per 30.12.16 på 9 milliarder kroner. Hovedaksjonæren i selskapet er Grieg Holding AS som eier 50% av aksjene. Ved utgangen av 2016 hadde selskapet 664 ansatte. Grieg Seafood hadde i 2016 et slaktevolum på 64 727 tonn laks der 62,5% ble produsert i Norge. Den resterende produksjonen stammer fra Shetland og Canada som utgjorde henholdsvis 20,9% og 16,6% av den totale produksjonen. Av den totale omsetningen utgjorde salg til EU 54% og er dermed selskapets viktigste marked. Andre viktige markeder er Øst-Asia (18%), Storbritannia (12%) og USA (12%). (Grieg Seafood, 2017) (griegseafood.no, 2017)

Tabell 4-3: Nøkkeltall for Grieg Seafood, (2010-2016).

Tall i NOK 1000	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016
Driftsinntekter	2 456 651	2 063 559	2 078 282	2 424 256	2 675 227	4 653 588	6 586 206
EBITDA f. verdijust. av biomasse	686 944	345 820	-29 818	484 330	481 529	261 311	1 341 662
EBIT e. verdijust. Av biomasse	847 384	-189 566	-93 100	615 743	213 704	80 951	1 683 487
Årsresultat	631 040	-123 159	-147 190	430 986	138 041	4 366	1 222 331
Slaktevolum (tonn)	64 214	60 082	70 000	58 061	64 736	65 398	64 727

4.6 Lerøy Seafood Group

LSG ble børsnotert i 2012 og har gjennom stor oppkjøpsaktivitet og organisk vekst vokst seg til å bli verdens nest største produsent av laks og ørret. I 2016 hadde LSG 3 500 ansatte og en markedsverdi på 28,7 milliarder kroner per 30.12.2016. Hovedaksjonæren er som tidligere nevnt Austevoll Seafood med en eierandel på 52,7% av aksjene. (Lerøy Seafood Group ASA, 2017)

Selskapet er helintegret i verdikjeden med produksjon av rogn, smolt og matfisk. Matfisken blir foredlet og eventuelt bearbeidet på fabrikker som er lokalisert i sju ulike land i Europa, inkludert Norge. Videre blir fisken solgt og distribuert gjennom LSG sitt salgsnettverk som består av en rekke søsterselskap rundt om i verden. I tillegg drives det stor aktivitet innenfor hvitfisksegmentet. Driften i LSG deles og rapporteres derfor etter fire segmenter; hvitfisk, havbruk, bearbeiding (VAP) og salg og distribusjon. (Lerøy Seafood Group ASA, 2017)

Hvitfisk er et nytt segment som ble innført i 2016 som følge av oppkjøpene av Havfisk og Norway Seafoods og aktiviteten disse medbringer. Dette er i førsterekke villfangst av hvitfisk samt foredling og bearbeiding av denne. Segmentet genererte 945,7 millioner i driftsinntekter i 2016, med en EBITDA på 329,2 millioner. (Lerøy Seafood Group ASA, 2017)

Havbruk omhandler produksjon av laks og ørret, og inkluderer verdikjedeledene fra rognproduksjon til slaktning av matfisk. Produksjonen er inndelt i 3 regioner i Norge, herav Lerøy Aurora i Nord-Norge, Lerøy Midt i Midt-Norge samt Lerøy Vest og Lerøy Sjøtroll i Vest-Norge. I tillegg produseres det noe laks i Skottland gjennom datterselskapet Norskott Havbruk AS. Den mest omfattende produksjonen stammer fra Vest-Norge med 63 konsesjoner, og deretter følger produksjonen i Midt-Norge og Nord-Norge med henholdsvis 57 og 26 konsesjoner. Totalt ble det slaktet 150 182 tonn i 2016. (Lerøy Seafood Group ASA, 2017)

Bearbeiding (VAP – value added products) driver primært med foredling og bearbeiding av laks og ørret gjennom 4 enheter;

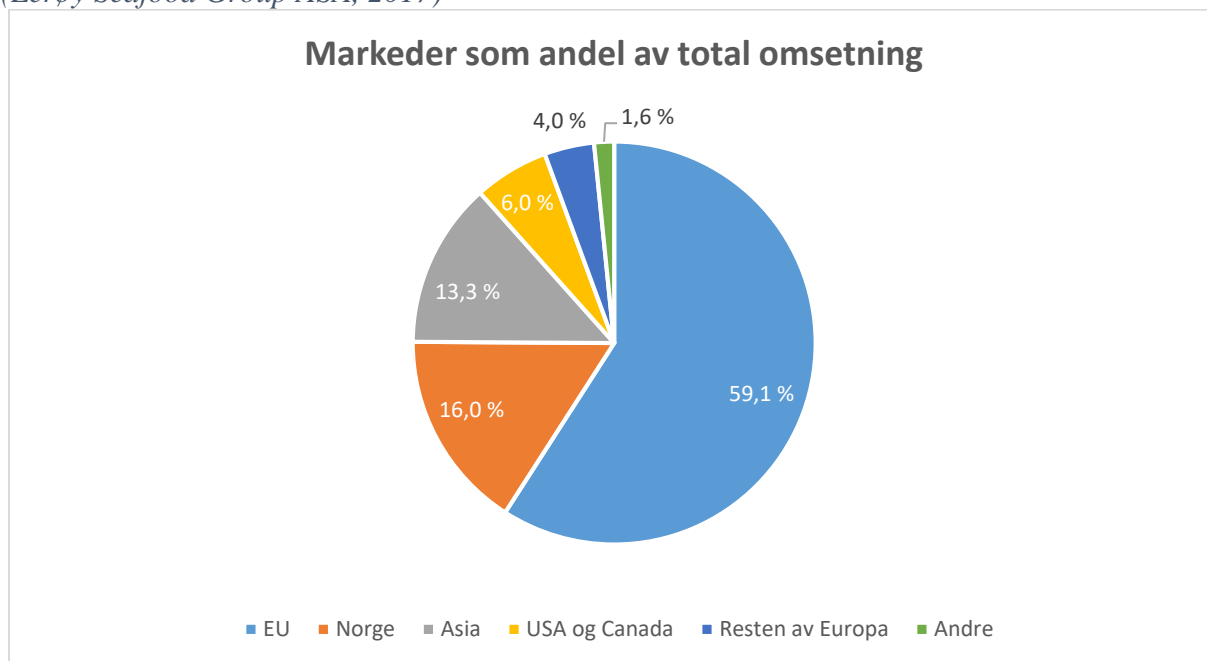
- Lerøy Fossen, som er lokalisert i Bergen, produserer røkt laks og ørret og er Norges største røykeri. Produksjonskapasiteten ble doblet i perioden fra 2014 til 2015 til en investeringskostnad på 50 millioner.
- Lerøy Smøgen Seafoods er Sveriges største bearbeidingsanlegg for laks og produserer en rekke ulike produkter innenfor kategoriene kjøll, frys og videre bearbeiding.
- Rode Beheer B.V. produserer røkt, marinert, ferskpakkede og frosne sjømatprodukter til markeder i Vest-Europa. Selskapet har vært under LSG sin kontroll siden 2012 da LSG kjøpte 50,1% av aksjene.
- Bulandet Fiskeindustri videreforedler hvitfisk til det norske dagligvaremarkedet. Denne enheten, i tillegg til hvitfisksegmentet, bidrar til å øke konsernets produktsortiment utover laks- og ørretprodukter. (Lerøy Seafood Group ASA, 2015)

Salg- og distribusjonssegmentet markedsfører, selger og distribuerer LSG sine produkter som stammer fra hvitfisk og egenprodusert laks og ørret. I tillegg samarbeider segmentet med tredjepartsaktører i bransjen. LSG har gjennom dette segmentet som målsetning å tilby nye produkter til nye markeder, noe som innebærer en satsning på produktdifferensiering, omfattende produktutvalg og markedsføring. I 2016 utgjorde lakseprodukter 69,9% av den totale omsetningen, mens ørret og hvitfisk stod for henholdsvis 12,5% og 10,4%. Det er ventet en økning av salg av hvitfisk det neste året grunnet det nye hvitfisksegmentet. Salgskontorene er globalt lokalisert og skal sikre nærhet til LSG sine viktigste markeder. Dette er i førsterekke EU, etterfulgt av Norge og Asia som vist av figur 4-6 (Lerøy Seafood Group ASA, 2017).

Tabell 4-4: Nøkkeltall for LSG, (2010-2016).

Tall i NOK 1000	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016
Inntekter	8 887 671	9 176 873	9 102 941	10 818 519	12 696 874	13 484 931	16 323 593
EBITDA f. verdijust. av biomasse	1 805 875	1 484 797	774 866	1 938 474	2 160 137	1 813 868	3 355 090
EBIT e. verdijust. Av biomasse	1 884 789	597 131	744 833	2 390 028	1 461 261	1 568 460	4 314 030
Årsresultat	1 429 571	378 677	491 762	1 886 395	1 104 471	1 232 882	3 518 631
Slaktevolum (tonn)	116 824	136 672	153 403	144 784	158 258	157 697	150 182

Figur 4-6: Markeder som andel av total omsetning, LSG (2016).
(Lerøy Seafood Group ASA, 2017)



4.6.1 Oppkjøp av Havfisk ASA og Norway Seafoods Group AS

I løpet av 2016 tilegnet LSG seg samtlige aksjer i Havfisk og Norway Seafoods Group til en verdi av 3,2 milliarder kroner noe som gjør oppkjøpet til det største i konsernets historie. Finansieringen ble sikret gjennom en rettet emisjon med tilhørende 2,052 milliarder i ny egenkapital, samt salg av egne aksjer til en verdi av 122 millioner. Den resterende milliarden ble hentet ved låneopptak i bank siste kvartal i 2016. Selskapene ble konsolidert inn i konsernregnskapet fra 31. august og bidro med 88,6 millioner til konsernets driftsresultatet i 2016. I følge den fjerde kvartalsrapporten i 2016 ville konsernets inntekter og driftsresultat vært henholdsvis 2,3 milliarder og 0,2 milliarder høyere dersom selskapene hadde blitt konsolidert fra årets begynnelse (Lerøy Seafood Group ASA, 2017).

Havfisk ASA er Norges største trålrederi med 381 ansatte og hadde 10 trålere i drift ved inngangen til 2016. De innehar konsesjonsrettigheter til 11% av de totale norske fangstkvote for hvitfisk, og hadde en total fangst på 58 214 tonn i 2015. Dette antallet består mest av torsk, men også noe hyse og sei. Omsetningen i 2015 var på 1,1 milliarder kroner. (Havfisk ASA, 2015) (leroyseafood.com, 2016)

Norway Seafoods driver primært med foredling av hvitfisk og hadde 730 ansatte ved utgangen av 2015. Selskapet er et av Europas største salgs-, foredlings- og distribusjonsselskap for

hvitfisk. På oppkjøpstidspunktet hadde selskapet åtte anlegg i Norge som produserer foredlete produkter av torsk, hyse og sei, og tre anlegg i Danmark som baserer seg på laks, torsk, sei og rødspette. Virksomheten i Danmark er avtalt og selges videre til Seafood International som er et dansk sjømatkonsern der LSG vil eie 33%. Omsetningen i 2015 var på 1,9 milliarder kroner og hovedmarkedene var Skandinavia, Frankrike og Storbritannia. (Norway Seafoods Group AS, 2015) (Lerøy Seafood Group ASA, 2017)

Oppkjøpene sikrer tilgang til over 100 000 tonn råmaterialer av hvitfisk, noe som gjør LSG til Norges største, og en betydelig internasjonal aktør, innen hvitfiskmarkedet. (leroyseafood.com, 2016)

5 Strategisk analyse

Den strategiske analysen har som mål å avdekke forhold som påvirker LSG sin fremtidige vekst og lønnsomhet. Et selskap fremstår som lønnsomt dersom avkastningen overstiger avkastningskravet og det kan være både bransje- og selskapsspesifikke faktorer som er bakgrunnen for lønnsomheten. Dette blir kvantifisert senere i lønnsomhetsanalysen. Den strategiske analysen innebærer derfor en ekstern analyse som studerer kritiske makro- og bransjeforhold, samt en intern analyse som fokuserer på eventuelle interne fordeler LSG har i forhold til bransjen.

PESTEL-modellen brukes som et verktøy for å studere makroforholdene som påvirker bransjen, mens Porters konkurransekraftmodell tas i bruk for å vurdere de bransjespesifikke forholdene. Videre blir VRIO brukt som rammeverk i den interne ressursbaserte analysen før det hele oppsummeres i en SWOT-analyse.

I den strategiske analysen er det lagt hovedvekt på oppdrett av laks og ørret ettersom dette er LSGs primære inntektskilde.

5.1 PESTEL

PESTEL-analysen er et nyttig rammeverk for å identifisere relevante makroomgivelser. Den sier noe om hvordan situasjonen er i dag og kan dermed gi en pekepinn på hva som vil påvirke bransjen i årene som kommer. PESTEL-rammeverket består av totalt seks faktorer; politiske, økonomiske, sosiale, teknologiske, miljømessige og legale forhold:(Johnson et al., 2008)

5.1.1 Politiske forhold

Som nevnt innledningsvis eksporterte Norge laks til en verdi av 61,4 milliarder kroner i 2016 og er en av de største globale aktørene innen sjømat (Sjømat Norge, 2016). Oppdrettsnæringen bidrar til betydelig verdiskaping og sysselsetting i Norge og har utviklet seg til å bli veldig viktig for norsk handelspolitikk. Gradvis større etterspørsel og befolkningsvekst gir større krav til økt produksjon og regjeringen ønsker derfor en økt satsing på oppdrettsnæringen i fremtiden. Dette ble påpekt i stortingsmeldingen i 2012 der regjeringen presenterte et mål om femdobling av produksjon i oppdrettsnæringen innen 2050. I 2015 la også regjeringen frem et forslag om hvordan oppdrettsnæringen skal bidra til forutsigbar og bærekraftig vekst i framtiden (Nærings- og fiskeridepartementet, 2012) (Nærings- og fiskeridepartementet, 2015).

Regjeringens mål om større satsning på oppdrettsnæringen, samt fokus på handelspolitikk er av stor interesse for oppdrettsbransjen. Det er imidlertid flere politiske forhold som kan begrense utviklingen og lønnsomheten for selskapene.

Oppdrettsbransjen er styrt av lover og politiske føringer fra Næring- og fiskeridepartementet. For å sikre en kontrollert, miljøvennlig og bærekraftig oppdrettsbransje tildeles det konsesjoner for oppdrettsproduksjon. Slike konsesjoner kan virke hemmende for veksten i oppdrettsbransjen som helhet, men det gir også en mulighet for enkeltselskaper til å befeste sin dominante posisjon i markedet ved konsolidering av mindre selskaper. Dersom målet om en femdobling av oppdrettsproduksjonen i 2050 skal være mulig må myndighetene tilrettelegge for vekst, noe dagens konsesjonssystem vanskeliggjør. Et økt fokus på miljø og bærekraftig utvikling taler imot en stor fremtidig økning i antall konsesjoner, men heller for et økt fokus på alternative tildelingskriterier. Dette har vi allerede sett i innføringen av bytteordningen med tildeling av grønne konsesjoner og utviklingstillatelse. Ettersom dette har en klar sammenheng med den teknologiske utviklingen i bransjen vil jeg komme tilbake til dette i delkapittelet som omhandler teknologiske forhold.

Norge har frihandelsavtaler gjennom Verdens handelsorganisasjon (WTO) og Det europeiske frihandelsforbund (EFTA), i tillegg gir EØS-avtalen oppdrettsbransjen tilgang til EUs marked. Det er Nærings- og fiskeridepartementet som inngår handelsavtaler gjennom EFTA og vi har i dag 27 slike avtaler med 40 land og det forhandles stadig om flere. Slike frihandelsavtaler er svært viktige ettersom de gir Norge de samme konkurransedyktige vilkårene som resten av EU. Dette innebærer redusert tollavgift og andre eksportrestriksjoner (Handelskampanjen, 2016) (regjeringen.no, 2016a).

Oppdrettsbransjen er avhengig av eksport og er derfor sårbar for politiske internasjonale handelskonflikter. Sanksjoner er utenfor bransjens kontroll og de kan være vanskelig å forutse, noe som potensielt kan svekke oppdrettsbransjens internasjonale konkurranseevne.

Et eksempel er Russlands handelsboikott i 2014 etter EUs sanksjoner som følge av Ukraina-konflikten. Grensene ble stengt for import av fisk fra flere sjømatleverandører, deriblant Norge. Ettersom Russland på dette tidspunktet var Norges største enkeltmarked ga dette store utfordringer for norsk fiskeeksport (Skarstein, 2015) (Lieungh, 2014)

Et annet eksempel er da kinesiske myndigheter stanset all import av varer fra Norge etter Nobel fredsprisutdelingen til den fengslede kinesiske motstandsmannen Liu Xiaobo i 2010 (dn.no, 2010)

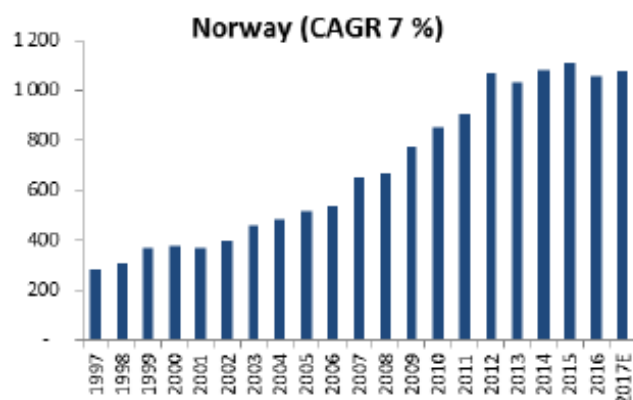
Sanksjonene fra Russland og Kina fikk store konsekvenser for eksportnæringen den første tiden etter de ble innført, men har totalt sett ikke hatt like stor effekt på lønnsomheten til oppdrettsselskapene som man fryktet. Årsaken er at etterspørselen har holdt seg stabil og norske aktører har klart å finne alternative markeder som ønsker å importere laks. (Myrset, 2015b) I de siste årene har også eksporten til Hviterussland, Hong Kong og Vietnam økt, og det spekuleres derfor om importører i Russland og Kina finner omveier for å importere norsk laks. Dette kan medføre at boikottlandene betaler høyere pris og får dårligere og bearbeidet norsk laks (Åsberg, 2015) (Jenssen, 2017).

5.1.2 Økonomiske forhold

5.1.2.1 Laksepris

Lakseprisen kan betraktes som den mest vesentlige faktoren som setter premisser for fremtidig vekst og lønnsomhet. Et selskap kan redusere risikoeksponeringen til lakseprisen ved å ha en andel av omsetningen som kontraktsalg, men prisendringer vil uansett ha en effekt på driftsinntektene og lønnsomheten. Utviklingen i lakseprisen kan forklares med variasjoner i tilbud og etterspørsel. Lakseprisen er grovt sett definerende for den eksterne analysen av den norske oppdrettsbransjen. I 2015 stod Norge for 53% av det totale slaktevolumet av laks i verden (laksefakta.no, 2016a). Summen av de eksterne forholdene som påvirker norske aktører har derfor en innvirkning på totalt slaktevolum. Dette er igjen med på å sette premisser for lakseprisen med tanke på at etterspørselen har vært økende de siste årene.

Tabell 5-1 viser at lakseprisen har vært svært gunstig for aktørene de siste fire årene. Gjennomsnittlig laksepris basert på ukentlig data hadde en kraftig vekst i 2013 og 2016 på henholdsvis 49% og 50%. Dette kan ses i sammenheng med det totale slaktevolumet i Norge (figur 5-1) som hadde en nedgang i de samme årene. Effekten er også tydelig motsatt vei der en økning i norsk slaktevolum sammenfaller med en reduksjon i



Figur 5-1: Totalt norsk slaktevolum av laks, (1997-2016). (SFI Handbook, 2017)

lakseprisen, noe som er tilfellet i 2012. Årene 2014 og 2015 bar preg av en svak vekst i totalt slaktevolum og lakseprisen holdt seg relativt stabilt i disse årene. Mer generelt ser vi en kraftig begrensning i produksjonsveksten siden 2012.

Tabell 5-1: Gjennomsnittlig årlig laksepris basert på ukentlig data, (2010-2016).
(FishPool, 2017b)

	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016
Laksepris NOK/kg	37,34	31,86	26,57	39,56	40,43	41,97	63,19
Vekst		-14,69 %	-16,61 %	48,93 %	2,19 %	3,81 %	50,56 %

5.1.2.2 Valutarisiko

Det norske markedet er for snevert for aktørene i oppdrettsbransjen og de er derfor avhengig av å eksportere det meste av produksjonen til en rekke ulike land. I tillegg handles det meste av råstoffet som inngår i fôrproduksjonen i utenlandsk valuta. Dette medfølger at de norske aktørene er eksponert for valutarisiko i flere valutaer og valutasvingningene påvirker både kostnads- og inntektssiden. På inntektssiden er aktørene spesielt utsatt for svingninger i Euro ettersom EU er det største eksportmarkedet, mens råstoffene i fôrproduksjon primært handles i amerikanske dollar. Konkurransesituasjonen i den internasjonale oppdrettsbransjen er sterkt påvirket av ulike valutakurser, der en svak kronkurs gagnar norske aktører. Fôrkostnadene øker, men dette kompenseres av en større positiv vekst på inntektssiden. Mange sluttforbrukere i de utenlandske markedene har en betydelig lavere kjøpekraft enn hva tilfellet er i Norge og de er derfor mer prisfølsomme. En lav kronkurs gjør den norske laksen billigere på det internasjonale markedet, noe som igjen fører til økt etterspørsel og høyere oppnådd pris. (Nofima, 2016b)

Den norske økonomien er svært oljeavhengig og liten i større målestokk. Dette fører til en sensitiv norsk krone med store svingninger. De siste årene har utviklingen av den norske kronen vært gunstig for norske aktører. I tidsrommet januar 2013 til desember 2015 svekket kronen seg mot Euro og amerikanske dollar med henholdsvis 28% og 57% (Nofima, 2016b). Norske økonomer tror imidlertid på en fremtidig appresiering av kronen (Christensen, 2017).

I tillegg øker valutarisikoen dersom selskapene har kapital bundet i utenlandsk valuta, eksempelvis langsiktig gjeld. En depresiering av kronen vil da øke verdien av gjelden i selskapet. Det er utstrakt bruk av valutaderivater i den norske oppdrettsbransjen for å redusere risikoeksponeringen, men svingningene vil påvirke lønnsomheten.

5.1.2.3 Renterisiko

Endringer i det norske rentenivået vil berøre alle balansepostene som er rentebærende. Den mest fremtredende balanseposten vil typisk være langsiktig rentebærende gjeld, der en økning i rentenivået fører til høyere gjeldskostnad. Norsk rentenivå er historisk lavt og dette gagnar aktørene i oppdrettsbransjen. Det blir billigere å finansiere seg med rentebærende gjeld og dette

kan øke konkurranseevnen internasjonalt, som igjen kan gi høyere inntjening. Fremtidig utvikling i rentenivået vil derfor påvirke lønnsomheten i oppdrettsbransjen.

5.1.3 Sosiale forhold

Det er flere faktorer som kan underbygge at fiskeoppdrett er en næring for fremtiden. En gradvis økende befolkningsvekst fører til stor global matetterspørsel og de største mulighetene for økt matproduksjon finnes i havet primært grunnet sin arealeffektive produksjon (Guttormsen, 2015). Fremtidig bærekraftig fiskeoppdrett kan derfor bli svært viktig for å imøtekomme denne etterspørselen.

Et økt sunnhetsfokus i samfunnet generelt kan være en av forklaringene til at etterspørselen gradvis har økt med 6-8% årlig de siste årene, til tross for en volatil laksepris. Forbrukerne stiller høyere krav til sunn, fersk og naturlig mat i butikkene og dette gir oppdrettsbransjen gode premisser for videre vekst og lønnsomhet også i årene som kommer (Berge, 2015b)

5.1.4 Teknologiske forhold

De siste 20-30 årene har den teknologiske utviklingen i oppdrettsbransjen ført til færre og større lokaliteter, samt at anleggene har blitt flyttet til dypere og mer strømutsatte områder (Nofima, 2016a). I dag står oppdrettsbransjen overfor store miljømessige utfordringer som lakselus og rømminger, noe regjeringen har hensynstatt i konsesjonssystemet. De strenge konsesjonsreglene i dag begrenser tilgangen til havarealer og stiller store krav til en mer miljøeffektiv produksjon. Disse faktorene gjør at man er avhengig av teknologisk nytenkning for å øke produksjonen og effektiviteten. Myndighetene innførte i 2013 grønne konsesjoner for å understreke målet om å redusere disse miljøutfordringene (Fiskedirektoratet, 2017). Slike konsesjoner innebærer at selskapene får to konsesjoner, ved å veksle inn en de allerede har, mot et krav om at oppdrettsselskapene har en klar plan for nye løsninger på miljøutfordringene.

Ny teknologi krever store investeringer, men det er også nødvendig for videre vekst. I 2015 la Fiskeridirektoratet ut utviklingstillatelser som skal tildeles prosjekter som bidrar til innovasjon og utvikling av teknologi (Fiskedirektoratet, 2015). Flere store selskaper i bransjen har søkt om slike konsesjoner med stor teknologisk variasjon. Noen av disse søknadene innebærer oppdrettsproduksjon på skip, lukket merdteknologi, nedsenkbare oppdrettsanlegg og lukkede flytende anlegg (kyst.no, 2016). Den mest framtrædende teknologien bygger i hovedsak på landbaserte- eller havbaserte anlegg. Frem til nå er det til sammen søkt om tillatelser til prosjekter som vil koste over 20 milliarder kroner (Berge, 2017a). Dersom det utvikles en

løsning som eliminerer miljøutfordringene kan dette bidra til et mer liberalt konsesjonssystem som åpner for større produksjon.

5.1.5 Miljømessige forhold

De miljømessige forholdene har stor innvirkning på oppdrettsbransjen gjennom ulike utfordringer; i hovedsak lakselus, smittespredning, rømming og avfallshåndtering. Disse utfordringene påvirker oppdrettsbransjen direkte gjennom store tapskostnader i produksjon grunnet syk og død fisk, samt økte kostnader tilknyttet forebygging og bekjempelse. Nofimas (2016) analyse av produksjonskostnader i oppdrettsbransjen viser en skarp økning i helserelevante kostnader, samt økte lønnskostnader som følge av større behov av arbeidskraft for forebygging og bekjempelse av lakselus og rømming (Nofima, 2016a). Dagens samfunn har et stadig økt fokus på miljø og klima og dette fører til potensielle indirekte kostnader som følge av dårligere omdømme. Disse utfordringene har også en klar sammenheng med konsesjonssystemet som er den mest begrensende faktoren for videre vekst i produksjonsvolumet. Det kan derfor hevdes at de miljømessige utfordringene har utviklet seg til å bli så betydelige at det hemmer vekstpotensialet i oppdrettsbransjen. Grunnet dagens miljøsituasjon tilbyr regjeringen færre konsesjoner med høyere miljøkrav enn hva som trolig hadde vært tilfellet uten problemene. Oppdrettsbransjen er derfor tvunget til å ta disse utfordringene på alvor og bruke ressurser på å løse problematikken.

5.1.6 Lakselus, smittespredning og rømming

I følge den årlige risikorapporten fra Havforskningsinstituttet er lakselus og rømt fisk de største miljøutfordringene i oppdrettsbransjen. Lakselus er det største sykdomsproblemet i næringen og bidrar som nevnt til store økonomiske tapskostnader. Grovt regnet koster dette problemet norsk oppdrettsbransje om lag 500 millioner årlig og det anslås at omlag 20 % av bestanddelen dør som følge av lakselus. Kostnadene omfatter direkte tap i produksjon, utgifter til kjemikaliebruk og kostnader for avlusing og arbeid for å bedre fiskens vekttap grunnet sykdom og stress (Havforskningsinstituttet, 2016).

Det finnes flere metoder for å bekjempe lakselus, der kjemiske stoffer og medikamenter er et av områdene. Samtidig stilles det flere spørsmål om hvordan miljøet i og rundt oppdrettsanleggene påvirkes av disse kjemikaliene. Forskere mener at denne bruken kan føre til stress og skade slik at dødeligheten til stor laks øker de siste månedene i merdene. Den økte dødeligheten er en trend som er blitt registrert de siste to årene og det forskes derfor mye på hvordan havmiljø og arter påvirkes. Forskningen fører også til at nye metoder for bekjempelse

av lakselus utvikles (Havforskningsinstituttet, 2016, Havforskningsinstituttet, 2017). Et økende problem at lusen er resistent mot kjemikalier, noe som gjør at mekaniske systemer med avspyling, skrubbing og avlusning i varmt vann blir mer brukt. Lukkede og nedsenkede merder er også en mulighet, men dette krever strengere krav for oppfølging av fiskevelferd og vannkvalitet og anleggene er derfor fortsatt bare i utprøvningsstadiet. En miljøvennlig lusekontroll er bruk av rensfisk som spiser lakselusen. Dette påvirker laksen i liten grad, men ulempen er at rensfisken har høy dødelighet (Havforskningsinstituttet, 2016). Det er i dag utarbeidet forskrifter for bekjempelse av lakselus og det er strenge regler for hvor mye lakselus som kan finnes i et oppdrettsanlegg (Mattilsynet, 2017).

I 2016 ble det meldt at 126 000 laks rømte fra norske oppdrettsanlegg og noen av disse ble funnet i gyteområdene til villfisken (Havforskningsinstituttet, 2017). Vanligvis overlever ikke lakselus i ferskvann slik at lusen ofte faller av laksen på vei opp elvene, men forskerne finner stadig lakselus i gyteområdene til villaksen. Lusen er sykdomsfremkallende ved at den spiser slim, skinn og blod. Reproduksjonspotensialet kan også svekkes ettersom lusen påvirker laksens saltbalanse, samt fører til redusert vekst (Havforskningsinstituttet, 2016)

At oppdrettsfisken rømmer til gyteområdene kan også påvirke overlevelsessevnen til ville bestander ettersom de gyter med villfisken. Dette kan føre til tap av genetiske ressurser og på lang sikt føre til at villaksbestanden reduseres. Rømming fra oppdrettsanleggene er påbudt å rapportere, men det er store mørketall. Det er blitt iverksatt nasjonale tiltak for overvåking av rømt oppdrettslaks samtidig som at Verdens naturfond (WWF) stadig setter problematikken i søkelyset for kundegruppen til oppdrettsbransjen. Oppdrettsselskapene er derfor tvunget til å investere i anlegg og merder som vanskeliggjør rømming, samt bruke ressurser på å oppbygge forebyggende rutiner (WWF, År ikke oppgitt) (Havforskningsinstituttet, 2016).

Det er stor interesse fra miljøorganisasjoner og politikere om muligheten for å flytte oppdrettsanleggene på land. Landbaserte oppdrettsanlegg vil fjerne rømmingsproblematikken og at lus spres fra oppdrettsfisk til villfiskbestanden. I tillegg vil det redusere spredning av smitte betraktelig, samt gi bedre vannkvalitet og dermed miljø. Oppdrettsnæringen er imidlertid skeptiske til lønnsomheten av slike anlegg da etableringskostnadene og driften av anleggene er svært kostnadskrevenende (Myrset, 2015a)

5.1.6.1 Avfallshåndtering

Forurensing fra oppdrettsanleggene er også et stort miljømessig problem. Avfall fra føring og fiskens ekskrementer gir betydelig tilførsel av nitrogen og fosfor i havet og dette påvirker

miljøtilstanden i fjorder og kystfarvann. De økte mengdene kan føre til hyppigere algeoppblomstringer og kan endre den biologiske sammensetningen av organismer i vannet. I tillegg gjør nedbrytning av biologiske materialer at det blir lavere oksygennivå i enkelte sjøområder slik at organismene på bunnen dør. Bedre fôr kvalitet og fôringsrutiner har ført til at disse utslippene er halvert de siste 10-15 årene. (WWF, År ikke oppgitt)

Chile, som er verdens nest største produsent av laks, opplevde store tap grunnet algeoppblomstring i 2016. Dødeligheten tilsvarte 15% av landets totale lakseproduksjon, noe som førte til en reduksjon av den globale tilførselen av oppdrettslaks og påvirket prisene positivt for norske aktører. Hendelsen førte til store lokale demonstrasjoner mot oppdrettsselskapene som de mente var skyldige for algeoppblomstringen. Oppdrettsselskapene selv mente denne algeoppblomstringen oppstod grunnet uvanlig høy overflatetemperatur. (Lilleby, 2016) (Kvamme, 2016)

5.1.6.2 Dyrevern

Hensikten med oppdrettsnæringen er å avle frem matfisk raskere enn villfisk. Dette gjør at det stilles store krav til effektivitet, samtidig som at prosessen skal bære preg av naturlig vekst og utvikling. Dyrevelferdsloven skal forhindre at laksen påføres unødvendige lidelser i produksjonsprosessen og kravene som stilles hensynstas i godkjenningsprosessen ved etablering og drift av oppdrettsanlegg. Stor etterspørsel i markedet kan vanskeliggjøre kombinasjonen av lønnsomhet og videre skånsom produksjon. Dette har ført til at oppdrettsbransjen har fått mye kritikk, som igjen har påvirket omdømme. Fokus på dyrevelferd er nødvendig, men også kostnadsdrivende for oppdrettsbransjen (Dyrevern, 2014).

5.1.7 Legale forhold

Lakseoppdrett i Norge er regulert av 60 lover og forskrifter og har derfor et av verdens strengeste lovverk når det gjelder fiskeri- og oppdrettsnæring (Teknologirådet, 2012). Den strenge reguleringen påvirker i stor grad oppdrettsnæringens drift og lønnsomhet og det er naturlig å se de juridiske forholdene i sammenheng med de politiske.

Loven om akvakultur er styrende i oppdrettsnæringen og inneholder flere faktorer som samlet er med i vurderingen for tildeling av konsesjoner. I loven presiseres det at etablering av anlegg skal følge vedtatte arealplaner og vernetiltak, samt at det skal gjøres en avveining av arealinteresser. Dette styres av Fylkeskommunen og Fiskeridirektoratet i det aktuelle området der det søkes om nyetablering. I tillegg sørger loven for at forhold som omhandler matloven og dyrevelferdsloven blir ivaretatt, som avgjøres og kontrolleres av Mattilsynet. Kystverket er med

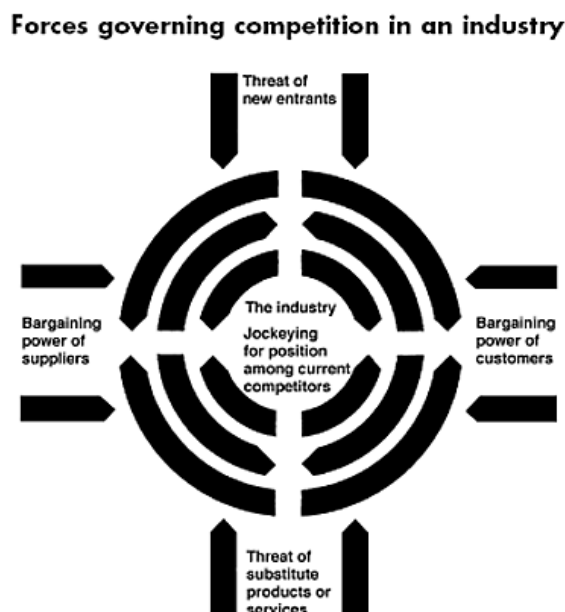
på å bidra til at kravene etter havne- og farvannsloven blir fulgt og fylkesmannens miljøavdeling uttaler seg om oppdrettslokalene bryter med forurensingsloven og fremlegger hvordan naturmangfoldets interesser påvirkes av oppdrettsnæringen. Samlet skal akvakulturloven legge til rette for en bærekraftig og konkurransedyktig havbruksnæring. (Lovdata, 2005) (Teknologirådet, 2012) (laksefakta.no, 2016b)

5.1.8 Oppsummering av PESTEL-analysen

De eksterne makrofaktorene som påvirker oppdrettsbransjen er sammensatt. Det er et økende matbehov i verden og kombinert med et økt sunnhetsfokus gir dette god etterspørsel. Det er store miljømessige utfordringer som koster aktørene i oppdrettsbransjen store summer. Siden regjeringen ønsker en bærekraftig og miljøvennlig næring så blir dette fanget opp i de politiske og legale forholdene gjennom konsesjonssystemet. Dette legger press på investering i innovativ teknologi for å øke produksjonskapasitet, marginer og effektiviteten. Konsesjonssystemet er den mest begrensede faktoren for tilbudssiden som igjen er med på å påvirke den mest avgjørende faktoren for videre vekst og lønnsomhet, nemlig lakseprisen. I tillegg kan en potensiell økning i kronekursen redusere den fremtidige lønnsomheten for norske aktører grunnet svekket konkurransevne internasjonalt.

5.2 Porters konkurransekraftmodell

Porter (1979) forklarte at konkurransesituasjonen i en bransje er avhengig av fem ulike krefter som vist av figur 5-2. Videre mente han at den kollektive styrken av disse kreftene er avgjørende for lønnsomhetspotensiale i bransjen. Dette brukes aktivt til å vurdere oppdrettsbransjen i det følgende.



Figur 5-2: Porters konkurransekraftmodell (Porter, 1979)

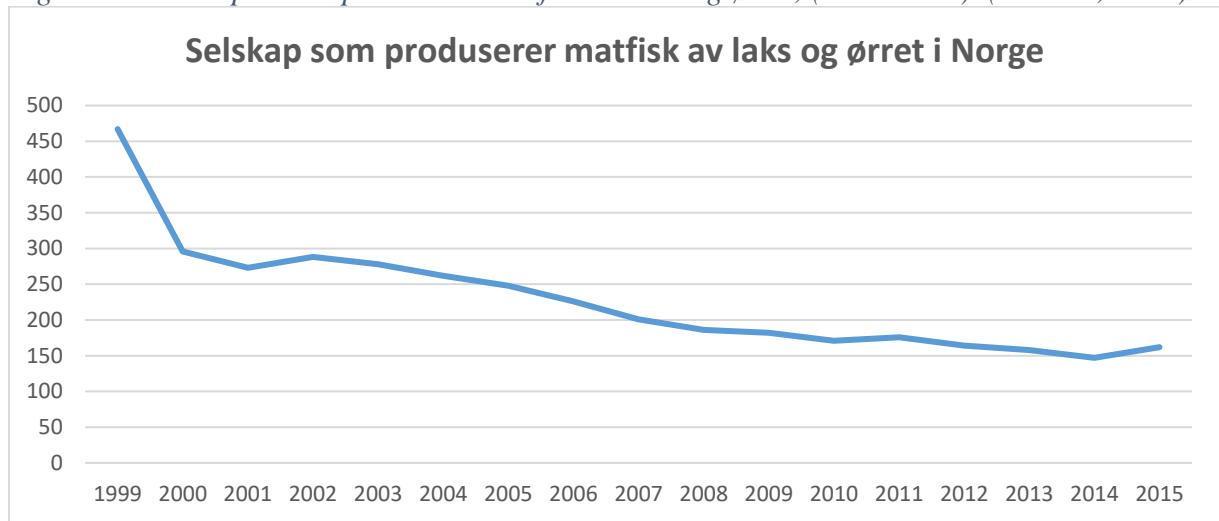
5.2.1 Etableringsbarrierer

Hvis det er lite krevende å etablere seg i bransjen vil konkurransesituasjonen tilspisses dersom bransjen oppleves som lønnsom. Dette kan over tid medføre redusert lønnsomhet bransjen.

Inngangsbarrierene i den norske oppdrettsbransjen er store grunnet høyt kapitalbehov og strenge legale reguleringer gjennom konsesjonssystemet. Antall årlige tildelte konsesjoner for produksjon av matfisk er begrenset og et selskap må tilfredsstille flere krav for å få innvilget konsesjonssøknaden. Alternativt kan konsesjonen tilegnes ved oppkjøp av eksisterende selskap, men de mest attraktive mindre aktørene er som oftest allerede en del av de større konsernene. Figur 5-3 viser hvordan dagens konsesjonssystem har ført til en kannibalistisk atferd i oppdrettsbransjen der store selskap kjøper opp små selskap for å tilegne seg konsesjoner. Til tross for konsolideringene vil små oppdrettselskaper fortsatt eksistere i Norge, da myndighetene prioriterer disse for å styrke lokalt eierskap og verdiskaping. Uansett hvordan konsesjonen tilegnes vil dette være svært kapitalkrevende. I tillegg kreves det store

investeringer i produksjonsutstyr og lokaliteter for å etablere et velfungerende oppdrettsanlegg og som tidligere nevnt har laks en produksjonstid på ca. 3 år.

Figur 5-3: Selskaper som produserer matfisk av laks og ørret, (1999-2015). (Steinset, 2017)



Når vi kombinerer disse momentene med bransjens sykliske karakter oppleves risikoen som svært høy. Et nyetablert selskap vil typisk ha en innkjøringsfase med høye kostnader og lav inntjening og dette vil forverres dersom lakseprisen er fallende i den kritiske fasen. Dette kan føre til at den norske oppdrettsbransjen oppleves som mindre attraktiv.

Det kan tenkes at trusselen fra nyetableringer er størst fra utlandet der etableringsbarrierene muligens er lavere. Hvis lakseprisen holder seg høy i fremtiden, kan oppdrettsbransjen tiltrekke seg nye utenlandske aktører. Produksjon av oppdrettslaks er imidlertid svært geografisk begrenset grunnet de særegne biologiske kravene for optimal drift, men Chile og Canada har et stort uforløst potensiale for oppdrettsproduksjon (Nærings- og fiskeridepartementet, 2015). En økning av produksjonsvolumet i disse landene kan betraktes som en nyetablering. Dette vil eventuelt skje gradvis over tid og oppfattes derfor ikke som en direkte trussel på kort sikt for de norske aktørene.

Trusselen fra nyetableringer anses som lav på kort sikt og potensielt moderat på lang sikt.

5.2.2 Kundenes forhandlingsmakt

Kundenes forhandlingsmakt vil si muligheten kundene har til å påvirke pris, kvalitet og service på produktet de kjøper. Det er viktig å skille mellom oppdrettsbransjens direkte kunder og sluttforbruker i vurderingen av kundenes forhandlingsmakt. Oppdrettsbransjens direkte kunder vil typisk være dagligvareforretninger, restauranter, grossister og foredlingsindustrien, mens sluttforbruker er personen som konsumerer produktet.

Forhandlingsmakten er i stor grad påvirket av kundenes størrelse. Der hvor oppdrettsselskapene har få og store grossister i sin kundegruppe er de mer avhengig av hver enkelt kunde for å opprettholde lønnsomhet. Dette gir kundene større makt til å presse prisen og utgjør dermed en større trussel for bransjen (Porter, 1979).

Oppdrettslaksen er et homogent produkt som ofte selges hel og ubehandlet videre til kundene, noe som gjør at produkt- og kvalitetsforskjellene mellom selskapene er svært liten. Dette betyr lave byttekostnader hvis kundene ønsker å skifte leverandør, og styrker forhandlingsmakten ved at de kan presse oppdrettsselskapene på pris og service (Porter, 1979).

En stadig økende global etterspørsel av laks har gjort at oppdrettsbransjen har utviklet seg stort på det internasjonale markedet. Den høye etterspørselen er et tegn på at kundene er avhengig av oppdrettsbransjens produkter og dette kan føre til større aksept for en prisvekst. Foredlingsindustrien er oppdrettsbransjens største marked i Europa og industrien består av over 4000 selskaper som prosesserer sjømat. De fleste av disse selskapene er små aktører med lav forhandlingsmakt fordi ingen av dem kjøper en betydelig del av produsentens produkter, som igjen øker lønnsomheten for bransjen (ilaks.no, 2014)

Den stabilt høye etterspørselen gjør at kundens forhandlingsmakt ikke påvirker oppdrettsbransjens lønnsomhet i veldig stor grad. Grunnet et stort og åpent laksemarked med flere produsenter, har derimot kundene mulighet til å velge og vrake i produsenter. Dette kan potensielt presses prisen ned og stille større krav til produksjonsmengde.

Kundens forhandlingsmakt anses derfor som moderat.

5.2.3 Substitutter

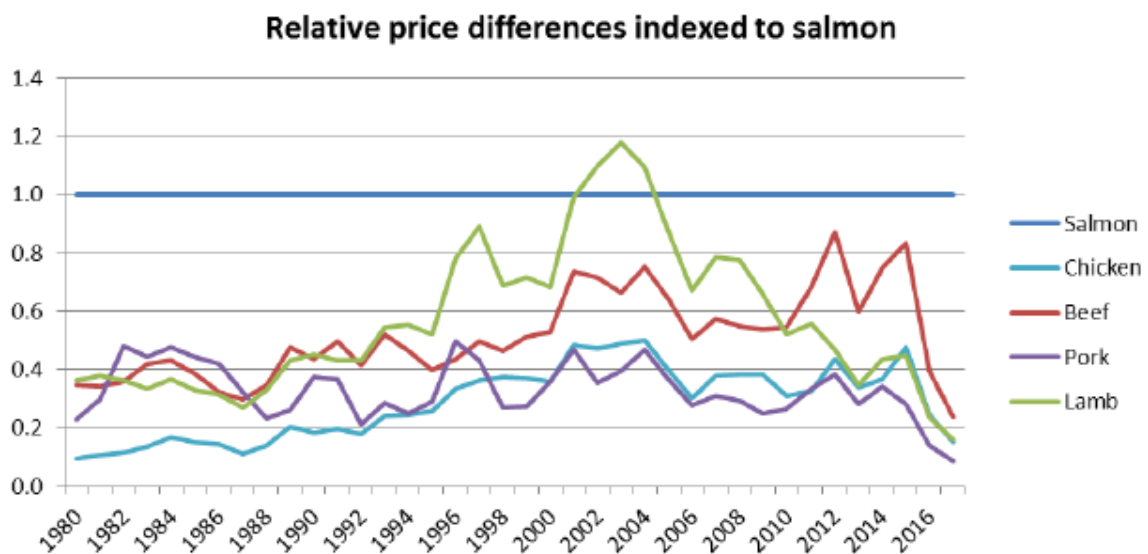
Et alternativt produkt som er tilgjengelig for selskapets kundegruppe og samtidig tilfredsstillende de samme behovene blir kalt et substitutt. Dersom substituttene er mange og fremstår som bedre alternativer kan dette legge begrensninger på prisnivået og dermed redusere lønnsomheten. (Porter, 1979)

Oppdrettsbransjens kundegruppe er bred og felles for alle kundene er at produktet skal tilfredsstillende matbehovet til sluttforbrukeren. Matbehovet kan dekomponeres etter næringsinnhold og laks har et høyt innhold av protein og omega 3. Laks har derfor direkte substitutter i form av matvarer basert på annen type fisk, samt indirekte substitutter i form av matvarer med høyt proteininnhold som kylling, storfe, svin og lam.

Figur 5-4 viser at laks er høyt priset relativt til de indirekte substituttene og bare prisen på lam har oversteget lakseprisen i det aktuelle tidsintervallet. Den enorme prisutviklingen i 2016 har gjort den relative forskjellen enda større. Som nevnt er det store miljømessige utfordringer i oppdrettsbransjen, men i kontrast til annen kjøttproduksjon framstår lakseproduksjonen som mer effektiv og miljøvennlig. Lakseproduksjonen har blant annet høyere retensjon av fôring og et lavere energi- og arealbehov (Guttormsen, 2015). Dette er positivt for laksen som produkt da bærekraftighet stadig blir viktigere for sluttforbruker. Samtidig gjør et økt sunnhetsfokus i befolkningen at det stilles større krav til næringsinnholdet i maten og laks fremstår som et sunt alternativ. Summert har laksen derfor egenskaper som samsvarer med disse preferansene og dette bidrar til å forsvare prisforskjellen til de indirekte substituttene. Etterspørselen vil imidlertid ha et bristepunkt som kan endre dagens situasjon. Hvis lakseprisen blir for høy vil forbrukerne i større grad søke substitutter.

Trusselen fra substitutter anses som moderat.

Figur 5-4: Prisenivå for indirekte substitutter relativt til pris på laks, (1980-2016). (SFI Handbook, 2017)



5.2.4 Leverandørens forhandlingsmakt

Leverandørene som besitter stor makt vil skade lønnsomheten i bransjen ved å presse opp prisene, redusere kvaliteten på produktet eller begrense tilgjengeligheten på deres produkt. (Porter, 1979).

Figur 3-5 viser at fôrkostnaden utgjør den største andelen av den totale produksjonskostnaden, noe som gjør fôrleverandørene til de mest dominerende på leverandørsiden.

Oppdrettsselskapene som ikke produserer fôr selv er avhengig av disse leverandørene ettersom fôr er en helt essensiell ingrediens i produksjonen. Fôrmarkedet i Norge har vært preget av konsolideringer de siste 10 årene og er nå dominert av tre store aktører; EWOS, BioMar og Skretting. Disse selskapene stod for 84% av fôrproduksjonen i Norge i 2015 (SFI Handbook, 2017). Dette taler for at leverandørene har stor makt over aktørene i oppdrettsbransjen, noe som gir fôrleverandørene muligheten til å overføre mye av risikoen de er eksponert for over på aktørene. Dette vil typisk være svingninger i råvarekostnader og valutasvingninger. I tillegg har leverandørene, i likhet med alle andre selskap, insentiver til å maksimere avkastningen. Med økt makt vil de derfor ha mulighet til å heve prisen ytterligere for å oppnå gode marginer. Fôrleverandørene er imidlertid avhengige av norske aktører og dette fungerer som en avveining av risikooverføringen og prisjusteringen, men denne avveiningen er ikke gjensidig.

Leverandørenes forhandlingsmakt anses derfor som høy.

5.2.5 Rivalisering i bransjen

Dersom aktørene opererer i en bransje som er preget av høy rivalisering vil marginene svekkes av en aggressiv kamp om markedsandeler. Dette skjer gjerne ved å konkurrere på pris. Høy rivalisering vil være en konsekvens av høy tilstedeværelse av mange aktører som er tilnærmet like i størrelse og makt, og som tilbyr produkter med lav grad av differensiering innenfor en bransje (Porter, 1979).

Som nevnt tidligere består oppdrettsbransjen av få og store aktører og dette taler i seg selv for en lav grad av rivalisering i bransjen. Samtidig har det vært et etterspørselsoverskudd primært grunnet konsesjonssystemet som begrenser tilbudssiden. Aktørene har derfor lite å tjene på en intern priskrig og søker heller den høye markedsprisen. Dette overstyrer det faktumet at produktet som tilbys framstår som homogent noe som vanligvis motiverer til priskrig. Dette har vært bildet de siste årene, men en fremtidig økning i tilbudssiden eller et fall i etterspørselen kan snu på dette. Som nevnt i delkapittelet 4.2.1 kan konkurransen tilspisses på et internasjonalt plan dersom produksjonen i Chile og Canada skulle ta seg opp. Produsentene i disse landene vil i større grad søke til de samme markedene der norske aktører er aktive i dag og dette vil potensielt øke rivaliseringen.

Konsesjonssystemets form kan imidlertid trigge rivaliseringen siden det er kamp mellom aktørene om å få tak i de verdifulle konsesjonene. Dette gjelder alle typer konsesjoner, men det er kanskje mest synlig for utviklingskonsesjonene. Aktører som klarer å «løse» miljøproblemet med innovativ teknologi kan få et betydelig forsprang til konkurrentene.

Utviklingskonsesjonene utdeles riktignok med et kriterium om at kunnskapen som vinnes skal deles med bransjen for øvrig, men det er mulig å søke om patent til løsningen (Fiskeridirektoratet, 2016).

Rivaliseringen i bransjen anses som lav til moderat på kort sikt og potensielt moderat/høy på lang sikt.

5.2.6 Oppsummering av Porters konkurransekraftmodell

Redegjørelsen over viser at oppdrettsbransjen er forbundet med moderat konkurranse. Etableringsbarrierene virker beskyttende mot bransjen som har vært lukrativ de siste årene, samtidig som at den høye etterspørselen har en dempende innvirkning på rivaliseringen mellom de eksisterende aktørene. En utstrakt periode med høy laksepris kan imidlertid endre på situasjonen. Da vil kundene i større grad søke substitutter og bransjen kan oppleve større konkurranse internasjonalt.

5.3 Intern analyse – VRIO

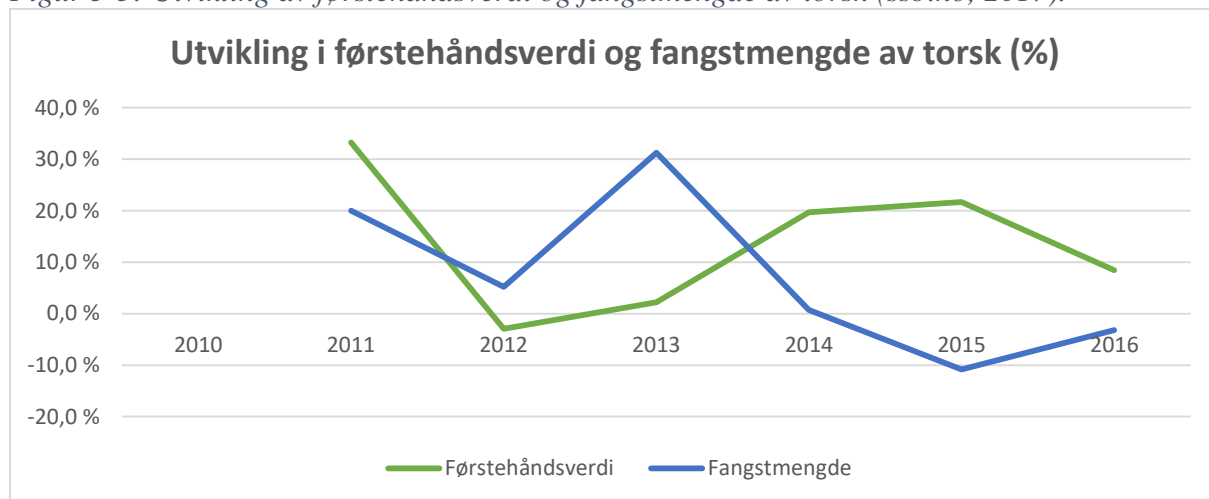
I en verdsettelse er det viktig å avdekke interne forhold tilknyttet selskapets ressurser som potensielt kan påvirke avkastningen positivt eller negativt i forhold til bransjen. Eventuelle fordeler blir vurdert etter kriteriene i rammeverket VRIO for å kartlegge om ressursen kan gi et varig konkurransefortrinn. Kriteriene er; Valuable (V) - verdifull, Rare (R) - sjelden, Inimitable (I) - ikke-imiterbar og Organization (O) - organisert. (Barney, referert i (Mikkelsen og Laudal, 2015))

5.3.1 Hvitfisksegmentet

LSG har i en årrekke satset på foredling og bearbeiding av hvitfisk for å utvide produktutvalget og dette er i kontrast til de andre aktørene i bransjen som hovedsakelig fokuserer på produksjon og bearbeiding av laks og ørret.

Oppkjøpene som ble gjennomført i 2016 sender et tydelig signal om at LSG ser en stor verdi i hvitfisksegmentet. Bakgrunnen for dette kan være den økende etterspørselen av hvitfisk på det europeiske markedet. Dette gjelder spesielt torsk der førstehåndsverdien på total fangst har økt betraktelig siden 2013 (figur 5-5). Med rekordhøye laksepriser vil enkelte kunder søke andre matvarer og som nevnt i delkapittel 5.2.3 er annen fisk, herav torsk, et direkte substitutt for laks. Med LSGs sin satsning på hvitfisk oppnår de dermed en lavere eksponering for denne trusselen enn hva som er tilfellet for konkurrentene i bransjen.

Figur 5-5: Utvikling av førstehåndsverdi og fangstmengde av torsk (ssb.no, 2017).



Historisk har hvitfisk vært mindre lønnsomt enn laks, men ved å utnytte de potensielle synergieffektene oppkjøpene medbringer, kan lønnsomheten bedres. LSG har integrert Norway Seafoods i det eksisterende distribusjonsnettverket for synergieffekter i salg. Samtidig vil de ta sikte på å videreutvikle hvitfiskmarkedet for økt etterspørsel med aktiv bruk av sin kompetanse og helintegre verdikjede for laks og ørret (leroyseafood.com, 2016). Marginene på hvitfisk kan forbedres gjennom stordriftsfordeler som følge av større produksjonsvolum. Samtidig blir LSG helintegre i verdikjeden til hvitfisk med stor tilgang til råstoff gjennom Havbruks omfattende tradisjonelle fiske. Dette gjør LSG mindre avhengig av tredjepartsaktører og følgelig oppnår de en reduksjon av kostnader tilknyttet råstoffkjøp grunnet bedre interne priser. Dette må selvfølgelig ses opp mot kostnadene som følger med oppkjøpene, både i form av økte drifts- og finansieringskostnader.

Samlet sett vil LSG ha en større evne til å generere driftsinntekter utover laks- og ørretprodukter med potensielt høyere driftsmargin enn tidligere. Samtidig oppnår selskapet en høyere grad av diversifisering enn bransjen. Selskapene ble konsolidert 31.august 2016 og denne ressursen er delvis organisert, men det kreves også videre organisering. Dersom hvitfisksegmentet viser seg å være spesielt suksessfull, vil de andre konkurrentene bevege seg i samme retning. Dette vil være tids- og kapitalkrevende, men det er gjennomførbart. Det konkluderes med at ressursen gir opphav til et konkurransefortrinn på kort og mellomlang sikt. Det antas her at hvitfiskproduksjonen ikke fører til en nedprioritering og medfølgende høye alternativkostnader av laks- og ørretproduksjonen.

5.3.2 Andre fysiske ressurser

De siste årene har LSG avsatt betydelige midler for utvikling av en mer miljøeffektiv produksjon. I 2013 ble det investert i oppdrett av rensefisk for å redusere problemene lakselusen medbringer, noe som har begynt å gi positive effekter (Lerøy Seafood Group ASA, 2017). De har også jobbet aktivt for å utvikle innovativ teknologi. LSG ble i 2013 tildelt grønne konsesjoner for å utvikle merdteknologien Preline. Dette er lukkede merder som i større grad beskytter smolten mot lus, hindrer rømming og samtidig samler opp avfallsstoffene (Nodland, 2015). I 2015 ble merdene tatt i bruk med gode resultater som mindre lakselus og død fisk. Grunnet de gode resultatene fra Preline teknologien har LSG søkt om utviklingskonsesjoner til å videreutvikle teknologien. Søknadene har en samlet potensiell investeringskostnad på mellom 650 til 700 millioner NOK (Soltveit, 2016)

LSGs innovasjonsevne og investeringsvillighet er verdifull, men anses ikke som sjelden i bransjesammenheng. Samtlige store aktører i oppdrettsbransjen investerer for å oppnå en mer miljøeffektiv produksjon, med stor teknologisk variasjon. Dette betraktes derfor som en nødvendighet for å drive oppdrett per dags dato.

5.3.3 Finansielle ressurser

LSG har en høy egenkapitalprosent i forhold til bransjen, noe som betraktes som positivt med tanke på at bransjen er både syklisk og kapitalkrevende. Tabell 6-6 viser at LSG har en tidsvektet egenkapitalprosent på 54% i analyseperioden, mens tilsvarende for bransjen, ekskludert LSG, er 45%. Dette gir LSG relativt større handlingsrom til å gjennomføre omfattende strategiske grep, selv i perioder med fallende laksepris. Ressursen kan også bidra til videre vekst gjennom oppkjøp og investeringer. Viktigheten av fremtidige investeringer, eksempelvis i innovativ teknologi, ble belyst i PESTEL-analysen. Det bør nevnes at bransjesnittet muligens er høyere ettersom dette er beregnet på et bransjeutvalg som kun gir en pekepinn på realiteten.

Samlet sett gir LSGs finansielle posisjon en kombinasjon av sikkerhet og gode muligheter til å sikre fremtidig vekst. Ressursen er delvis sjelden, men konkurrentene kan bygge opp en lignende egenkapitalprosent over tid hvis dette viser seg å gi LSG et klart konkurransefortrinn. LSG har et løpende investeringsbehov, noe ressursen er med på å dekke.

5.3.4 Innsatsfaktorer

LSG er helintegret i verdikjeden til oppdrett laks og ørret, som innebærer at de kan redusere kostnadene tilknyttet kritiske innsatsfaktorer som rogn og smolt. Dette er verdifullt, men

majoriteten av konkurrentene er også helintegrerte i verdikjeden slik at det ikke gir noe konkurransefortrinn. LSG opplever stadig høyere kostnader forbundet med forebygging og bekjempelse av lakselus og rømming. Dette er riktignok felles for bransjen og utgjør derfor ingen ulempe for LSG i denne sammenheng.

Den viktigste innsatsfaktoren er fôr. LSG har opplevd en stigende fôrkostnad de siste årene, noe som er et resultat av økte råstoffkostnader, høy leverandørmakt, svekket krone og økt bruk av medisinfôr. Mange av disse faktorene er utenfor LSG sin påvirkningskraft, selv om de har jobbet aktivt for å redusere denne kostnaden. Marine Harvest, som er den desidert største aktøren i bransjen, har siden 2014 produsert fiskefôr selv (Berge, 2015a). Ettersom fôrkostnaden er en så stor andel av den totale produksjonskostnaden vil LSG derfor slite med å oppnå like god driftsmargin som Marine Harvest. Det vil kreve store investeringer for å utjevne denne forskjellen og det konkluderes med at LSG vil ha en ressursulempe i innsatsfaktorene.

5.3.5 Oppsummering av intern analyse

I den interne analysen har jeg fokusert på de ressursene jeg mener kan ha en effekt på LSGs lønnsomhet i kontrast til bransjen. Dersom disse ressursene oppfyller alle kriteriene i VRIO-rammeverket, vil det indikere et varig konkurransefortrinn. Ressurser som antas å gi samme lønnsomhet som bransjen klassifiseres som paritet.

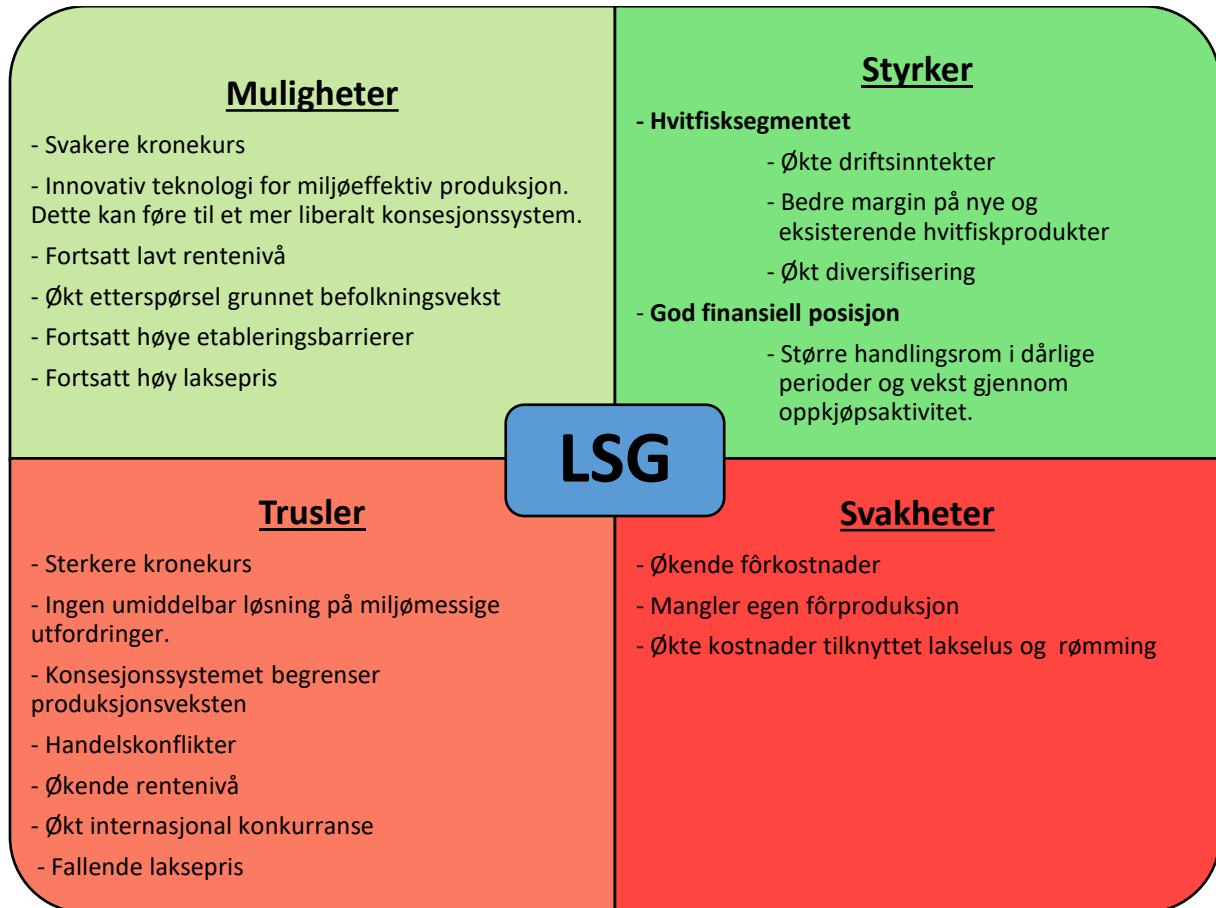
Som vi ser av tabell 5-2 peker hvitfisksegmentet seg ut som en sterk ressurs og denne overkompenserer for den midlertidige ulempen innsatsfaktorene medbringer. På bakgrunn av den interne analysen konkluderer jeg med at LSG vil ha en bedre lønnsomhet enn bransjen på kort og mellomlang sikt.

Tabell 5-2: Oppsummering av intern analyse

VRIO	Verdifull	Sjelden	Ikke-imiterbar	Organisert	Konklusjon
Hvitfisksegmentet	Ja	Ja	Nei	Delvis	Midlertidig fortrinn
Andre fysiske ressurser	Ja	Nei	Nei	Delvis	Paritet
Finansiell posisjon	Ja	Delvis	Nei	Ja	Paritet
Innsatsfaktorer	Ja	Nei	Nei	Nei	Midlertidig ulempe

5.4 Oppsummering av strategisk analyse - SWOT

Den strategiske analysen oppsummeres i en skjematisk SWOT-analyse. Her framheves viktige momenter som er ventet å påvirke LSG og bransjen i de kommende årene.



Figur 5-6: Oppsummering av den strategiske analysen – SWOT

6 Regnskapsanalyse

I regnskapsanalysen vil det bli tatt utgangspunkt i årsrapporter og kvartalsrapporter til både LSG og de komparative selskapene. Tallene vil bli bearbeidet med sikte på å hente ut mer informasjon om selskapet enn den vi får av årsrapportens opprinnelige form (Langli, 2010). Regnskapet gir i sum en historisk plattform som er viktig i utarbeidelsen av fremtidsregnskapet fordi det er relevant å vite hvordan selskapet faktisk har prestert og hvilke prioriteringer som er gjort i fortiden (Kaldestad og Møller, 2011). Regnskapet til LSG vil i dette kapitlet bli omgruppert fra kreditorperspektiv til en mer investororientert oppstilling. Lignende omgruppering blir også utført for de komparative selskapene for å sikre konsistens i de videre analysene, og de presenteres som vedlegg til oppgaven.

Analysenivået er satt til konsernnivå fordi virksomhetene i konsernet anses som tett driftsmessig integrert innenfor oppdrettsbransjen (Kaldestad og Møller, 2011). Bransjeutvalget ble redegjort for i delkapittel 4.5 og består av Marine Harvest, SalMar og Grieg Seafood. Disse selskapene er nært beslektet LSG, og anses som tilfredsstillende som målestokk i regnskapsanalysen.

For selskap som opererer i en syklisk bransje bør analyseperioden være lang nok til å fange opp både høy- og lavkonjunkturer for å unngå skjevhetet i framtidsutsiktene (Kaldestad og Møller, 2011). Knivsflå (2016) mener derimot at det burde velges en kortere analyseperiode dersom selskapet har vært ustabil og endret karakter over tid. Dette er typisk for bransjer som er preget av stor oppkjøpsaktivitet og, som nevnt i den strategiske analysen, er dette tilfellet for oppdrettsbransjen. Jeg legger større vekt i argumentet med å fange opp de sykliske bevegelsene i bransjen og velger derfor en mellomlang analyseperiode på 7 år. Ettersom de siste årene har vært lukrative for oppdrettsbransjen, bør analyseperioden strekke seg tilbake til 2010 for å få med lavkonjunkturen i 2011 og 2012.

6.1 Presentasjon av regnskapet

For å gi leseren oversikt over hvilke poster som inkluderes i det rapporterte regnskapet samt størrelsesordenen på disse, presenteres regnskapet til LSG slik det er fremstilt i årsrapportene i perioden 2010-2015 (tabell 6-1 og 6-2). Fjerde kvartalsrapport er lagt til grunn for regnskapstallene i 2016 ettersom årsrapporten ikke offentliggjøres før mai. Kvartalsrapporten har et lavere detaljnivå enn årsrapporten og derfor er enkelte balanseposter estimert ved å legge til grunn historisk gjennomsnitt. De rapporterte tallene er i henhold til de internasjonale

regnskapsstandardene IFRS. Det forekommer små ujevnheter i balansetallene i 2012 og 2016 grunnet avrundinger i opprinnelig regnskap.

Tabell 6-1: Resultatregnskap i NOK 1000, LSG (2010-2016).

Resultatregnskap (tall i NOK 1000)	2 010	2 011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsinntekter	8 887 671	9 176 873	9 102 941	10 764 714	12 579 465	13 450 725	17 269 278
Andre gevinster og tap	0	0	0	53 805	117 409	34 206	457
Varekjøp	-5 479 869	-6 184 793	-6 499 768	-7 039 813	-8 450 392	-9 278 374	-10 548 795
Endring varelager	-132 291	318 613	57 449	258 380	447 053	465 960	283 775
Lønn og andre personalkostnader	-777 845	-967 789	-1 031 872	-1 094 464	-1 270 880	-1 411 024	-1 785 537
Andre driftskostnader	-691 791	-858 107	-853 884	-1 004 148	-1 262 518	-1 447 625	-1 864 088
EBITDA f. verdijustering av bio. eiendeler	1 805 875	1 484 797	774 866	1 938 474	2 160 137	1 813 868	3 355 090
Avskrivninger	-219 624	-271 899	-291 768	-307 175	-369 480	-433 916	-511 621
Nedskrivninger	0	0	-33 000	-5 500	-1 982	0	0
EBIT f. verdijustering bio. eiendeler	1 586 251	1 212 898	450 098	1 625 799	1 788 675	1 379 952	2 843 469
Verdijustering bio. eiendeler	298 538	-615 767	294 735	764 229	-327 414	188 508	1 470 561
EBIT e. verdijustering bio. eiendeler	1 884 789	597 131	744 833	2 390 028	1 461 261	1 568 460	4 314 030
Inntekt fra tilknyttede selskap	122 006	19 741	24 831	192 188	91 939	61 376	262 783
Netto finansposter	-66 272	-81 884	-95 153	-101 840	-119 790	-128 728	-131 491
Skattekostnad	-510 952	-156 311	-182 749	-593 981	-328 939	-268 226	-926 691
Årsresultat	1 429 571	378 677	491 762	1 886 395	1 104 471	1 232 882	3 518 631
Majoritet	1 419 509	382 705	480 799	1 733 352	1 055 914	1 179 717	3 224 143
Minoritet	10 062	-4 028	10 963	153 043	48 557	53 165	294 488

Oppstillingen i tabell 5-1 viser at LSG sine inntekter har økt med 96% gjennom analyseperioden samtidig som at kostnadssiden, med unntak av verdijustering av biologiske eiendeler, har økt med 98%. Årsresultatet varierer stort fra 3 518 631 i 2016 til 378 677 i 2011, mye grunnet de store variasjonene i verdijustering av biologiske eiendeler.

Tabell 6-2: Balanseregnskap i NOK 1000, LSG (2010-2016).

Balanse (tall i NOK 1000)	2 010	2 011	2012	2013	2014	2015	2016
Anleggsmidler							
Utsatt skattefordel	3 697	6 546	21 545	11 807	42 263	41 536	40 694
Konsesjoner, rettigheter, goodwill	3 847 760	3 878 873	3 972 053	3 987 141	4 234 391	4 349 916	8 008 813
Sum immaterielle eiendeler	3 851 457	3 885 419	3 993 598	3 998 948	4 276 654	4 391 452	8 049 507
Bygninger, tomter, driftsmidler	1 586 334	1 836 384	2 094 539	2 377 012	2 676 716	2 899 633	4 209 108
Aksjer i tilknyttede selskap	338 864	329 168	331 056	735 071	566 965	670 952	765 751
Aksjer tilgjengelige for salg	22 989	23 173	18 281	5 553	8 066	7 293	27 730
Langsiktige fordringer	8 129	8 453	8 607	26 171	32 263	17 246	22 093
Sum finansielle anleggsmidler	369 982	360 794	357 944	766 795	607 294	695 491	815 574
Sum anleggsmidler	5 807 773	6 082 597	6 446 081	7 142 755	7 560 664	7 986 576	13 074 189
Omløpsmidler							
Biologiske eiendeler	2 706 733	2 370 938	2 724 941	3 727 361	3 681 993	4 320 830	6 418 313
Andre varer	290 379	328 045	326 225	358 482	524 947	552 065	721 803
Kundefordringer	1 013 932	934 443	995 289	1 486 428	1 427 796	1 568 820	2 206 982
Andre fordringer	176 282	148 395	199 083	316 192	302 692	307 798	423 601
Sum fordringer	1 190 214	1 082 838	1 194 372	1 802 620	1 730 488	1 876 618	2 630 584
Kontanter og kontantekvivalenter	1 357 096	1 597 429	1 082 797	872 513	1 360 272	1 247 614	2 233 700
Sum omløpsmidler	5 544 422	5 379 250	5 328 335	6 760 976	7 297 700	7 997 127	12 004 399
Sum eiendeler	11 352 195	11 461 847	11 774 416	13 903 731	14 858 364	15 983 703	25 078 588

Egenkapital	2 010	2 011	2012	2013	2014	2015	2016
Aksjekapital	54 577	54 577	54 577	54 577	54 577	54 577	-
Egne aksjer	-12 355	-20 479	-330	-330	-330	-330	-
Overkurs	2 731 690	2 731 690	2 731 690	2 731 690	2 731 690	2 731 690	-
Sum innskutt egenkapital	2 773 912	2 765 788	2 785 937	2 785 937	2 785 937	2 785 937	4 837 893
Opptjent egenkapital	2 671 798	2 497 047	2 528 638	3 969 263	4 476 377	5 099 758	7 702 054
Ikke-kontrollerende eierinteresser	548 564	534 931	649 381	793 747	817 282	878 357	935 478
Sum egenkapital	5 994 274	5 797 766	5 963 956	7 548 947	8 079 596	8 764 052	13 475 425
Langsiktig gjeld							
Langsiktig rentebærende gjeld	2 221 701	2 429 365	2 402 770	2 356 803	2 767 118	2 377 123	4 541 276
Annen langsiktig gjeld	1 312	0	0	0	0	0	0
Utsatt skatt	1 260 028	1 083 693	1 230 458	1 486 972	1 531 262	1 567 973	2 808 506
Pensjonsforpliktelser	9 025	7 812	7 646	3 227	6 878	3 765	13 979
Andre forpliktelser	0	7 168	44 788	36 700	131 980	126 674	106 964
Sum avsetning for forpliktelser	1 269 053	1 098 673	1 282 892	1 526 899	1 670 120	1 698 412	2 929 448
Sum langsiktig gjeld	3 492 066	3 528 038	3 685 662	3 883 702	4 437 238	4 075 535	7 470 724
Kortsiktig gjeld							
Leverandørgjeld	638 213	705 165	826 677	1 059 434	1 053 524	915 981	1 691 736
Kortsiktige kreditter	434 121	760 977	911 887	682 574	469 276	1 465 144	1 094 089
Skyldige offentlige avgifter m.v.	74 312	62 386	66 915	103 656	70 073	123 457	162 732
Betalbar skatt	395 233	322 105	88 925	320 344	335 062	200 151	537 230
Annen kortsiktig gjeld	323 976	285 410	230 400	305 074	413 595	439 383	646 651
Sum kortsiktig gjeld	1 865 855	2 136 043	2 124 804	2 471 082	2 341 530	3 144 116	4 132 438
Sum gjeld	5 357 921	5 664 081	5 810 466	6 354 784	6 778 768	7 219 651	11 603 162
Sum egenkapital og gjeld	11 352 195	11 461 847	11 774 422	13 903 731	14 858 364	15 983 703	25 078 587

6.2 Omgruppering av regnskapet

Alle børsnoterte foretak er pliktige til å rapportere regnskapet i tråd med IFRS, og følgelig gjelder dette LSG. Regnskap ført etter IFRS er typisk kreditororientert med et manglende skille mellom driftsrelaterede poster og finansielle poster. Ettersom formålet med oppgaven er å vurdere verdien av egenkapitalen vil det være hensiktsmessig å belyse et skille mellom verdiskapningen som genereres av driften i selskapet og den verdien som skapes av de finansielle postene. Samtidig er det interessant fra et investors perspektiv å vite fordelingen av verdiskapningen mellom kreditorer, eiere og selskapet. En investororientert oppstilling er også bedre egnet for analyse av relevante forholdstall som jeg senere skal ta fatt på. Dette delkapittelet vil derfor omhandle en omgruppering av resultatregnskapet og balanseregnskapet.

6.2.1 Resultatregnskapet

For å omgruppere regnskapet har jeg valgt å benytte meg av Knivsflå (2016) sine forelesningsnotater i kurset BUS440 ved NHH, der omgrupperingen av resultatregnskapet er presentert som en trinnvis prosess.

1. Identifiser fullstendig nettoresultat
2. Fordel fullstendig nettoresultat
3. Identifiser normale og unormale poster
4. Fordel skattekostnaden

Steg 1. Identifiser fullstendig nettoresultat

Fullstendig nettoresultat er summen av rapportert årsresultat (RES), annet fullstendig årsresultat (AFR) og «dirty surplus» (DSP). Totalresultatet rapporteres etter IFRS til egenkapitalen, men i noen tilfeller føres enkelte inntekter og kostnader direkte mot egenkapitalen og kan føre til brudd på kongurensprinsippet. Disse elementene kalles «dirty surplus» og skal i utgangspunktet ikke skal eksistere. Ved å studere endring i egenkapital i årsregnskapene til LSG kommer det fram at LSG har kostnadsført effekter av opsjonsprogram direkte mot egenkapitalen og disse betraktes som finansielt «dirty surplus». Tabell 6-3 viser identifiseringen av årlig fullstendig nettoresultat til majoritet.

Tabell 6-3: Fullstendig nettoresultat, LSG (2010-2016).

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
EK 1.1	4 281 688	5 445 710	5 262 835	5 314 575	6 755 200	7 262 314	7 885 695
Årsresultat	1 419 507	382 705	480 797	1 733 352	1 055 916	1 179 718	3 224 143
Annet fullstendig resultat	2 833	-3 539	-49 323	80 475	-6 326	95 056	-108 454
Totalresultat til majoritet	1 422 340	379 166	431 474	1 813 827	1 049 590	1 274 774	3 115 689
Dirty surplus	-1 426	-7 074	0	0	-2	0	0
Fullstendig nettoresultat	1 420 914	372 092	431 474	1 813 827	1 049 588	1 274 774	3 115 689
Utbytte	376 205	545 774	382 042	382 042	545 774	654 928	654 928
Netto kapitalinnskudd	119 313	-9 193	2 308	8 840	3 300	3 535	2 193 492
EK 31.12	5 445 710	5 262 835	5 314 575	6 755 200	7 262 314	7 885 695	12 539 948

Steg 2. Fordel fullstendig nettoresultat

Det er viktig å kartlegge og fordele kildene til totalresultatet for å finne verdien av egenkapitalen. Fullstendig nettoresultat skal fordeles slik at alle kapitaler i balansen får sitt resultat før skatt (Knivsflå, 2016). Fullstendig nettoresultat inneholder både drifts- og finansieringsrelaterte poster. Brorparten av disse postene er enkle å klassifisere, men noen krever en nærmere forklaring som gis følgende.

Inntekt fra tilknyttede selskap er klassifisert som en driftsrelatert post. LSG har eierandeler i flere selskap, men størrelsesordenen på denne posten drives primært av nettoresultatet til Norskott Havbruk AS og Seistar Holding AS Group, der LSG eier 50 prosent. Begge disse selskapene har en virksomhet som er nært beslektet virksomheten til LSG, og det er derfor naturlig å definere denne posten som driftsrelatert.

Annet fullstendig resultat består hovedsakelig av finansielle poster med unntak av omregningsdifferanser og verdiendring fra tilknyttede selskap, som i større grad kan knyttes til driftsrelaterte eiendeler. Fordelingen mellom driftsrelaterte og finansielle poster av annet fullstendig resultat følger i tabell 6-4.

Tabell 6-4: Fordeling av annet fullstendig resultat, LSG (2010-2016).

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsrelatert AFR	2 833	1 496	-13 190	69 700	81 976	84 797	-153 734
Finansielt AFR	0	-5 035	-36 133	10 775	-88 302	10 260	45 280
AFR	2 833	-3 539	-49 323	80 475	-6 326	95 057	-108 454

Steg 3. Identifisere normale og unormale poster

Formålet med å korrigere for unormale poster er å finne et underliggende resultat som kan benyttes for prognoseformål (Kaldestad og Møller, 2011). Dvs. at ettersom det er det «normale» resultatet som ligger til grunn når LSGs fremtidige resultat estimeres, vil det være nødvendig å vurdere hvilke poster i resultatregnskapet som er av en uvanlig karakter. Uvanlige poster inntreffer sporadisk, har et uforutsigbart mønster og størrelse, mens normale poster forventes å være periodevis gjentakende. Nedenfor følger driftsrelaterte poster som har blitt betraktet som unormale:

- Verdijustering av biologiske eiendeler: I henhold til IAS 41 skal utestående biologiske eiendeler bli vurdert til virkelig verdi basert på lakseprisen på balansedagen, og differansen fra fjoråret blir resultatført. Verdijustering av biologiske eiendeler og endring i varelager har et tilfeldig mønster med stor variasjon i analyseperioden grunnet den volatile lakseprisen. Et forsøk på å predikere denne posten videre vil svekke påliteligheten til fremtidsregnskapet, ettersom det er vanskelig å vite hva fremtidig laksepris faktisk vil være de kommende årene. Posten anses derfor som unormal.
- Gevinst/tap ved salg av driftsmidler knyttes til uvanlige engangshendelser som er vanskelige å predikere.
- Andre gevinster/tap omhandler primært gevinst ved virksomhets sammenslutning, salg av lisenser ved avvikling av virksomhet og salg av aksjer i tilknyttede selskap. Dette er hendelser som skjer sporadisk og posten tas dermed ikke med inn i fremtidsregnskapet.
- Nedskrivning av driftsmidler er en kostnad som oppstår av uventede verdifall på eiendeler og betraktes vanligvis som en unormal post. (Knivsflå, 2016)

Tabell 6-5: Unormalt driftsresultat, LSG (2010-2016).

Unormalt driftsresultat	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Verdijustering biologiske eiendeler	298 538	-615 767	294 735	764 229	-327 414	188 508	1 470 561
Gevinst/tap ved salg av driftsmidler	2 757	14 060	5 795	0	4 516	21 956	-
Andre gevinster/tap	0	0	0	53 805	112 893	12 250	457
Nedskrivning av driftsmidler	0	0	-33 000	-5 500	-1 982	0	-
Unormalt driftsresultat	301 295	-601 707	267 530	812 534	-211 987	222 714	1 471 018
- Skatt på unormalt driftsresultat (dss)	-84 877	184 368	-76 334	-212 213	52 470	-42 991	-327 196
+ Driftsrelatert annet fullstendig resultat	2 619	1 496	-13 190	69 775	81 992	84 799	-153 734
- Unormalisert skatt på norm. driftsres. (dss-ndss)	39 443	59 474	13 617	6 903	-15 537	-85 814	-97 717
= Netto unormalt driftsresultat	179 593	-475 316	164 389	663 193	-61 988	350 336	1 087 806

De unormale finansielle postene er blitt vurdert til annen finansinntekt, annen finanskostnad, agiovinning og agiotap. I tillegg er en nedskrivning av finansielle anleggsmidler relatert til et lån ytret Preline Fishfarming Systems i 2014 klassifisert som unormal. Fjerde kvartalsrapport i 2016 mangler spesifisering av netto finansposter og derfor er ikke unormale finansposter presentert i dette året. For å tydeliggjøre utregningen av netto unormalt finansresultat og netto unormalt driftsresultat som inngår i det omgrupperte resultatregnskapet, blir disse verdiene inkludert i tabell 6-5 og 6-6. Finansinntektsskattesatsen er tatt i bruk for å beregne skatt på unormalt finansresultat, mens årlig driftsskattesats danner grunnlaget for skatt på unormalt driftsresultat. Dette blir nærmere forklart i neste steg.

Tabell 6-6: Unormalt finansresultat og netto unormalt finansresultat, LSG (2010-2016).

Unormale finansinntekter	3 773	3 231	2 967	4 305	14 843	329	-
Unormale finanskostnader	-4 917	-4 523	-3 401	-3 838	-5 410	-14 931	-
Nedskrivning finansielle anleggsmidler	0	0	0	0	-26 000	0	-
Unormalt finansresultat	-1 144	-1 292	-434	467	-16 567	-14 602	-
- Skatt unormalt finansresultat (fiss)	214	241	81	-87	2 982	2 628	-
+ Finansielt annet fullstendig resultat	0	-5 035	-36 133	10 700	-88 318	10 257	45 280
+ Finansielt "dirty surplus"	-1 426	-6 822	0	0	-2	0	0
= Netto unormalt finansresultat	-2 356	-12 908	-36 486	11 080	-101 905	-1 717	45 280

Steg 4. Fordel skattekostnad

Før jeg fordeler skattekostnaden presenteres to tommelfingerregler for driftsrelatert skattekostnad og finansinntektsskattesatsen hentet fra Knivsflå (2016) sine forelesningsnotater.

$$dss = \frac{NSK - sss * \left(\frac{2}{3}\right) * (FI + UFR) + sss * FK}{DR + UDR}, \quad fiss = sss * \frac{2}{3}$$

Der,

dss = Driftsskattesats

sss = Selskapsskattesats

fiss = Finansinntektsskattesats

NSK = Rapportert skattekostnad

FI = Normale finansinntekter

FK = Normale finanskostnader

UFR = Unormalt finansresultat

UDR = Unormalt driftsresultat

Selskapsskatten har hatt en fallende trend de siste årene og regjeringen har forslag om å redusere skattesatsen ytterligere til 22 prosent innen 2018 (regjeringen.no, 2015). Tabell 6-7 viser en oversikt over historisk selskapsskattesats og finansinntektsskattesats i analyseperioden samt gjennomsnittlig selskapsskattesats. Finansinntektsskattesatsen tas i bruk for å beregne

skattekostnaden på normale finansinntekter og unormalt finansresultat, hvilket inneholder poster som både er skattefrie og skattepliktige.

Tabell 6-7: Selskapsskattesats, LSG (2010-2016), (Knivsfå, 2016).

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Selskapsskattesats (sss)	28 %	28 %	28 %	28 %	27 %	27 %	25 %
Finansinntektsskattesats (fiss)	18,67 %	18,67 %	18,67 %	18,67 %	18,00 %	18,00 %	16,67 %

Gjennomsnittlig sss	27,29 %
Fiss (2/3*sss)	18,19 %

I tabell 6-8 er årlig driftsskattesats beregnet og en normalisering av denne er den minst ekstreme av gjennomsnittet og medianen, altså gjennomsnittet i dette tilfellet (Knivsfå, 2016). Driftsskattesatsen til LSG varierer noe fra selskapsskatten og dette skyldes blant annet at LSG driver virksomhet i utlandet som opererer med en ulik skattesats fra den norske. Den normaliserte driftsskattesatsen (ndss) danner grunnlaget for å beregne unormal skatt på normalt driftsresultat.

Tabell 6-8: Fordeling av skattekostnad, LSG (2010-2016).

Fordeling av skattekostnad	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016
Rapportert skattekostnad	510 952	156 311	182 749	593 981	328 939	268 226	926 691
<i>Normale finansinntekter</i>	16 704	41 229	33 972	17 951	21 006	12 169	-
- Skatt på finansinntekter (fiss)	3 118	7 696	6 341	3 351	3 781	2 190	-
<i>Normale finanskostnader</i>	81 832	121 821	128 691	120 258	124 229	126 295	131 481
+ Skatt på finanskostnader (sss)	22 913	34 110	36 033	33 672	33 542	34 100	32 870
<i>Unormalt finansresultat</i>	-1 144	-1 292	-434	467	-16 567	-14 602	-
- Skatt på unormalt finansresultat (fiss)	-214	-241	-81	87	-2 982	-2 628	-
= Skatt på driftsresultat	530 960	182 966	212 522	624 215	361 682	302 764	926 691
Driftsresultat før skatt	1 884 789	597 131	744 833	2 390 028	1 461 261	1 568 460	4 314 030
Årlig dss	28,17 %	30,64 %	28,53 %	26,12 %	24,75 %	19,30 %	21,48 %
<i>Unormalt driftsresultat</i>	301 295	-601 707	267 530	812 534	-211 987	222 714	1 471 018
- Skatt på unormalt driftsresultat (dss)	84 877	-184 368	76 334	212 213	-52 470	42 991	327 196
Skatt på normalt driftsresultat	446 083	367 334	136 188	412 002	414 151	259 773	632 366
- Unormal skatt på normalt driftsresultat (dss-ndss)	46 948	29 623	21 250	10 458	-13 569	-100 016	-148 278
= Normal driftsskattekostnad (ndss)	399 135	337 711	114 939	401 544	427 720	359 788	780 643

Gjennomsnittlig ndss	25,68 %
Median ndss	26,12 %

Denne stegvise prosessen har dannet grunnlaget for det omgrupperte resultatregnskapet som presenteres i tabell 6-9.

Tabell 6-9: Omgruppert resultatregnskap, LSG (2010-2016), (Knivsflå, 2016).

Omgruppert resultatregnskap	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016
Driftsinntekter	8 884 914	9 162 813	9 097 146	10 764 714	12 579 465	13 450 725	17 269 278
Varekjøp + endring i varelager	-5 612 160	-5 866 180	-6 442 319	-6 781 433	-8 003 339	-8 812 414	-10 265 020
Lønn og andre personalkostnader	-777 845	-967 789	-1 031 872	-1 094 464	-1 270 880	-1 411 024	-1 785 537
Andre driftskostnader	-691 791	-858 107	-853 884	-1 004 148	-1 262 518	-1 447 625	-1 864 088
Avskrivninger	-219 624	-271 899	-291 768	-307 175	-369 480	-433 916	-511 621
Driftsresultat av egen virksomhet	1 583 494	1 198 838	477 303	1 577 494	1 673 248	1 345 746	2 843 012
Driftsrelatert skatt på egen virksomhet	-399 135	-337 711	-114 939	-401 544	-427 720	-359 788	-780 643
Netto driftsresultat av egen virksomhet	1 184 359	861 127	362 364	1 175 950	1 245 528	985 958	2 062 369
Inntekt fra tilknyttede selskap	122 006	19 741	24 831	192 188	91 939	61 376	262 783
Netto driftsresultat	1 306 365	880 868	387 195	1 368 138	1 337 467	1 047 334	2 325 152
Netto finansinntekt	13 586	33 533	27 631	14 600	17 225	9 979	-
Nettoresultat til sysselsatt kapital	1 319 951	914 401	414 826	1 382 739	1 354 692	1 057 312	2 325 152
Netto finanskostnader	-58 919	-87 711	-92 658	-86 586	-90 687	-92 195	-98 611
Netto minoritetsresultat	-10 062	4 028	-10 963	-153 043	-48 557	-53 165	-294 488
Nettoresultat til EK	1 250 970	830 718	311 206	1 143 110	1 215 448	911 952	1 932 053
Unormalt netto driftsresultat	179 593	-475 316	164 389	663 193	-61 988	350 336	1 087 806
Unormalt netto finansresultat	-2 356	-12 908	-36 486	11 080	-101 905	-1 717	45 280
Fullstendig nettoresultat til EK	1 428 207	342 494	439 108	1 817 382	1 051 554	1 260 571	3 065 138
Netto betalt utbytte	-256 892	-554 967	-379 734	-373 202	-542 474	-651 393	1 538 564
Endring i egenkapital	1 171 315	-212 473	59 374	1 444 180	509 080	609 178	4 603 702

6.2.2 Balansen

Balansen til LSG er som nevnt rapportert i tråd med IFRS. Typisk for en slik oppstilling er at den er utformet med hensikt på kreditorer, der fokuset ligger på likviditeten til eiendelene og forfallstiden på gjeld (Kaldestad og Møller, 2011). En investor har som nevnt større interesse av hva som driver verdiskapningen i selskapet og balansen bør derfor omgrupperes med hensikt på sysselsatt kapital og netto driftskapital. Sysselsatt kapital er den kapitalen som er innskutt av eierne (egenkapital) og av finansielle långivere (netto rentebærende gjeld). Netto driftskapital defineres som investert kapital i driften og ikke i finansielle eiendeler (Knivsflå, 2016). Ved en verdivurdering av et selskap der man legger til grunn evig drift er det hensiktsmessig å skille mellom driftsrelaterte eiendeler, finansielle eiendeler og gjeld (Kaldestad og Møller, 2011). En slik inndeling er foretatt ved å studere balansen og de tilhørende notene i årsregnskapene og fordeling av postene presenteres i tabell 6-10 til 6-12. Vurderingene er gjort i tråd med forelesningsnotatene til Nordahl (2016) og Knivsflå (2016) om klassifisering av balanseposter.

Denne inndelingen brukes videre for å finne sysselsatt kapital og netto driftskapital i den omgrupperte balansen.

Tabell 6-10: Klassifisering av balanseposter, LSG (2010-2016)

Eiendeler		Gjeld	
Driftsrelaterte anleggsmidler	Driftsrelaterte omløpsmidler	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld
Utsatt skattefordel	Biologiske eiendeler	Utsatt skatt	Leverandørgjeld
Konsesjoner, rettigheter, goodwill	Andre varer	Pensjonsforpliktelser	Skyldige offentlige avgifter m.v.
Bygninger, tomter, driftsmidler	Kundefordringer	Andre forpliktelser	Betalbar skatt
Aksjer i tilknyttede selskap	Andre fordringer		Annen kortsiktig gjeld
Finansielle anleggsmidler	Finansielle omløpsmidler	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld
Aksjer tilgjengelige for salg	Kontanter og kontantekvivalenter	Langsiktig rentebærende gjeld	Kortsiktige kreditter
Langsiktige fordringer		Annen langsiktig gjeld	
		Egenkapital	
		Sum innskutt egenkapital	
		Opptjent egenkapital	

Tabell 6-11: Omgruppert balanse, sysselsatt kapital, LSG (2010-2016).

Omgruppert balanse	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016
Driftsrelaterte anleggsmidler	5 776 655	6 050 971	6 419 193	7 111 031	7 520 335	7 962 037	13 024 366
Langsiktig driftsrelatert gjeld	1 269 053	1 098 673	1 282 892	1 526 899	1 670 120	1 698 412	2 929 448
Netto driftsrelaterte eiendeler	4 507 602	4 952 298	5 136 301	5 584 132	5 850 215	6 263 625	10 094 918
Driftsrelaterte omløpsmidler	4 187 326	3 781 821	4 245 538	5 888 463	5 937 428	6 749 513	9 770 699
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	1 431 734	1 375 066	1 212 917	1 788 508	1 872 254	1 678 972	3 038 349
Driftsrelatert arbeidskapital	2 755 592	2 406 755	3 032 621	4 099 955	4 065 174	5 070 541	6 732 350
Netto driftseiendeler	7 263 194	7 359 053	8 168 922	9 684 087	9 915 389	11 334 166	16 827 268
Finansielle anleggsmidler	31 118	31 626	26 888	31 724	40 329	24 539	49 822
Finansielle omløpsmidler	1 357 096	1 597 429	1 082 797	872 513	1 360 272	1 247 614	2 233 700
Sysselsatte eiendeler	8 651 408	8 988 108	9 278 607	10 588 324	11 315 990	12 606 319	19 110 791
Egenkapital	5 445 710	5 262 835	5 314 575	6 755 200	7 262 314	7 885 695	12 539 947
Minoritet	548 564	534 931	649 381	793 747	817 282	878 357	935 478
Finansiell gjeld	2 657 134	3 190 342	3 314 657	3 039 377	3 236 394	3 842 267	5 635 365
Sysselsatt kapital	8 651 408	8 988 108	9 278 613	10 588 324	11 315 990	12 606 319	19 110 790

Tabell 6-12: Omgruppert balanse, netto driftskapital, LSG (2010-2016).

	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016
Netto driftseiendeler	7 263 194	7 359 053	8 168 922	9 684 087	9 915 389	11 334 166	16 827 268
Egenkapital	5 445 710	5 262 835	5 314 575	6 755 200	7 262 314	7 885 695	12 539 947
Minoritetsinteresser	548 564	534 931	649 381	793 747	817 282	878 357	935 478
Netto finansiell gjeld	1 268 920	1 561 287	2 204 972	2 135 140	1 835 793	2 570 114	3 351 843
Netto driftskapital	7 263 194	7 359 053	8 168 928	9 684 087	9 915 389	11 334 166	16 827 268

7 Analyse av risiko

I dette delkapittelet vil jeg kikke nærmere på kredittrisikoen til LSG. Med kredittrisiko menes långivers risiko for at selskapet ikke har nok midler til å betale sine renter og avdrag. Typisk vil selskap med høyere kredittrisiko betale en høyere rente på sine lån enn selskap med lavere kredittrisiko (Damodaran, 2012). Kredittrisikoen til LSG er relevant i utarbeidelsen av selskapets gjeldskostnad som igjen inngår i avkastningskravet som de fremtidige kontantstrømmene skal neddiskonteres med. Dette gjøres slik at det eksisterer en sammenheng mellom forventet avkastning og risiko. Høy risiko setter høyere krav til forventet avkastning ettersom investor må kompenseres for den risikoen han tar på seg. Med bakgrunn i de omgrupperte regnskapstallene vil det bli beregnet relevante forholdstall for selskapets kortsiktige risiko i en likviditetsanalyse, samt en soliditetsanalyse for en den langsiktige risikoen. Alle forholdstall presenteres i kontrast til bransjen, og til slutt oppsummeres tallene i en syntetisk rating. Bransjesnittet består av et likevektet gjennomsnitt av samtlige selskaper, inkludert LSG. Oppdrettsbransjen er preget av stor oppkjøpsaktivitet, og derav konsolideringer, som kan endre grunnlaget for forholdstallene. Forholdstallene blir derfor tidsvektet for å vekte den nyeste informasjonen tyngst, illustrert i tabell 7-1.

Tabell 7-1: Tidsvektning av forholdstall.

År	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016
Vekting	5 %	5 %	10 %	15 %	15 %	25 %	25 %

7.1 Likviditetsanalyse

Likviditetsanalysen vil inneholde en gjennomgang av forholdstallene likviditetsgrad 1, likviditetsgrad 2, rentedekningsgrad og finansiell gjeldsdekningsgrad.

7.1.1 Likviditetsgrad 1

Langli (2010) definerer likviditetsgrad 1 som andel omløpsmidler (OM) av kortsiktig gjeld (KG).

$$\text{Likviditetsgrad 1} = \frac{OM}{KG}$$

Omløpsmidler kan ses på som et anslag på hvor mye selskapet forventer å få innbetalt i kommende periode, mens kortsiktig gjeld er et anslag på periodens utbetalinger. Med en likviditetsgrad 1 større enn 1 betyr det i utgangspunktet at selskapet forventer større kontantstrømmer inn enn ut (Langli, 2010). Et høyt forholdstall er derfor en indikasjon på at

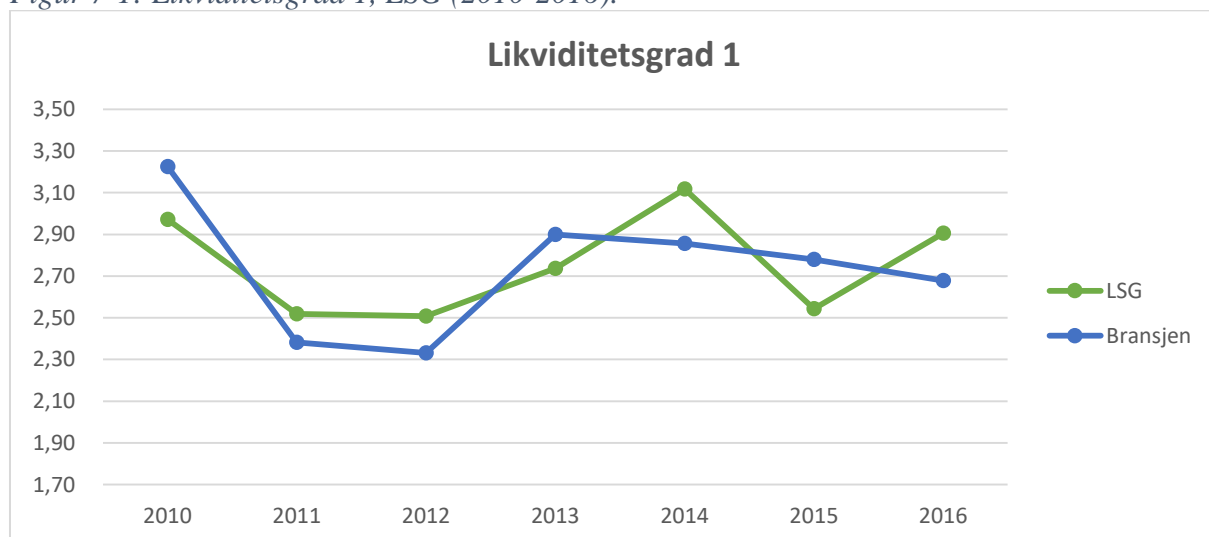
selskapet har god evne til å møte de kortsiktige betalingskravene. Normalt bør likviditetsgrad 1 være større enn 1, men det er mer nyttig å sammenligne med hva dette nivået er hos andre selskap (Langli, 2010).

Figur 7-1 viser årlig utvikling av likviditetsgrad 1 i analyseperioden. Oppdrettsbransjen har mye kapital bundet i de biologiske eiendelene som i snitt utgjør over halvparten av omløpsmidlene og dette gir utslag for høye forholdstall i analysen. LSG sin likviditetsgrad 1 ligger lavere enn bransjesnittet i 3 av de siste 7 årene, men gjennomsnittet av perioden viser en likviditetsgrad 1 som er marginalt høyere enn bransjen. Utviklingen kan sees som relativt stabil. Vi ser at både bransjen og LSG har en likviditetsgrad 1 som kan betraktes som god de siste 7 årene, slik at kortsiktig gjeld har bra dekning i omløpsmidlene.

Tabell 7-2: Likviditetsgrad 1, LSG (2010-2016).

Likviditetsgrad 1	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	
Marine Harvest	3,63	3,40	2,92	3,23	3,22	3,35	3,03	
SalMar	3,35	2,02	2,08	3,39	3,05	2,89	2,29	
Grieg Seafood	2,95	1,59	1,81	2,24	2,04	2,34	2,49	
Bransjen	3,23	2,38	2,33	2,90	2,86	2,78	2,68	Tidsvektet snitt
LSG	2,97	2,52	2,51	2,74	3,12	2,54	2,90	2,77

Figur 7-1: Likviditetsgrad 1, LSG (2010-2016).



7.1.2 Likviditetsgrad 2

For å regne ut likviditetsgrad 2 trekkes de minst likvide omløpsmidlene fra telleren, slik at vi står igjen med de finansielle omløpsmidlene (FOM) over kortsiktig gjeld (KG) (Knivsflå, 2016).

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{FOM}{KG}$$

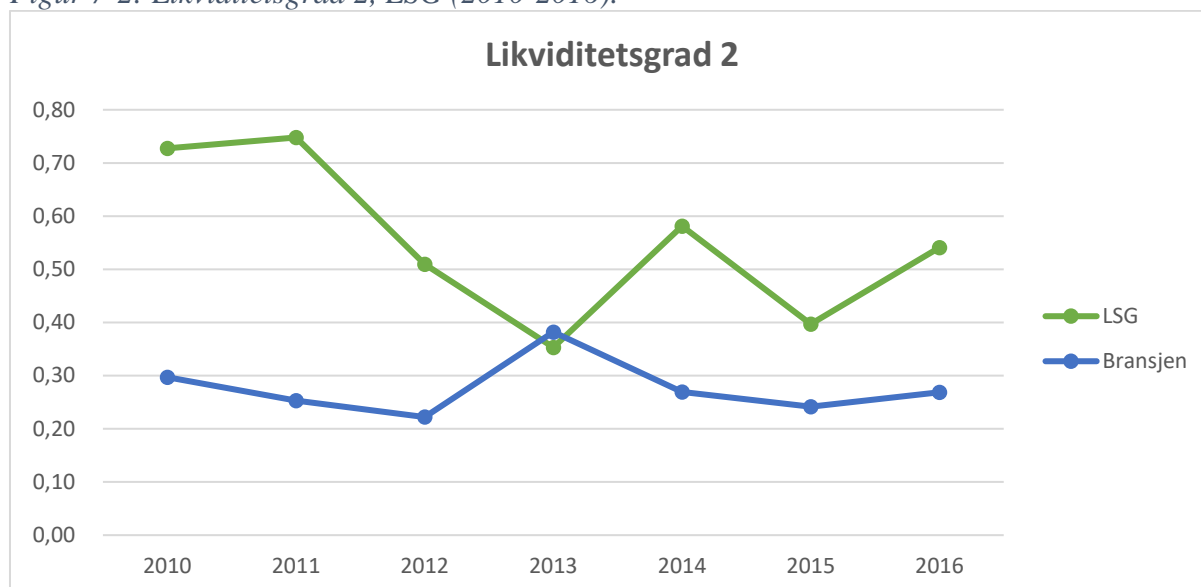
Tommelfingerregelen er at en likviditetsgrad 2 bør være større enn 1, men dette normtallet er utdatert som følge av at nåtidens behov for omløpsmidler er langt lavere enn hva det var tidligere. Dette skyldes primært den teknologiske utviklingen i samfunnet slik at transporttidene og pengeoverføringer går vesentlig raskere. Det er også større variasjoner mellom ulike bransjer, samt internt i bransjen, på hva som oppfattes som tilstrekkelig av likvide omløpsmidler (Langli, 2010). Derfor kan det være problematisk å sette en generell grense på hva likviditetsgrad 2 bør være, men forholdstallet bør ligge nær bransjesnittet (Langli, 2010).

Figur 7-2 viser at LSG har en likviditetsgrad 2 som ligger høyere enn bransjesnittet i analyseperioden, med unntak av 2013. Den drastiske økningen i bransjesnittet i 2013 skyldes hovedsakelig en markant økning av kontantbeholdningen til SalMar. Bakgrunnen for de lave forholdstallene kan være at oppdrettsnæringen bruker store deler av sine overskuddsreserver til oppkjøp av mindre aktører i bransjen, kjøp av lisenser eller til å utbetale utbytte. LSG kommer derfor bedre ut enn bransjen siden de har en høyere andel kontantbeholdning. Tidsvektet gjennomsnitt for perioden viser at LSG har en likviditetsgrad 2 som er godt over bransjesnittet, og som innebærer at LSG vil være bedre rustet enn bransjen til å møte sine kortsiktige forpliktelser i dårligere perioder med fallende laksepris.

Tabell 7-3: Likviditetsgrad 2, LSG (2010-2016).

Likviditetsgrad 2	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	
Marine Harvest	0,10	0,10	0,10	0,31	0,25	0,12	0,13	
SalMar	0,15	0,04	0,04	0,70	0,11	0,16	0,10	
Grieg Seafood	0,20	0,13	0,24	0,16	0,14	0,29	0,31	Tidsvektet snitt
Bransjen	0,30	0,25	0,22	0,38	0,27	0,24	0,27	0,28
LSG	0,73	0,75	0,51	0,35	0,58	0,40	0,54	0,50

Figur 7-2: Likviditetsgrad 2, LSG (2010-2016).



7.1.3 Rentedeckningsgrad

Rentedekningsgraden er forholdet mellom summen av netto driftsresultat (NDR) og netto finansinntekt (NFI) delt på netto finanskostnad (NFK). Summen av NDR og NFI kan betraktes som nettoresultat til sysselsatt kapital (NRS) (Knivsfå, 2016).

$$\text{Rentedeckningsgrad} = \frac{NDR + NFI}{NFK} = \frac{NRS}{NFK}$$

Som vi ser av ligningen fokuserer forholdstallet på hvor stor andel den genererte kontantstrømmen utgjør av netto finanskostnad, som primært består av renter. Rentedeckningsgraden kvantifiserer derfor långivers «sikkerhetsmargin» for å få sine renter betalt av selskapet (Langli, 2010). Eksempelvis vil en rentedeckningsgrad på 5 fortelle oss at selskapet er i stand til å betale sine renter 5 ganger med utgangspunkt i periodens nettoresultat til sysselsatt kapital.

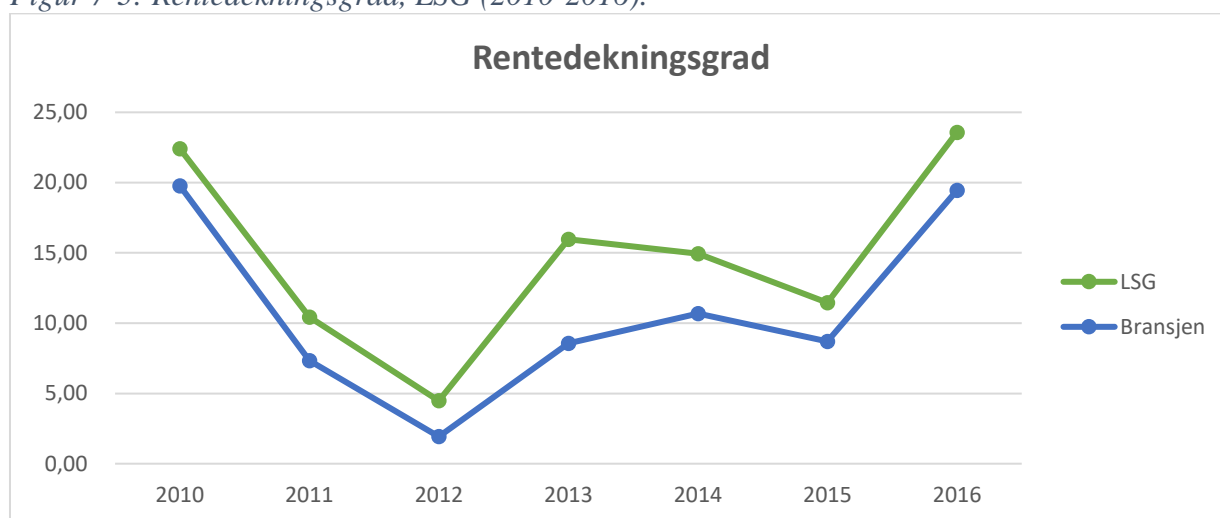
Oppdrettsbransjen er en svært syklisk bransje blant annet grunnet den volatile lakseprisen. Dette gjør at kontantstrømmene som skapes av driftsaktiviteter, og dermed rentedeckningsgraden, vil bære preg av årlig variasjon. Dette underbygges av at finansinntekter og finanskostnader holder seg forholdsvis stabilt gjennom analyseperioden for både LSG og bransjen. Denne variasjonen kommer tydelig fram i figur 7-3 der rentedeckningsmarginene til både LSG og bransjen svekkes i år med lavere laksepris. Figur 7-3 viser også at rentedeckningsgraden til LSG følger trenden i bransjen nokså slavisk, med unntak av 2013 der LSG oppnår en relativt større forbedring. Bakgrunnen for dette ligger i at LSG hadde en skarpere vekst i netto driftsresultat enn de

komparative selskapene. I samtlige år har LSG en rentedeckningsgrad som ligger over bransjesnittet og kan derfor anses som god.

Tabell 7-4: Rentedeckningsgrad, LSG (2010-2016).

Rentedekningsgrad	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	
Marine Harvest	19,84	7,34	2,33	5,72	7,97	7,78	14,90	
SalMar	24,45	7,85	2,79	8,82	16,47	14,54	25,51	
Grieg Seafood	12,42	3,72	-1,88	3,77	3,39	1,05	13,83	
Bransjen	19,78	7,33	1,93	8,57	10,69	8,71	19,46	Tidsvektet snitt
LSG	22,40	10,43	4,48	15,97	14,94	11,47	23,58	15,49

Figur 7-3: Rentedeckningsgrad, LSG (2010-2016).



7.1.4 Finansiell gjeldsdekningsgrad

Finansiell gjeldsdekningsgrad er et forholdstall mellom finansielle eiendeler (FE) og finansiell gjeld (FG) (Knivsflå, 2016).

$$\text{Finansiell gjeldsdekningsgrad} = \frac{FE}{FG}$$

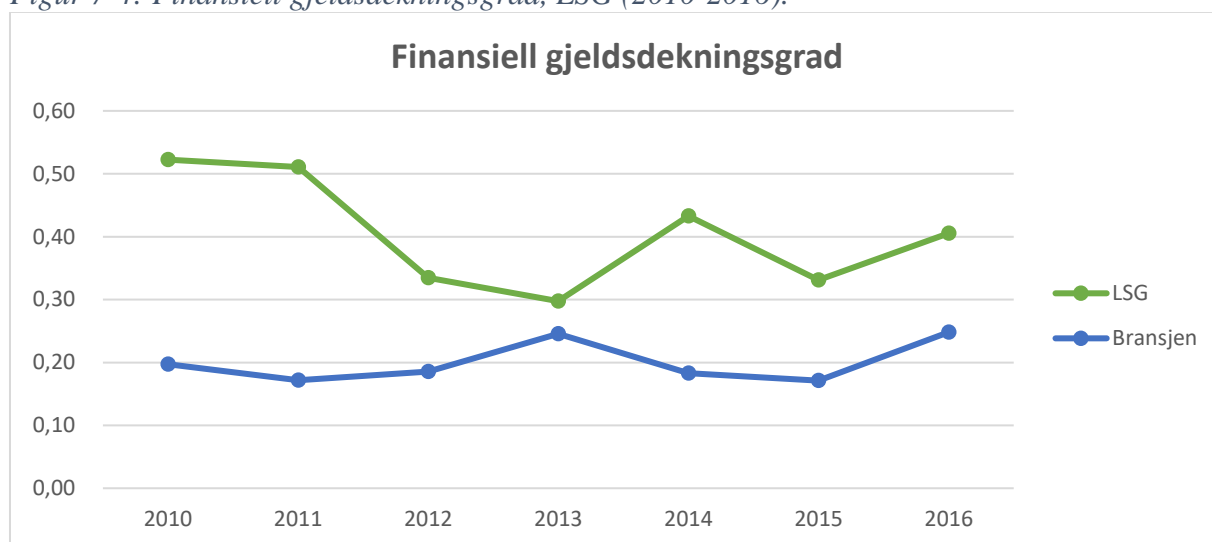
Med en finansiell gjeldsdekningsgrad større enn 1 vil selskapet ha nok finansielle eiendeler til å dekke opp all finansiell gjeld. Et lavt forholdstall indikerer større fare for likviditetskrise (Knivsflå, 2016). Som vi ser av tabell 7-5 er samtlige forholdstall lave, og spesielt bransjesnittet. Dette skyldes hovedsakelig lave kontantbeholdninger grunnet høy oppkjøpsaktivitet og at oppdrettsnæringen er svært kapitalkrevende. Igjen er det den høye andelen kontantbeholdning som gjør at LSG har en bedre finansiell gjeldsdekningsgrad enn de komparative selskapene. Tidsvektet gjennomsnitt viser at LSG har en finansiell gjeldsdekningsgrad på nærmest det

dobbelte av bransjen, og på bakgrunn av dette anses derfor den finansielle gjeldsdekningsgraden som god for LSG.

Tabell 7-5: Finansiell gjeldsdekningsgrad, LSG (2010-2016).

FGDG	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	
Marine Harvest	0,08	0,06	0,25	0,20	0,12	0,06	0,08	
SalMar	0,06	0,02	0,03	0,38	0,07	0,10	0,12	
Grieg Seafood	0,12	0,10	0,13	0,10	0,10	0,20	0,39	Tidsvektet snitt
Bransjen	0,20	0,17	0,19	0,25	0,18	0,17	0,25	0,21
LSG	0,52	0,51	0,33	0,30	0,43	0,33	0,41	0,38

Figur 7-4: Finansiell gjeldsdekningsgrad, LSG (2010-2016).



7.1.5 Oppsummering av likviditetsanalyse

LSG sin likviditetsgrad 1 viste seg å være marginalt høyere enn bransjen dersom man legger det tidsvektede gjennomsnittet til grunn, og forholdstallet holder seg rundt bransjesnittet i analyseperioden. I 2016 hadde LSG sin likviditetsgrad 1 en positiv utvikling, mens bransjen hadde en fallende trend. Analysen av likviditetsgrad 2 bærer preg av lave forholdstall, hvor LSG kommer markant bedre ut enn bransjen. Rentedekningsgraden er varierende for både LSG og bransjen, og de ser ut til å følge den samme trenden. LSG sin rentedekningsgrad ligger noe høyere enn bransjesnittet i hele analyseperioden og de leverer også en bedre finansiell gjeldsdekningsgrad gjennom hele analyseperioden med et høyere tidsvektet gjennomsnitt.

Samlet sett vurderes derfor LSG sin likviditet til å være å være god og faren for likviditetsproblemer i nærmeste fremtid anses som lite sannsynlig.

7.2 Soliditetsanalyse

Soliditet omhandler hvilken evne et selskap har til å innfri forpliktelser på lang sikt og til å tåle tap. Et selskap kan havne i midlertidige likviditetsproblemer, men dersom soliditeten er god, vil likviditetsproblemene relativt lett kunne løses siden långiver har god sikkerhet for sine lån (Langli, 2010). Soliditetsanalysen vil derfor kartlegge den langsiktige risikoen knyttet til LSG. Relevante forholdstall er egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet, og det vil bli utarbeidet en finansieringsmatrise for å tydeliggjøre kapitalstrukturen.

7.2.1 Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosenten er definert som egenkapital (EK), inkludert minoritet, over total kapital (TK) (Knivsflå, 2016).

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{EK}{TK} * 100$$

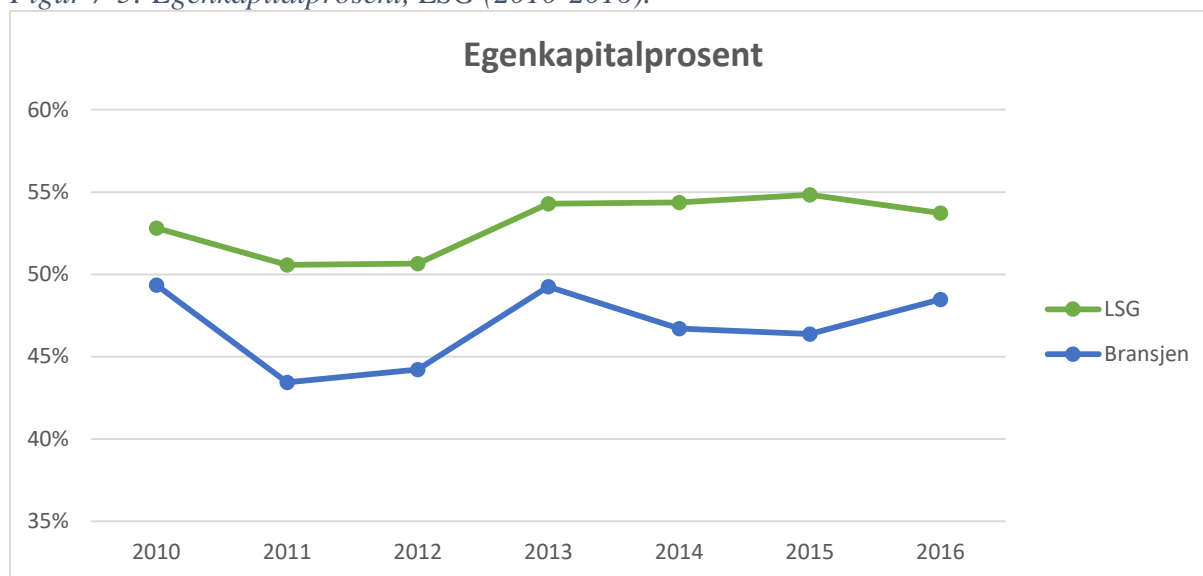
Forholdstallet forteller oss hvor stor del av eiendelene som er finansiert av egenkapital. Det gir derfor et innblikk i hvor mye verdien av eiendelene kan synke før långivers krav kommer i fare (Langli, 2010). En høy egenkapitalprosent indikerer god soliditet og vitner om et selskap som er i bedre stand til å takle vanskelige tider. På grunn av løpende strukturelle endringer i oppdrettsnæringen, kombinert med næringens naturlige sykliske karakter, har styret og konsernledelsen i LSG et soliditetskrav som innebærer at egenkapitalprosenten over tid ikke skal være under 30% (Lerøy Seafood Group ASA, 2015).

Med bakgrunn i figur 7-5 kan vi se utviklingen av egenkapitalprosenten til LSG. Den holder seg forholdsvis stabil gjennom analyseperioden og på et høyere nivå enn bransjen. I 2011 og 2012 kan det observeres en effekt av dårligere inntjening grunnet lavere laksepris som tærer på egenkapitalen, men denne effekten er vesentlig større for de komparative selskapene. Det tidsvektede gjennomsnittet er 7% høyere enn bransjen. Analysen av egenkapitalprosenten taler derfor for at LSG har en god soliditet med større forutsetninger for å takle fremtidige tap.

Tabell 7-6: Egenkapitalprosent, LSG (2010-2016).

Egenkapitalprosent	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	
Marine Harvest	53 %	48 %	50 %	48 %	40 %	45 %	43 %	
SalMar	42 %	35 %	39 %	51 %	51 %	48 %	50 %	
Grieg Seafood	49 %	41 %	37 %	43 %	42 %	38 %	47 %	Tidsvektet snitt
Bransjen	49 %	43 %	44 %	49 %	47 %	46 %	48 %	47 %
LSG	53 %	51 %	51 %	54 %	54 %	55 %	54 %	54 %

Figur 7-5: Egenkapitalprosent, LSG (2010-2016).



7.2.2 Netto driftsrentabilitet

Netto driftsrentabilitet er definert som forholdet mellom netto driftsresultat (NDR) og gjennomsnittlig netto driftseiendeler (NDE) (Knivsflå, 2016).

$$\text{Netto driftsrentabilitet} = \frac{NDR_t}{NDE_{t-1} + \frac{\Delta NDE_t - NDR_t}{2}}$$

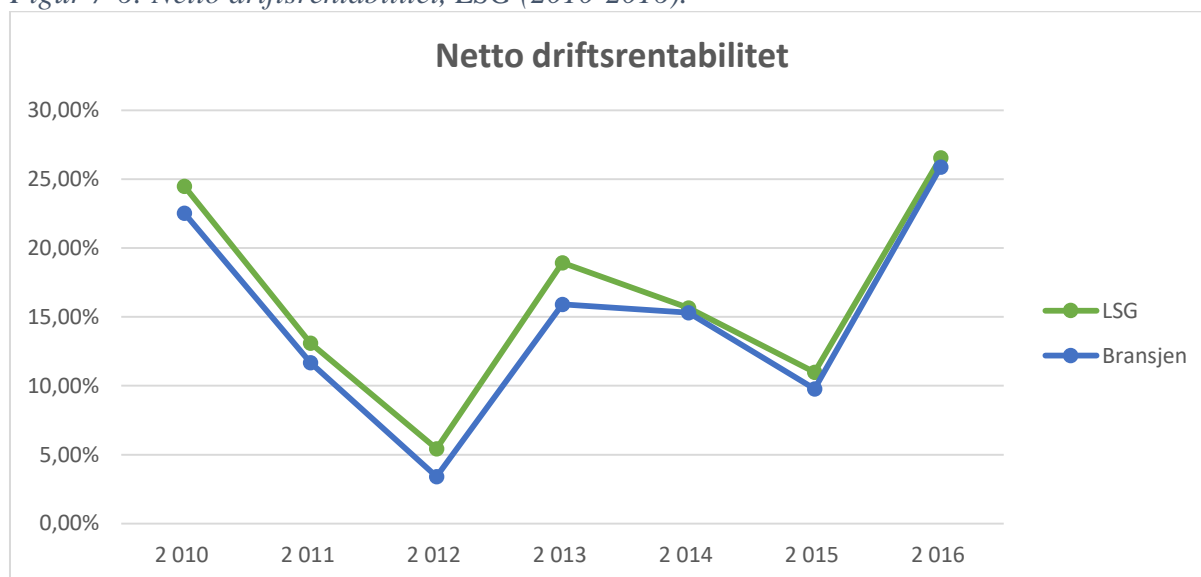
Netto driftsrentabilitet er et lønnsomhetsmål som er relevant for soliditeten ettersom forholdstallet omhandler selskapets evne til å skape verdier før en tar hensyn til finansieringen (Knivsflå, 2016). En svak netto driftsrentabilitet vil redusere egenkapitalen og følgelig soliditeten.

Netto driftsrentabilitet vil typisk nok korrelere med konjunktorene i oppdrettsnæringen. Figur 7-6 viser at LSG har en bedre netto driftsrentabilitet enn bransjen i samtlige år, men differansen svekkes de tre siste årene. Det tidsvektede gjennomsnittet er følgelig høyere enn bransjen og utviklingen det siste året har vært spesielt bra, både for LSG og bransjen. Dette taler for at LSG har en tilfredsstillende netto driftsmargin som kan opprettholde den robuste soliditeten i egenkapitalprosenten.

Tabell 7-7: Netto driftsrentabilitet, LSG (2010-2016).

Netto driftsrentabilitet	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	
Marine Harvest	16,92 %	12,88 %	3,80 %	14,78 %	14,17 %	9,51 %	19,52 %	
SalMar	31,66 %	15,23 %	8,80 %	21,62 %	25,18 %	16,20 %	32,54 %	
Grieg Seafood	17,03 %	5,51 %	-4,38 %	8,35 %	6,23 %	2,41 %	24,87 %	Tidsvektet snitt
Bransjen	22,52 %	11,68 %	3,42 %	15,92 %	15,31 %	9,77 %	25,87 %	15,65 %
LSG	24,49 %	13,11 %	5,44 %	18,93 %	15,65 %	10,98 %	26,54 %	16,99 %

Figur 7-6: Netto driftsrentabilitet, LSG (2010-2016).



7.2.3 Finansieringsmatrise

Finansieringsmatrisen settes opp for å framstille hvordan eiendelene til LSG og bransjen var finansiert ved utgangen av 2016 (31.12.16) og den kan gi et innblikk i hvor risikabel finansieringen er. I finansieringsmatrisen er eiendelene rangert etter likviditet og kapitalen etter hvor langsiktig den er. Hvis kurven når bunnen av matrisen fort indikerer dette en mer risikabel og mindre solid finansiering (Knivsfå, 2016). Oppsettet er basert på Knivsfå (2016) sine forelesningsnotater. I matrisen er anleggsmidler forkortet med AM og omløpsmidler OM.

Vi ser av finansieringsmatrisene (tabell 7-8 til 7-11) at LSG har en noe brattere kurve i starten av matrisen enn bransjen. LSG dekker alle driftsrelaterte og finansielle anleggsmidler med egenkapital og minoritetsinteresser, noe som ikke er tilfellet for bransjen. Samtidig er en større andel av LSG sine driftsrelaterte omløpsmidler finansiert med langsiktig driftsrelatert og finansiell gjeld enn hva tilfellet er for bransjen, noe som er positivt. Det som imidlertid ikke er positivt er at kortsiktig finansiell gjeld, som kan sees på som den mest risikable finansieringsformen, utgjør en større finansieringsandel av finansielle omløpsmidler enn

bransjen. Bakgrunnen for dette er at LSG har mer finansielle omløpsmidler enn bransjen, primært grunnet høyere beholdning av kontanter og kontantekvivalenter. Ellers virker finansieringsmatrisene å følge det samme mønsteret. Alt i alt viser finansieringsmatrisene at både LSG og bransjen har en kapitalstruktur som er lite risikabel og anses derfor som tilfredsstillende.

Tabell 7-8: Finansieringsmatrise i NOK 1000, LSG (2010-2016).

	Egenkapital	Minoritet	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
LSG, 31.12.16							
Driftsrelaterte AM	12 539 947	484 419					13 024 366
Finansielle AM		49 822					49 822
Driftsrelaterte OM		401 236	2 929 448	4 541 276	1 898 739		9 770 699
Finansielle OM					1 139 610	1 094 090	2 233 700
Totalkapital	12 539 947	935 478	2 929 448	4 541 276	3 038 349	1 094 090	25 078 588

Tabell 7-9: Finansieringsmatrise i prosent, LSG (2010-2016).

	Egenkapital	Minoritet	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
LSG, 31.12.16							
Driftsrelaterte AM	96,28 %	3,86 %					51,93 %
Finansielle AM		100,00 %					0,20 %
Driftsrelaterte OM		4,11 %	29,98 %	46,48 %	19,43 %		38,96 %
Finansielle OM					51,02 %	48,98 %	8,91 %
Totalkapital	50,00 %	3,73 %	11,68 %	18,11 %	12,12 %	4,36 %	100,00 %

Tabell 7-10: Finansieringsmatrise i NOK 1000, bransjen (2010-2016).

	Egenkapital	Minoritet	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
LSG, 31.12.16							
Driftsrelaterte AM	28 483 046	146 881	1 411 882				30 041 809
Finansielle AM			107 237				107 237
Driftsrelaterte OM			4 772 065	16 824 158	10 274 157		31 870 380
Finansielle OM					1 414 089	388 234	1 802 323
Totalkapital	28 483 046	146 881	6 291 184	16 824 158	11 688 246	388 234	63 821 748

Tabell 7-11: Finansieringsmatrise i prosent, bransjen (2010-2016).

	Egenkapital	Minoritet	Langsiktig driftsrelatert gjeld	Langsiktig finansiell gjeld	Kortsiktig driftsrelatert gjeld	Kortsiktig finansiell gjeld	Totale eiendeler
LSG, 31.12.16							
Driftsrelaterte AM	94,81 %	0,52 %	4,70 %				47,07 %
Finansielle AM			100,00 %				0,17 %
Driftsrelaterte OM			14,97 %	52,79 %	32,24 %		49,94 %
Finansielle OM					78,46 %	21,54 %	2,82 %
Totalkapital	44,63 %	0,23 %	9,86 %	26,36 %	18,31 %	0,61 %	100,00 %

7.2.4 Syntetisk rating

Forholdstallene som ble utregnet i likviditets- og soliditetsanalysen kan å gi en indikasjon om hvilken risikoklasse LSG befinner seg i. Dette gjøres ved å gradere hvert enkelt forholdstall på en karakterskala som beveger seg fra minst risikabel i AAA, til mest risikabel i D. Hver karakter har en tilhørende konkurssanssynlighet, altså sannsynligheten for konkurs ett år fram i tid (Knivsflå, 2016). Deretter vektes karakterene sammen til en samlet karakter som angir risikoklassen. Det blir lagt vekt på likviditetsgrad 1, rentedekningsgrad, egenkapitalprosent og netto driftsrentabilitet. Tallene i tabell 7-12 er utarbeidet av Knivsflå (2016) med bakgrunn i statistikk fra kredittratingselskapet Standard & Poor's.

Tabell 7-13 og 7-14 viser hvordan den årlige ratingen har beveget seg i analyseperioden. Logisk nok så følger ratingen konjunktorene i oppdrettsnæringen, der 2010 og 2016 peker seg ut som spesielt gode år. Lakseprisen falt betydelig i andre halvdel av 2011 og nådde et bunnpunkt i analyseperioden i 2012, noe som også kommer fram i den syntetiske ratingen. LSG oppnår en samlet karakter på A+ basert på tidsvektet gjennomsnitt av de aktuelle forholdstallene. I kontrast oppnår bransjen en rating etter samme vurderinger på A. Både rentedekningsgraden og egenkapitalprosenten taler for en noe bedre rating for LSG, og dette underbygges av en bedre finansiell gjeldsdekningsgrad, likviditetsgrad 2 og finansieringsmatrise. Som vi ser av tabell 5-12 så innebærer en rating på A+ en konkurssanssynlighet på under 0,08%, noe som er svært lavt.

Det er verdt å nevne at modellen er meget generell uten justeringer for bransjespesifikke forhold. Samtidig bør det nevnes at bransjeutvalget er snevert, og at Grieg Seafood hadde en noe atypisk utvikling i forhold til Marine Harvest og SalMar, spesielt i år 2011 og 2012. Sistnevnte problem blir delvis unngått med tidsvektingen av tallene. Med dette i betraktning mener jeg likevel den syntetiske ratingen gir et godt innblikk i hvilken kredittrisiko som er forbundet med LSG og bransjen.

Tabell 7-12: Rating av forholdstall

Rating	Likvidetsgrad 1	Rentedekningsgrad	Egenkapitalprosent	Netto driftsrentabilitet	Konkurs, p.
AAA	11,600	16,900	0,940	0,350	0,00 %
	8,900	11,600	0,895	0,308	
AA	6,200	6,300	0,850	0,266	0,02 %
	4,600	4,825	0,755	0,216	
A	3,000	3,350	0,660	0,166	0,08 %
	2,350	2,755	0,550	0,131	
BBB	1,700	2,160	0,440	0,096	0,26 %
	1,450	1,690	0,380	0,082	
BB	1,200	1,220	0,320	0,068	0,97 %
	1,050	1,060	0,270	0,054	
B	0,900	0,900	0,220	0,040	4,93 %
	0,750	0,485	0,175	0,026	
CCC	0,600	0,070	0,130	0,012	12,61 %
	0,550	-0,345	0,105	-0,002	
CC	0,500	-0,760	0,080	-0,016	27,96 %
	0,450	-1,170	0,030	-0,030	
C	0,400	-1,580	-0,020	-0,044	50,99 %
	0,350	-1,995	-0,100	-0,058	
D	0,300	-2,410	-0,180	-0,072	85,54 %

Tabell 7-13: Syntetisk rating, LSG (2010-2016).

LSG	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	Tidsvektet snitt
Likvidetsgrad 1	2,97	2,52	2,51	2,74	3,12	2,54	2,90	2,77
Rating	A	A	A	A	A+	A	A	A
Rentedekningsgrad	22,40	10,43	4,48	15,97	14,94	11,47	23,58	15,49
Rating	AAA	AA+	A+	AAA	AAA	AA+	AAA	AAA
Egenkapitalprosent	0,53	0,51	0,51	0,54	0,54	0,55	0,54	0,54
Rating	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	A-	BBB+	BBB+
Netto driftsrentabilitet	0,24	0,13	0,05	0,19	0,16	0,11	0,27	0,17
Rating	AA	BBB+	BB	AA	A	BBB	AA+	A
Rating (snitt)	AA-	A	BBB+	AA-	A	A-	AA-	A+

Tabell 7-14: Syntetisk rating, bransjen (2010-2016).

Bransjen	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	Tidsvektet snitt
Likvidetsgrad 1	3,23	2,38	2,33	2,90	2,86	2,78	2,68	2,74
Rating	A+	BBB+	BBB+	A	A	A	A	A
Rentedekningsgrad	16,52	3,86	0,90	4,91	9,77	6,52	16,89	9,17
Rating	AAA	AA	BBB	AA+	AA+	AA+	AAA	AA+
Egenkapitalprosent	0,48	0,41	0,42	0,48	0,44	0,44	0,47	0,45
Rating	BBB+	BBB	BBB	BBB+	BBB	BBB	BBB+	BBB
Netto driftsrentabilitet	0,23	0,12	0,03	0,16	0,15	0,10	0,26	0,16
Rating	AA	BBB+	CCC	A+	A	BBB	AA	A
Rating (snitt)	AA-	BBB+	BBB-	A	A	A-	AA-	A

8 Historisk avkastningskrav

For å kunne vurdere om nivået på lønnsomheten er dårligere enn normalt, bedre enn normalt eller tilfredsstillende, må vi ha noe å sammenligne lønnsomheten med (Langli, 2010). Lønnsomheten bør derfor ses i kontrast til avkastningskravet. Det er derfor relevant å beregne historisk avkastningskrav, med fokus på netto driftskrav. Netto driftskrav finnes ved å beregne egenkapitalkravet og kravet til netto finansiell gjeld, og deretter vekte de med historiske balanseverdier.

8.1 Egenkapitalkrav

Egenkapitalkravet beregnes ved hjelp av kapitalverdimodellen som vist nedenfor.

$$r_e = r_f + \beta_{EK}(r_m - r_f)$$

Der,

r_e	= Egenkapitalkrav
r_f	= Risikofri rente
β	= Egenkapitalbeta
$(r_m - r_f)$	= Markedspremie

Modellen bygger på porteføljeteori der en risikofri investering minimum oppnår risikofri avkastning, samtidig som totalavkastningen er avhengig av hvor eksponert investor er for den systematiske risikoen, altså generell markedsrisiko (β). Usystematisk risiko, også omtalt som bransjespesifikk risiko, bakes ikke inn i modellen siden investor har mulighet for å diversifisere denne vekk (Kaldestad og Møller, 2011). Modellen bygger på enkelte forutsetninger som i større eller mindre grad ikke oppfylles i praksis, men modellen har overlevd angrep fra flere empiriske studier og anses derfor som en tilfredsstillende metode for å finne egenkapitalkravet (Schølberg, 2009).

8.1.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten skal reflektere den hypotetiske avkastningen på en investering som ikke er forbundet med konkurs- eller misligholdsrisiko (Kaldestad og Møller, 2011). Hvilken rente som legges til grunn som risikofri er varierende. Ved bruk av kort rente, for eksempel 3 måneders NIBOR, nøytraliseres svingningene i likviditetspremie og risikopremie knyttet inflasjonsrisiko. Dette er ikke tilfellet for en langsiktig rente, eksempelvis 10-årig statsobligasjon, slik at renten strengt tatt ikke lenger er risikofri. Ulempen er at den korte renten svinger mer og gjør avkastningskravet mer ustabil (Kaldestad og Møller, 2011). Det finnes god støtte i litteraturen, samt i PWC sine spørreundersøkelser, for å velge en langsiktig rente

(PWC, 2016). Dette kan forklares med at renten harmonerer bedre med durasjonen på den fremtidige kontantstrømmen og fremstår som mer stabil. Valget faller derfor på å legge til grunn årlige gjennomsnitt av 10-årige norske statsobligasjoner som risikofri rente. Tallene i tabell 8-1 er hentet fra Norges Bank (2016).

Tabell 8-1: Risikofri rente, (2010-2016) (Norges Bank, 2016b).

Risikofri rente	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016
10-årig statsobligasjon	3,52 %	3,12 %	2,10 %	2,58 %	2,52 %	1,57 %	1,33 %
Skatt	28 %	28 %	28 %	28 %	27 %	27 %	25 %
Risikofri rente e.s.	2,53 %	2,25 %	1,51 %	1,86 %	1,84 %	1,15 %	1,00 %

8.1.2 Markedspremie

Markedspremien er forventet avkastning i markedet utover risikofri rente. Det finnes flere fremgangsmetoder for å finne markedspremien, blant annet ved å analysere historisk avkastning i markedet eller den implisitte markedspremien. Grunnet oppgavens begrensede omfang faller valget på å legge til grunn PWC sin undersøkelse der medlemmer av den norske finansanalytikerforening har uttalt seg om hva de mener er et representativt nivå på markedspremien (PWC, 2016). Undersøkelsen har vært gjennomført siden 2011, slik at tallet for 2010 kun følger egne antakelser. Tabell 8-2 viser hva gjennomsnittet av respondentene i undersøkelsen mener for hvert år i analyseperioden.

Tabell 8-2: Markedspremie, (2010-2016) (PWC, 2016)

Markedspremie	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	Tidsvektet snitt
Vektet snitt	5,0 %	5,2 %	5,0 %	5,1 %	5,2 %	5,2 %	4,9 %	5,08 %

8.1.3 Egenkapitalbeta

Egenkapitalkravet avhenger størrelsen på selskapets beta. Beta er et mål på hvor risikabelt selskapet framstår i forhold til markedet, og logisk nok så kreves det en høyere avkastning dersom selskapet er forbundet med høyere risiko. Markedets beta er 1, og følgelig så vil en høyere betaverdi tilsi at selskapet er forbundet med høyere risiko enn markedsporteføljen (Damodaran, 2012). For å beregne beta (β) for et selskap utføres det en regresjonsanalyse på månedlig logaritmisk avkastning for selskapet (R_i) og markedsavkastningen (R_m) som vist nedenfor (Damodaran, 2012).

$$R_i = a + \beta R_m$$

Datagrunnlaget er hentet fra Netfonds og inneholder månedlige observasjoner av aksjekurser for LSG og de komparative selskapene, samt markedsporteføljen OSEBX. Det finnes argumenter for å heller velge en global verdensindeks, men med tanke på at både LSG og de komparative selskapene er notert på OSEBX, og derav følger samme valuta, så velges sistnevnte som markedsportefølje. Det velges normalt perioder mellom 2 og 5 år som grunnlag for å beregne beta. Ved å ta i bruk en kortere periode tar man i større grad hensyn til at betaen endrer seg over tid, mens en lenger periode øker presisjonen grunnet mer omfattende datagrunnlag. De siste årene har vært svært lukrative for oppdrettsselskapene og de har derfor hatt en avkastning som er langt høyere enn OSEBX. Dette gir en svakere korrelasjon, som igjen kan føre til en skjev beta. Derfor er velges en lenger tidsperiode på 5 år i regresjonsmodellen (t.o.m. 31.12.16). Over tid forventes et selskaps beta til å konvergere mot markedsbetaen (1), og derfor vektet den beregnede betaverdien med 2/3 og markedsbeta med 1/3.

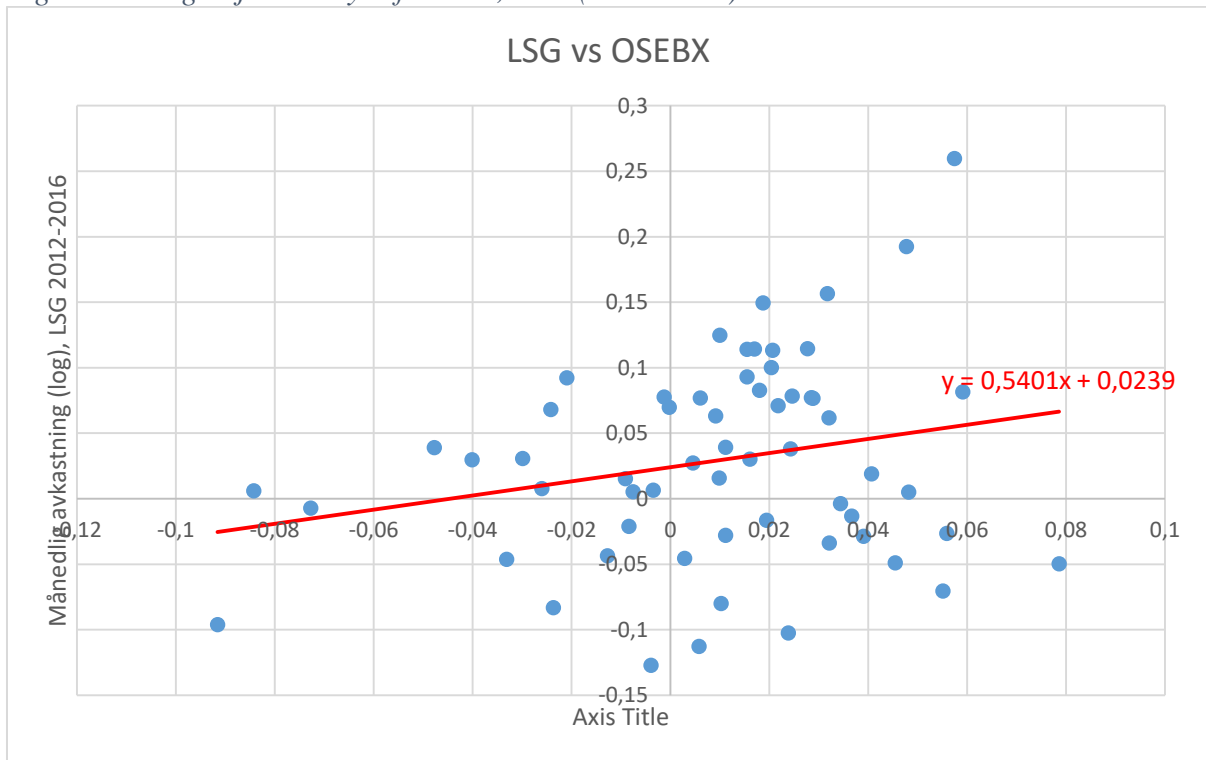
Tabell 8-3 viser justert beta for LSG og de komparative selskapene. Videre vil minoritetsbeta antas å være lik egenkapitalbeta.

Tabell 8-3: Justert beta for LSG og komparative selskap, (2012-2016) (netfonds.no, 2017).

	LSG	MHG	SALM	GSF	Bransjen
Justert beta	0,69	0,57	0,50	0,76	0,63

Bakgrunnen for SalMars lave betaverdi kan være at selskapet har hatt en jevn økning i aksjekursen over lengre tid, noe som fører til en lavere korrelasjon mellom selskapet og markedsporteføljen. En lav korrelasjon resulterer i en lavere beta, altså at selskapet er mindre følsom for svingninger i markedsporteføljen. De andre selskapene har hatt en mer markant økning konsentrert rundt de siste 15-20 månedene, og derfor fulgt markedsporteføljen lenger. Figur 8-1 viser regresjonsanalysen som ble utført på LSG.

Figur 8-1: Regresjonsanalyse for beta, LSG (2012-2016).



8.1.4 Illikviditetspremie

I noen tilfeller er det hensiktsmessig å tillegge en illikviditetspremie for å kompensere investor for risikoen som oppstår dersom aksjen fremstår som vanskelig å omsette. De senere årene er LSG og de komparative selskapene vært hyppig omsatt og samtlige selskap kommer med på OBX-indeksen som inneholder de 25 mest likvide selskapene på Oslo børs (Oslo Børs). Eiersiden til LSG taler imidlertid for en mulig illikviditetspremie ettersom hovedaksjonæren, Austevoll Seafood ASA, eier 52,7%. Denne eierandelen ble riktignok redusert fra 62,9% etter den rettede emisjonen i forbindelse med oppkjøpet av Havfisk AS og Norway Seafood Group AS. Jeg konkluderer med å ikke tillegge en illikviditetspremie for majoriteten. Minoritetsiere er i større grad eksponert for denne type risiko, og det pålegges derfor en skjønnsmessig illikviditetspremie på 2%.

8.1.5 Årlig egenkapitalbeta

Årlig egenkapitalbeta kan kalkuleres ved å legge til grunn Miller-Modigliani preposisjon 1, som innebærer at kapitalstrukturen ikke har innvirkning på selskapsverdien (Brealey et al., 2014). Følgelig vil årlig netto driftsbeta være uendret i samtlige år, og dette faktumet brukes i beregningen av årlig egenkapitalbeta. Dette innebærer at netto driftsbeta kalkuleres først på de tidsvektede verdiene, og settes deretter lik i alle foregående år. Minoritetsbeta forutsettes å være lik beta til majoritet. Netto finansiell gjeldsbeta er kalkulert i delkapittel 8.3 og vi gjenstår dermed med årlig egenkapitalbeta som eneste ukjent. Dette følger av ligningen under hentet fra Knivsflå (2016).

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

Der,

NDK = Netto driftskapital

EK = Egenkapital

MI = Minoritetsinteresser

NFG = Netto finansiell gjeld

Logikken i avsnittet over oppsummeres i tabell 8-4 for å beregne årlig egenkapitalbeta for LSG.

Tabell 8-4: Årlig egenkapitalbeta, LSG (2010-2016).

	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	Tidsvektet snitt
Egenkapitalbeta	0,681	0,753	0,740	0,676	0,702	0,714	0,656	0,693
* Egenkapital/NDK	0,750	0,675	0,668	0,740	0,715	0,704	0,795	0,731
+ Egenkapitalbeta (MI)	0,681	0,753	0,740	0,676	0,702	0,714	0,656	0,693
* Minoritetsinteresser/NDK	0,076	0,069	0,082	0,087	0,081	0,078	0,059	0,075
+ Netto finansiell gjeldsbeta	0,015	0,024	0,034	0,025	0,029	0,026	0,019	0,025
* Netto finansiell gjeld/NDK	0,175	0,200	0,277	0,234	0,181	0,230	0,213	0,219
= Netto driftsbeta	0,564	0,564	0,564	0,564	0,564	0,564	0,564	0,564

8.1.6 Årlig krav til egenkapital og minoritet

Ettersom vi nå har årlig egenkapitalbeta, kan vi utlede årlig krav til egenkapitalen og minoritet ved hjelp av kapitalverdimodellen (KVM). Utregningene oppsummeres i tabell 8-5 og viser årlig utvikling i egenkapitalkravet og minoritetskravet til LSG. Vi ser at kravet har en fallende trend og dette kan ses i sammenheng med den risikofrie renten som er avtagende i analyseperioden. Samme metodikk er tatt i bruk for å finne egenkapitalkravet og minoritetskravet til bransjen, og funnene presenteres i tabell 8-6. Vi ser at det er forholdsvis små forskjeller i egenkapitalkravet, og at de følger samme utvikling.

Tabell 8-5: Årlig egenkapitalkrav og minoritetskrav, LSG (2010-2016).

	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	Tidsvektet snitt
Risikofri rente e.s.	0,025	0,022	0,015	0,019	0,018	0,011	0,010	0,015
+ Egenkapitalbeta	0,681	0,753	0,740	0,676	0,702	0,714	0,656	0,693
* Markedspremie	0,050	0,052	0,050	0,051	0,052	0,052	0,049	0,051
= Egenkapitalkrav e.s. (KVM)	0,059	0,062	0,052	0,053	0,055	0,049	0,042	0,050
+ Illikviditetspremie minoritet	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020
= Minoritetskrav e.s.	0,079	0,082	0,072	0,073	0,075	0,069	0,062	0,070

Tabell 8-6: Årlig egenkapitalkrav og minoritetskrav, bransjen (2010-2016).

	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	Tidsvektet snitt
Risikofri rente e.s.	0,025	0,022	0,015	0,019	0,018	0,011	0,010	0,015
+ Egenkapitalbeta	0,603	0,676	0,666	0,589	0,670	0,647	0,602	0,630
* Markedspremie	0,050	0,052	0,050	0,051	0,052	0,052	0,049	0,051
= Egenkapitalkrav e.s. (KVM)	0,056	0,058	0,048	0,049	0,053	0,045	0,039	0,047
+ Illikviditetspremie minoritet	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020	0,020
= Minoritetskrav e.s.	0,076	0,078	0,068	0,069	0,073	0,065	0,059	0,067

8.1.7 Årlig netto driftskrav (WACC)

Vi har nå samtlige variabler til å beregne netto driftskapital. Netto driftskapital, også kalt den veide kapitalkostnaden (WACC), finnes ved å vekte egenkapitalkravet, minoritetskravet og kravet til netto finansiell gjeld med de respektive kapitalandelene. Dette fremkommer av ligningen nedenfor (Knivsflå, 2016).

$$\text{Netto driftskrav (WACC)} = ekk * \frac{EK}{NDK} + mik * \frac{MI}{NDK} + nfgk * \frac{NFG}{NDK}$$

Der,

ekk = Egenkapitalkrav

mik = Minoritetskrav

nfgk = Krav til netto finansiell gjeld

Vi ser av tabell 8-7 at netto driftskrav synker i analyseperioden, primært grunnet et fallende egenkapitalkrav som i snitt utgjør 73,1% av tidsvektet netto driftskrav. Sammenlignet med bransjen (tabell 8-8) så har LSG et høyere netto driftskrav i samtlige år i analyseperioden. Dette skyldes at bransjen har et lavere krav til både egenkapital og netto finansiell gjeld, der sistnevnte er utgjør den største forskjellen grunnet høyere vektning. Både likviditetsanalysen og soliditetsanalysen tilsier at LSG bør være knyttet til lavere risiko for långivere enn bransjen, men allikevel så forbindes selskapet med høyere risiko. Kravet til netto finansiell gjeld består av et finansielt gjeldskrav med et fratrekk for krav til finansielle eiendelskravet, der begge

vektes på netto finansiell gjeld. Ettersom LSG besitter en markant høyere andel av kontanter enn bransjen, bidrar dette til å redusere netto finansiell gjeld, som igjen fører til en høyere vektning av det finansielle gjeldskravet og redusert fratrukk gjennom kravet til finansielle eiendeler. Derfor oppnår bransjen et lavere krav til netto finansiell gjeld, selv om de har et høyere krav til finansiell gjeld. Dette kommer tydeligere fram i delkapittel 6.2 der utregningen av LSG sitt krav til netto finansiell gjeld finner sted.

Tabell 8-7: Årlig netto driftskrav, LSG (2010-2016).

	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	Tidsvektet snitt
Egenkapitalkrav	0,059	0,062	0,052	0,053	0,055	0,049	0,042	0,050
* Egenkapital/NDK	0,750	0,675	0,668	0,740	0,715	0,704	0,795	0,731
+ Minoritetskrav	0,079	0,082	0,072	0,073	0,075	0,069	0,062	0,070
* Minoritet/NDK	0,076	0,069	0,082	0,087	0,081	0,078	0,059	0,075
+ Krav til netto finansiell gjeld	0,041	0,042	0,036	0,033	0,036	0,026	0,023	0,030
* Netto finansiell gjeld/NDK	0,175	0,200	0,277	0,234	0,181	0,230	0,213	0,219
= Netto driftskrav (WACC)	0,058	0,056	0,051	0,053	0,052	0,046	0,042	0,048

Tabell 8-8: Årlig netto driftskrav, bransjen (2010-2016).

	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	Tidsvektet snitt
Egenkapitalkrav	0,056	0,058	0,048	0,049	0,053	0,045	0,039	0,047
* Egenkapital/NDK	0,688	0,601	0,649	0,695	0,616	0,633	0,687	0,656
+ Minoritetskrav	0,076	0,078	0,068	0,069	0,073	0,065	0,059	0,067
* Minoritet/NDK	0,023	0,022	0,026	0,027	0,019	0,019	0,018	0,021
+ Krav til netto finansiell gjeld	0,034	0,039	0,028	0,033	0,030	0,023	0,020	0,026
* Netto finansiell gjeld/NDK	0,289	0,363	0,331	0,291	0,360	0,350	0,312	0,329
= Netto driftskrav (WACC)	0,050	0,050	0,043	0,045	0,045	0,038	0,034	0,041

8.2 Krav til netto finansiell gjeld

For å estimere kravet til netto finansiell gjeld er det nødvendig å først beregne krav til finansiell gjeld og finansielle eiendeler. Dette kommer fram av ligningen under hentet fra Knivsflå (2016) sine forelesningsnotater.

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

Der,

fgk = Krav til finansiell gjeld

FG = Finansiell gjeld

fek = Krav til finansielle eiendeler

FE = Finansielle eiendeler

Tallene fra delkapittel 8.2.1 og 8.2.2 benyttes i tabell 8-9 til å finne krav til netto finansiell gjeld.

Tabell 8-9: Krav til netto finansiell gjeld, LSG (2010-2016).

	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	Tidsvektet snitt
Krav til finansiell gjeld	0,033	0,032	0,029	0,029	0,028	0,021	0,018	0,025
* Finansiell gjeld/NFG	2,094	2,043	1,503	1,424	1,763	1,495	1,681	1,629
- Krav til finansielle eiendeler	0,026	0,023	0,016	0,019	0,019	0,012	0,011	0,015
* Finansielle eiendler/NFG	1,094	1,043	0,503	0,424	0,763	0,495	0,681	0,629
= Krav til netto finansiell gjeld	0,041	0,042	0,036	0,033	0,036	0,026	0,023	0,030

8.2.1 Krav til finansiell gjeld

Långiver ønsker en kompensasjon for risikoen han påtar seg ved å låne ut penger. Risikoen innebærer faren for mislighold og konkurs. Tidligere i oppgaven ble LSG gitt en syntetisk rating med en tilhørende konkurssannsynlighet, og videre kan denne ratingen knyttes opp mot en kredittrisikopremie (krp). I tabell 8-10 presenteres en slik inndeling hentet fra Knivsflå (2016) sine forelesningsnotater. Inndelingen skiller mellom gjeld med kort- og lang gjenværende løpetid.

Tabell 8-10: Kredittrisikopremie etter skatt.

Rating	Kort krp e.s.	Lang krp e.s.
AAA	0,002	0,006
AA	0,004	0,008
A	0,006	0,010
BBB	0,010	0,014
BB	0,027	0,031
B	0,040	0,044
CCC	0,079	0,083
CC	0,145	0,149
C	0,210	0,214
D	0,276	0,280

Ved å bruke den årlige syntetiske ratingen som tidligere ble kalkulert for LSG, kan vi estimere kravet til finansiell gjeld som vist under.

$$fgk = r_f(1 - s) + krp$$

Der,

fgk = Finansielt gjeldskrav

r_f = risikofri rente

s = Skattesats

krp = Kreditrisikopremie

Tabell 8-11 viser årlig krav til finansiell gjeld for LSG i analyseperioden. Lang kreditrisikopremie er benyttet i utregningen ettersom brorparten av den finansielle gjelden til LSG har lang gjenværende løpetid. Kravet til finansiell gjeld er fallende i analyseperioden. Dette kommer logisk nok av en fallende risikofri rente kombinert med at LSG opprettholder en god rating de siste årene.

Tabell 8-11: Krav til finansiell gjeld, LSG (2010-2016).

	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	Tidsvektet snitt
Syntetisk rating	AA-	A	BBB+	AA-	A	A-	AA-	A+
Risikofri rente e.s.	0,025	0,022	0,015	0,019	0,018	0,011	0,010	0,015
+ Kreditrisikopremie (lang)	0,008	0,010	0,014	0,010	0,010	0,010	0,008	0,010
= Krav til finansiell gjeld e.s.	0,033	0,032	0,029	0,029	0,028	0,021	0,018	0,025

8.2.2 Krav til finansielle eiendeler

Kravet til finansielle eiendeler er definert som summen av kravet til de ulike finansielle eiendelene, herav kontanter, fordringer og investeringer (Knivsflå, 2016).

$$\text{Kontantkrav} = r_f(1 - s) * \frac{\text{Kontanter}}{FE}$$

$$\text{Fordringskrav} = (r_f(1 - s) + krp_{FOR}) * \frac{\text{Fordringer}}{FE}$$

$$\text{Investeringskrav} = r_f(1 - s) + \beta_{INV} * mrp + ilp_{INV} * \frac{\text{Investing}}{FE}$$

Der,

krp_{FOR} = Kreditrisikopremie på fordringer

mrp = Markedspremie

ilp_{INV} = Illikviditetspremie på finansielle investeringer

I tabell 8-12 er årlig finansielt eiendelskrav beregnet for LSG. Utregningen forutsetter at kontanter har beta på 0 som tilsier et krav lik den risikofrie renten etter skatt. Videre forutsettes det at finansielle investeringer betraktes som en veldiversifisert portefølje med beta på 1 og at fordringer faller under ratingen BBB. Fordringene som inngår i finansielle eiendeler er hovedsakelig langsiktige fordringer og tillegges derfor en risikopremie på 1,4% i tråd med tabell 8-10. Som vi ser så utgjør kontantkravet tilnærmet hele kravet til finansielle eiendeler grunnet den store andelen av kontanter.

Tabell 8-12: Krav til finansielle eiendeler, LSG (2010-2016).

	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	Tidsvektet snitt
Kontantkrav	0,025	0,022	0,015	0,019	0,018	0,011	0,010	0,015
* Kontanter/FE	0,978	0,981	0,976	0,965	0,971	0,981	0,978	0,976
+ Fordringskrav (1,4%)	0,039	0,036	0,029	0,033	0,032	0,025	0,024	0,029
* Fordringer/FE	0,006	0,005	0,008	0,029	0,023	0,014	0,010	0,015
+ Investeringskrav	0,075	0,074	0,065	0,070	0,070	0,063	0,059	0,066
* Investeringer/FE	0,017	0,014	0,016	0,006	0,006	0,006	0,012	0,009
= Krav til finansielle eiendeler	0,026	0,023	0,016	0,019	0,019	0,012	0,011	0,015

8.3 Netto finansiell gjeldsbeta

Netto finansiell gjeldsbeta finnes ved å trekke fra vektet finansiell eiendelsbeta av vektet finansiell gjeldsbeta (Knivsflå, 2016). Dette kommer fram av ligningen under.

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

Tabell 8-13 viser årlig kalkulert netto finansiell gjeldsbeta for LSG i analyseperioden. Beregningene av finansiell gjeldsbeta og finansiell eiendelsbeta følger i delkapittel 8.3.1 og 8.3.2. Vi ser at netto finansiell gjeldsbetaen følger den sykliske karakteren i oppdrettsnæringen, derav lav beta i 2010 og 2016 og høyere beta i 2012.

Tabell 8-13: Netto finansiell gjeldsbeta, LSG (2010-2016).

	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	Tidsvektet snitt
Finansiell gjeldsbeta	0,016	0,019	0,028	0,020	0,019	0,019	0,016	0,019
* Finansiell gjeld/NFG	2,094	2,043	1,503	1,424	1,763	1,495	1,681	1,629
- Finansiell eiendelsbeta	0,017	0,014	0,017	0,007	0,006	0,006	0,012	0,010
* Finansielle eiendler/NFG	1,094	1,043	0,503	0,424	0,763	0,495	0,681	0,629
= Netto finansiell gjeldsbeta	0,015	0,024	0,034	0,025	0,029	0,026	0,019	0,025

8.3.1 Finansiell gjeldsbeta

Finansiell gjeldsbeta kan beregnes implisitt ved å vekte produktet av markedsrisikodelen (mrd) og kredittrisikopremien (krp) på markedspremien (mrp) (Knivsflå, 2016).

$$\beta_{FG} = \frac{krp}{mrp} * mrd$$

Vi kjenner til kredittrisikopremien som følger den årlige syntetiske ratingen, samt markedspremien som ble definert i delkapittel 8.1.2. For å finne markedsrisikodelen for finansiell gjeld foreslår Knivsflå (2016) å justere forklaringsgraden fra regresjonsanalysen med en justeringsfaktor. Regresjonsanalysene som tidligere ble gjennomført for å finne

egenkapitalbeta til LSG og bransjen bærer preg av lav forklaringsgrad. Dette skyldes trolig den sykliske karakteren til oppdrettsbransjen, der de siste årene har vært preget av en høy generell stigning for de analyserte selskapene. Derfor legges det til grunn en skjønsmessig markedsrisikodel for finansiell gjeld på 0,1. Tabell 8-14 viser årlig kalkulert finansiell gjeldsbeta.

Tabell 8-14: Finansiell gjeldsbeta, LSG (2010-2016).

	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	Tidsvektet snitt
Syntetisk rating	AA-	A	BBB+	AA-	A	A-	AA-	A+
Kreditrisikopremie (lang)	0,008	0,010	0,014	0,010	0,010	0,010	0,008	0,010
/ Markedsrisikopremie	0,050	0,052	0,050	0,051	0,052	0,052	0,049	0,051
= Finansiell gjeldsbeta når mrd=1	0,160	0,192	0,280	0,196	0,192	0,192	0,163	0,193
* Markedsrisikodel	0,100	0,100	0,100	0,100	0,100	0,100	0,100	0,100
= Finansiell gjeldsbeta	0,016	0,019	0,028	0,020	0,019	0,019	0,016	0,019

8.3.2 Finansiell eiendelsbeta

Knivsflå (2016) definerer finansiell eiendelsbeta slik ligningen under viser. Her forutsettes det at kontanter har en beta på 0.

$$\beta_{FE} = \frac{\beta_{INV} * investeringer + \beta_{FOR} * fordringer}{FE}$$

Samme forutsetninger som ble tatt i delkapittel 8.2.2 legges til grunn i beregningen av finansiell eiendelsbeta. Eksplisitt fordringsbeta beregnes først på samme vis som finansiell gjeldsbeta. Deretter vektes de aktuelle betaene med respektiv andel av finansielle eiendeler. Beregningene oppsummeres i tabell 8-15.

Tabell 8-15: Finansiell eiendelsbeta, LSG (2010-2016).

	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	Tidsvektet snitt
Rating fordringer	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
Kreditrisikopremie (kort)	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010	0,010
/ Markedsrisikopremie	0,050	0,052	0,050	0,051	0,052	0,052	0,049	0,051
= Fordringsbeta når mrd=1	0,200	0,192	0,200	0,196	0,192	0,192	0,204	0,193
* Markedsrisikodel	0,100	0,100	0,100	0,100	0,100	0,100	0,100	0,100
= Fordringsbeta	0,020	0,019	0,020	0,020	0,019	0,019	0,020	0,020
Kontantbeta	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
* Kontanter/FE	0,978	0,981	0,976	0,965	0,971	0,981	0,978	0,976
+ Fordringsbeta	0,020	0,019	0,020	0,020	0,019	0,019	0,020	0,010
* Fordringer/FE	0,006	0,005	0,008	0,029	0,023	0,014	0,010	0,051
+ Investeringsbeta	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
* Investeringer/FE	0,017	0,014	0,016	0,006	0,006	0,006	0,012	0,009
= Finansiell eiendelsbeta	0,017	0,014	0,017	0,007	0,006	0,006	0,012	0,010

9 Analyse av lønnsomhet

Før vi utarbeider fremtidsregnskapet er det viktig å ha en formening om den historiske lønnsomheten til selskapet, både i kontrast til avkastningskravet og bransjen. Tilstrekkelig lønnsomhet er kritisk for å tiltrekke seg investorer som er villige til å skyte inn ny egenkapital i selskapet (Kristoffersen, 2005).

9.1 Analyse av superrentabilitet

Når vi måler lønnsomheten basert på regnskapsinformasjon kalles det rentabilitet, og dersom rentabiliteten overstiger kravet så eksisterer det superrentabilitet. Superrentabiliteten oppstår som følge av at det foreligger av drifts- og finansieringsfordeler (Knivsflå, 2016). Alle rentabilitetsmålene er beregnet på gjennomsnittlig kapital.

9.1.1 Egenkapitalrentabilitet

Knivsflå (2016) definerer egenkapitalrentabiliteten (ekr) som nettoresultat til egenkapital (NRE) delt på egenkapital (EK). I ligningen er rentabiliteten omgjort til en etterskuddsrentabilitet ved å trekke fra den opptjente kapitalen i perioden.

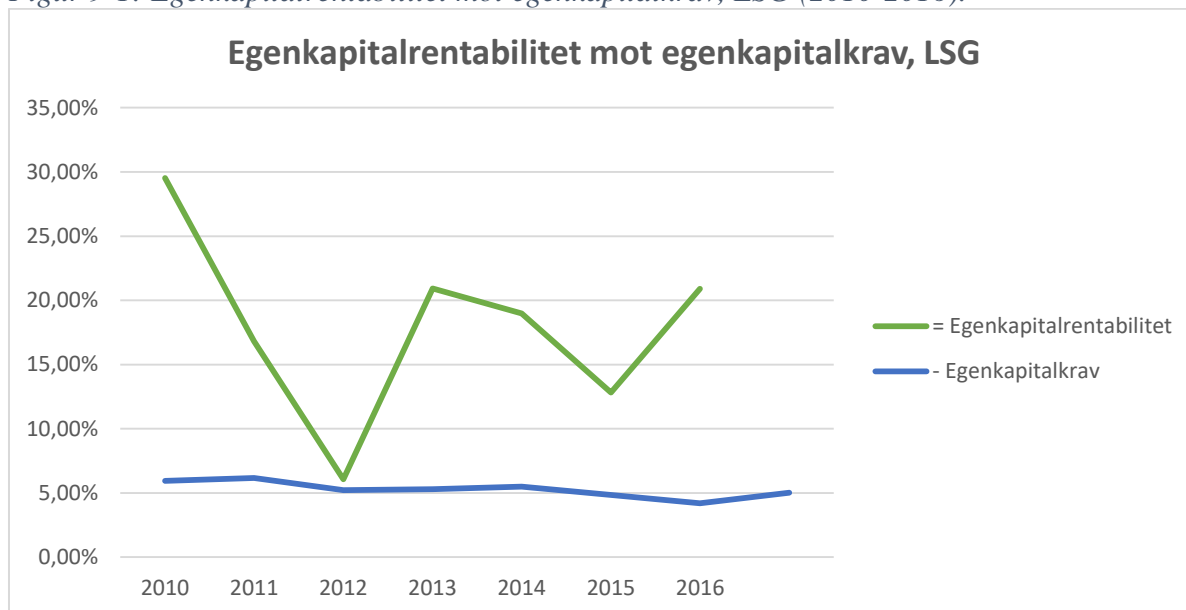
$$ekr_t = \frac{NRE_t}{EK_{t-1} + \frac{\Delta EK_t - NRE_t}{2}}$$

Tabell 9-1 og figur 9-1 viser at LSG kan vise til en svært god lønnsomhet i perioden, der egenkapitalrentabiliteten overstiger egenkapitalkravet i samtlige år. Den gjennomsnittlige tidsvektede egenkapitalprosenten og superrentabiliteten er på henholdsvis 17,34% og 12,33%. Det kan observeres at egenkapitalrentabiliteten har store årlige variasjoner, delvis grunnet varierende laksepris. De senere årene har riktignok lakseprisen holdt seg høy, men en varierende grad av biologiske utfordringer gir utslag på inntjeningen. Dette er spesielt tydelig i 2015 der oppdrettsbransjen opplevde store kostnader i forbindelse med behandling og forebygging av lakselus (Nærings- og fiskeridepartementet, 2015).

Tabell 9-1: Superrentabilitet, LSG (2010-2016).

LSG	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet snitt
Nettoresultat til EK	1 250 970	830 718	311 206	1 143 110	1 215 448	911 952	1 932 053	1 199 990
/ Egenkapital	4 238 214	4 938 914	5 133 102	5 463 333	6 401 033	7 118 028	9 246 795	6 843 027
= Egenkapitalrentabilitet	29,52 %	16,82 %	6,06 %	20,92 %	18,99 %	12,81 %	20,89 %	17,34 %
- Egenkapitalkrav	5,94 %	6,16 %	5,21 %	5,31 %	5,49 %	4,86 %	4,21 %	5,01 %
= Superrentabilitet	23,58 %	10,66 %	0,85 %	15,62 %	13,50 %	7,96 %	16,69 %	12,32 %

Figur 9-1: Egenkapitalrentabilitet mot egenkapitalkrav, LSG (2010-2016).



Superrentabiliteten til LSG kan dekomponeres i en bransjefordel, intern ressursfordel 1 og intern ressursfordel 2. Logisk nok så tilsvarende bransjefordelen superrentabiliteten i bransjen, mens intern ressursfordel 1 fokuserer på superrentabiliteten til LSG i kontrast til bransjen. Intern ressursfordel 2 kan finnes ved å sammenligne egenkapitalkravet til LSG mot bransjen (Knivsflå, 2016).

9.1.2 Bransjefordel

Bransjefordelen studerer forhold som er felles for alle selskapene i bransjen, og hvis egenkapitalrentabiliteten overstiger egenkapitalkravet, eksisterer det en bransjefordel. Vi ser av tabell 9-2 at superrentabiliteten til bransjen i stor grad følger de samme svingningene som er tilfellet for LSG, og det foreligger en bransjefordel i samtlige år med unntak av 2012. Bransjen fremstår som meget lukrativ, spesielt de siste 4 årene. Dette kan ses i sammenheng med den strategiske analysen som konkluderte at oppdrettsbransjen var forbundet med en moderat konkurranseintensitet de siste årene primært grunnet høye etableringsbarrierer og høye laksepriser.

Tabell 9-2: Superrentabilitet, bransjen (2010-2016).

Bransjen	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet snitt
Egenkapitalrentabilitet	30,54 %	16,84 %	3,36 %	18,67 %	17,38 %	12,55 %	28,65 %	18,41 %
- Egenkapitalkrav	5,55 %	5,77 %	4,84 %	4,86 %	5,32 %	4,51 %	3,95 %	4,69 %
= Superrentabilitet (bransjefordel)	24,99 %	11,07 %	-1,48 %	13,80 %	12,07 %	8,04 %	24,70 %	13,72 %

9.1.3 Intern ressursfordel 1

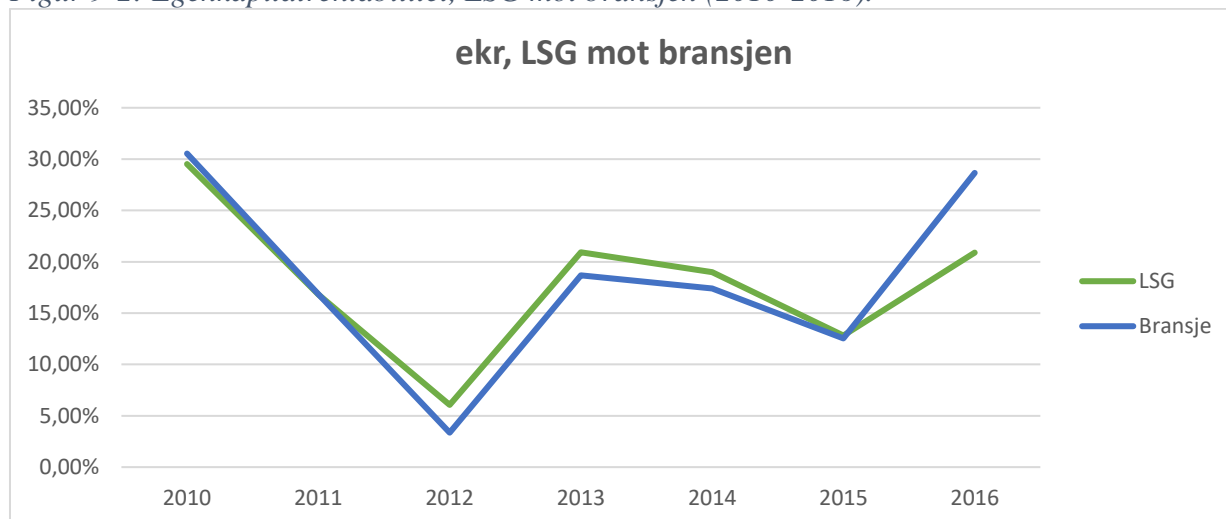
Når vi sammenligner egenkapitalrentabiliteten til LSG med bransjen (tabell 9-3), ser vi en marginal tidsvektet ulempe på -1,08%. Dette skyldes hovedsakelig den relativt lave egenkapitalrentabiliteten til LSG i 2016, der bransjen oppnådde 7,76% høyere egenkapitalrentabilitet. Ser man bort i fra 2016 så ville egenkapitalrentabilitet vært marginalt høyere. Dette må ses i sammenheng med oppkjøpet av Havfisk AS og Norway Seafood Group AS. For å finansiere kjøpene ble det gjennomført en rettet emisjon med tilhørende 2,052 milliarder i ny innskutt egenkapital. Dette vil redusere egenkapitalrentabiliteten ettersom telleren i utregningen, altså gjennomsnittlig egenkapital i perioden, blir større. LSG måtte derfor ha en kraftig vekst i nettoresultat til egenkapital i 2016 for å kompensere for dette, noe som ikke ble tilstrekkelig oppnådd. Det bør nevnes at disse selskapene ble konsolidert i konsernregnskapet 31. august, og følgelig ble ikke de opptjente resultatene til disse selskapene inkludert før denne tid. Dersom konsolideringen hadde forekommet 1. januar, ville konsernet inntekter vært 2,3 milliarder høyere, samt et høyere driftsresultat på 0,2 milliarder (Lerøy Seafood Group ASA, 2017). Da ville egenkapitalrentabiliteten økt til 23,06%, noe som fremdeles er lavere enn bransjesnittet. Samtidig er det viktig å påpeke at netto minoritetsresultat, som reduserer nettoresultat til egenkapitalen, økte med 4% i 2016. LSG vil ha insentiver til å redusere denne posten i fremtiden. Netto finansinntekter, som marginalt vil øke nettoresultat til egenkapital, er ikke inkludert som følge av manglende spesifisering i kvartalsrapporten.

Oppkjøpene er gjennomført for å sikre fremtidig vekst og lønnsomhet, og det er naturlig at et selskap må ofre lønnsomheten i enkelte år for å oppnå dette. LSG sin satsning på hvitfisksegmentet, gjennom disse oppkjøpene, gjør de til mer diversifiserte enn konkurrentene i bransjen. Selv om laks og hvitfisk, eksempelvis torsk, kan oppfattes som substitutter for hverandre, tyder det ikke på høy korrelasjon i prisdannelsen mellom artene (Skistad, 2014). Dette taler for at LSG vil ha bedre forutsetninger for høyere inntjening i perioder med lavere laksepris enn mange av konkurrentene dersom prisen på torsk holder seg på et akseptabelt nivå. På bakgrunn av dette jeg anser sannsynligheten for at fremtidig egenkapitalrentabiliteten hever seg til bransjesnittet, og eventuelt over, som stor.

Tabell 9-3: Intern ressursfordel 1, LSG (2010-2016).

Egenkapitalrentabilitet	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet snitt
LSG	29,52 %	16,82 %	6,06 %	20,92 %	18,99 %	12,81 %	20,89 %	17,34 %
- Bransjen	30,54 %	16,84 %	3,36 %	18,67 %	17,38 %	12,55 %	28,65 %	18,41 %
=Intern ressursfordel 1	-1,02 %	-0,02 %	2,70 %	2,26 %	1,60 %	0,27 %	-7,76 %	-1,08 %

Figur 9-2: Egenkapitalrentabilitet, LSG mot bransjen (2010-2016).



9.1.4 Intern ressursfordel 2

Av tabell 9-4 ser vi at LSG har et marginalt høyere tidsvektet egenkapitalkrav enn bransjen. Med andre ord krever eierne i LSG en noe høyere avkastning på sine innskutte midler. Dette er primært grunnet SalMar sin lave egenkapitalbeta som drar bransjesnittet ned, som igjen fører til et lavere egenkapitalkrav.

Tabell 9-4: Intern ressursfordel 2, LSG (2010-2016).

Egenkapitalkrav	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet snitt
Bransjen	5,55 %	5,77 %	4,84 %	4,86 %	5,32 %	4,51 %	3,95 %	4,69 %
- LSG	5,94 %	6,16 %	5,21 %	5,31 %	5,49 %	4,86 %	4,21 %	5,01 %
= Intern ressursfordel 2	-0,39 %	-0,40 %	-0,37 %	-0,44 %	-0,17 %	-0,34 %	-0,26 %	-0,32 %

Det hele kan oppsummeres i tabell 9-5 som viser utviklingen av alle komponentene i superrentabiliteten til LSG. Vi ser at den tidsvektede superrentabiliteten til LSG stammer fra bransjefordelen, og denne blir redusert av en ressursulempe til LSG. Som nevnt tidligere antar jeg at superrentabiliteten til LSG vil bedre seg i tiden som kommer, primært grunnet en økende intern ressursfordel 1.

Tabell 9-5: Dekomponering av superrentabilitet, LSG (2010-2016).

Egenkapitalkrav	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet snitt
Bransjefordel	24,99 %	11,07 %	-1,48 %	13,80 %	12,07 %	8,04 %	24,70 %	13,72 %
+ Intern ressursfordel 1	-1,02 %	-0,02 %	2,70 %	2,26 %	1,60 %	0,27 %	-7,76 %	-1,08 %
+ Intern ressursfordel 2	-0,39 %	-0,40 %	-0,37 %	-0,44 %	-0,17 %	-0,34 %	-0,26 %	-0,32 %
= Superrentabilitet, LSG	23,58 %	10,66 %	0,85 %	15,62 %	13,50 %	7,96 %	16,69 %	12,32 %

9.2 Driftsfordel

Som nevnt innledningsvis består superrentabiliteten av drifts- og finansieringsfordeler. Videre vil jeg kartlegge andelen av superrentabiliteten som stammer fra driften i LSG, for å finne eventuelle driftsmessige fordeler LSG har relativt til bransjen. I analysen blir det lagt fokus på driftsfordelen ettersom denne fremstår som mest betydningsfull (Knivsflå, 2016). Driftsfordelen består av fordelene av å operere i bransjen, samt en eventuell intern ressursfordel, som måles i effektivitet og lønnsomhet, som LSGs driftsrelaterte aktiviteter genererer. Dersom selskapet oppleves som mer effektivt eller lønnsomt enn bransjen, foreligger det henholdsvis en omløps- eller marginfordel. Samtidig vil en differanse i netto driftskrav utgjøre en eventuell kravfordel. Driftsfordelen kan utregnes ved å trekke fra netto driftskrav av netto driftsrentabilitet og viser verdiskapningen som kommer fra drift (tabell 9-6) (Knivsflå, 2016).

Tabell 9-6: Driftsfordel, LSG (2010-2016)

LSG	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet snitt
Netto driftsrentabilitet	24,49 %	13,11 %	5,44 %	18,93 %	15,65 %	10,98 %	26,54 %	16,99 %
- Netto driftskrav	5,77 %	5,56 %	5,06 %	5,32 %	5,17 %	4,56 %	4,20 %	4,84 %
= Driftsfordel	18,72 %	7,55 %	0,38 %	13,61 %	10,48 %	6,42 %	22,34 %	12,16 %

9.2.1 Driftsrelatert bransjefordel

Knivsflå (2016) forklarer den driftsrelaterte bransjefordelen som forskjellen mellom bransjens netto driftsrentabilitet og netto driftskrav. Den driftsrelaterte bransjefordelen kan ses på som fordelene et selskap har for å drive driftsrelaterte aktiviteter i bransjen, og ligger derfor til grunn for LSG sin rene driftsfordel. Både bransjens og LSG sin netto driftsrentabilitet ble definert og beregnet i delkapittel 7.2.2 og brukes i de videre beregningene.

Tabell 9-7: Driftsrelatert bransjefordel, (2010-2016).

Bransjen	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet snitt
Netto driftsrentabilitet	22,52 %	11,68 %	3,42 %	15,92 %	15,31 %	9,77 %	25,87 %	15,65 %
- Netto driftskrav	4,98 %	5,04 %	4,25 %	4,52 %	4,49 %	3,78 %	3,43 %	4,08 %
= Driftsrelatert bransjefordel	17,54 %	6,64 %	-0,83 %	11,40 %	10,82 %	5,99 %	22,43 %	11,56 %

Tabell 9-7 viser at bransjens netto driftsrentabilitet har oversteget netto driftskrav i samtlige år i analyseperioden, med unntak av 2012. Dette tyder på stor verdiskapning i bransjen. 2010 og 2016 peker seg ut som meget gode år, og det tidsvektede gjennomsnittet er 11,56%.

9.2.2 Driftsrelatert ressursfordel

Ved å sammenligne LSG sin netto driftsrentabilitet med bransjen, kan vi avdekke om LSG besitter en ressursfordel eller et kravfordel. Tabell 9-8 tydeliggjør dette.

Tabell 9-8: Driftsrelatert ressursfordel, LSG (2010-2016).

Netto driftsrentabilitet	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet snitt
LSG	24,49 %	13,11 %	5,44 %	18,93 %	15,65 %	10,98 %	26,54 %	16,99 %
- Bransjen	22,52 %	11,68 %	3,42 %	15,92 %	15,31 %	9,77 %	25,87 %	15,65 %
= Driftsrelatert ressursfordel	1,96 %	1,43 %	2,03 %	3,01 %	0,35 %	1,20 %	0,68 %	1,35 %

Vi ser at LSG oppnår en tidsvektet ressursfordel i driften på 1,35% i analyseperioden, og genererer derfor et høyere netto driftsresultat per krone investert i netto driftskapital. For å tydeliggjøre opphavet til fordelene kan vi dekomponere ressursfordelen i en margin-, omløps- og kravfordel.

9.2.3 Marginfordel

Marginfordel eksisterer dersom selskapets netto driftsmargin (ndm) er høyere enn nivået i bransjen. Netto driftsmargin kan defineres som andelen netto driftsresultat utgjør av driftsinntekter, og er et lønnsomhetsmål på selskapets evne til å skape netto driftsresultat per krone i driftsinntekt. En marginfordel vil derfor tilsi at selskapet er i stand til å generere høyere netto driftsresultat per krone investert i netto driftseiendeler i forhold til bransjen. Denne eventuelle marginfordelen vektet med omløpet til LSG sine netto driftseiendeler (onde) (Knivsflå, 2016). Ligningene presenteres under.

$$\text{Omløpet til netto driftseiendeler (onde)} = \frac{DI_t}{NDE_{t-1} + \frac{\Delta NDE_t - NDR_t}{2}}$$

$$\text{Marginfordel} = (\text{ndm}_{LSG} - \text{ndm}_{bransjen}) * \text{onde}_{LSG}$$

Først beregnes omløpet til netto driftseiendeler for LSG i tabell 9-9.

Tabell 9-9: Omløpet til netto driftseiendeler, LSG (2010-2016).

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet snitt
Driftsinntekter	8 884 914	9 162 813	9 097 146	10 764 714	12 579 465	13 450 725	17 269 278	12 993 729
/ Netto driftseiendeler	5 832 845	6 870 689	7 570 390	8 242 435	9 131 005	10 101 111	12 918 141	9 753 045
= onde	1,523	1,334	1,202	1,306	1,378	1,332	1,337	1,333

Deretter finner vi netto driftsmargin for LSG og bransjen, og vekter differansen med omløpet (tabell 9-10).

Tabell 9-10: Marginfordel, LSG (2010-2016).

Netto driftsmargin	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet snitt
Netto driftsresultat	1 306 365	880 868	387 195	1 368 138	1 337 467	1 047 334	2 325 152	1 397 043
/Driftsinntekter	8 884 914	9 162 813	9 097 146	10 764 714	12 579 465	13 450 725	17 269 278	12 993 729
=ndm, LSG	14,70 %	9,61 %	4,26 %	12,71 %	10,63 %	7,79 %	13,46 %	10,46 %
-ndm, bransjen	16,39 %	10,63 %	2,45 %	11,86 %	11,79 %	7,71 %	15,00 %	10,82 %
=Uvektet marginfordel	-1,69 %	-1,02 %	1,81 %	0,85 %	-1,16 %	0,07 %	-1,54 %	-0,37 %
*onde	1,523	1,334	1,202	1,306	1,378	1,332	1,337	1,333
=Marginfordel	-2,57 %	-1,36 %	2,17 %	1,10 %	-1,59 %	0,10 %	-2,06 %	-0,54 %

Vi ser at LSG har en tidsvektet marginulempen på -0,54% i analyseperioden. Med tanke på at de to siste årene vektet tyngst samtidig som omløpet til netto driftseiendeler holder seg stabilt i perioden, skyldes ulempen hovedsakelig den relativt lave netto driftsmarginen i 2016. Dette innebærer at LSG er forbundet med høyere driftsrelaterte kostnader som reduserer marginen. For å analysere hvordan de ulike kostnadene påvirker netto driftsmargin, kan man sette opp et «common-size» resultatregnskap. I analysen presenteres alle postene i prosent av driftsinntekter, og ved å sammenligne med bransjesnittet er det mulig å avdekke prekære forhold for LSG (Knivsflå, 2016).

I tabell 9-11 ser vi at LSG har en markant høyere varekostnad enn bransjen og det er tydelig at dette er bakgrunnen for marginulempen som ble avdekket. Marine Harvest, som utgjør brorparten av bransjedataen, har siden 2014 satset på egne fôrfabrikker (Berge, 2015a). Dette bidrar til å redusere den tidsvektede varekostnaden i bransjen som LSG måles opp mot og det foreligger konsistens med den strategiske analysen der dette ble påpekt. Det positive er at varekostnaden til LSG ble redusert med 6,08% fra 2015 til 2016. De andre markante postene fremstår som stabile gjennom analyseperioden. Postene andre driftskostnader, lønn- og andre personalkostnader og avskrivninger kommer fram som marginfordeler, men de kompenserer ikke nok for ulempen tilknyttet varekostnader.

Tabell 9-11: "Common-size" resultatanalyse, LSG (2010-2016).

Omgruppert resultatregnskap	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	Tidsvektet snitt	Bransjen
Driftsinntekter	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Varekjøp + endring i varelager	-63,17 %	-64,02 %	-70,82 %	-63,00 %	-63,62 %	-65,52 %	-59,44 %	-63,67 %	-55,50 %
Lønn og andre personalkostnader	-8,75 %	-10,56 %	-11,34 %	-10,17 %	-10,10 %	-10,49 %	-10,34 %	-10,35 %	-11,90 %
Andre driftskostnader	-7,79 %	-9,37 %	-9,39 %	-9,33 %	-10,04 %	-10,76 %	-10,79 %	-10,09 %	-14,01 %
Avskrivninger	-2,47 %	-2,97 %	-3,21 %	-2,85 %	-2,94 %	-3,23 %	-2,96 %	-3,01 %	-3,82 %
Driftsresultat av egen virksomhet	17,82 %	13,08 %	5,25 %	14,65 %	13,30 %	10,01 %	16,46 %	12,88 %	14,77 %
Driftsrelatert skatt på egen virks.	-4,49 %	-3,69 %	-1,26 %	-3,73 %	-3,40 %	-2,67 %	-4,52 %	-3,40 %	-4,00 %
Netto driftsresultat av egen virks.	13,33 %	9,40 %	3,98 %	10,92 %	9,90 %	7,33 %	11,94 %	9,48 %	10,77 %
Inntekt fra tilknyttede selskap	1,37 %	0,22 %	0,27 %	1,79 %	0,73 %	0,46 %	1,52 %	0,98 %	1,08 %
Netto driftsresultat	14,70 %	9,61 %	4,26 %	12,71 %	10,63 %	7,79 %	13,46 %	10,46 %	11,85 %

9.2.4 Kravfordel

Kravfordelen kan avdekkes ved å sammenligne netto driftskrav for LSG og bransjen (Knivsflå, 2016). Tabell 9-12 viser denne beregningen.

Tabell 9-12: Spesifisering av kravfordel og ressursfordel, LSG (2010-2016).

Netto driftskrav	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet snitt
Bransjen	4,98 %	5,04 %	4,25 %	4,52 %	4,49 %	3,78 %	3,43 %	4,08 %
- LSG	5,77 %	5,56 %	5,06 %	5,32 %	5,17 %	4,56 %	4,20 %	4,84 %
= Kravfordel	-0,79 %	-0,52 %	-0,81 %	-0,80 %	-0,68 %	-0,77 %	-0,77 %	-0,75 %

Vi ser at LSG besitter en kravulempe på -0,75%. Kravulempen stammer fra et lavere netto driftskrav i bransjen, og som tidligere nevnt er dette primært grunnet bransjens lavere krav til netto finansiell gjeld.

9.2.5 Omløpsfordel

Til nå er det blitt avdekket at LSG besitter en marginulempe og en kravulempe, mens den totale driftsrelaterte ressursfordelen er positiv. Dette innebærer at LSG må besitte en omløpsfordel, og denne beregnes direkte ettersom vi vet verdiene på margin- og kravfordelen. Av tabell 9-13 ser vi den årlige størrelsen på omløpsfordelen. Det tidsvektede gjennomsnittet er på 2,64%, med et toppunkt i 2010 og bunnpunkt i 2012.

Tabell 9-13: Omløpsfordel, LSG (2010-2016).

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet snitt
Driftsrelatert ressursfordel	1,96 %	1,43 %	2,03 %	3,01 %	0,35 %	1,20 %	0,68 %	1,35 %
- Marginfordel	-2,57 %	-1,36 %	2,17 %	1,10 %	-1,59 %	0,10 %	-2,06 %	-0,54 %
- Kravfordel	-0,79 %	-0,52 %	-0,81 %	-0,80 %	-0,68 %	-0,77 %	-0,77 %	-0,75 %
= Omløpsfordel	5,32 %	3,30 %	0,66 %	2,71 %	2,62 %	1,88 %	3,50 %	2,64 %

Omløpsfordelen eksisterer fordi LSG evner å skape relativt høyere driftsinntekter per krone investert i netto driftskapital. For å finne bakgrunnen for omløpsfordelen foreslår Knivsflå (2016) å studere omløpsfordelen på enhetsnivå. I oppdrettsbransjen er dermed naturlig å betrakte driftsinntekter og netto driftseiendeler i kontrast til slaktevolum av laks og ørret. Netto driftseiendeler beregnes som gjennomsnittlig netto driftseiendeler i perioden justert for opptjent kapital.

Tabell 9-14: Driftsinntekter og netto driftseiendeler per kg, LSG og bransjen (2010-2016).

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet snitt
Driftsinntekter (DI)	8 884 914	9 162 813	9 097 146	10 764 714	12 579 465	13 450 725	17 269 278	12 993 729
/ Slaktevolum (tonn)	116 824	136 672	153 403	144 784	158 258	157 697	150 182	6 843 027
= DI per kg, LSG	76,05	67,04	59,30	74,35	79,49	85,29	114,99	86,23
- DI per kg, bransjen	54,20	49,33	42,93	58,40	61,29	68,39	91,10	67,30
= Fordel DI per kg	21,85	17,71	16,37	15,95	18,20	16,91	23,89	18,94
Netto driftseiendeler (NDE)	5 832 845	6 870 689	7 570 393	8 242 438	9 131 005	10 101 111	12 918 141	9 753 045
/ Slaktevolum (tonn)	116 824	136 672	153 403	144 784	158 258	157 697	150 182	150 441
= NDE per kilo, LSG	49,93	50,27	49,35	56,93	57,70	64,05	86,02	64,66
- NDE per kilo, bransjen	48,98	48,35	44,70	53,67	53,94	61,29	72,70	58,98
= Fordel NDE per kg	0,94	1,92	4,65	3,26	3,76	2,76	13,31	5,68

Det kommer tydelig fram av tabell 9-14 at LSG genererer større driftsinntekter per kilo slaktet laks og ørret. Videre kunne man splittet driftsinntekten opp i relevante undersegmenter for å se hvilke av disse som er bakgrunnen for de positive tallene, men framstillingen er ment som en grov indikasjon på oppnådd inntekt i forhold til antall kilo slaktet laks og ørret. Hovedforklaringen bak de sterke tallene er at LSG har større satsing på hvitfisksegmentet enn konkurrentene, og dette gir en betydelig inntekt, med tilhørende kostnader, utover lask- og ørretproduksjonen. Samtidig kan det være at LSG er flinkere til å optimalisere prisoppnåelsen ved å velge gode tidspunkt for slakting i forhold til markedssituasjon eller bedre oppnåelse av kontraktspriser i forhold til spotpris. En annen mulig forklaring kan være at LSG er gode på

prosesserte hyllevarer (Value added products – VAP) som fører til ytterligere premie på inntektsiden i kontrast til ren spotpris.

Tabell 9-14 avslører også at LSG krever mindre kapital i form av netto driftseiendeler per kilo slaktet laks og ørret, altså at LSG framstår som mer effektive enn bransjen. Denne fordelene stiger markant i 2016 som følge av en økning i netto driftseiendeler grunnet konsolideringen av Havfisk ASA og Norway Seafoods Group AS. Begge disse selskapene er sentrert i hvitfisksegmentet og vil følgelig ikke påvirke slaktevolumet av laks og ørret.

9.2.6 Oppsummering av driftsfordel

Det er kommet fram at LSG er forbundet med relativt høyere kostnader som senker marginen i selskapet samtidig som at det blir satt høyere krav til avkastningen per krone investert i selskapet. Dette blir overkompensert av høyere prisoppgåelse og effektivitet, altså omløpsfordelen, som resulterer i at den rene driftsfordelen til LSG overstiger bransjefordelen som vist i tabell 9-15.

Tabell 9-15: Oppsummering av ren driftsfordel, LSG (2010-2016).

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Tidsvektet snitt
Bransjefordel	17,54 %	6,64 %	-0,83 %	11,40 %	10,82 %	5,99 %	22,43 %	11,56 %
+ Marginfordel	-2,57 %	-1,36 %	2,17 %	1,10 %	-1,59 %	0,10 %	-2,06 %	-0,54 %
+ Omløpsfordel	5,32 %	3,30 %	0,66 %	2,71 %	2,62 %	1,88 %	3,50 %	2,64 %
+ Kravfordel	-0,79 %	-0,52 %	-0,81 %	-0,80 %	-0,68 %	-0,77 %	-0,77 %	-0,75 %
= Driftsfordel	19,51 %	8,07 %	1,19 %	14,41 %	11,16 %	7,19 %	23,11 %	12,91 %

10 Fremtidsregnskap

10.1 Valg av prognoseperiode

Hvor lang prognoseperioden bør være avhenger av hvor lang tid det tar før selskapet er i «steady state». Dette innebærer at selskapet skal ha konvertert mot en konstant vekstrate som er representativt for evig drift for bruk i Gordons vekstformel, og denne veksten bør ikke overgå veksten i makroøkonomien. Kaldestad og Møller (2011) foreslår i utgangspunktet en prognostisering på mellom 3 og 10 år, men over 5 år dersom selskapet opererer i en typisk syklisk bransje. På bakgrunn av dette velges det en prognoseperiode på 10 år der 2026 utgjør terminalåret.

10.2 Framskrivning av relevante resultat- og balanseposter

Prognoseperioden vil bli delt opp i tre budsjettpunkt. Det kortsiktige perspektivet strekker seg fra 2017 til 2019, det mellomlange fra 2020 til 2023 og det langsiktige er de resterende årene inn mot terminalåret. Fremtidige driftsinntekter vil utarbeidet med bakgrunn i den strategiske analysen og regnskapsanalysen som tidligere er blitt gjennomført, samt den historiske veksten. Driftsinntektene vil danne grunnlaget for framskrivningen dersom annet ikke er oppgitt, og satsen bestemmes i stor grad av den historiske utviklingen. Dersom den strategiske analysen eller andre momenter taler for at posten vil ha en atypisk utvikling mellom et eller flere budsjettpunkt, vil det bli foretatt en lineær framskrivning. Dette gjøres fordi det er umulig å spå fremtiden med sikkerhet, noe som heller taler for å fremheve trender i prognosen.

10.3 Justering av relevante regnskapsposter i 2016

For å studere den historiske utviklingen i relevante resultat- og balanseposter blir beregningen i 2016 basert på tall som er justert for konsoliderte balanse- og resultatverdier fra det nye hvitfisksegmentet. Oppkjøpene er av en såpass betydelig karakter at de blir ansett som forstyrrende for beregningen av satser for framskrivning. Verdiene justeres slik de framkommer i den fjerde kvartalsrapporten i 2016. Tabell 10-1 presenterer justerte relevante regnskapstall for 2016. På grunn av manglende spesifisering antas den konsoliderte kortsiktige gjelden å være 71,5% driftsrelatert, noe som er andelen basert på verdiene i 2015-regnskapet til Havfisk og Norway Seafoods.

Tabell 10-1: Justerte tall for 2016

	Hvitfiskegmentet	LSG	Justering	Justerte tall
Resultatposter				
Driftsinntekter	945 685	17 269 278	-945 685	16 323 593
EBITDA	130 453	3 070 858	-130 453	2 940 405
Balanseposter				
Varige driftsmidler	1 091 657	4 209 108	-1 091 657	3 117 451
Beholdning	253 418			
Kortsiktige fordringer	305 407			
Sum driftsrelaterte omløpsmidler	558 825			
Kortsiktig gjeld	608 609			
Driftsrelatert kortsiktig gjeld (71,5%)	434 870			
Driftsrelatert arbeidskapital	123 955	6 732 350	-123 955	6 608 395

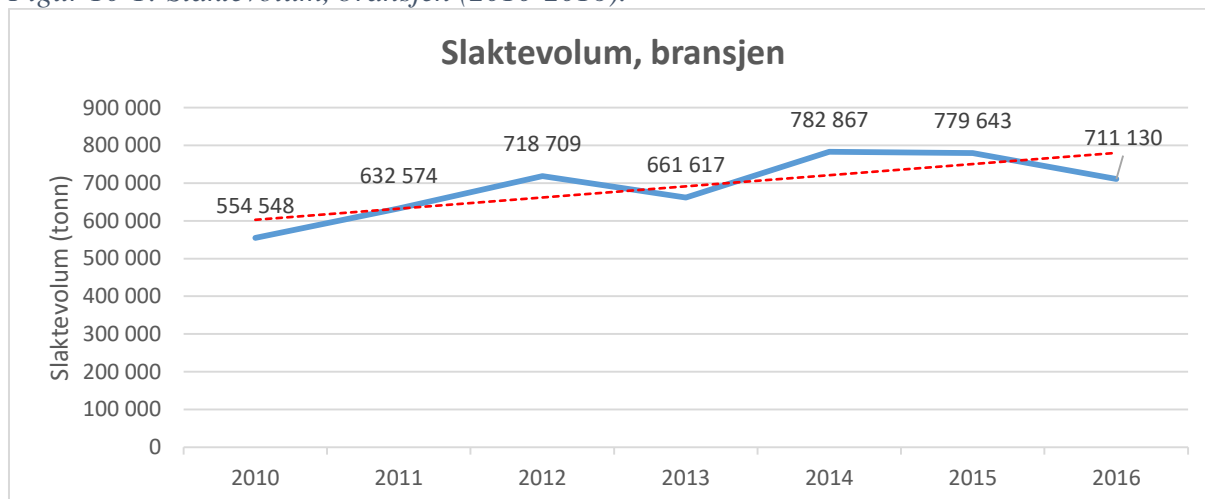
10.4 Estimering av budsjett drivere

10.4.1 Driftsinntekter

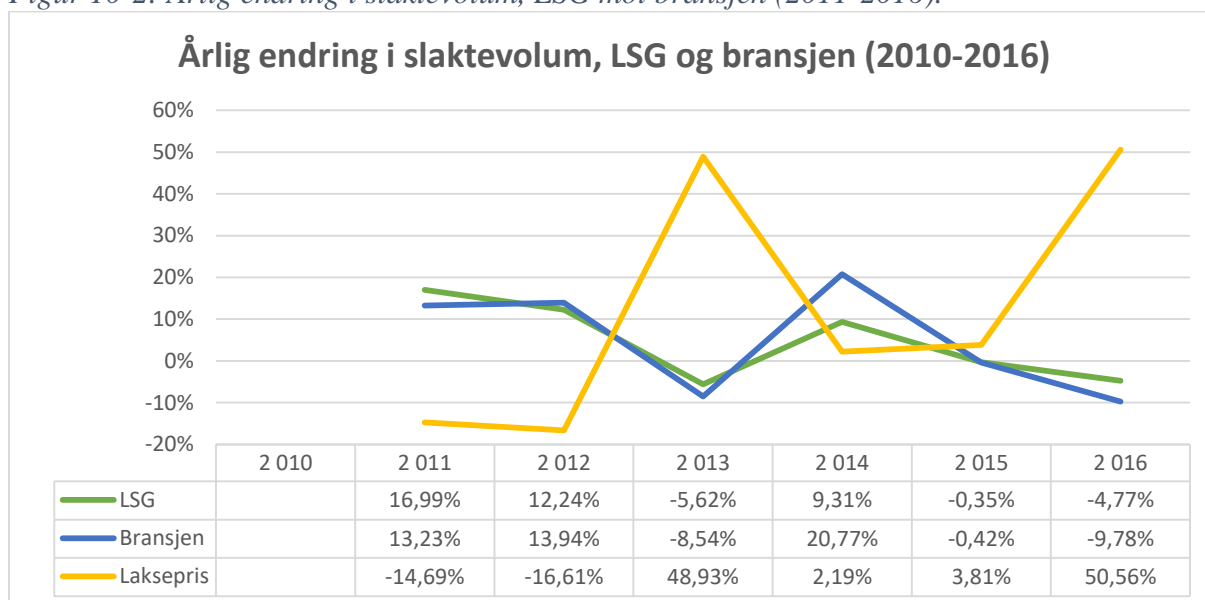
Kortsiktig utvikling (2017-2019)

På kort sikt vil veksten til LSG være en kombinasjon av den generelle veksten i oppdrettsbransjen og LSG sin interne vekst. Veksten i oppdrettsbransjen er i stor grad bestemt av kommende tilbud og etterspørsel av laks og ørret. Den historiske etterspørselen har vært økende og jeg anser at denne forblir høy de kommende årene. Tilbudssiden er styrt av fremtidig slaktevolum av laks og ørret, og anses som den mest hemmende faktoren for vekst på kort sikt. Som nevnt i den strategiske analysen er det blitt observert en utflating av årlig slaktevolum og dette er også synlig av figur 10-1. Analytikere har likevel tro på en årlig vekst i slaktevolum på 3% fram mot 2020 (SFI Handbook, 2017). Som illustrert i figur 10-2 så har LSG sitt årlige slaktevolum i stor grad fulgt bevegelsen i markedet, og jeg anser det som lite synlig at LSG vil ha en vekst i årlig slaktevolum som er høyere enn bransjen. Det legges derfor til grunn en moderat vekst i slaktevolumet på kort sikt.

Figur 10-1: Slaktevolum, bransjen (2010-2016).



Figur 10-2: Årlig endring i slaktevolum, LSG mot bransjen (2011-2016).



Tabell 10-2: Forwardpris på laks, (2017-2019) (FishPool, 2017a)

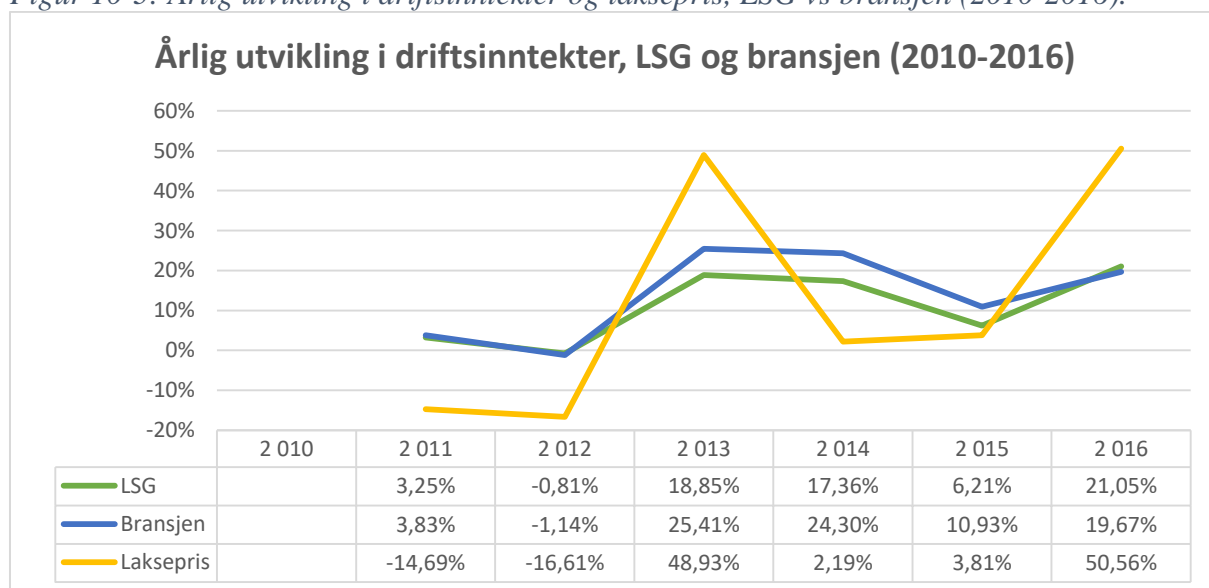
År	2 017	2 018	2 019
NOK/kg	62,28	60,10	57,75

En høy fremtidig etterspørsel og begrenset tilbud taler for fortsatt god laksepris de kommende årene. Denne sammenhengen kommer frem i figur 10-2 der år med begrenset slaktevolum gir økt laksepris, og motsatt effekt ved økende slaktevolum. Samtidig blir det bekreftet av forwardprisene hentet fra Fishpool som holder seg relativt stabilt (tabell 10-2).

Videre er det relevant å undersøke hvordan bransjens og LSG sine driftsinntekter har utviklet seg i analyseperioden, og hvor stor relasjon det er med utviklingen i lakseprisen. Vi observerer

av figur 10-3 at utviklingen i driftsinntektene til LSG følger trenden i bransjen, men at økningen mer beskjeden enn bransjen i gode år. Den gjennomsnittlige veksten for LSG er 12,2% i analyseperioden, mens bransjen har en vekst på 14,1%. Videre ser vi naturlig nok en samvariasjon mellom vekst i driftsinntekter og laksepris, og at lakseprisen er hovedgrunnen for den positive veksten i driftsinntektene. Med antakelsen om moderat vekst i slaktevolum og relativt stabil laksepris, blir konklusjonen at bransjen vil oppleve en svak vekst i driftsinntektene frem mot 2019. Dette underbygges av de store miljømessige utfordringene som bransjen står overfor, og det er ikke forventet at ny teknologi skal løse disse problemene på kort sikt.

Figur 10-3: Årlig utvikling i driftsinntekter og laksepris, LSG vs bransjen (2010-2016).



LSG har gjennom oppkjøpene i 2016 gode premisser for økte driftsinntekter på kort sikt. Konsolideringen i konsernregnskapet skjedde som nevnt ikke før 31.august 2016. Dersom konsolideringen hadde funnet sted den 1.januar hadde LSG økt driftsinntektene med 2,3 milliarder, noe som hadde tilsvart en ytterligere økning på 13%. Havfisk har i perioden 2011 til 2015 hatt en gjennomsnittlig økning i driftsinntekter på 9,2%, mens tilfellet for Norway Seafoods er 3,4%. Jeg antar derfor at LSG vil kunne ha en sterkere vekst enn bransjen på kort sikt. Det legges vekt på at potensielle synergieffekter og stordriftsfordeler blir utnyttet og at de gode torskeprisene opprettholdes. Hvitfisksegmentet vil fungere med full tyngde i førstkommende år, og det forventes derfor at veksten i 2017 er større enn de to påfølgende årene. Det legges derfor til grunn at LSG klarer å forsvare den høye gjennomsnittlige veksten de har hatt i analyseperioden i 2017, og at denne reduseres noe inn mot 2019.

Mellomlang sikt (2020 – 2023)

Med høy laksepris over lang tid er det sannsynlig at bransjen tiltrekker seg flere aktører som gir økt rivalisering og lavere vekst for de eksisterende aktørene. Dette vil hovedsakelig være utenlandske selskap ettersom det forventes at de høye inngangsbarrierene i den norske oppdrettsbransjen opprettholdes av konsesjonssystemet. Med tanke på den lange produksjonstiden vil ikke dette påvirke tilbudssiden før i slutten av perioden. Samtidig antas det at den norske kronen styrker seg mot Euro i perioden, noe som fører til lavere prisoppgåelse. Miljøutfordringene vil fortsatt være begrensende for produksjonen, men det forventes at man begynner å se konturene av økt produksjon som følge av ny teknologi. Summen av dette vil gi en gradvis økt tilbudsside som påvirker lakseprisen i motsatt retning. LSG er gjennom hvitfisksegmentet mindre eksponert for endringer i lakseprisen og det antas derfor at LSG fremstår som mer lønnsomme enn bransjen også i denne perioden. Likevel vil lakseproduksjonen fortsatt være den klart viktigste inntektskilden og følgelig vil driftsinntektene bære preg av denne utviklingen. Etterspørselen forventes å fortsatt være høy grunnet befolkningsveksten. På mellomlang sikt antas det derfor en gradvis fallende vekst mot 5% i 2023.

Lang sikt (2024-2026)

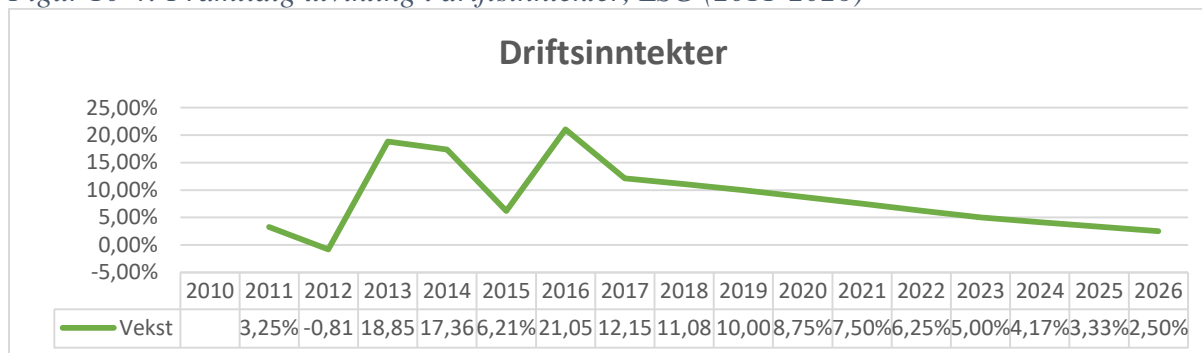
Ny miljøeffektiv teknologi kan føre til et mer liberalt konsesjonssystem, noe som gir de eksisterende aktørene mulighet til å øke produksjonsvolumet. Samtidig taler det for lavere etableringsbarrierer i den norske oppdrettsbransjen slik at antall aktører, og derav rivaliseringen, forventes å øke noe. Produksjonsnivået tilpasses og fører til en stabilisering av lakseprisen. Det legges til grunn en fallende vekst mot 2,5% i terminalåret.

Evig vekst

Den evige veksten settes til norsk inflasjonsmål på 2,5% (Norges Bank, 2016a).

På bakgrunn av gjennomgangen ovenfor estimeres LSG sine driftsinntekter til å ha utviklingen som vist i figur 10-4.

Figur 10-4: Framtidig utvikling i driftsinntekter, LSG (2011-2026)



10.4.2 EBITDA-margin og driftskostnader

I den strategiske analysen ble det avdekket at LSG har en ulempe i forhold til bransjen og dette ble bekreftet i lønnsomhetsanalysen. Dette var grunnet høyere varekostnad som primært består av kjøp av fiskefôr. Ettersom LSG ikke produserer fiskefôr selv vil leverandørene fremdeles en viss makt over LSG, noe som virker begrensende for reduksjon på kort sikt. I den strategiske analysen ble det også belyst fremtredende kostnader tilknyttet miljømessige faktorer som bekjempelse av lakselus og rømming. Dette innebærer økte lønnskostnader gjennom større behov av arbeidskraft til forebygging, samt andre driftskostnader grunnet høyere direkte behandlingskostnader. Jeg antar at det ikke vil tilkomme revolusjonerende teknologi som vil bedre situasjonen på kort sikt, og anser derfor at disse kostnadene til å øke den kommende tiden. I den interne analysen ble det påpekt et potensiale om å bedre marginen på nye og eksisterende hvitfiskprodukter gjennom utnyttelse av stordriftsfordeler og synergieffekter. Det vil forekomme noen omstillingskostnader i 2017, men det legges vekt på at denne marginforbedringen vil kompensere for økte kostnader tilknyttet lakselus og rømming i 2017. Det forventes derfor at LSG klarer å opprettholde den historiske marginen i 2017 og deretter bedre marginen mot 15% i 2019.

I 2012 var lakseprisen på sitt laveste i analyseperioden og samme år kan det observeres et markant fall i marginen. Det er tydelig at svak laksepris fører til dårligere margin, noe som også er naturlig. På mellomlang og lang sikt forventer jeg derfor at marginen reduseres på bakgrunn av spådommen om fallende laksepris på lengre sikt, samt at kostnadene tilknyttet miljømessige faktorer fortsatt er betydelige. Økende rivalisering og sterkere kronekurs tilsier dårligere prisoppgåelse og følgelig lavere marginer. Fôrkostnadene vil reduseres noe, men den negative konsekvensen av lavere prisoppgåelse er mer betydelig. Det konkluderes med et lineært fall i marginen mot 9% i budsjettpunktet i 2023. I årene frem mot terminalåret er det blitt antatt fortsatt økende rivalisering, men kostnadene tilknyttet lus og rømming reduseres samtidig som

at lakseprisen stabiliseres. Det legges til grunn en gradvis bedring av marginen til 10% i terminalåret.

Marginen blir brukt til å estimere de fremtidige totale driftskostnadene på årlig basis. Deretter beregnes hver kostnadspost ved å legge til grunn den historiske andelen de utgjør av totale driftskostnader. Denne andelen justeres i tråd med momentene som ble diskutert ovenfor, men det vil ikke ha noen effekt på totale kostnader siden denne beregnes basert på marginen. Beregningen og estimert fremtidig EBITDA-margin presenteres i tabell 10-3 og 10-4.

Tabell 10-3: Historisk EBITDA-margin, LSG (2010-2016).

	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	Gjennomsnitt
Driftsinntekter	8 884 914	9 162 813	9 097 146	10 764 714	12 579 465	13 450 725	16 323 593	11 466 196
Sum driftskostnader	-6 949 505	-8 010 689	-8 385 524	-9 138 425	-10 983 790	-12 137 023	-14 198 420	-9 971 911
<i>Andel varekjøp</i>	78,85 %	77,21 %	77,51 %	77,04 %	76,94 %	76,45 %	74,30 %	76,90 %
<i>Andel lønnskostnader</i>	11,19 %	12,08 %	12,31 %	11,98 %	11,57 %	11,63 %	12,58 %	11,90 %
<i>Andel andre driftskostnader</i>	9,95 %	10,71 %	10,18 %	10,99 %	11,49 %	11,93 %	13,13 %	11,20 %
EBITDA	1 935 409	1 152 124	711 622	1 626 289	1 595 675	1 313 702	2 940 405	1 610 747
EBITDA-margin	21,8 %	12,6 %	7,8 %	15,1 %	12,7 %	9,8 %	18,0 %	14,0 %

Tabell 10-4: Fremtidig EBITDA-margin, LSG (2017-2026).

	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021	2 022	2 023	2 024	2 025	2 026
EBITDA-margin	14,0 %	14,5 %	15,0 %	13,5 %	12,0 %	10,5 %	9,0 %	9,3 %	9,7 %	10,0 %

10.4.3 Skatt

Skattesatsen i Norge har vært fallende de siste årene og regjeringen foreslår å kutte skattesatsen ytterligere. Dette er ikke vedtatt enda slik at skattesatsen på 24% som er gjeldende i 2017 tas i bruk i fremtidsregnskapet. (regjeringen.no, 2016b)

10.4.4 Inntekt fra tilknyttede selskap

Inntekt fra tilknyttede selskap er klassifisert som en driftsrelatert post og inngår derfor i fremtidsregnskapet. Posten framkommer som allerede beskattet i resultatregnskapet og tillegges derfor etter skatt. Ettersom de tilknyttede selskapene har en karakter som er nært beslektet LSG er det naturlig å analysere størrelsen av posten som andel av LSG sine driftsinntekter. Tabell 10-5 viser at utviklingen har et sporadisk mønster som gjør det er vanskelig å fange opp en klar trend. Det historiske gjennomsnittet på 0,9% legges til grunn i hele prognoseperioden.

Tabell 10-5: *Inntekt fra tilknyttede selskap, historisk andel av driftsinntekter. LSG (2010-2016).*

	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	Gjennomsnitt
Driftsinntekter	8 884 914	9 162 813	9 097 146	10 764 714	12 579 465	13 450 725	16 323 593	11 466 196
Inntekt fra tilknyttede selskap	122 006	19 741	24 831	192 188	91 939	61 376	262 783	110 695
<i>Andel av driftsinntekter</i>	<i>1,4 %</i>	<i>0,2 %</i>	<i>0,3 %</i>	<i>1,8 %</i>	<i>0,7 %</i>	<i>0,5 %</i>	<i>1,6 %</i>	<i>0,9 %</i>

10.4.5 Varige driftsmidler

De varige driftsmidlene betraktes som bygninger, tomter og driftsmidler og den fremtidige utviklingen blir beregnet som andel av fremtidige driftsinntekter. Av tabell 10-6 ser vi en relativt stabil utvikling med et gjennomsnitt på 20,7%. Varige driftsmidler ligger til grunn for beregningen av både fremtidige investeringer og avskrivninger, og det er derfor aktuelt å vurdere LSG sitt kommende investeringsbehov. I den strategiske analysen ble det belyst at oppdrettsbransjen er avhengig av investeringer i innovativ teknologi for å redusere de negative miljøfaktorene oppdrettsbransjen medbringer og for økt effektivitet i produksjonen. Samtidig vil de være avhengig av fortsatt høy oppkjøpsaktivitet for å ekspandere produksjonsvolumet. Dette er momenter LSG har hatt fokus på i analyseperioden slik at de historiske tallene delvis representerer dette. Jeg anser investeringsbehovene som økende, og andelen oppjusteres derfor til 23% som holdes konstant i fremtiden.

Tabell 10-6: *Varige driftsmidler, historisk andel av driftsinntekter. LSG (2010-2016).*

	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	Gjennomsnitt
Driftsinntekter	8 884 914	9 162 813	9 097 146	10 764 714	12 579 465	13 450 725	16 323 593	11 601 294
Varige driftsmidler	1 586 334	1 836 384	2 094 539	2 377 012	2 676 716	2 899 633	3 117 451	2 369 724
<i>Andel av driftsinntekter</i>	<i>17,9 %</i>	<i>20,0 %</i>	<i>23,0 %</i>	<i>22,1 %</i>	<i>21,3 %</i>	<i>21,6 %</i>	<i>19,1 %</i>	<i>20,7 %</i>

10.4.5.1 Avskrivninger

Avskrivningene blir beregnet som andel av fjorårets varige driftsmidler. På denne måten blir det en direkte sammenheng i fremtidig utviklingen av varige driftsmidler og avskrivninger. Tabell 10-7 viser at avskrivningene var på sitt laveste i 2014 og høyeste i 2016. Det historiske gjennomsnittet virker noe lavt med tanke på oppkjøps- og investeringsaktiviteten til LSG de siste årene. Avskrivningsraten settes derfor lik nivået i 2016 på 17,6% og holdes konstant i fremtiden.

Tabell 10-7: Avskrivninger, historisk andel av fjorårets varige driftsmidler. LSG (2010-2016).

	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	Gjennomsnitt
Varige driftsmidler	1 586 334	1 836 384	2 094 539	2 377 012	2 676 716	2 899 633	3 117 451	2 369 724
Avskrivninger	219 624	271 899	291 768	307 175	369 480	433 916	511 621	343 640
Andel av fjorårets varige driftsmidler		17,1 %	15,9 %	14,7 %	15,5 %	16,2 %	17,6 %	16,2 %

10.4.5.2 Investeringer i varige driftsmidler

Investeringer i varige driftsmidler beregnes som årets økning i varige driftsmidler summert med årets avskrivninger. Avskrivninger kan oppfattes som investeringsbehovet for vedlikehold, mens økningen i varige driftsmidler som nyinvesteringer.

10.4.6 Endring i driftsrelatert arbeidskapital

Arbeidskapital inngår i driftskapitalen og følgelig vil endringer i arbeidskapitalbehovet påvirke den frie kontantstrømmen. Jeg antar at LSG vil binde opp mer kapital i de kortsiktige balansepostene ved økt omsetning slik at den fremtidige driftsrelaterte arbeidskapitalen blir beregnet som andel av driftsinntekter. Den driftsrelaterte arbeidskapitalen tilsvarer de driftsrelaterte omløpsmidlene med et fratrekk for kortsiktig driftsrelatert gjeld. Hvilke poster som inngår er nærmere spesifisert i delkapittel 6.2.2. Vi ser av tabell 10-8 at LSG har en høy arbeidskapital, noe som er typisk for et oppdrettsselskap ettersom de biologiske eiendelene blir ansett som et varelager som inngår i de driftsrelaterte omløpsmidlene. Verdijustering av biologiske eiendeler, som var negativ i 2011 og 2014 for LSG, har en stor påvirkning på den totale driftsrelaterte arbeidskapitalen. Ettersom jeg antar at den høye lakseprisen opprettholdes på kort sikt for å deretter reduseres mot 2023, bør dette reflekteres i andelen. På bakgrunn av dette settes den kortsiktige andelen lik gjennomsnittet av 2015 og 2016 med et lineært fall mot gjennomsnittet i 2023. Deretter holdes andelen konstant inn mot terminalåret (tabell 10-9).

Tabell 10-8: Driftsrelatert arbeidskapital, historisk andel av driftsinntekter. LSG (2010-2016).

	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016	Gjennomsnitt
Driftsinntekter	8 884 914	9 162 813	9 097 146	10 764 714	12 579 465	13 450 725	16 323 593	11 466 196
Driftsrelatert arbeidskapital	2 755 592	2 406 755	3 032 621	4 099 955	4 065 174	5 070 541	6 608 395	4 005 576
Andel av driftsinntekter	31,0 %	26,3 %	33,3 %	38,1 %	32,3 %	37,7 %	40,5 %	34,2 %

Tabell 10-9: Driftsrelatert arbeidskapital, fremtidig andel av driftsinntekter, LSG (2017-2026).

	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021	2 022	2 023	2 024	2 025	2 026
Andel av driftsinntekter	39,1 %	39,1 %	39,1 %	36,9 %	36,0 %	35,1 %	34,2 %	34,2 %	34,2 %	34,2 %

10.5 Fremtidsregnskap

I tråd med prognosene som ble avdekket i dette kapittelet presenteres fremtidsregnskapet med fokus på fri kontantstrøm til totalkapital som vist i tabell 10-10 til 10-11. Oppsettet er basert på modell av Kaldestad og Møller (2011).

Tabell 10-10: Fremtidsregnskap del 1

Tall i 1000 NOK	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021
Driftsinntekter	19 367 495	21 512 445	23 663 690	25 734 263	27 664 332
Varekjøp + endring i varelager	-12 380 544	-13 668 937	-14 944 803	-16 249 900	-17 771 567
Lønn og andre personalkostnader	-2 049 538	-2 262 825	-2 474 039	-2 849 298	-3 116 110
Andre driftskostnader	-2 232 830	-2 465 192	-2 695 294	-3 160 939	-3 456 935
Sum driftskostnader	-16 662 912	-18 396 954	-20 114 136	-22 260 137	-24 344 613
EBITDA	2 704 583	3 115 491	3 549 553	3 474 125	3 319 720
Avskrivninger	-742 487	-785 778	-872 803	-960 083	-1 044 091
EBIT	1 962 096	2 329 713	2 676 751	2 514 042	2 275 629
Skattekostnad (24%)	-470 903	-559 131	-642 420	-603 370	-546 151
Inntekt fra tilknyttede selskap	178 290	198 036	217 839	236 900	254 667
NOPLAT	1 669 483	1 968 617	2 252 169	2 147 572	1 984 146
Avskrivninger	742 487	785 778	872 803	960 083	1 044 091
Investeringer i varige driftsmidler	-987 903	-1 279 117	-1 367 589	-1 436 315	-1 488 007
Endring i arbeidskapital	-838 487	-838 470	-840 931	-235 843	-463 384
Fri kontantstrøm	585 580	636 809	916 453	1 435 497	1 076 846

Tabell 10-11: Fremtidsregnskap del 2

Tall i 1000 NOK	2 022	2 023	2 024	2 025	2 026
Driftsinntekter	29 393 353	30 863 021	32 148 980	33 220 613	34 051 128
Varekjøp + endring i varelager	-19 204 147	-20 502 305	-21 511 524	-22 146 854	-22 616 759
Lønn og andre personalkostnader	-3 367 303	-3 594 925	-3 876 738	-3 991 235	-4 075 920
Andre driftskostnader	-3 735 601	-3 988 120	-3 760 144	-3 871 198	-3 953 336
Sum driftskostnader	-26 307 051	-28 085 349	-29 148 407	-30 009 287	-30 646 015
EBITDA	3 086 302	2 777 672	3 000 574	3 211 326	3 405 113
Avskrivninger	-1 122 397	-1 192 547	-1 252 174	-1 304 348	-1 347 827
EBIT	1 963 905	1 585 125	1 748 399	1 906 978	2 057 286
Skattekostnad (24%)	-471 337	-380 430	-419 616	-457 675	-493 749
Inntekt fra tilknyttede selskap	270 584	284 113	295 951	305 817	313 462
NOPLAT	1 763 152	1 488 808	1 624 735	1 755 119	1 876 999
Avskrivninger	1 122 397	1 192 547	1 252 174	1 304 348	1 347 827
Investeringer i varige driftsmidler	-1 520 072	-1 530 571	-1 547 945	-1 550 824	-1 538 845
Endring i arbeidskapital	-358 265	-238 631	-439 432	-366 193	-283 800
Fri kontantstrøm	1 007 212	912 154	889 532	1 142 451	1 402 181

10.6 Fremtidskrav

10.6.1 Egenkapitalkrav

For å beregne det fremtidige egenkapitalkravet benyttes kapitalverdimodellen på samme måte som i delkapittel 8.1.

10.6.2 Risikofri rente

Den risikofrie renten er en svært viktig faktor i utregningen av både egenkapitalkravet og netto finansiell gjeldskrav. Dagens rentenivå er svært lavt og vil følgelig gi lave krav som ikke nødvendigvis er representativt for «evig» drift. Nordahl (2016) og Kaldestad og Møller (2011) foreslår en metode der man legger til grunn en normalisert risikofri rente til utregning av netto driftskrav for evig drift. Dette kravet vil bli brukt i Gordons formel for beregningen av terminalverdien. Deretter neddiskonteres terminalverdien og de andre frie kontantstrømmene med et netto driftskrav som er utregnet med dagens rentenivå. Den normaliserte risikofrie renten vil være summen av normalisert inflasjon og forventet realrente. I denne oppgaven legger jeg vekt på PWC (2016) sin undersøkelse som viser at majoriteten av respondentene i undersøkelsen tar i bruk en normalisert risikofri rente på 3,5%. Som grunnlag for utregning av kravene for de første 10 årene i prognosen legges det vekt på gjennomsnittlig norsk 10-årig statsobligasjon som i 2016 var på 1,33%. Dette er begrunnet nærmere i delkapittel 8.1.1.

10.6.3 Markedspremie

Fremtidig markedspremie blir basert på det tidsvektede gjennomsnittet av markedspremien i perioden 2010 til 2016. Av delkapittel 8.1.2 kommer det fram at denne verdien er 5,08%.

10.6.4 Egenkapitalbeta

Beregningene i delkapittel 8.1.3 ga en egenkapitalbeta for LSG på 0,6934 og anses som representativ for fremtiden.

10.6.5 Egenkapitalkrav

Ved hjelp av kapitalverdimodellen kan de fremtidige egenkapitalkravene beregnes som vist i tabell 10-12.

Tabell 10-12: Fremtidig egenkapitalkrav

	Første 10 år	Etter 10 år
Risikofri rente	1,33 %	3,50 %
+ Egenkapitalbeta	0,693	0,693
* Markedspremie	5,08 %	5,08 %
= Egenkapitalkrav (KVM)	4,85 %	7,02 %

10.6.6 Gjeldskostnad

LSG hadde i 2016 en syntetisk rating på AA-, men grunnet den sykliske karakteren i bransjen legges det vekt på at fremtidig syntetisk rating, med tilhørende risikopåslag, vil være A. Dette er også det tidsvektede gjennomsnittet i perioden 2010 til 2016, noe som framkommer av delkapittel 7.2.4. Utregningen av gjeldskostnaden følger i tabell 10-13.

Tabell 10-13: Fremtidig krav til netto finansiell gjeld

	Første 10 år	Etter 10 år
Syntetisk rating	A	A
Risikofri rente	1,33 %	3,50 %
+ Kredittrisikopåslag før skatt	1,24 %	1,24 %
= Gjeldskostnad f.s.	2,57 %	4,74 %
- Skatt (24%)	0,62 %	1,14 %
= Gjeldskostnad e.s.	1,95 %	3,60 %

10.6.7 WACC

For å finne netto driftskrav (WACC) vektet egenkapitalkravet og gjeldskostnaden med sine respektive andeler som vist i ligningen under. (Kaldestad og Møller, 2011)

$$WACC = r_e \frac{E}{E + D} + r_d(1 - t) \frac{D}{E + D}$$

Her er egenkapital lik markedsverdien per 30.12.16 og den bokførte verdien av netto finansiell gjeld antas å være lik markedsverdien. Utregningen er illustreres i tabell 10-14 og 10-15.

Tabell 10-14: Andel egenkapital og gjeld.

	LSG	Andel
Antall aksjer	59 577	
- Egne aksjer	30	
= Totalt utestående aksjer	59 548	
* Aksjekurs 30.12.2016	481,1	
= Markedsverdi av egenkapital	28 648 351	89,53 %
+ Netto finansiell gjeld	3 351 843	10,47 %
= Totalkapital (NDK)	32 000 194	100,00 %

Dette gir følgende WCC første 10 år og etter 10 år.

Tabell 10-15: WACC

	Første 10 år	Etter 10 år
Krav til egenkapital	4,85 %	7,02 %
* Andel egenkapital	89,53 %	89,53 %
+ Gjeldskostnad e.s.	1,95 %	3,60 %
* Andel netto finansiell gjeld	10,47 %	10,47 %
= WACC	4,55 %	6,66 %

11 Verdsettelse

I dette kapittelet estimeres den fundamentale verdi basert på fremtidsregnskapet etterfulgt av en komparativ verdsettelse. Deretter utføres det en sensitivitetsanalyse av den fundamentale modellen før det endelige verdiestimatet beregnes.

11.1 Totalkapitalmetoden

Verdien av selskapet kan beregnes ved å diskontere den frie kontantstrømmen (FCF) på avkastningskravet (WACC). Terminalverdien, som er andre del av ligningen, regnes ut ved bruk av Gordons formel der man antar at selskapet vokser med en konstant vekstrate (g). Ligningen under er basert på Damodaran (2012) og viser sammenhengen.

$$EV = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCF_t}{(1 + WACC_{første\ 10\ år})^t} + \frac{FCF_{n+1}/(WACC_{etter\ 10\ år} - g_n)}{(1 + WACC_{første\ 10\ år})^n}$$

Ligningen over beregner «enterprise value» som kan defineres som følgende.

$$Enterprise\ value\ (EV) = Markedsverdi\ av\ EK + Netto\ finansiell\ gjeld + Minoritet$$

Med andre ord må netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser trekkes fra for å finne verdien av egenkapitalen per 30.12.16. Det tas utgangspunkt i bokførte verdier av netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser.

Tabell 11-1: Fundamentalt verdiestimat, tall i 1000 NOK

Nåverdi av fri kontantstrøm	7 735 704
Nåverdi av terminalverdi	22 124 274
EV	29 859 978
Netto finansiell gjeld	-3 351 843
Minoritetsinteresser	-935 478
Verdi av egenkapital (30.12.16)	25 572 657
Antall utestående aksjer	54 248
Verdi per aksje	471,4

Som vi ser av tabell 11-1 er estimert verdi av egenkapitalen per 30.12.16 på 25,6 milliarder NOK, noe som tilsvarer en aksjekurs på 471,4 NOK per aksje.

11.2 Komparativ verdsettelse

I dette delkapittelet vil jeg utføre en komparativ multiplverdsettelse for å oppnå en mer omfattende verdivurdering av egenkapitalen til LSG. Den komparative verdsettelsesmetoden som velges er multiplvurdering, og verdiestimat som utarbeides vil inngå i det endelige verdiestimatet med en vekt på 1/3.

Multiplvurdering er en mye brukt verdsettelsesmetode ettersom den kjapt kan utarbeides på lett tilgjengelig data og gjør det enkelt å sammenligne utvalgte selskap i bransjen. I multiplvurderingen beregnes ulike multipler ved å dividere markedsverdien av sammenlignbare selskap med relevante regnskapsposter eller ressurser. Verdiestimatet estimeres deretter ved å anta at dette forholdet også gjelder selskapet vi ønsker å finne verdien til. Man skal være klar over at bruk av multipler kan føre til feilprising fordi det vil være forskjeller mellom selskapene som multiplene ikke tar hensyn til, blant annet vekst, risiko og lønnsomhet.

Som tidligere i oppgaven vil bransjeutvalget bestå av Marine Harvest, SalMar og Grieg Seafood slik som tidligere i oppgaven, og bransjesnittet vil være et likevekta gjennomsnitt av samtlige selskap. Multiplene blir beregnet på de omgrupperte regnskapstallene, jfr. kapittel 4, for å sikre konsistens. Verdiestimatet settes til siste kursdag i 2016, altså 30.12.16. Jeg har valgt å benytte meg av P/B, P/E, EV/EBITDA, EV/EBIT og EV/slaktevolum. Nedenfor presenteres verdiene som danner grunnlaget for beregning av de aktuelle multiplene. Tabell 11-2 viser relevante resultat- og balanseposter, mens tabell 11-3 viser beregnet markedsverdi av egenkapital og «enterprise value» (EV). Det forutsettes at bokført verdi av netto finansiell gjeld tilsvarer markedsverdien.

Tabell 11-2: Relevante balanse- og resultatposter, LSG og bransjen (31.12.2016).

Resultatposter	LSG	Marine Harvest	SalMar	Grieg Seafood
EBITDA	3 354 633	7 410 889	2 789 667	1 324 276
EBIT	2 843 012	6 115 914	2 431 647	1 143 888
Earnings (NDR)	1 932 053	4 588 403	1 718 931	784 628
Balanseposter				
Netto finansiell gjeld	3 351 843	12 100 942	2 312 838	889 026
Bokført EK (majoritet)	12 539 947	18 733 964	6 598 401	3 150 681
Bokført EK (minoritet)	935 478	8 179	82 432	56 270
Sum EK	13 475 425	18 742 142	6 680 833	3 206 951
Øvrige				
Slaktevolum i 1000kg	150 182	380 621	115 600	64 726

Tabell 11-3: Markedsverdi av egenkapital og enterprise value, LSG og bransjen (31.12.2016).

	LSG	Marine Harvest	SalMar	Grieg Seafood
Antall aksjer	59 577	450 086	113 300	111 662
- Egne aksjer	30	0	984	1 250
= Totalt utestående aksjer	59 548	450 086	112 316	110 412
* Aksjekurs 30.12.2016	481,1	155,7	258,1	81,7
= Markedsverdi av egenkapital	28 648 351	70 078 336	28 988 664	9 020 660
+ Netto finansiell gjeld	3 351 843	12 100 942	2 312 838	889 026
+ Minoritetsinteresser	935 478	8 179	82 432	56 270
= Enterprise value (EV)	32 935 672	82 187 457	31 383 934	9 965 956

11.2.1 P/B

Damodaran (2012) definerer pris-bok forholdet som markedsverdi per aksje delt på bokført verdi av egenkapital per aksje.

$$P/B = \frac{\text{Markedsverdi av EK}}{\text{Bokført verdi av EK}}$$

Pris-bok multipliseringen gir et relativt stabilt og intuitivt mål på forholdet mellom markedsverdien av egenkapitalen og den bokførte verdi (Damodaran, 2012). Forholdstallet gir en indikasjon på selskapets evne til verdiskapning (Kaldestad og Møller, 2011). Markedsverdien av egenkapitalen tilsvarende markedets forventning av selskapets fremtidige kontantstrøm, mens bokført egenkapital i stor grad er bestemt av regnskapskultur. Sistnevnte kan skape skjevhet i resultatene ettersom regnskapsprinsippene ikke nødvendigvis praktiseres likt mellom selskapene. Dette gjelder spesielt praktiseringen av avskrivninger og nedskrivninger (Damodaran, 2012). Det bør også nevnes at denne utregningen ikke tar hensyn til ulik kapitalstruktur. Beregningen følger i tabell 11-4.

Tabell 11-4: P/B, LSG og bransjen (31.12.2016).

P/B	LSG	Marine Harvest	SalMar	Grieg Seafood
Markedsverdi av egenkapital	28 648 351	70 078 336	28 988 664	9 020 660
/ Bokført egenkapital	12 539 947	18 733 964	6 598 401	3 150 681
= P/B	2,28	3,74	4,39	2,86
Bransjesnitt	3,32			
* Bokført EK, LSG	12 539 947			
= Verdiestimat av egenkapital	41 637 787			
/ Antall utestående aksjer	59 548			
= Verdiestimat per aksje	699,2			

11.2.2 P/E

Pris-earnings forholdet er definert som markedsverdien av egenkapital dividert på nettoresultat til egenkapital.

$$P/E = \frac{\text{Markedsverdi av EK}}{\text{Nettoresultat til EK}}$$

Enkelheten i metoden gjør dette forholdstallet mye brukt til verdsettelse. Essensen forteller hvor mye markedet er villig til å betale for hver krone av selskapets nettoresultat til egenkapital (Investopedia, År ikke angitt). Typisk vil et høyt forholdstall indikere at markedet forventer høyere fremtidig inntekt sammenlignet med selskap med lavere forholdstall, men elementer som risiko, kapitalstruktur og variasjon i regnskapsprinsipper blir ikke tatt hensyn til. Beregningen følger i tabell 11-5.

Tabell 11-5: P/E, LSG og bransjen (31.12.2016).

P/E	LSG	Marine Harvest	SalMar	Grieg Seafood
Markedsverdi av egenkapital	28 648 351	70 078 336	28 988 664	9 020 660
/ Earnings (NDR)	1 932 053	4 588 403	1 718 931	784 628
= P/E	14,83	15,27	16,86	11,50
Bransjesnitt	14,62			
* Earnings, LSG	1 932 053			
= Verdiestimat av egenkapital	28 237 893			
/ Antall utestående aksjer	59 548			
= Verdiestimat per aksje	474,2			

11.2.3 EV/EBITDA

Damodaran (2012) definerer EV/EBITDA forholdet som vist under. Her er minoritetsinteresser lagt til ettersom posten inngår i definisjonen av enterprise value som vist i innledningen av kapitlet.

$$EV/EBITDA = \frac{\text{Markedsverdi av EK} + \text{Netto finansiell gjeld} + \text{Minoritet}}{EBITDA}$$

Multipellen er svært nyttig i de fleste sammenhenger og den er mye brukt. I forhold til pris-earnings så utjevner dette forholdstallet forskjeller som kan oppstå i forbindelse med praktiseringen av nedskrivninger og avskrivninger. Med enterprise value i telleren vil også forskjeller i kapitalstruktur bli hensyntatt (Damodaran, 2012). Imidlertid ignorerer forholdstallet viktige elementer som risiko og investeringsbehov (Kaldestad og Møller, 2011). Tabell 11-6 viser beregningen.

Tabell 11-6: EV/EBITDA, LSG og bransjen (31.12.2016).

EV/EBITDA	LSG	Marine Harvest	SalMar	Grieg Seafood
Markedsverdi av EV	32 935 672	82 187 457	31 383 934	9 965 956
/ EBITDA	3 354 633	7 410 889	2 789 667	1 324 276
= EV/EBITDA	9,82	11,09	11,25	7,53
Bransjesnitt	9,92			
* EBITDA, LSG	3 354 633			
= Verdiestimat av EV	33 281 074			
- Netto finansiell gjeld	3 351 843			
- Minoritetsinteresser	935 478			
= Verdiestimat av egenkapital	28 993 753			
/ Antall utestående aksjer	59 548			
= Verdiestimat per aksje	486,9			

11.2.4 EV/EBIT

Kaldestad og Møller (2011) definerer EV/EBIT følgende.

$$EV/EBIT = \frac{\text{Markedsverdi av EK} + \text{Netto finansiell gjeld} + \text{Minoritet}}{EBIT}$$

EV/EBIT er nært beslektet EV/EBITDA og sammenligner selskapenes underliggende drift. Det blir til en viss grad tatt hensyn til investeringsbehovet ved å inkludere avskrivninger, men dette fører igjen til potensielt skjev verdiestimerer grunnet forskjeller i avskrivningsprofiler. Risiko blir ikke medberegnet og anses derfor som lik for alle selskap (Kaldestad og Møller, 2011). Beregningen følger i tabell 11-7.

Tabell 11-7: EV/EBIT, LSG og bransjen (31.12.2016).

EV/EBIT	LSG	Marine Harvest	SalMar	Grieg Seafood
Markedsverdi av EV	32 935 672	82 187 457	31 383 934	9 965 956
/ EBIT	2 843 012	6 115 914	2 431 647	1 143 888
= EV/EBIT	11,58	13,44	12,91	8,71
Bransjesnitt	11,66			
* EBIT, LSG	2 843 012			
= Verdiestimat av EV	33 150 856			
- Netto finansiell gjeld	3 351 843			
- Minoritetsinteresser	935 478			
= Verdiestimat av egenkapital	28 863 536			
/ Antall utestående aksjer	59 548			
= Verdiestimat per aksje	484,7			

11.2.5 EV/Slaktevolum

EV/Slaktevolum måler hvilken andel enterprise value utgjør av total slaktevolum av laks og ørret.

$$EV/Slaktevolum = \frac{\text{Markedsverdi av EK} + \text{Netto finansiell gjeld} + \text{Minoritet}}{\text{Slaktevolum (tonn)}}$$

EV/Slaktevolum er et mye brukt forholdstall i oppdrettsbransjen. Multiplene forteller hvor mye markedet er villig til å betale for hver kilo slaktet laks og ørret. Det eksisterer selvfølgelig forskjeller i produksjonskostnader og oppnådd laks- og ørretpriis, og derfor forteller ikke multiplene noe konkret om lønnsomheten til selskapet. Beregningen følger i tabell 11-8.

Tabell 11-8: EV/Slaktevolum, LSG og bransjen (31.12.2016).

EV/Slaktevolum	LSG	Marine Harvest	SalMar	Grieg Seafood
Markedsverdi av EV	32 935 672	82 187 457	31 383 934	9 965 956
/ Slaktevolum (tonn)	150 182	380 621	115 600	64 726
= EV/Slaktevolum	219,31	215,93	271,49	153,97
Bransjesnitt	215,17			
* Saktevolum, LSG	150 182			
= Verdiestimat av EV	32 315 177			
- Netto finansiell gjeld	3 351 843			
- Minoritetsinteresser	935 478			
= Verdiestimat av egenkapital	28 027 856			
/ Antall utestående aksjer	59 548			
= Verdiestimat per aksje	470,7			

11.2.6 Komparativt verdiestimat

I soliditetsanalysen ble det avdekket at LSG har en markant høyere egenkapitalprosent enn bransjen, og dette fører til at nevneren i pris-bok forholden er relativt høy. Dette innebærer at vi får et lavt pris-bok forhold relativt sett til bransjen, og dermed oppleves LSG som kraftig underpriset. Samtlige multipler som beregnes på enterprise value gir et verdiestimat som ligger nærmere faktisk verdi per 30.12.16. Det er synlig at Grieg Seafood er forbundet med forholdstall som varierer fra de andre selskapene, men vektet likevel på lik linje i bransjesnittet fordi det er naturlig med enkelte variasjoner i bransjen. Hvert forholdstall har sine svake og sterke sider, og disse er blitt belyst i gjennomgangen av multiplene ovenfor. Ettersom det ikke er justert for kapitalstruktur i beregningen av P/B og P/E så vektlegges disse multiplene mindre i det komparative verdiestimatet som vist av tabell 11-9. Dette resulterer i et komparativt verdiestimat på 502 NOK per aksje, noe som er høyere enn det fundamentale verdiestimatet på 471,4 NOK per aksje.

Tabell 11-9: Komparativt verdiestimat, LSG (31.12.16).

Multipel	Verdiestimat per aksje	Vekt	Verdi
P/B	699,2	10,0 %	69,9
P/E	474,2	10,0 %	47,4
EV/EBITDA	486,9	26,7 %	129,9
EV/EBIT	484,7	26,7 %	129,3
EV/Slaktevolum	470,7	26,7 %	125,5
Snitt	523,1	100,0 %	502,0

11.3 Sensitivitetsanalyse

Siden det er umulig å spå fremtiden med sikkerhet er det knyttet stor usikkerhet til de kritiske variablene som inngår i modellen, og derav avgjør verdien av egenkapitalen. For å se hvor sensitiv modellen er for endringer i kritiske variablene gjennomføres det en sensitivitetsanalyse. Sensitivitetsanalysen utføres ved å studere vi utviklingen i aksjeprisen når vi endrer en relevant variabel samtidig som øvrige variabler holdes konstant. Vi ser av tabell 11-10 at det er store utslag i variablene som direkte inngår i Gordons formel og dette er naturlig ettersom terminalverdien utgjør 74% av den totale verdien i verdsettelsen. Videre ser vi at evig vekst er den variabelen som har størst effekt på verdiestimatet der en endring på 1,5% gir en aksjepris som er 50,6% høyere. Vi ser også at WACC etter 10 år og EBITDA-margin gir store utslag. Dette anser jeg som et stort usikkerhetsmoment i verdivurderingen av LSG med tanke på at bransjen, og følgelig LSGs EBITDA-margin, er svært volatil.

Tabell 11-10: Sensitivitetsanalyse

EBITDA-margin	-1,5 %	-1,2 %	-0,9 %	-0,6 %	-0,3 %	0,0 %	0,3 %	0,6 %	0,9 %	1,2 %	1,5 %
Aksjepris	313,5	345,0	376,6	408,2	439,8	471,4	503,0	534,6	566,2	597,8	629,4
Endring	-33,5 %	-26,8 %	-20,1 %	-13,4 %	-6,7 %	0,0 %	6,7 %	13,4 %	20,1 %	26,8 %	33,5 %
WACC første 10 år	-1,5 %	-1,2 %	-0,9 %	-0,6 %	-0,3 %	0,0 %	0,3 %	0,6 %	0,9 %	1,2 %	1,5 %
Aksjepris	547,0	530,9	515,4	500,3	485,6	471,4	457,5	444,1	431,1	418,5	406,3
Endring	16,0 %	12,6 %	9,3 %	6,1 %	3,0 %	0,0 %	-3,0 %	-5,8 %	-8,5 %	-11,2 %	-13,8 %
WACC etter 10 år	-1,5 %	-1,2 %	-0,9 %	-0,6 %	-0,3 %	0,0 %	0,3 %	0,6 %	0,9 %	1,2 %	1,5 %
Aksjepris	700,8	636,3	583,7	539,9	502,9	471,4	443,9	419,9	398,8	380,1	363,3
Endring	48,7 %	35,0 %	23,8 %	14,5 %	6,7 %	0,0 %	-5,8 %	-10,9 %	-15,4 %	-19,4 %	-22,9 %
Evig vekst	-1,5 %	-1,2 %	-0,9 %	-0,6 %	-0,3 %	0,0 %	0,3 %	0,6 %	0,9 %	1,2 %	1,5 %
Aksjepris	358,9	376,4	395,9	417,8	442,8	471,4	504,2	542,7	588,3	643,0	710,2
Endring	-23,9 %	-20,2 %	-16,0 %	-11,4 %	-6,1 %	0,0 %	7,0 %	15,1 %	24,8 %	36,4 %	50,6 %

11.4 Endelig verdiestimat

Som sensitivitetsanalysen beviste så er den fundamentale modellen svært sensitiv for endringer i enkelte variabler. Det knyttes usikkerhet til hva faktisk størrelse på disse variablene vil være i fremtiden og derfor vektet det komparative verdiestimatet inn i det endelige verdiestimatet med en tyngde på 50%. Som vi ser av tabell 11-11 ender jeg opp med et endelig verdiestimat på 486,7 NOK per aksje. Faktisk aksjepris per 30.12.16 var på 481,4 NOK, noe som indikerer at aksjen er svakt underpriset. Det bør nevnes at det er blitt gjort flere antakelser i utarbeidelsen av fremtidsregnskapet og fremtidskravet som danner grunnlaget for det fundamentale verdiestimatet.

Tabell 11-11: Endelig verdiestimat

	Verdi per aksje	Vekt
Fundamentalt verdiestimat	471,4	50 %
Komparativt verdiestimat	502,0	50 %
Endelig verdiestimat	486,7	100 %

12 Oppsummering og konklusjon

Hensikten med oppgaven var å estimere verdien per aksje i LSG per 30.12.16 og deretter sammenligne funnet med faktisk aksjekurs på verdsettelsestidspunktet. Dette har blitt oppnådd ved å gjennomføre en fundamental- og komparativ verdsettelse basert på offentlig tilgjengelig informasjon.

Som en del av den fundamentale verdsettelsen ble det gjennomført en strategisk analyse for å avdekke de mest kritiske faktorene som anses å påvirke den fremtidige lønnsomheten til LSG og den norske oppdrettsbransjen. Mange av de eksterne faktorene virker å være sammensatt der summen av disse har en påvirkningskraft på lakseprisen. Konkurransen i bransjen virker å være moderat og i den interne analysen ble LSGs satsning på hvitfisksegmentet betraktet som et midlertidig konkurransefortrinn.

Videre ble det gjennomført en regnskapsanalyse på omgrupperte og justerte tall med en analyseperiode på sju år for å fange opp konjunktorene i bransjen. Risikoanalysen viser at LSG har en robust finansiell struktur og i lønnsomhetsanalysen ble det avdekket en marginulempe og en omløpsfordel.

Basert på analysene ble det utarbeidet et fremtidsregnskap med en prognoseperiode på ti år. Det ble gjort flere antakelser om framtidsutsiktene til LSG for å estimere den frie kontantstrømmen til totalkapitalen. Nåverdien av kontantstrømmene ga et fundamentalt verdiestimat på 471,4 NOK per aksje.

Videre ble det gjennomført en komparativ verdsettelse basert på ulike relevante multipler. Dette ga et komparativt verdiestimat på 502 NOK per aksje.

I sensitivitetsanalysen ble avdekket at den fundamentale modellen er sensitiv for endringer i kritiske variabler som det knyttes usikkerhet til. Terminalverdien utgjør 74% av det fundamentale verdiestimatet, noe som gjør modellen sensitiv for endringer i variabler som inngår i beregningen av denne.

Til slutt vektet det fundamentale- og komparative verdiestimatet likt i beregningen av det endelige verdiestimatet. Det konkluderes med en verdi på 486,7 NOK per aksje. Dette indikerer at LSG er svakt underpriset per 30.12.16 ettersom faktisk aksjekurs på verdsettelsestidspunktet var 481,1 NOK per aksje.

13 Kilder

- Berge, A. 2015a. *Marine Harvest bygger ny fôrfabrikk i Skottland* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://ilaks.no/marine-harvest-bygger-ny-forfabrikk-i-skottland/>.
- Berge, A. 2015b. *Mindre fisk å selge i 2016* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://ilaks.no/mindre-fisk-a-selge-i-2016/>.
- Berge, A. 2017a. *20 milliarder kroner klare for utviklingskonsesjoner* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://sysla.no/fisk/20-milliarder-kroner-klare-for-utviklingskonsesjoner/>.
- Berge, A. 2017b. *Laks- og ørreteksporten tredoblet på åtte år* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://ilaks.no/laks-og-orreteksporten-tredoblet-pa-atte-ar/>.
- Brealey, R. A., Myers, S. C. & Allan, F. 2014. *Principles of Corporate Finance*, New York, McGraw-Hill Education.
- Christensen, J. 2017. *Tror kronen skal styrke seg mer gjennom 2017* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://www.dn.no/nyheter/2017/01/27/1029/Makroekonomi/tror-kronen-skal-styrke-seg-mer-gjennom-2017>.
- Damodaran, A. 2012. *Investment valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, New Jersey, John Wiley & Sons, Inc.
- Dn.No. 2010. *Kina boikotter Norge og Stoltenberg* [Online]. Tilgjengelig fra: <https://www.dn.no/nyheter/politikkSamfunn/2010/12/09/kina-boikotter-norge-og-stoltenberg>.
- Dyrevern. 2014. *Fakta om fiskeoppdrett og oppdrettsfisk* [Online]. Tilgjengelig fra: https://www.dyreverv.no/andre_dyr/fisk/fakta_om_fiskeoppdrett
- Dyrnes, S. 2004. *Verdsettelse ved bruk av multiplikatorer* [Online]. Tilgjengelig fra: <https://www.lederkilden.no/tema/finans/verdivurdering/verdsettelse-ved-bruk-av-multiplikatorer>.
- Erko Seafood. 2017. *Laksens livssyklus* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://erkoseafood.no/laks/>.
- Fishpool. 2017a. *Forward Prices* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://fishpool.eu/price-information/forward-prices-3/>.
- Fishpool. 2017b. *FPI weekly details* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://fishpool.eu/price-information/spot-prices/weekly-details/>.
- Fiskedirektoratet. 2015. *Fiskedirektoratet har åpnet for søknader om utviklingstillatelse* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Nyheter/2015/1115/Fiskeridirektoratet-har-aapnet-for-soeknader-om-utviklingstillatelse>.
- Fiskedirektoratet. 2017. *Grønne tillatelse* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelse/Kommersielle-tillatelse/Laks-oerret-og-regnbueoerret/Groenne-tillatelse>.
- Fiskeridirektoratet. 2015. *Lønnsomhetsundersøkelse for produksjon av laks og regnbueørret*. Available: <http://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Statistikk-akvakultur/Statistiske-publikasjoner/Loennsomhetsundersokelser-for-laks-og-regnbueoerret>.

- Fiskeridirektoratet. 2016. *Utviklingsstillatelse* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelse/Saertillatelse/Utviklingsstillatelse>.
- Grieg Seafood. 2011. Årsrapport 2010. Available: <https://grieg.no/annual-reports/>.
- Grieg Seafood. 2012. Årsrapport 2011. Available: <https://grieg.no/annual-reports/>.
- Grieg Seafood. 2013. Årsrapport 2012. Available: <https://grieg.no/annual-reports/>.
- Grieg Seafood. 2014. Årsrapport 2013. Available: <https://grieg.no/annual-reports/>.
- Grieg Seafood. 2015. Årsrapport 2014. Available: <https://grieg.no/annual-reports/>.
- Grieg Seafood. 2016. Årsrapport 2015. Available: <https://grieg.no/annual-reports/>.
- Grieg Seafood. 2017. Kvartalsrapport 4, 2016. Available: <http://www.griegseafood.no/2402-2/>.
- Griegseafood.No. 2017. Tilgjengelig fra: <http://www.griegseafood.no/nb/>.
- Guttormsen, A. 2015. *Fisk er fisk og kjøtt er mat? - Lakseproduksjon versus andre proteinkilder* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://sjomatnorge.no/wp-content/uploads/2015/02/Atle-Guttormsen.pdf>.
- Hallenstvedt, A. 2015. *Fiskeoppdrett* [Online]. Tilgjengelig fra: <https://snl.no/fiskeoppdrett>.
- Handelskampanjen. 2016. *Norske handelsavtaler* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://www.handelskampanjen.no/tema/norske-handelsavtaler1>.
- Havfisk Asa. 2015. Årsrapport 2015. Available: <http://reports.123.no/havfisk/arsrapporter/2015/no>.
- Havforskningsinstituttet. 2009. *Biologi hos laks i oppdrett* [Online]. Tilgjengelig fra: http://www.imr.no/temasider/fisk/laks/laks_i_oppdrett/nb-no.
- Havforskningsinstituttet. 2016. *Lakseoppdrett* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://www.imr.no/temasider/akvakultur/lakseoppdrett/nb-no>.
- Havforskningsinstituttet. 2017. Risikoreport norsk fiskeoppdrett 2017. Available: http://www.imr.no/filarkiv/2017/05/risikoreport_2017.pdf/nb-no
- Ilaks.No. 2014. *Ti røykerier kontrollerer over 60 prosent av markedet* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://ilaks.no/ti-roykerier-kontrollerer-over-60-prosent-av-markedet/>
- Investopedia. År ikke angitt. *P/E* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://www.investopedia.com/terms/p/price-earningsratio.asp>.
- Jensen, M. 2017. *Kinesisk boikott av norsk laksenæring har ikke lyktes* [Online]. Tilgjengelig fra: <https://www.nmbu.no/forskning/disputaser/pressemeldingerkopi/node/31279>.
- Johnson, G., Scholes, K. & Whittington, R. 2008. *Exploring corporate strategy* Pearson Education.
- Kaldestad, Y. & Møller, B. 2011. *Verdivurdering: Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*, Oslo, Revisorforeningen.

- Knivsflå, K. H. 2016. Forelesningsnotater 1-15 i kurset BUS440 ved NHH. Available: Tilgjengelig med passord fra: <http://course.nhh.no/master/bus440/plansjar.htm>.
- Kristoffersen, T. 2005. *Årsregnskapet - en grunnleggende innføring*, Bergen, Fagbokforlaget.
- Kvamme, L. 2016. *Fra vondt til verre i Chile* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://sysla.no/fisk/fra-vondt-til-verre-i-chile/>.
- Kyst.No. 2016. *Status utviklingskonsesjoner - Innovasjonsbølgen slår inn over oppdretterne* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://kyst.no/nyheter/status-pa-utviklingskonsesjoner-innovasjonsbolgen-slar-inn-over-oppdretterne/>.
- Laks.No. 2017. *Norsk laks fra fjord til bord* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://laks.no/lakseproduksjon/>.
- Laksefakta.No. 2016a. *Norsk havbrukshistorie* [Online]. Tilgjengelig fra: <https://laksefakta.no/>.
- Laksefakta.No. 2016b. *Norske regler for miljø og oppdrett* [Online]. Tilgjengelig fra: <https://laksefakta.no/laks-og-miljo/norske-regler-for-miljo-og-oppdrett/>.
- Langli, J. C. 2010. *Årsregnskapet*, Oslo, Gyldendal Akademisk.
- Leroyseafood.Com. 2016. *Lerøy Seafood Group ASA kjøper Havfisk ASA og Norway Seafoods Group AS* [Online]. Tilgjengelig fra: <https://www.leroyseafood.com/no/Investor/Om-Leroy/Nyheter/leroy-kjoper-havfisk-og-norway-seafoods-group/>.
- Lerøy Seafood Group Asa. 2011. Årsrapport 2010. Available: <https://www.leroyseafood.com/no/Investor/Rapporter/Finansielle-rapporter/Arsrapporter/>.
- Lerøy Seafood Group Asa. 2012. Årsrapport 2011. Available: <https://www.leroyseafood.com/no/Investor/Rapporter/Finansielle-rapporter/Arsrapporter/>.
- Lerøy Seafood Group Asa. 2013. Årsrapport 2012. Available: <https://www.leroyseafood.com/no/Investor/Rapporter/Finansielle-rapporter/Arsrapporter/>.
- Lerøy Seafood Group Asa. 2014. Årsrapport 2013. Available: <https://www.leroyseafood.com/no/Investor/Rapporter/Finansielle-rapporter/Arsrapporter/>.
- Lerøy Seafood Group Asa. 2015. Årsrapport 2014. Available: <https://www.leroyseafood.com/no/Investor/Rapporter/Finansielle-rapporter/Arsrapporter/>.
- Lerøy Seafood Group Asa. 2016. Årsrapport 2015. Available: <https://www.leroyseafood.com/no/Investor/Rapporter/Finansielle-rapporter/Arsrapporter/>.
- Lerøy Seafood Group Asa. 2017. Kvartalsrapport 4, 2016. Available: <https://www.leroyseafood.com/no/Investor/Rapporter/Finansielle-rapporter/Kvartalsrapporter/>.
- Lieungh, E. 2014. Russland stanser import av norske produkter.
- Lilleby, J. 2016. *-Den chilenske katastrofen tørker opp markedet* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://e24.no/boers-og-finans/marine-harvest/massiv-fiskedoed-skaper-kaos-i-chile-og-prisbonanza-paa-laks/23683478>.
- Lovdata. 2005. *Lov om akvakultur* [Online]. Tilgjengelig fra: <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-06-17-79>
- Marine Harvest. 2011. Årsrapport 2010. Available: <http://marineharvest.com/investor/annual-reports/>.

- Marine Harvest. 2012. Årsrapport 2011. Available: <http://marineharvest.com/investor/annual-reports/>.
- Marine Harvest. 2013. Årsrapport 2012. Available: <http://marineharvest.com/investor/annual-reports/>.
- Marine Harvest. 2014. Årsrapport 2013. Available: <http://marineharvest.com/investor/annual-reports/>.
- Marine Harvest. 2015. Årsrapport 2014. Available: <http://marineharvest.com/investor/annual-reports/>.
- Marine Harvest. 2016. Årsrapport 2015. Available: <http://marineharvest.com/investor/annual-reports/>.
- Marine Harvest. 2017. Kvartalsrapport 4, 2016. Available: <http://marineharvest.com/investor/quarterly-material/>.
- Marineharvest.Com. 2017. Tilgjengelig fra: <http://marineharvest.com/>.
- Mattilsynet. 2017. *Soneforskrifter mot lakselus* [Online]. Tilgjengelig fra: https://www.mattilsynet.no/fisk_og_akvakultur/fiskehelse/fiske_og_skjellsykdommer/lakselus/soneforskrifter_mot_lakselus.3980
- Mikkelsen, A. & Laudal, T. 2015. *Strategisk HRM 1*, Stavanger, Cappelen Damm.
- Myrset, O. 2015a. *Dette må du vite om oppdretsanlegg på land* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://sysla.no/fisk/dette-ma-du-vite-om-oppdretsanlegg-pa-land/>
- Myrset, O. 2015b. *Norge eksporterte fisk for 68,8 milliarder i fjor* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://sysla.no/fisk/norge-eksportere-fisk-for-688-milliarder-i-fjor/>
- Netfonds.No. 2017. *Kursdata - Lerøy Seafood Group (LSG)* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://www.netfonds.no/quotes/paperdump.php?paper=LSG.OSE>.
- Nodland, E. 2015. *Lerøy har store forventninger til nytt lukket anlegg* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://ilaks.no/leroy-har-store-forventninger-til-nytt-lukket-anlegg/>.
- Nofima. 2016a. *Kostnader for lakseoppdrett i konkurrentland*. Available: <https://nofima.no/publikasjoner/?ptitle=kostnader+for+lakseoppdrett&author=&authorID=&categories=&fromyears=&toyears=&action=pubsearch>.
- Nofima. 2016b. *Valutaeffekter i norsk sjømatindustri*. Available: <https://brage.bibsys.no/xmlui/handle/11250/2394842>.
- Norges Bank. 2016a. *Inflasjon* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Inflasjon/>.
- Norges Bank. 2016b. *Statsobligasjoner Årsgjennomsnitt* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>.
- Norway Seafoods Group As. 2015. Årsrapport 2015. Available: <http://bedrift.norwayseafoods.com/text.cfm?path=539,561&lid=3>.
- Nærings- Og Fiskeridepartementet. 2012. *Verdiskapning basert på produktive hav i 2050* [Online]. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/verdiskapning-basert-pa-produktive-hav-i-/id697596/>.

- Nærings- Og Fiskeridepartementet. 2014. Sjømatindustrien - Utredning av sjømatindustriens rammevilkår. Available: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2014-16/id2354149/sec3>.
- Nærings- Og Fiskeridepartementet 2015. Forutsigbar og miljømessig bærekraftig vekst i norsk lakse- og ørretoppdrett. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld.-st.-16-2014-2015/id2401865/sec6>
- Oslo Børs. 2017. *Oslo Børs Seafood Index* [Online]. Tilgjengelig fra: <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/OBSFX.OSE/overview>.
- Porter, M. 1979. How competitive forces shape strategy. Tilgjengelig fra: <https://hbr.org/1979/03/how-competitive-forces-shape-strategy>
- Pwc. 2016. *Risikopremien i det norske markedet 2015-2016* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremie/risikopremien-2016.html>.
- Regjeringen.No. 2015. *Skattereform for omstilling og vekst* [Online]. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/skattereform-for-omstilling-og-vekst/id2457106/>.
- Regjeringen.No. 2016a. *Det europeiske frihandelsforbund* [Online]. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/tema/naringsliv/handel/nfd---innsiktsartikler/frihandelsavtaler/efta/id438841/>.
- Regjeringen.No. 2016b. *Skattesatser 2017* [Online]. Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2017/id2514837/>.
- Salmar. 2011. Årsrapport 2010. Available: <http://www.salmar.no/arsrapporter>.
- Salmar. 2012. Årsrapport 2011. Available: <http://www.salmar.no/arsrapporter>.
- Salmar. 2013. Årsrapport 2012. Available: <http://www.salmar.no/arsrapporter>.
- Salmar. 2014. Årsrapport 2013. Available: <http://www.salmar.no/arsrapporter>.
- Salmar. 2015. Årsrapport 2014. Available: <http://www.salmar.no/arsrapporter>.
- Salmar. 2016. Årsrapport 2015. Available: <http://www.salmar.no/arsrapporter>.
- Salmar. 2017. Kvartalsrapport 4, 2016. Available: <http://www.salmar.no/kvartalsrapporter>.
- Salmar.No. 2017. Tilgjengelig fra: <http://www.salmar.no/>.
- Schølberg, O. 2009. *Finansteori anvendt i praksis* [Online]. Tilgjengelig fra: <https://www.magma.no/finansteori-anvendt-i-praksis>.
- Sfi Handbook. 2017. Available: <http://marineharvest.com/investor/industry-handbook/>.
- Sjømat Norge. 2016. Årsmelding 2016. Available: <http://sjomatnorge.no/informasjonsmaterie//>.
- Skarstein, I. 2015. *Hva skjer når Russland ikke har norsk laks?* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://blogg.seafood.no/2015/01/hva-skjer-nar-russland-ikke-har-norsk-laks/>

- Skistad, S. 2014. Studier av volatilitet og prisrelasjoner for norsk oppdrettslaks. Available: <https://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/handle/11250/279499/Masteroppgave%20Stian%20Skistad.pdf?sequence=1>.
- Skretting.Com. År ikke oppgitt. *Oppdrett av torsk* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://www.skretting.com/nb-NO/arter/torsk/torskeoppdrett/>.
- Soltveit, T. 2016. *Oppdrettsgigant søker om utviklingstillatelser til "pipefarm"* [Online]. Tilgjengelig fra: <http://kyst.no/nyheter/oppdrettsgigant-soker-om-utviklingstillatelser-til-pipefarm-konsept/>.
- Ssb.No. 2016. *Akvakultur, 2015, endelige tall* [Online]. Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/statistikker/fiskeoppdrett/aar/2016-10-28?fane=om#content>.
- Ssb.No. 2017. *Fiskeri, 2016, førebelse tal* [Online]. Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/statistikker/fiskeri/aar-forelopige?fane=arkiv&variantKey=9389#content>.
- Steinset, T. 2017. *Frå attåtæring til milliardindustri* [Online]. Tilgjengelig fra: <https://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/artikler-og-publikasjoner/fra-attatnaering-til-milliardindustri>.
- Teknologirådet. 2012. Fremtidens lakseoppdrett. Available: <https://teknologiradet.no/wp-content/uploads/sites/19/2013/08/Rapport-Fremtidens-lakseoppdrett.pdf>.
- Uib. År ikke angitt. Tilgjengelig fra: <https://norges-fiskeri-og-kysthistorie.b.uib.no/bokverket/bind-5-havbrukshistorie/>.
- Wwf. År ikke oppgitt. *Fiskeoppdrett* [Online]. Tilgjengelig fra: http://www.wwf.no/dette_jobber_med/hav_og_kyst/havbruk/.
- Åsberg, A. 2015. *Hviterussland øker importen av norsk fisk* [Online]. Tilgjengelig fra: <https://www.nrk.no/nordland/hviterussland-oket-importen-av-norsk-fisk-1.12487979>

13.1 Tabelloversikt

Tabell 4-1: Nøkkeltall for Marine Harvest, (2010-2016).	18
Tabell 4-2: Nøkkeltall for SalMar, (2010-2016).	19
Tabell 4-3: Nøkkeltall for Grieg Seafood, (2010-2016).	20
Tabell 4-4: Nøkkeltall for LSG, (2010-2016).	21
Tabell 5-1: Gjennomsnittlig årlig laksepris basert på ukentlig data, (2010-2016).	27
Tabell 5-2: Oppsummering av intern analyse	41
Tabell 6-1: Resultatregnskap i NOK 1000, LSG (2010-2016).	44
Tabell 6-2: Balanseregnskap i NOK 1000, LSG (2010-2016).	45
Tabell 6-3: Fullstendig nettoresultat, LSG (2010-2016).	47
Tabell 6-4: Fordeling av annet fullstendig resultat, LSG (2010-2016).	47
Tabell 6-5: Unormalt driftsresultat, LSG (2010-2016).	48
Tabell 6-6: Unormalt finansresultat og netto unormalt finansresultat, LSG (2010-2016).	49
Tabell 6-7: Selskapsskattesats, LSG (2010-2016), (Knivsflå, 2016).	50
Tabell 6-8: Fordeling av skattekostnad, LSG (2010-2016).	50
Tabell 6-9: Omgruppert resultatregnskap, LSG (2010-2016), (Knivsflå, 2016).	51
Tabell 6-10: Klassifisering av balanseposter, LSG (2010-2016)	52
Tabell 6-11: Omgruppert balanse, sysselsatt kapital, LSG (2010-2016).	52
Tabell 6-12: Omgruppert balanse, netto driftskapital, LSG (2010-2016).	52
Tabell 7-1: Tidsvekting av forholdstall.	53

Tabell 7-2: Likviditetsgrad 1, LSG (2010-2016).	54
Tabell 7-3: Likviditetsgrad 2, LSG (2010-2016).	55
Tabell 7-4: Rentedekningsgrad, LSG (2010-2016).	57
Tabell 7-5: Finansiell gjeldsdekningsgrad, LSG (2010-2016).	58
Tabell 7-6: Egenkapitalprosent, LSG (2010-2016).	59
Tabell 7-7: Netto driftsrentabilitet, LSG (2010-2016).	61
Tabell 7-8: Finansieringsmatrise i NOK 1000, LSG (2010-2016).	62
Tabell 7-9: Finansieringsmatrise i prosent, LSG (2010-2016).	62
Tabell 7-10: Finansieringsmatrise i NOK 1000, bransjen (2010-2016).	62
Tabell 7-11: Finansieringsmatrise i prosent, bransjen (2010-2016).	62
Tabell 7-12: Rating av forholdstall	64
Tabell 7-13: Syntetisk rating, LSG (2010-2016).	64
Tabell 7-14: Syntetisk rating, bransjen (2010-2016).	64
Tabell 8-1: Risikofri rente, (2010-2016) (Norges Bank, 2016b).	66
Tabell 8-2: Markedspremie, (2010-2016) (PWC, 2016)	66
Tabell 8-3: Justert beta for LSG og komparative selskap, (2012-2016) (netfonds.no, 2017).	67
Tabell 8-4: Årlig egenkapitalbeta, LSG (2010-2016).	69
Tabell 8-5: Årlig egenkapitalkrav og minoritetskrav, LSG (2010-2016).	70
Tabell 8-6: Årlig egenkapitalkrav og minoritetskrav, bransjen (2010-2016).	70
Tabell 8-7: Årlig netto driftskrav, LSG (2010-2016).	71
Tabell 8-8: Årlig netto driftskrav, bransjen (2010-2016).	71
Tabell 8-9: Krav til netto finansiell gjeld, LSG (2010-2016).	72
Tabell 8-10: Kredittrisikopremie etter skatt.	72
Tabell 8-11: Krav til finansiell gjeld, LSG (2010-2016).	73
Tabell 8-12: Krav til finansielle eiendeler, LSG (2010-2016).	74
Tabell 8-13: Netto finansiell gjeldsbeta, LSG (2010-2016).	74
Tabell 8-14: Finansiell gjeldsbeta, LSG (2010-2016).	75
Tabell 8-15: Finansiell eiendelsbeta, LSG (2010-2016).	76
Tabell 9-1: Superrentabilitet, LSG (2010-2016).	77
Tabell 9-2: Superrentabilitet, bransjen (2010-2016).	78
Tabell 9-3: Intern ressursfordel 1, LSG (2010-2016).	79
Tabell 9-4: Intern ressursfordel 2, LSG (2010-2016).	80
Tabell 9-5: Dekomponering av superrentabilitet, LSG (2010-2016).	80
Tabell 9-6: Driftsfordel, LSG (2010-2016)	81
Tabell 9-7: Driftsrelatert bransjefordel, (2010-2016).	81
Tabell 9-8: Driftsrelatert ressursfordel, LSG (2010-2016).	82
Tabell 9-9: Omløpet til netto driftseiendeler, LSG (2010-2016).	82
Tabell 9-10: Marginfordel, LSG (2010-2016).	83
Tabell 9-11: "Common-size" resultatanalyse, LSG (2010-2016).	84
Tabell 9-12: Spesifisering av kravfordel og ressursfordel, LSG (2010-2016).	84
Tabell 9-13: Omløpsfordel, LSG (2010-2016).	85
Tabell 9-14: Driftsinntekter og netto driftseiendeler per kg, LSG og bransjen (2010-2016).	85
Tabell 9-15: Oppsummering av ren driftsfordel, LSG (2010-2016).	86
Tabell 10-1: Justerte tall for 2016	88
Tabell 10-2: Forwardpris på laks, (2017-2019) (FishPool, 2017a)	89
Tabell 10-3: Historisk EBITDA-margin, LSG (2010-2016).	93
Tabell 10-4: Fremtidig EBITDA-margin, LSG (2017-2026).	93
Tabell 10-5: Inntekt fra tilknyttede selskap, historisk andel av driftsinntekter. LSG (2010-2016).	94
Tabell 10-6: Varige driftsmidler, historisk andel av driftsinntekter. LSG (2010-2016).	94
Tabell 10-7: Avskrivninger, historisk andel av fjorårets varige driftsmidler. LSG (2010-2016).	95
Tabell 10-8: Driftsrelatert arbeidskapital, historisk andel av driftsinntekter. LSG (2010-2016).	95

Tabell 10-9: Driftsrelatert arbeidskapital, fremtidig andel av driftsinntekter, LSG (2017-2026).	95
Tabell 10-10: Fremtidsregnskap del 1	96
Tabell 10-11: Fremtidsregnskap del 2	96
Tabell 10-12: Fremtidig egenkapitalkrav	97
Tabell 10-13: Fremtidig krav til netto finansiell gjeld	98
Tabell 10-14: Andel egenkapital og gjeld.	98
Tabell 10-15: WACC	99
Tabell 11-1: Fundamentalt verdierestimert, tall i 1000 NOK	100
Tabell 11-2: Relevante balanse- og resultatposter, LSG og bransjen (31.12.2016).	101
Tabell 11-3: Markedsverdi av egenkapital og enterprise value, LSG og bransjen (31.12.2016).	102
Tabell 11-4: P/B, LSG og bransjen (31.12.2016).	102
Tabell 11-5: P/E, LSG og bransjen (31.12.2016).	103
Tabell 11-6: EV/EBITDA, LSG og bransjen (31.12.2016).	104
Tabell 11-7: EV/EBIT, LSG og bransjen (31.12.2016).	104
Tabell 11-8: EV/Slaktevolum, LSG og bransjen (31.12.2016).	105
Tabell 11-9: Komparativt verdierestimert, LSG (31.12.16).	106
Tabell 11-10: Sensitivitetsanalyse	106
Tabell 11-11: Endelig verdierestimert	107

13.2 Figurliste

Figur 4-1: Førstehåndsverdi av akvakultur og fiskeri, (1980-2015) (Steinset, 2017).	13
Figur 4-2: Ukentlig laksepris, (2010-2016) (FishPool, 2017b).	14
Figur 4-3: Import av norsk laks, 2016 (Steinset, 2017).	14
Figur 4-4: Oppdrettsnæringens verdikjede (Nærings- og fiskeridepartementet, 2014)	16
Figur 4-5: Produksjonskostnad NOK/kg (Fiskeridirektoratet, 2015)	17
Figur 4-6: Markeder som andel av total omsetning, LSG (2016).	22
Figur 5-1: Totalt norsk slaktevolum av laks, (1997-2016). (SFI Handbook, 2017)	26
Figur 5-2: Porters konkurransekraftmodell (Porter, 1979)	33
Figur 5-3: Selskaper som produserer matfisk av laks og ørret, (1999-2015). (Steinset, 2017)	34
Figur 5-4: Prisnivå for indirekte substitutter relativt til pris på laks, (1980-2016).	36
Figur 5-5: Utvikling av førstehåndsverdi og fangstmengde av torsk (ssb.no, 2017).	39
Figur 5-6: Oppsummering av den strategiske analysen – SWOT	42
Figur 7-1: Likviditetsgrad 1, LSG (2010-2016).	54
Figur 7-2: Likviditetsgrad 2, LSG (2010-2016).	56
Figur 7-3: Rentedeckningsgrad, LSG (2010-2016).	57
Figur 7-4: Finansiell gjeldsdekningsgrad, LSG (2010-2016).	58
Figur 7-5: Egenkapitalprosent, LSG (2010-2016).	60
Figur 7-6: Netto driftsrentabilitet, LSG (2010-2016).	61
Figur 8-1: Regresjonsanalyse for beta, LSG (2012-2016).	68
Figur 9-1: Egenkapitalrentabilitet mot egenkapitalkrav, LSG (2010-2016).	78
Figur 9-2: Egenkapitalrentabilitet, LSG mot bransjen (2010-2016).	80
Figur 10-1: Slaktevolum, bransjen (2010-2016).	89
Figur 10-2: Årlig endring i slaktevolum, LSG mot bransjen (2011-2016).	89
Figur 10-3: Årlig utvikling i driftsinntekter og laksepris, LSG vs bransjen (2010-2016).	90
Figur 10-4: Framtidig utvikling i driftsinntekter, LSG (2011-2026)	92

13.3 Vedlegg

Tabell 13-1: Omgruppert resultatregnskap, MHG (Marine Harvest, 2011, Marine Harvest, 2012, Marine Harvest, 2013, Marine Harvest, 2014, Marine Harvest, 2015, Marine Harvest, 2016, Marine Harvest, 2017)

Marine Harvest	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016
Driftsinntekter	15 281 200	16 132 800	15 463 600	19 199 400	25 531 300	27 880 700	31 899 083
Driftskostnader	-12 090 000	-13 306 300	-14 925 900	-16 017 200	-21 315 100	-24 905 800	-25 783 168
Driftsresultat av egen virksomhet	3 191 200	2 826 500	537 700	3 182 200	4 216 200	2 974 900	6 115 914
Driftsrelatert skatt på egen virksomhet	-912 930	-696 244	-94 268	-897 105	-1 228 775	-844 614	-1 804 657
Netto driftsresultat av egen virksomhet	2 278 270	2 130 256	443 432	2 285 095	2 987 425	2 130 286	4 311 258
Nettoresultat fra tilknyttede selskap	202 000	-8 500	88 300	221 800	149 500	209 700	568 880
Netto driftsresultat	2 480 270	2 121 756	531 732	2 506 895	3 136 925	2 339 986	4 880 138
Netto finansinntekt	29 117	22 448	109 556	130 052	32 226	26 896	35 417
Nettoresultat til sysselsatt kapital	2 509 387	2 144 204	641 288	2 636 947	3 169 151	2 366 882	4 915 555
Netto finanskostnader	126 504	292 176	275 616	461 016	397 558	304 045	329 878
Netto minoritetsresultat	-30 500	-5 500	-4 000	-7 400	-3 900	-600	2 726
Nettoresultat til EK	2 352 383	1 846 528	361 672	2 168 531	2 767 693	2 062 237	4 588 403
Unormalt netto driftsresultat	807 907	-1 111 959	-230 862	1 630 337	326 432	435 420	2 367 098
Unormalt netto finansresultat	328 723	457 416	196 107	-382 768	-1 292 396	-343 506	-2 338 743
Fullstendig nettoresultat til EK	3 489 013	1 191 985	326 917	3 416 100	1 801 729	2 154 150	4 616 759
Netto betalt utbytte	-2 144 900	-2 825 400	849 500	1 607 500	-3 383 500	1 382 600	-3 809 497
Endring i EK	1 344 113	-1 633 415	1 176 417	5 023 600	-1 581 771	3 536 750	807 262

Tabell 13-2: Omgruppert balanse, MHG (2010-2016).

Marine Harvest	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016
Driftsrelaterte anleggsmidler	12 369 600	12 798 700	12 498 200	16 355 800	18 481 000	20 459 000	20 387 870
Langsiktig driftrelatert gjeld	2 237 900	2 351 900	2 543 700	3 365 000	3 568 900	3 759 300	4 121 199
Netto driftsrelaterte eiendeler	10 131 700	10 446 800	9 954 500	12 990 800	14 912 100	16 699 700	16 266 671
Driftsrelaterte omløpsmidler	10 713 500	9 592 900	9 402 300	15 565 600	16 885 500	19 070 900	22 238 119
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	3 041 800	2 905 700	3 331 800	5 139 600	5 683 700	5 909 100	7 661 705
Driftsrelatert arbeidskapital	7 671 700	6 687 200	6 070 500	10 426 000	11 201 800	13 161 800	14 576 414
Netto driftseiendeler	17 803 400	17 134 000	16 025 000	23 416 800	26 113 900	29 861 500	30 843 085
Finansielle eiendeler	445 700	397 000	1 417 100	1 806 200	1 607 900	730 600	1 026 010
Sysselsatte eiendeler	18 249 100	17 531 000	17 442 100	25 223 000	27 721 800	30 592 100	31 869 120
Egenkapital	12 500 200	10 766 300	11 619 700	16 318 500	14 702 200	18 178 300	18 733 964
Minoritet	70 500	75 800	69 000	27 800	16 000	8 900	8 179
Finansiell gjeld	5 678 400	6 688 700	5 753 200	8 876 900	13 003 600	12 404 600	13 126 952
Sysselsatt kapital	18 249 100	17 530 800	17 441 900	25 223 200	27 721 800	30 591 800	31 869 094
Netto driftseiendeler	17 803 400	17 134 000	16 025 000	23 416 800	26 113 900	29 861 500	30 843 085
Egenkapital	12 500 200	10 766 300	11 619 700	16 318 500	14 702 200	18 178 300	18 733 964
Minoritetsinteresser	70 500	75 800	69 000	27 800	16 000	8 900	8 179
Netto finansiell gjeld	5 232 700	6 291 700	4 336 100	7 070 700	11 395 700	11 674 000	12 100 942
Netto driftskapital	17 803 400	17 133 800	16 024 800	23 417 000	26 113 900	29 861 200	30 843 085

Tabell 13-3: Beregnet normal skattekostnad, MHG (2010-2016).

Marine Harvest	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016
Rapportert skattekostnad (NSK)	1 143 900	261 700	376 500	1 026 800	752 000	820 500	1 998 350
Skatt på finansinntekter	6 683	5 152	25 144	29 848	7 074	5 904	7 083
Skatt på finanskostnader	49 196	113 624	107 184	179 284	147 042	112 455	109 959
Skatt på unormalt finansresultat	38 677	102 984	63 093	-75 432	-281 304	-72 594	-270 995
Skatt på driftsresultat	1 147 736	267 188	395 447	1 251 668	1 173 272	999 645	2 108 309
Driftsresultat før skatt	4 259 200	1 217 900	880 500	4 439 900	3 483 900	2 883 100	8 439 598
Årlig driftsskattesats (dss)	26,95 %	21,94 %	44,91 %	28,19 %	33,68 %	34,67 %	24,98 %
Skatt på unormalt driftsresultat	287 796	-352 901	153 957	354 563	-246 616	-31 829	574 581
Skatt på normalt driftsresultat	859 940	620 089	241 490	897 105	1 419 888	1 031 474	1 533 729
Unormal skatt på normalt driftsresultat (ndss-dss)	-52 990	-76 155	147 222	0	191 113	186 860	-270 928
Normal driftsskattekostnad (ndss)	912 930	696 244	94 268	897 105	1 228 775	844 614	1 804 657

Gjennomsnittlig ndss	30,76 %
Median ndss	28,19 %
Gjennomsnittlig sss	27,29 %
Fiss (2/3*sss)	18,19 %

Tabell 13-4: Omgruppert resultatregnskap, SALM (SalMar, 2011, SalMar, 2012, SalMar, 2013, SalMar, 2014, SalMar, 2015, SalMar, 2016, SalMar, 2017)

SalMar	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016
Driftsinntekter	3 429 432	3 833 503	4 204 791	6 245 860	7 185 887	7 326 202	9 029 814
Driftskostnader	-2 823 017	-3 602 804	-4 253 875	-5 306 281	-5 466 559	-6 154 870	-6 994 038
Driftsresultat av egen virksomhet	606 415	230 699	-49 084	939 579	1 719 328	1 171 332	2 035 776
Driftsrelatert skatt på egen virksomhet	-135 238	-56 914	22 477	-276 202	-425 894	-302 902	-516 435
Netto driftsresultat av egen virksomhet	471 177	173 785	-26 607	663 377	1 293 434	868 430	1 519 341
Nettoresultat fra tilknyttede selskap	147 365	97 999	93 909	157 980	96 136	40 242	286 844
Netto driftsresultat	618 542	271 784	67 302	821 357	1 389 570	908 672	1 806 185
Netto finansinntekt	7 650	4 291	2 404	8 099	7 427	3 413	11 797
Nettoresultat til sysselsatt kapital	626 192	276 075	69 707	829 456	1 396 996	912 085	1 817 982
Netto finanskostnader	36 405	71 130	128 375	123 296	91 978	76 303	85 141
Netto minoritetsresultat	-11 300	-2 517	-14 072	-113 335	-22 977	-25 506	-13 910
Nettoresultat til EK	578 487	202 429	-72 741	592 825	1 282 042	810 276	1 718 931
Unormalt netto driftsresultat	354 944	-41 099	465 835	921 083	-31 953	342 261	736 720
Unormalt netto finansresultat	-33 258	-18 718	-2 688	377 581	63 005	63 211	-49 880
Fullstendig nettoresultat til EK	900 172	142 612	390 406	1 891 488	1 313 094	1 215 749	2 405 771
Netto betalt utbytte	-260 474	-402 707	314 425	26 877	-900 889	-1 095 799	-1 090 170
Endring i EK	639 698	-260 095	704 831	1 918 365	412 205	119 950	1 315 601

Tabell 13-5: Omgruppert balanse, SALM (2010-2016).

SalMar	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016
Driftsrelaterte anleggsmidler	3 452 326	3 962 410	4 352 878	4 725 720	5 439 929	5 953 183	6 956 719
Langsiktig driftrelatert gjeld	788 902	739 688	872 926	1 199 557	1 262 594	1 230 815	1 495 301
Netto driftsrelaterte eiendeler	2 663 424	3 222 722	3 479 952	3 526 163	4 177 335	4 722 368	5 461 418
Driftsrelaterte omløpsmidler	2 255 880	2 298 996	3 196 340	4 128 422	4 502 001	4 708 096	6 119 635
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	653 998	658 376	966 480	827 787	1 256 307	1 583 852	2 587 383
Driftsrelatert arbeidskapital	1 601 882	1 640 620	2 229 860	3 300 635	3 245 694	3 124 244	3 532 252
Netto driftseiendeler	4 265 306	4 863 342	5 709 812	6 826 798	7 423 029	7 846 612	8 993 670
Finansielle eiendeler	124 665	55 015	77 617	1 077 409	182 477	282 222	325 332
Sysselsatte eiendeler	4 389 971	4 918 357	5 787 429	7 904 207	7 605 506	8 128 834	9 319 002
Egenkapital	2 351 356	2 092 383	2 831 413	4 722 975	5 076 655	5 147 356	6 598 401
Minoritet	118 011	122 228	136 300	337 808	60 622	79 684	82 432
Finansiell gjeld	1 920 604	2 703 751	2 819 716	2 843 423	2 468 229	2 901 794	2 638 170
Sysselsatt kapital	4 389 971	4 918 362	5 787 429	7 904 206	7 605 506	8 128 834	9 319 003
Netto driftseiendeler	4 265 306	4 863 342	5 709 812	6 826 798	7 423 029	7 846 612	8 993 670
Egenkapital	2 351 356	2 092 383	2 831 413	4 722 975	5 076 655	5 147 356	6 598 401
Minoritetsinteresser	118 011	122 228	136 300	337 808	60 622	79 684	82 432
Netto finansiell gjeld	1 795 939	2 648 736	2 742 099	1 766 014	2 285 752	2 619 572	2 312 838
Netto driftskapital	4 265 306	4 863 347	5 709 812	6 826 797	7 423 029	7 846 612	8 993 671

Tabell 13-6: Beregnet normal skattekostnad, SALM (2010-2016).

SalMar	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016
Rapportert skattekostnad (NSK)	302 667	13 106	127 062	418 695	413 364	254 891	691 090
Skatt på finansinntekter	1 756	985	552	1 859	1 630	749	2 359
Skatt på finanskostnader	14 158	27 661	49 924	47 949	34 019	28 221	28 380
Skatt på unormalt finansresultat	142	-4 039	9 198	69 582	206	0	11 500
Skatt på driftsresultat	314 926	43 821	167 236	395 203	445 547	282 363	719 470
Driftsresultat før skatt	1 153 812	177 629	638 859	1 949 424	1 646 699	1 443 807	3 085 602
Årlig driftsskattesats (dss)	27,29 %	24,67 %	26,18 %	20,27 %	27,06 %	19,56 %	23,32 %
Skatt på unormalt driftsresultat	149 409	-13 092	180 085	204 724	-19 651	53 288	244 788
Skatt på normalt driftsresultat	165 518	56 914	-12 849	190 479	465 199	229 076	474 682
Unormal skatt på normalt driftsresultat (ndss-dss)	30 279	0	9 628	-85 723	39 304	-73 826	-41 752
Normal driftsskattekostnad (ndss)	135 238	56 914	-22 477	276 202	425 894	302 902	516 435

Gjennomsnittlig ndss	24,05 %
Median ndss	24,67 %
Gjennomsnittlig sss	27,29 %
Fiss (2/3*sss)	18,19 %

Tabell 13-7: Omgruppert resultatregnskap, GSF (Grieg Seafood, 2011, Grieg Seafood, 2012, Grieg Seafood, 2013, Grieg Seafood, 2014, Grieg Seafood, 2015, Grieg Seafood, 2016, Grieg Seafood, 2017)

Grieg Seafood	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016
Driftsinntekter	2 461 398	2 077 263	2 091 026	2 429 901	2 685 229	4 660 582	6 586 775
Driftskostnader	-1 882 853	-2 069 603	-2 099 386	-2 215 655	-2 190 867	-4 683 930	-5 442 887
Driftresultat av egen virksomhet	578 545	7 660	-8 360	214 246	494 362	-23 348	1 143 888
Driftsrelatert skatt på egen virksomhet	-129 862	-21 402	-4 527	-60 402	-97 008	-3 166	-288 093
Netto driftsresultat av egen virksomhet	448 683	-13 742	-12 887	153 844	397 354	-26 514	855 795
Nettoresultat fra tilknyttede selskap	7 590	25 165	-913	2 244	2 865	3 142	12 083
Netto driftsresultat	456 273	11 423	-13 800	156 088	400 219	-23 372	867 878
Netto finansinntekt	9 172	2 501	2 037	6 043	3 906	7 767	17 013
Nettoresultat til sysselsatt kapital	465 445	13 924	-11 763	162 131	404 126	-15 605	884 892
Netto finanskostnader	36 873	38 896	72 660	70 684	65 486	91 927	63 965
Netto minoritetsresultat	0	0	0	0	-5 588	-10 992	-36 299
Nettoresultat til EK	428 572	-24 971	-84 422	91 447	333 051	-118 524	784 628
Unormalt netto driftsresultat	181 196	-131 538	-73 056	331 821	-159 937	92 402	449 572
Unormalt netto finansresultat	35 841	29 286	-4 766	59 529	109 075	68 492	-70 025
Fullstendig nettoresultat til EK	645 609	-127 224	-162 245	482 797	282 189	42 371	1 164 175
Netto betalt utbytte	-27 507	-168 716	0	0	0	-55 206	-165 618
Endring i EK	618 102	-295 940	-162 245	482 797	282 189	-12 835	998 557

Tabell 13-8: Omgruppert balanse, GSF (2010-2016).

Grieg Seafood	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016
Driftsrelaterte anleggsmidler	1 976 872	2 261 673	2 276 194	2 351 318	2 635 920	2 792 012	2 697 194
Langsiktig driftrelatert gjeld	533 549	488 259	427 891	557 960	560 518	539 149	674 684
Netto driftsrelaterte eiendeler	1 443 323	1 773 414	1 848 303	1 793 358	2 075 402	2 252 863	2 022 510
Driftsrelaterte omløpsmidler	1 931 065	1 754 110	1 551 790	2 072 176	2 532 594	2 747 653	3 512 626
Kortsiktig driftsrelatert gjeld	320 083	367 720	319 821	395 716	758 640	1 150 788	1 439 158
Driftsrelatert arbeidskapital	1 610 982	1 386 390	1 231 969	1 676 460	1 773 954	1 596 865	2 073 468
Netto driftseiendeler	3 054 305	3 159 804	3 080 272	3 469 818	3 849 356	3 849 728	4 095 978
Finansielle eiendeler	149 691	156 414	242 295	167 098	183 083	396 113	558 219
Sysselsatte eiendeler	3 203 996	3 316 218	3 322 567	3 636 916	4 032 439	4 245 841	4 654 197
Egenkapital	1 982 405	1 690 150	1 513 230	1 988 557	2 222 094	2 207 162	3 150 681
Minoritet	0	0	0	0	19 357	30 349	56 270
Finansiell gjeld	1 221 591	1 626 069	1 809 338	1 648 360	1 790 988	2 008 327	1 447 245
Sysselsatt kapital	3 203 996	3 316 219	3 322 568	3 636 917	4 032 439	4 245 838	4 654 196
Netto driftseiendeler	3 054 305	3 159 804	3 080 272	3 469 818	3 849 356	3 849 728	4 095 978
Egenkapital	1 982 405	1 690 150	1 513 230	1 988 557	2 222 094	2 207 162	3 150 681
Minoritetsinteresser	0	0	0	0	19 357	30 349	56 270
Netto finansiell gjeld	1 071 900	1 469 655	1 567 043	1 481 262	1 607 905	1 612 214	889 026
Netto driftskapital	3 054 305	3 159 805	3 080 273	3 469 819	3 849 356	3 849 725	4 095 977

Tabell 13-9: Beregnet normal skattekostnad, GSF (2010-2016).

Grieg Seafood	2 010	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016
Rapportert skattekostnad (NSK)	226 727	-72 064	-55 170	113 945	22 806	-13 574	338 505
Skatt på finansinntekter	2 105	574	468	1 387	858	1 705	3 403
Skatt på finanskostnader	14 340	15 126	28 256	27 488	24 221	34 000	21 322
Skatt på unormalt finansresultat	8 226	6 721	2 104	6 387	11 298	6 123	11 665
Skatt på driftsresultat	230 736	-64 233	-29 485	133 659	34 871	12 599	359 827
Driftsresultat før skatt	847 384	-189 566	-93 100	615 743	213 704	80 951	1 683 487
Årlig driftsskattesats (dss)	27,23 %	33,88 %	31,67 %	21,71 %	16,32 %	15,56 %	21,37 %
Skatt på unormalt driftsresultat	73 203	-66 829	-26 838	87 153	-45 797	16 233	115 333
Skatt på normalt driftsresultat	157 533	2 596	-2 648	46 506	80 668	-3 634	244 493
Unormal skatt på normalt driftsresultat (ndss-dss)	27 671	-18 806	-7 175	-13 896	-16 340	-6 800	-43 599
Normal driftsskattekostnad (ndss)	129 862	21 402	4 527	60 402	97 008	3 166	288 093

Gjennomsnittlig ndss	23,96 %
Median ndss	21,71 %
Gjennomsnittlig sss	27,29 %
Fiss (2/3*sss)	18,19 %

Tabell 13-10: Relevante fremtidige balanseposter, LSG (2017-2026)(Lerøy Seafood Group ASA, 2011, Lerøy Seafood Group ASA, 2012, Lerøy Seafood Group ASA, 2013, Lerøy Seafood Group ASA, 2014, Lerøy Seafood Group ASA, 2015, Lerøy Seafood Group ASA, 2016)

Relevante balanseposter	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021	2 022	2 023	2 024	2 025	2 026
Varige driftsmidler	4 454 524	4 947 862	5 442 649	5 918 880	6 362 796	6 760 471	7 098 495	7 394 265	7 640 741	7 831 759
Driftsrelatert arbeidskapital	7 570 837	8 409 307	9 250 238	9 486 081	9 949 465	10 307 730	10 546 361	10 985 793	11 351 986	11 635 785