

Handelshøgskolen

# Er børsverdien til Lerøy Seafood Group i samsvar med underliggende verdier per 5. januar 2017?

**Preben Yttergård Hanssen**

*Masteroppgave i økonomi og administrasjon – mai 2017*

## Forord

Masteravhandlingen representerer avslutningen på det toårige masterstudiet i økonomi og administrasjon ved UiT Norges arktiske universitet. I prosessen med å velge tema for masteroppgaven falt valget raskt på verdsettelse. Verdsettelsesfaget befinner seg i grenselandet mellom strategisk analyse, finanst teori og regnskapsanalyse. Alle disse fagområdene har vært av stor interesse gjennom utdannelsesløpet ved UiT Norges Arktiske Universitet.

At valget på verdsettelsesobjekt falt på Lerøy Seafood Group er sammenfallende med betydningen havbruksnæringen har for norsk økonomi, samt at næringen preges av et sterkt fokus på innovasjon og nyskaping. Som nyansatt i økonomiavdelingen til Lerøy Aurora har verdsettelsesprosessen vært en motivasjonsdriver for å øke kunnskapen om virksomhetens omgivelser og regnskapsdata.

Jeg har gjennom avhandlingen sett meg nødt til å gjøre visse avgrensninger. Dette skyldes både at prosessen er begrenset i tid og til dels at informasjonstilgangen er avgrenset. Til tross for dette er jeg godt fornøyd med resultatet, og mener jeg har kommet frem til et kvalifisert estimat på LSGs egenkapitalverdi.

Jeg vil rette en takk til mine veiledere Bernt Arne Bertheussen og Terje Vassdal for konstruktive og gode tilbakemeldinger.

Avslutningsvis vil jeg takke samboer og familie for god støtte, samt mine kollegaer i Lerøy Aurora som har gjort arbeidet med avhandlingen lærerik og spennende.

## Sammendrag

Formålet med denne masteravhandlingen var å estimere Lerøy Seafood Group ASAs egenkapitalverdi og den tilhørende aksjeverdien. Prosessen resulterte i en verdi på selskapets egenkapital på 31,4 milliarder NOK og en verdi per aksje på 527,8 NOK. Dette gir opphav til en kjøpsanbefaling per 5. januar 2107 siden aksjekursen på denne tidspunktet var på 454,4 NOK.

Verdsettelsen ble gjennomført i henhold til rammeverket for fundamental analyse, mer presist ved å anvende totalkapitalmetoden og økonomisk profitt metoden. Oppgavens første del ble utarbeidet med hensyn på å identifisere konsernets strategiske fordeler og kilder til fremtidig lønnsomhet og vekst. Et sentralt poeng i denne forbindelse var hvorvidt LSGs har noen strategiske fordeler som vil gi selskapet varige konkurransefortrinn. Videre ble det avdekket at premissene for vekst ligger innenfor miljømessige bærekraftige rammer.

Oppgavens andre del analyser selskapets regnskap og økonomiske stilling, i tillegg til en omgruppering av regnskapet for videre investororientert analyse. Deretter ble det foretatt en nøkkeltallanalyse for å avdekke selskapets risiko og lønnsomhet. Her ble det avdekket at selskapet kan tåle relativt store tap før kreditors fordringer kommer i fare og at selskapet oppnår høy avkastning på den investerte kapitalen. Innsikten fra strategi- og regnskapsanalysen dannet så grunnlaget for prognoser av selskapets fremtidige konsernregnskap. Verdsettelsesprosessen ble deretter gjennomført ved å diskontere fremtidige frie kontantstrømmer med estimert avkastningskrav på totalkapitalen. Dette resulterte i den overnevnte verdien på selskapet.

Avslutningsvis ble det foretatt sensitivitetsanalyser for å synliggjøre usikkerhet ved å endre forutsetningene på kritiske parametere. Sensitivitetsanalysen avdekket at estimatet var spesielt følsomt for endringer i WACC og den langsiktige veksten i NOPLAT.

### **Nøkkelord:**

LSG ASA, verdsettelse, strategisk analyse, regnskapsanalyse, havbruksnæringen.

# Innholdsfortegnelse

Forord .....	ii
Sammendrag .....	iii
Figuroversikt .....	viii
Tabeller .....	ix
1 Innledning.....	1
1.1 Formål .....	1
1.3 Problemstilling .....	1
1.4 Avgrensning .....	1
1.5 Oppgavens struktur .....	2
2 Presentasjon av havbruksnæringen og LSG.....	3
2.1 Havbruksnæringen .....	3
2.1.2 Produkt og verdikjede .....	4
2.2 Hovedaktører i bransjen .....	4
2.2.1 Marine Harvest.....	5
2.2.2 SalMar .....	5
2.2.3 Grieg Seafood .....	5
2.3 LSG.....	5
2.3.1 Visjon og satsningsområde.....	6
2.3.2 Kjernevirksomhet.....	6
2.2.4 Salg og Distribusjon.....	7
2.2.5 Bearbeiding (VAP) .....	7
2.2.6 Villfangst og hvitfisk.....	7
2.2.7 Aksjekursutvikling.....	8
2.2.8 Laksepris.....	8
2.2.9 Sammenligning mellom lakseprisen og aksjekursen til LSG .....	8
2.2.10 Eierstruktur og aksjonærer .....	10
2.2.11 Produkt og Produksjon .....	10
3 Verdsettelsesteknikker .....	11
3.1 Rammeverk for fundamental verdsettelse .....	11
3.2 Fundamental verdsettelse.....	12
3.2.1 Diskontert kontantstrøm modellen (DCF).....	13
3.2.2 Økonomisk profittmodellen.....	14
3.2.3 Justert nåverdimetoden (APV) .....	16
3.3 Komparativ verdsettelse .....	16
3.4 Opsjonsbasert verdsettelse.....	17

3.5 Valg av verdsettelsesteknikk.....	18
4 Strategisk Analyse.....	19
4.1 Analyse av makroøkonomiske forhold.....	19
4.1.1 Politiske faktorer.....	20
4.1.2 Økonomiske faktorer.....	20
4.1.2.1 Valutakurs.....	21
4.1.2.2 Renteutvikling.....	22
4.1.3 Sosiokulturelle faktorer.....	22
4.1.4 Teknologiske faktorer.....	22
4.1.5 Miljømessige faktorer.....	23
4.1.5.1 Rømming av oppdrettslaks.....	24
4.1.5.2 Beslag av kystarealer.....	24
4.1.6 Lovmessige faktorer.....	25
4.2 Bransjeorientert analyse.....	25
4.2.1 Trusler fra potensielle aktører.....	26
4.2.1.1 Høye etableringskostnader.....	26
4.2.1.2 Fravær av naturgitte forutsetninger for oppdrett.....	26
4.2.1.3 Kapitalkrav.....	27
4.2.3 Intern rivalisering.....	27
4.2.4 Trusler fra substitutter.....	29
4.2.5 Trusler fra mektige leverandører.....	30
4.2.6 Trusler fra mektige kunder.....	31
4.3 Oppsummert Porters fem krefter.....	31
4.4 Intern ressursbasert analyse.....	32
4.4.1 VRIO.....	32
4.4.1.1 Finansielle Ressurser.....	32
4.4.1.2 Fysiske Ressurser.....	33
4.4.1.3 Menneskelige ressurser.....	34
4.4.1.4 Organisatoriske ressurser.....	35
4.5.1 Oppsummering VRIO.....	36
4.5 SWOT-Analyse.....	36
5 Regnskapsanalyse.....	38
5.1 Analysenivå.....	38
5.2 Analyseperiode.....	38
5.3 Benchmarking.....	39
5.4 Konsernregnskapet.....	39

5.5 Omgruppering av regnskapet .....	40
5.5.1 Steg 1: Omgruppering av avsatt utbytte .....	41
5.5.2 Steg 2: Normale og Unormale poster .....	41
5.5.3 Steg 3: Kartlegging av brudd på kongruensprinsippet.....	42
5.5.4 Steg 4: Driftsrelaterte og driftsfremmede eiendeler .....	42
5.5.5 Finansiell og driftsrelatert gjeld.....	43
5.6 Omgruppering av regnskapet .....	44
5.6.1 Omgruppert balanse .....	44
5.6.2 Omgruppert resultatregnskap .....	44
6 Nøkkeltallanalyse.....	46
6.1 Rentabilitetsanalyse.....	46
6.2 Kapitalstruktur.....	47
6.2.1 Egenkapitalandel.....	47
6.2.2 Gjeldsgrad.....	48
6.2.3 Rentedekningsgrad.....	49
6.2.4 Finansieringsgrad 1.....	50
6.3 Oppsummering av nøkkeltallanalyse.....	51
7 Prognoseperiode .....	52
7.1 Analyse av historisk regnskapsdata .....	52
7.2 Prognose for poster i resultatregnskapet .....	53
7.2.1 Prognose for inntekter .....	54
7.2.2 Prognose kostnader.....	55
7.2.3 Renteinntekter og rentekostnader.....	56
7.2.4 Skatt .....	56
7.3 Prognostisert resultatregnskap.....	56
7.4 Prognoser for Balansen .....	57
7.4.1 Arbeidskapital.....	57
7.4.2 Varige driftsmidler.....	58
7.4.2.1 Immaterielle eiendeler.....	58
7.4.2.2 Andre driftsrelaterte anleggsmidler.....	58
7.4.3 Finansielle anleggsmidler .....	59
7.4.4 Finansielle omløpsmidler .....	59
7.4.5 Egenkapital og gjeld .....	59
7.4.6 Prognostisert balanse.....	60
7.5 Prognose for avkastning på investert kapital og fri kontantstrøm.....	61
8 Avkastningskravet.....	63

8.1 Risikofri rente .....	64
8.2 Beta .....	65
8.3 Regresjonsanalyse .....	66
8.4 Markedets risikopremie .....	68
8.5 Utregning av avkastningskrav .....	68
8.6 Gjeldskostnad.....	69
8.7 Markedsverdi på egenkapital og gjeld.....	70
8.9 Utregning av WACC.....	70
9 Verdivurdering.....	71
9.1 Totalkapitalmetoden.....	71
9.2 Økonomisk profitt metoden.....	73
10 Sensitivitetsanalyse .....	75
10.1 Endring i WACC .....	75
10.2 Endring i langsiktig vekst i NOPLAT.....	76
10.3 Endring i RONIC .....	77
11 Diskusjon og konklusjon.....	78
Bibliografi.....	80
Vedlegg.....	83
Vedlegg 1 .....	83
Vedlegg 2 .....	84
Vedlegg 3 .....	85

## Figuroversikt

Figur 1: Sammenheng mellom LSGs aksjekurs og gjennomsnittlig månedlig spotpris på fersk atlantisk laks.....	9
Figur 2: Korrelasjon mellom LSGs aksjekurs og gjennomsnittlig månedlig spotpris på fersk atlantisk laks.....	9
Figur 3 Produksjon av laks og ørret i LSG i perioden 2012-2016 .....	10
Figur 4: PESTEL- rammeverk.....	19
Figur 5: Månedsgjennomsnitt av daglige noteringer EURNOK.....	21
Figur 6: Andel solgt mengde laks for de 10 største havbruksselskapene.....	28
Figur 7: ROIC.....	46
Figur 8: Egenkapitalandel .....	48
Figur 9: Gjeldsgrad.....	49
Figur 10: Rentedekningsgrad.....	50
Figur 11: Finansieringsgrad 1 .....	51
Figur 12: Endring i driftsinntekter.....	52
Figur 13: Endring i produksjonsvolum .....	53
Figur 14: Fremtidspris på laks hentet fra fishpool.....	55
Figur 15: Effekt av endring i WACC .....	75
Figur 16: Effekt av endring i langsiktig vekst i NOPLAT.....	76
Figur 17: Effekt av endring i RONIC .....	77



## Tabeller

Tabell 1: Produksjonskostnad for atlantisk laks.....	4
Tabell 2: Oppsummering porters fem krefter.....	31
Tabell 3: Oppsummering VRIO.....	36
Tabell 4: SWOT-Analyse.....	37
Tabell 5: Resultatregnskap.....	39
Tabell 6: Balanse.....	40
Tabell 7: Omgruppert balanse.....	44
Tabell 8: Driftsrelatert skattesats .....	44
Tabell 9: NOPLAT.....	45
Tabell 10: Dekomponert ROIC.....	47
Tabell 11: Årsresultat i fremtidsperioden.....	57
Tabell 12: Balansen i fremtidsperioden.....	60
Tabell 13: Prognose for NOPLAT.....	61
Tabell 14: Prognose for investert kapital.....	61
Tabell 15: Prognose for ROIC.....	62
Tabell 16: Prognose for fri kontantstrøm .....	62
Tabell 17: Historisk utvikling i risikofri rente. Statsobligasjoner .....	64
Tabell 18: Regresjonsanalyse.....	67
Tabell 19: Oversikt over NIBOR siste 4 år.....	69
Tabell 20: Rentebærende gjeld.....	70
Tabell 21: Totalkapitalverdimodellen .....	71
Tabell 22: Resultat av totalkapitalverdimetoden.....	72
Tabell 23: Økonomisk profitt metoden.....	73
Tabell 24: Årlig verdi etter FCF og ØP .....	73
Tabell 25: Resultat av økonomisk profitt metoden .....	74

# 1 Innledning

Kapittelet innledes med en redegjørelse av formålet med oppgaven. Videre begrunnes valg av verdsettelsesobjekt, problemstilling og avgrensning. Avslutningsvis beskrives oppgavens struktur.

## 1.1 Formål

Formålet med masteravhandlingen er å komme med en antatt omsetningsverdi for havbruksselskapet Lerøy Seafood Group ASA, heretter omtalt som LSG, per 05.01.2017. Verdiestimatet benyttes videre for å vurdere hvorvidt virksomheten er overpriset eller underpriset sammenlignet med markedspris på 454,4 NOK på verdsettelsestidspunktet. På bakgrunn av denne sammenligningen foreslås en handlingsanbefaling. LSGs aksjer vil også kunne benyttes som oppgjørsmiddel ved eventuelle fremtidige oppkjøp/fusjoner. I den forbindelse er det viktig at selskapets verdi kommer tydelig frem før eventuelle videre forhandlinger. Bidraget med studien vil være å identifisere og kvantifisere bransjens verdidrivere og utsikter for å finne ut hvorvidt selskapet har noen underliggende verdier som ikke allerede er inkludert i markedsprisen.

## 1.3 Problemstilling

Enhver verdivurdering vil være befenget med stor usikkerhet. Ved å gjennomføre en omfattende vurdering av hva sannsynlige kjøpere kan oppnå ved å kjøpe seg inn i bedriften, kan en danne seg en oppfatning av et sannsynlig prisnivå på aksjen. Dersom denne prisen er høyere enn markedsprisen, vil det være gunstig å investere i selskapet. Ved å anvende fundamental verdsettelsesteori søker oppgaven å finne svar på:

*«Er verdien av egenkapitalen til LSG på verdsettelsestidspunktet 05. januar 2017 i samsvar med selskapets underliggende verdier?»*

## 1.4 Avgrensning

Til tross for tilgang på innsideinformasjon på enkelte områder, vil oppgaven basere seg på offentlig tilgjengelig informasjon. Dette var ett av kriteriene fra arbeidsgiver, for å kombinere

arbeidet i Lerøy Aurora med verdsettelse av LSG. Som nevnt tidligere er oppgavens formål å vurdere hvorvidt LSG-aksjen er over- eller underpriset. Oppgaven vil derfor begrenses til et investorperspektiv, hvor konklusjonene er ment for nåværende og potensielle eiere av LSG-aksjen.

Fundamental verdsetting er benyttet som verdsettingsmetode. Denne er en av flere metoder for verdsettelse og kunne vært supplert med en av de andre metodene. Fokuset har imidlertid vært å gjøre en grundig fundamental verdsettelse.

## 1.5 Oppgavens struktur

I det påfølgende kapittelet gjennomføres en utredning av havbruksnæringen og LSG.

I kapittel 3 presenteres ulike verdsettelsesteknikker, med spesielt fokus på fundamental verdsettelse.

I kapittel 4 foretas det en strategisk analyse av selskapet for å avdekke hvorvidt LSG har noen konkurransefortrinn som er av betydning for selskapets fremtidige lønnsomhet og vekst.

I kapittel 5 blir regnskapene omgruppert for videre investororientert analyse. før det gjennomføres en nøkkeltallanalyse.

I kapittel 6 gjennomføres en nøkkeltallanalyse for å vurdere selskapets risiko og lønnsomhet opp mot konkurrentene.

Kapittel 7 tar for seg prognoseperioden. Her forklares det hvordan prognoser for fremtidige kontantstrømmer er utarbeidet, samt hvilke forutsetninger som er tatt.

I Kapittel 8 vil selskapets avkastningskrav på totalkapitalen beregnes. Avkastningskravet i kombinasjon med prognosen vil danne grunnlaget for verdivurderingen.

I kapittel 9 gjennomføres verdsettelsen ved å diskontere fri kontantstrøm innenfor rammene til totalkapitalmetoden og økonomisk profitt metoden.

I kapittel 10 vil det gjennomføres sensitivitetsanalyser for å avdekke usikkerheten i verdiestimatet.

Avslutningsvis vil det foreligge en diskusjon samt en konklusjon med anbefalt handlingsstrategi for potensielle og nåværende aksjonærer.

## 2 Presentasjon av havbruksnæringen og LSG

I dette kapittelet presenteres havbruksnæringen og LSGs konkurrenter. Deretter gis en grundig gjennomgang av LSG, med fokus på virksomhetens posisjon i havbruksnæringen.

### 2.1 Havbruksnæringen

Havbruksnæringen inkluderer oppdrett av laks, ørret, torsk, blåskjell, kveite og røye. Norsk havbruk har vokst jevnlig gjennom flere tiår. Laks og ørret står for ca. 99 % av kvantumet (Nærings- og fiskeridepartementet, 2014).

Grunnlaget for lakseoppdrett i Norge ble lagt allerede på 1960-tallet, men ble ikke kommersielt levedyktig før på 1980-tallet. Norges lange skjermede kystlinje, med dype fjorder og gunstige temperatur- og strømforhold, er et stort fortrinn for å drive effektivt havbruk. Oppdrett av laks ble et satsningsområde da laksen viste seg å være enkel å markedsføre, samtidig som den gav høy pris (Christensen, Kolle, & Kristiansen, 2014). Siden starten av 1990-tallet har laksenæringen opplevd en enorm vekst. Produksjonskostnadene har i perioden variert. Fra starten av 1990-tallet var produksjonskostnadene sterkt fallende som følge av innovasjoner på en rekke områder som genetikk, fiskefôr, fôringsutstyr, vaksiner, informasjonsteknologi og merder (Det kongelige nærings- og fiskeridepartement, St. Meld. 16 (2014-2015), 2015). Siden bunnåret i 2005 har imidlertid produksjonskostnadene økt kraftig. Økningen i produksjonskostnader skyldes økte priser på smolt og fôr, men også kostnader knyttet til forebygging og behandling av lakselus og sykdom (Iversen et al., 2015). I tabellen nedenfor presenteres gjennomsnittlig produksjonskostnad for atlantisk laks for 2016 (Marine Harvest, 2017b).

<b>Produksjonskostnad</b>	<b>Norge (NOK)</b>
Fôr	15,20
Primærforedling	2,76
Smolt	2,91
Lønn	2,00
Vedlikehold	1,18
Brønnbåt	1,06
Avskrivninger	1,00
Salg og markedsføring	0,30
Dødelighet	0,71
Annet	6,36
<b>Totalt</b>	<b>33,48</b>

**TABELL 1: PRODUKSJONSKOSTNAD FOR ATLANTISK LAKS**

### 2.1.2 Produkt og verdikjede

Atlantisk laks (*salmo salar*) regnes for å være den beste av de omentrent 70 lakseartene som finnes. Atlantisk laks er en andarom fiskeart som klekkes i ferskvann. Den lever det meste av livet i havet, for så å vende tilbake til sitt fødevassdrag for å gyte. Oppdrettslaks starter sin livssyklus på et settefiskanlegg. Befruktningen skjer ved at rogn og melk fra stamfisk blandes i et klekkekar. Lakseyngelen livnærer seg så på plommesekken, før den etter noen dager kan spise vanlig tørrfôr. Etter omentrent ett års tid gjennomgår den smoltifisering og er da klar for å settes ut i sjøen. Her lever laksen av tørrfôr og vokser seg slakteklar på anslagsvis ett og et halvt år (Haga, Gjønnes, Misje, & Knudsen, 2011).

## 2.2 Hovedaktører i bransjen

Sjømatindexen OSLSFX viser at veksten har vært formidabel de siste fem årene med en vekst på overkant av 460%. OSLO Seafood Index består av ti aktører som leverer til eller driver innenfor havbruksnæringen. De seks største aktørene etter markedsverdi per (2. mai 2017) er Marine Harvest, LSG, SalMar, Bakkafrost, Austevoll Seafood og Grieg Seafood. Av disse aktørene vil Bakkafrost ekskluderes siden de utelukkende har produksjon på Færøyene. Austevoll Seafood er hovedaksjonær i LSG med en eierandel på 52,69 %, og vil dermed ekskluderes fra bransjeutvalget.

### 2.2.1 Marine Harvest

Marine Harvest er i dag Norges største havbruksselskap. De produserer omentrent 23% av det totale volumet av atlantisk laks i Norge. Verdikjeden deres består av fôrproduksjon, stamfisk, rogn, matfisk, foredling, distribusjon og salg. De har sin virksomhet langs hele norskekysten fra Flekkefjord i Agder, til Kvæningen i Troms. Den norske produksjonen er delt i fire geografiske regioner Nord, Midt, Vest og Sør. Selskapet er en del av konsernet Marine Harvest ASA som har virksomhet i 24 land og er notert på Oslo Børs. Aksjene handles også på det amerikanske OTC-markedet (Marine Harvest, 2017a).

### 2.2.2 SalMar

SalMar er i dag Norges tredje største havbruksselskap. De produserer omentrent 12 % av det totale volumet av atlantisk laks i Norge. SalMar er et helintegrert havbrukskonsern og kontrollerer verdikjeden fra settefiskproduksjon til videreforedling og salg. Konsernet har sin virksomhet i Midt-Norge og Nord-Norge. De har også en betydelig slakteri- og videreforedlingsaktivitet ved InnovaMar på Frøya, og Vikenco på Aukra. SalMar eier også 50% av Norskott Havbruk AS, som igjen eier 100% av Scottish Sea Farms Ltd, som er Storbritannias nest største produsent med en kapasitet på 30.000 tonn slaktet laks (SalMar, 2017).

### 2.2.3 Grieg Seafood

Grieg Seafood er i dag Norges fjerde største havbruksselskap målt i markedsverdi. Selskapet har oppdrettsanlegg i Finnmark, Rogaland, British Columbia (Canada) og på Shetland. Grieg Seafood har fokus på resultatbasert vekst og bærekraftig bruk av naturlige ressurser. I Rogaland har selskapet 18 konsesjoner i sjø. I Finnmark fylke har de totalt 26 konsesjoner. Fire av de er såkalte «grønne konsesjoner», som ble satt i full drift i løpet av 2016. I motsetning til de andre selskapene er all fisk slaktet av konsernet i 2016 atlantisk laks. Å fokusere på dette ene produktet, har vært en bevisst strategi (Grieg Seafood, 2017).

## 2.3 LSG

Gjennom organisk vekst og en serie oppkjøp siden børsnoteringen i 2002, er LSG i dag verdens nest største produsent av atlantisk laks og ørret. I tillegg er de en betydelig global aktør innen hvitfisk. Lerøy har siden den spede begynnelse på slutten av 1800-tallet drevet med mottak av pelagisk fisk og hvitfisk, havbruk og grossist- og eksportvirksomhet. I 1997 ble det for første

gang gjennomført en rettet emisjon mot finansielle investorer. Formålet var å utvikle selskapet gjennom hele verdikjeden, herunder ta del i den kommende konsolideringen av havbruksnæringen. Børsnoteringen sikret god kapitaltilgang og finansiell handlingsfrihet, som sammen med kompetanse, har ført konsernet frem til å bli en global og helintegrert totalleverandør av sjømat (Lerøy, 2016b).

### 2.3.1 Visjon og satsningsområde

Visjonen til konsernet er å bli den ledende og mest lønnsomme globale leverandøren av bærekraftig sjømat av høy kvalitet. LSG har derfor spesielt fokus på å danne gode allianser, utvikle kvalitetsprodukter og bygge en merkevare som sikrer lønnsomhet og markedsandeler. Videre vil selskapet videreutvikle prosesser og rutiner gjennom hele verdikjeden. Fra avl til salg og distribusjon, vil de sikre god produktkvalitet og bærekraftig utnyttelse av ressursene. For å opprettholde konkurransekraft nasjonalt og internasjonalt, har konsernet gjennom de siste 15 årene gjort betydelige investeringer så vel oppstrøms som nedstrøms.

### 2.3.2 Kjernevirksomhet

Konsernets kjernevirksomhet er en vertikalt integrert verdikjede for produksjon av laks og ørret, fangst av hvitfisk, videreforedling av sjømat, innkjøp, salg og markedsføring av sjømat, distribusjon av sjømat og produktutvikling. LSGs produksjon av atlantisk laks og ørret har siden børsnoteringen hatt en enorm utvikling. Lakseprodukter utgjør 71,3 % av det totale produktområdet. I dag har selskapet 146 konsesjoner fordelt på de tre datterselskapene Lerøy Aurora, Lerøy Midt og Lerøy Sjøtroll. Lerøy Sjøtroll består av Lerøy Vest og Sjøtroll Havbruk (50,7 % eid av Lerøy). I tillegg eier LSG Norsk Oppdrettsservice, som produserer rensefisk. Konsernet har også 50 % eierandel i Norskott Havbruk som produserer atlantisk laks i Skottland.

LSG har investert betydelig i økt kapasitet for høyforedling av atlantisk laks og ørret i senere år. For å komplementere produktsortiment for hvitfisk i det norske dagligvaremarkedet, har selskapet investert i Bulandet Fiskeindustri AS. Konsernet mener at utvikling av nye produkter er sentralt for å sikre fortsatt vekst. I dag driver selskapet videreforedling i en rekke europeiske land, noe som sikrer nærhet til sitt viktigste eksportmarked.

#### 2.2.4 Salg og Distribusjon

Konsernet har en lang og stolt historie innen salg og distribusjon. I dag selger LSG sjømat i mer enn 70 markeder over hele verden og har et omfattende kundenettverk i de fleste av disse markedene. Europa utgjør selskapets største enkeltmarked med 64,3 %. De senere år har konsernet investert betydelig i fabrikk-kapasitet for å kunne være med å drive «revolusjonen» i distribusjon av fersk sjømat. Disse investeringene går under betegnelsen «fish-cuts», bearbeidingsenheter der ferskhet, servicegrad og nærhet til kunde er sentralt. Selskapets fokus på omsetning av fersk sjømat har resultert i at 80 % av alle produkter distribueres ferske. I 2016 hadde selskapet en utvikling i både omsetning og resultat for dette segmentet. Omsetningen økte fra 12,6 milliarder kroner i 2015, til 15,6 milliarder kroner i 2016. Driftsresultatet økte fra 287 millioner kroner i 2015, til 326 millioner kroner i 2016 (Lerøy, 2016b).

#### 2.2.5 Bearbeiding (VAP)

LSG har fire virksomheter innenfor VAP segmentet: Lerøy Fossen AS, Lerøy Smøgen Seafood AS, Rode Beheer Bv Group (50,1 %) og Bulandet fiskeindustri (76%). Likhetstrekk som felles bransje, forretningsrisiko og ensartede prosesser, gjør at disse er slått sammen til ett driftssegment. Segmentet produserer en lang rekke produkter som strekker seg fra produkter av røkt og gravet laks, pålegg, sushi-/sashimi-retter og «ready-tocook»-varianter. Sushi-konseptet er med stor suksess brakt videre til andre markeder, blant annet Spania og Finland. Segmentet produserer hovedsakelig for det Europeiske markedet. Utvikling i dette segmentet vil kunne kompensere for de begrensede vekstmulighetene i havbrukssegmentet, samt stimulere til videre vekst etter laks og ørret. Segmentet VAP oppnådde i 2016 et driftsresultat før virkelig verdijusteringer knyttet til biologiske eiendeler på 73 millioner kroner,

#### 2.2.6 Villfangst og hvitfisk

Segmentet Villfangst og hvitfisk består av virksomheter som ble kjøpt opp i 2016. I løpet av dette året ble konsernet eiere i Havfisk AS og Norway Seafoods Group AS. Dette er virksomheter med betydelig aktivitet knyttet til fangst og bearbeiding av hvitfisk i Norge. I Virksomhetene har samlet bidratt til Lerøys driftsresultat med 88,6 millioner kroner i 2016.



### 2.2.7 Aksjekursutvikling

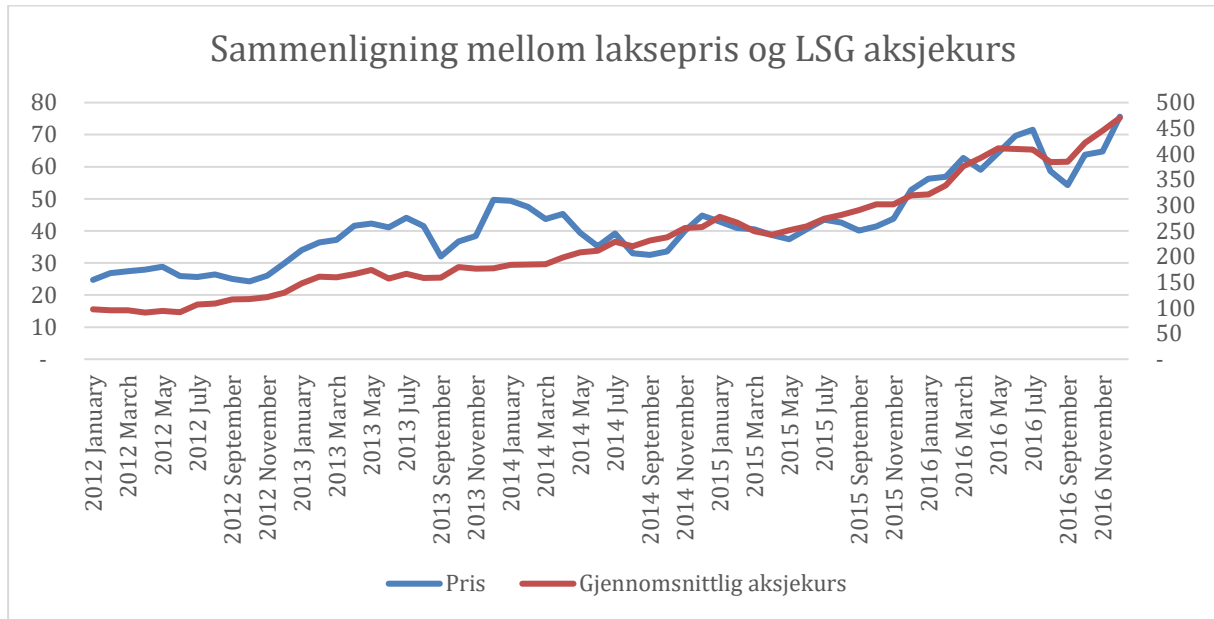
Aksjene i LSG ASA ble 3. juni. 2002 notert ved hovedlisten til Oslo Børs, til en kurs på 32 kroner per aksje. Dette verdsatte selskapet til 622,1 millioner NOK (kyst.no, 2002). Siden noteringen har aksjekursen variert fra et bunnivå på 17 kr. per aksje, til 481,1 kr per aksje (Bank, 2017). Dette tilsvarer en økning på 2730 %. Den årlig kursstigning har siden noteringstidspunktet vært i overkant av 20 %.

### 2.2.8 Laksepris

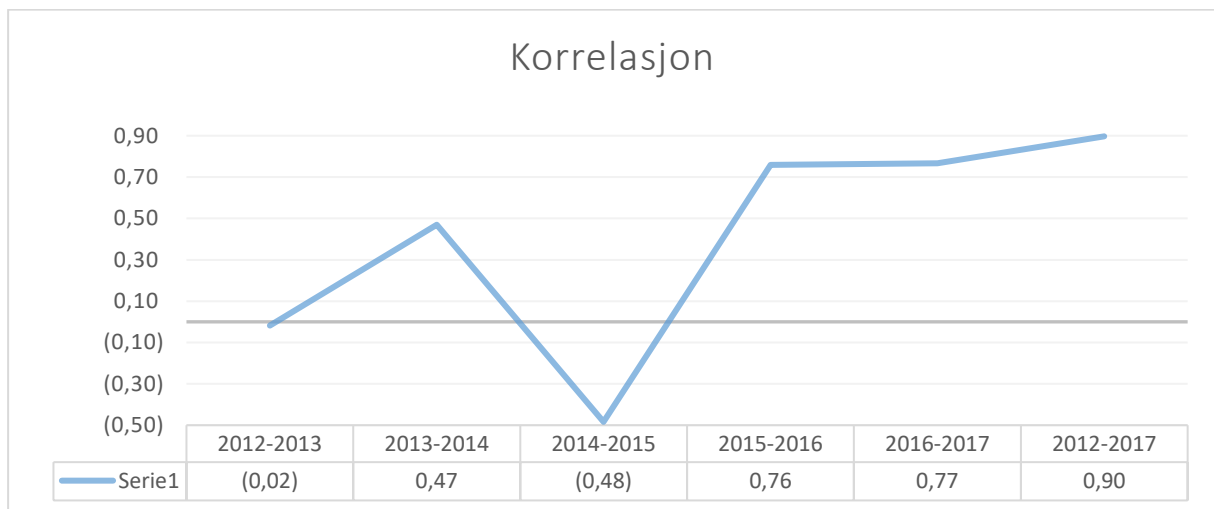
Forwardpriser fra Fishpool benyttes som utgangspunkt for prisfastsettelse. Forwardprisen for den måneden som fisken forventes slaktet i, benyttes i beregningen av forventet kontantstrøm. Prisen oppgitt hos Fishpool justert for eksportørtillegg og clearingkostnad, utgjør referanseprisen. Denne prisen justeres deretter for forventet slaktekostnad (brønnbåt, slakt og pakking i kasse) og transport til Oslo. I tillegg justeres det for eventuelle forventede størrelsesforskjeller samt kvalitetsforskjeller. Justeringene i forhold til referanseprisen gjøres på lokalitetsnivå. Med mindre lokalitetsspesifikke forhold tilsier det, benyttes det felles regionale parametere (Lerøy, 2016b).

### 2.2.9 Sammenligning mellom lakseprisen og aksjekursen til LSG

Figur 1 viser en sammenligning mellom lakseprisen og aksjekursen til LSG. Datagrunnlaget fra sammenligningen er basert på gjennomsnittlig månedlig spotpris på fersk atlantisk laks (Fish Pool, 2017) og gjennomsnittlig månedlig aksjekurs for LSG (Oslo Børs) i perioden januar 2012 til desember 2016.



**FIGUR 1: SAMMENHENG MELLOM LSGs AKSJEKURS OG GJENNOMSNIITTLIG MÅNEDLIG SPOTPRIS PÅ FERSK ATLANTISK LAKS**



**FIGUR 2: KORRELASJON MELLOM LSGs AKSJEKURS OG GJENNOMSNIITTLIG MÅNEDLIG SPOTPRIS PÅ FERSK ATLANTISK LAKS**

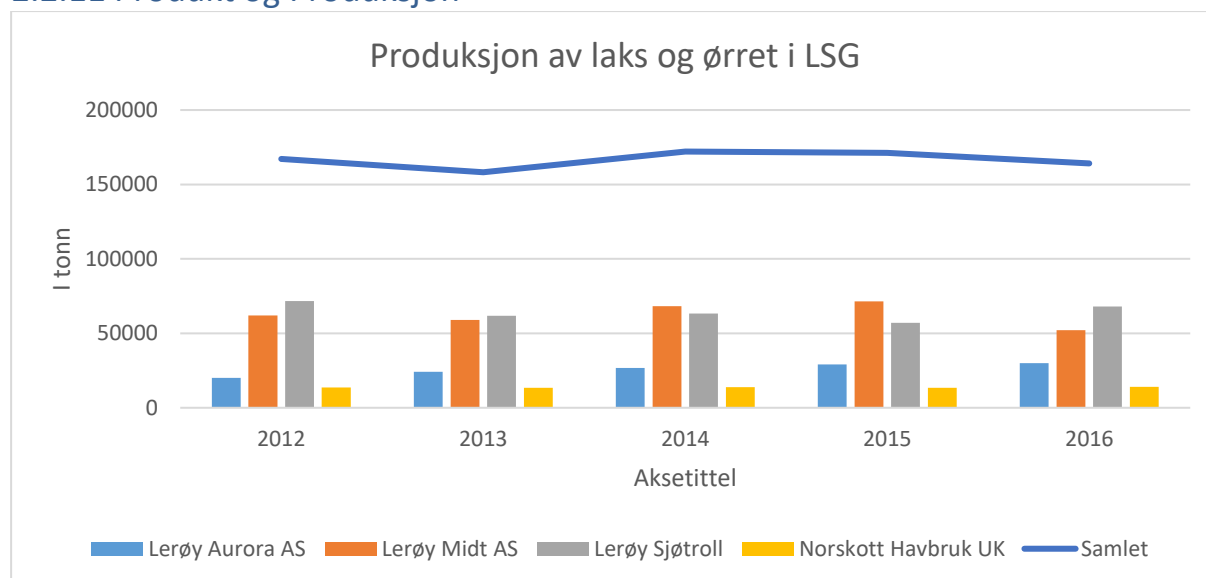
Korrelasjonsanalysen baserer seg på 1303 observasjoner, over en periode på 60 måneder. Resultater fra analysen viser at LSG har en aksjekurs som i stor grad korrelerer med lakseprisen, dersom hele perioden sees under ett. Korrelasjonskoeffisienten er på 0,897. Korrelasjonen fra år til år varierer fra henholdsvis – 0,48 i perioden 2014-2015 og 0,77 i perioden 2016-2017. Den negative korrelasjonen indikerer at de to variablene i størrelsene laksepris og aksjekurs, varierer i utakt. Denne perioden viste en nedgang på 9,29 % i spotprisen på laks, samtidig som LSG aksjekurs steg med 39,9 %. Årsaken til periodens reduserte laksepris skyldes i hovedsak

Russlands importstopp av blant annet norsk laks og ørret (Lerøy, 2014). Resultatene fra korrelasjonsanalysen indikerer at lakseprisene korrelerer sterkere med aksjekursen til LSG på lengere sikt enn på kort sikt.

### 2.2.10 Eierstruktur og aksjonærer

LSG hadde 3.838 aksjonærer per 30.09.16. Selskapet gjennomførte en rettet emisjon på 5 millioner nye aksjer den 2. juni 2016 og har etter dette en totalbeholdning på 59.577.368 aksjer (Q3). Austevoll Seafood ASA er selskapets hovedaksjonær med 52,7 eierandel. LSG eier totalt 29.776 egne aksjer, etter et salg på 300.000 aksjer i forbindelse med emisjonen. De 20 største aksjonærene i LSG har til sammen en eierandel på 72,41 % per 30.01.17.

### 2.2.11 Produkt og Produksjon



**FIGUR 3 PRODUKSJON AV LAKS OG ØRRET I LSG I PERIODEN 2012-2016**

Figur 3 viser utviklingen i LSGs produksjon av laks og ørret i perioden 2012 til 2016. Det har vært en negativ utvikling i produksjonsvolum i analyseperioden på 1,7 %, noe som i hovedsak skyldes biologiske utfordringer. LSG forventer at det totale produksjonsvolumet for 2017 vil øke med 9,6 %, noe som tilsvarer 180 000 tonn (Lerøy, 2016b).

### 3 Verdsettelsesteknikker

Dette kapittelet innledes med en redegjørelse for hvorfor man gjennomfører verddivurderinger. Videre presenteres de ulike verdsettelsesmetodene som LSG kan benytte seg av, samt en begrunnelse for valg av verdsettelsesteknikk. Til slutt presenteres valgt rammeverk for verdsettelsesprosessen.

Verdsettelse av selskaper gjennomføres for en rekke formål. Kaldestad og Møller (2016) nevner blant annet at verddivurderinger bør benyttes i forbindelse med investeringsanalyser, ved kjøp og salg av virksomheter, til regnskapsmessige formål, skattemessige formål og verdipapiranalyse/aksjehandel. Denne masteravhandlingen søker å gi en vurdering av de underliggende verdiene i LSG og forventninger til virksomhetens fremtidige inntjening for å finne mest mulig «riktig» verdiesimat på LSGs aksje.

Det eksisterer mange ulike teknikker for verdsettelse av selskaper. Penman (2013) skiller mellom tre metoder for verddivurderinger av selskaper. De tre teknikkene er fundamental-, komparativ- og opsjonsbasert verdsettelse. Kaldestad og Møller (2016) har valgt å klassifisere i fem kategorier basert på deres definisjon av verdi. Disse er inntjeningsbasert-, markedsbasert-, balansebasert-, kostbasert- og opsjonsbasert tilnærming. De fem kategoriene plasseres videre i tre hovedkategorier basert på inntjening, marked og kost. Valg av verdsettelsesteknikk avhenger av flere forhold ved den enkelte virksomhet. Kaldestad og Møller (2016) trekker frem tilgang på informasjon, tid til disposisjon og krav til pålitelighet som sentrale faktorer når man skal avgjøre hvilken teknikk man velger å benytte. Endelig valg av verdsettelsesteknikk for LSG vil diskuteres til sist i dette kapittelet.

#### 3.1 Rammeverk for fundamental verdsettelse

Penman (2010) deler prosessen for fundamental analyse inn i fem steg. Det første steget er å kjenne til virksomheten og dens omgivelser. Forfatteren hevder at et viktig element er virksomhetens strategi, for å oppnå verdiskaping. Personer som ikke har innsikt i en virksomhet vil forsøke å justere verddivurderingen etter strategien, mens innsidere vil kartlegge ulike strategier for så å finne ut hvilken strategi som gir størst verdiskaping. Følgelig vil verdien av virksomheten verdsettes på bakgrunn av fastsatt strategi.

Det andre steget er å analysere informasjon. Penman (2010) skiller her mellom kvantitativ informasjon fra regnskapet som salg, kontantstrøm og resultat, til informasjon av kvalitative parametere som kundepreferanser, teknologiske endringer, og kvaliteten på ledelsen. Finansregnskapet omgrupperes så for investororientert analyse.

Steg tre er å lage prognoser. Prognosene baseres på de historiske regnskapstallene for virksomheten. Elementer som inngår her er blant annet prognoser for fremtidige kontantstrømmer, salg, bokførte verdier, utbytte, driftsresultat og avkastning på egenkapital (Penman, 2010).

Steg fire er å konvertere prognoser til verdivurdering. Etersom investorer ønsker nåverdien av fremtidige kontantstrømmer, må forventede kontantstrømmer diskonteres til nåverdi. Videre påpeker Penman (2010) at investorer foretrekker så lav risiko som mulig. Prognosene bør derfor diskonteres for risiko.

Investeringsbeslutningen er det femte steget. I denne fasen vurderes den estimerte verdien av selskapet opp mot markedsverdien på selskapet. Dersom den estimerte verdien er større enn markedsverdi anbefales kjøp av aksjen. I motsatt tilfelle vil anbefalingen være å selge aksjen. Dersom en estimert verdi og markedsverdien er identisk, anbefales det å «holde» aksjen (Penman, 2010).

### 3.2 Fundamental verdsettelse

For å finne den fundamentale verdien på en virksomhet kan man benytte ulike tilnærminger. En rekke ulike metoder er beskrevet i litteraturen. Koller, Goedhart, og Wessels (2015) forfekter at selskapsverdien stammer fra selskapets evne til å oppnå avkastning på investert kapital, og evnen til å skape vekst. Dersom et selskap oppnår solid avkastning på investert kapital og vekst, vil de få inn store kontantstrømmer. Dette benevner (Koller et al., 2015) som «den ultimate kilden» til vekst. Det er imidlertid ett forbehold; Selskap vil kun skape verdi dersom avkastningen på investert kapital er større enn kapitalkostnaden. I motsatt tilfelle

reduseres selskapets verdi (Koller et al., 2015). Fokuset vil primært være på tre modeller for å verdsette selskaper. Diskontert kontantstrøm-modellen, Økonomisk profitt-modellen og Justert nåverdi-metoden.

### 3.2.1 Diskontert kontantstrøm modellen (DCF)

Diskontert kontantstrøm modellen benyttes for å diskontere fri kontantstrøm. Med dette menes all kontantstrøm som er tilgjengelig for enhver investor. Diskonteringsfaktoren som benyttes er WACC, altså den totale kostnaden for all investorkapital. Videre trekkes gjeld, gjeldsekvivalenter og fondsobligasjoner fra selskapets totalverdi for å komme frem til egenkapitalverdien (Koller et al., 2015). Kaldestad og Møller (2016) benytter en variant av denne metoden som beregner kontantstrøm til sysselsatt kapital (totalkapitalmetoden). Alternativt kan en verdsette aksjonærenes kontantstrøm direkte (egenkapitalmetoden) (Koller et al., 2015). Ved korrekt anvendelse skal begge verdsettelsesmetodene gi samme resultat. I følge Koller et al. (2015) er egenkapitalmetoden, i motsetning til totalkapitalmetoden, vanskelig å gjennomføre. Utfordringen er å matche kontantstrømmene til egenkapitalen med den korrekte avkastningen på egenkapitalen. Totalkapitalmetoden er hensiktsmessig å benytte for virksomheter som driver innenfor flere forretningsområder. I tillegg er metoden god for å verdsette individuelle prosjekter og forretningsenheter (Koller et al., 2015).

Kaldestad og Møller (2016) trekker frem diskontert fri kontantstrøm metoden som den mest sentrale verdsettelsesmetoden. Årsaken til dette er at de fleste andre verdsettelsesmetoder er avledet av denne metoden. Til tross for at verdien til et selskap er nåverdien av fremtidige kontantstrømmer, velger mange praktikere ikke å anvende denne metoden. At metoden er arbeidskrevende og sensitiv ovenfor viktige inputs som inntektsvekst, marginer og avkastningskrav, nevnes som årsaker.

Koller et al. (2015) deler DCF-modellen i en firestegs prosess. Første steg er å verdsette selskapets driftsrelaterte eiendeler ved å neddiskontere fri kontantstrøm med WACC. Deretter er det avgjørende å omgruppere det historiske regnskapet. For å komme frem til avkastning på investert kapital (ROIC) og fri kontantstrøm (FCF), er det avgjørende å skille driftsrelaterte og ikke driftsrelaterte poster fra hverandre, samt kapitalstruktur. Omorganiseringen leder frem til

både NOPLAT og investert kapital. Ved å analysere historiske regnskapstall, vil man få en god indikasjon på fremtidig verdiskapning, vekst og utvikling sammenlignet med konkurrentene. Det neste steget i verdsettelsen er å lage prognoser for fremtidig vekst i inntekter, ROIC og FCF (Koller et al., 2015). Dette vil diskuteres nærmere i kapittel 7.

De fleste selskaper er ventet å ha «evig» liv. Det er imidlertid upraktisk å lage prognoser veldig langt frem i tid. Verdiskapningen etter den eksplisitte perioden kan derfor beregnes ved å ta utgangspunkt i Gordons formel (Kaldestad & Møller, 2016). Alternativet er å identifisere de mest sentrale verdidriverne. Koller et al. (2015) hevder denne metoden er overlegen alle andre metoder, da denne skaper en direkte link mellom kontantstrøm og vekst/ROIC. Formelen presenteres slik:

$$\text{Terminalverdi}_t = \frac{\text{NOPLAT}_{t+1} \left(1 - \frac{g}{\text{RONIC}}\right)}{\text{WACC} - g}$$

Der:

$\text{NOPLAT}_{t+1}$  = NOPLAT året etter planleggingsperioden

RONIC = langsiktig prognostisert avkastning på ny investert kapital

WACC = vektet kapitalavkastning

$g$  = langsiktig vekst i NOPLAT

I følge Koller et al. (2015) må veksten etter den eksplisitte perioden være mindre enn WACC og mindre en vekst i BNP, for at formelen skal være valid. For selskaper med konkurransefortrinn, foreslår forfatterne at RONIC kan settes lik det en prognostiserer selskapet kan tjene etter prognoseperioden.

### 3.2.2 Økonomisk profittmodellen

I motsetning til DCF modellen kan økonomisk profitt modellen si noe om en virksomhets konkurranseposisjon og hvordan og når verdiskapningen skjer. En kontantstrøm som avtar kan

signalisere enten at selskapet presterer dårlig, eller at man investerer for fremtiden (Koller et al., 2015). Metoden defineres som følger:

$$\text{Økonomisk profitt}_t = \text{Investert kapital}_{t-1} \times (\text{ROIC}_t - \text{WACC})$$

Ettersom  $\text{ROIC}_t$  tilsvarer  $\text{NOPLAT}/\text{IC}_{t-1}$  kan formelen omskrives slik:

$$\text{Økonomisk profitt}_t = \text{NOPLAT}_t - (\text{Investert kapital}_{t-1} \times \text{WACC})$$

Ved å anta at et selskaps ROIC på nye prosjekter er lik historisk ROIC og benytte en konstant kapitalkostnad for å diskontere prognosene, vil man se at:

$$\text{Verdi}_0 = \text{Investert kapital}_0 + \frac{\text{Økonomisk profitt}_1}{\text{WACC} - g}$$

Som man kan se av modellen er driftsrelatert verdi av virksomhet det samme som bokført verdi av investert kapital pluss, nåverdi av fremtidig skapt verdi. Formelen avdekker også hvis fremtidig økonomisk verdi er null, vil nåverdien av aktivitetene være lik investert kapital. I tilfelle en virksomhets verdi fra aktiviteter er større enn den investerte kapitalen, er det sentralt å finne de konkurransefortrinnene som gjør at virksomheten kan prestere bedre enn andre virksomheter (Koller et al., 2015). Mer generelt kan formelen fremstilles slik:

$$\text{Verdi}_0 = \text{Investert kapital}_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{Økonomisk profitt}_t}{(1 + \text{WACC})^t}$$



### 3.2.3 Justert nåverdimetoden (APV)

Ved bruk av de andre DCF-modellene blir framtidig kontantstrøm diskontert med en konstant WACC. For å beregne riktig WACC må en vite  $V_0$  (i form av markedsverdien til egenkapitalen og gjeld). På samme tidspunkt må man anvende riktig WACC for å beregne  $V_0$ . WACC bygger på en forutsetning om fast gjeldsgrad, der gjeld og egenkapital er målt til markedsverdi. I praksis er dette vanskelig å oppfylle. Problemet som følger av at WACC er estimert av en bestemt kombinasjon av gjeld og egenkapital, løses ved hjelp av APV-metoden. Ideen bak metoden er at i et marked uten skatt, vil verdien av bedriftens økonomiske eiendeler ikke påvirkes av bedriftens kapitalstruktur. I praksis innebærer modellen å separere verdien av driften i to komponenter (Koller et al., 2015).

$APV = \text{Selskapsverdi gitt at selskapet kun er finansiert av EK} +$   
 $\text{Nåverdi av skattebesparelser på renter på gjeld}$

### 3.3 Komparativ verdsettelse

Ved komparativ verdsettelse estimeres verdien av en virksomhet, basert på hva lignende virksomheter eller eiendeler omsettes for i markedet. Dette innebærer at priser for sammenlignbare virksomheter må innhentes, for så å justere for forskjeller mellom virksomheten som verdsettes og dem de blir sammenlignet med. Følgelig gir denne tilnærmingen en verdi som ligger nærmest «salgsverdi»-definisjonen, siden den gir et estimat på hva virksomheten omsettes for per dags dato (Kaldestad & Møller, 2016).

Denne formen for verdsettelse kalles relativ prising, eller verdsetting ved bruk av multipler. Å verdsette en virksomhet ved hjelp av multipler gjøres ved å ta utgangspunkt i et tall i resultatoppstillingen, balansen, eiendeler, sysselsatt kapital eller egenkapitalen, for så å multiplisere med en faktor. Ved å se på denne sammenhengen hos andre selskaper vil man få et estimat på verdien av virksomheten (Kaldestad & Møller, 2011).

Penman (2010) trekker frem tre sentrale forholdstall som bør beregnes. P/E som beregner forholdet mellom markedsverdien av egenkapitalen og resultat etter skatt. P/S som beregner

forholdet mellom markedsverdien av egenkapitalen og salget, og P/CFO som beregner forholdstallet mellom markedsverdien av egenkapitalen og kontantstrøm fra drift.

Verdsetting ved bruk av multipler har både fordeler og ulemper. Sammenlignet med tradisjonell kontantstrømanalyse, er metoden enkel og lite tidskrevende ved at man slipper å lage prognoser. Verdien som kommer frem baseres på hva markedet er villig til å betale for virksomheten i dag. I tillegg er det nyttig i forhold til benchmarking av resultatene i den kontantstrømbaserte verddivurderingen (Kaldestad & Møller, 2016). Penman (2010) påpeker at det å identifisere virksomheter med samme karakteristika er vanskelig, ettersom ingen virksomheter er helt like når det kommer til størrelse, lønnsomhet, vekst og risiko. Kaldestad og Møller (2016) deler dette synet og hevder samtidig at multipler er lett å misbruke, da det er mulig å påvirke verdien i en bestemt retning ved å unnlate virksomheter eller multipler som gir et annet svar enn det man ønsker.

### 3.4 Opsjonsbasert verdsettelse

På samme måte som en finansiell opsjon gir eier rettigheten, men ikke plikten, til å kjøpe eller selge en aksje til en gitt pris, kan en virksomhet ha en rett, men ingen plikt til å gjøre en investering. I tradisjonell fundamental analyse, og spesielt i situasjoner hvor det er stor usikkerhet knyttet til fremtiden, undervurderes ofte denne fleksibiliteten. I slike situasjoner vil opsjonsbasert verdsettelse være til nytte (Kaldestad & Møller, 2016).

Opsjonsbasert verdsettelse inkluderer i de fleste virksomheter realopsjoner. Kaldestad og Møller (2016) deler realopsjoner i tre hovedkategorier: Den første er muligheten til å utsette et prosjekt. Dette kan være en smart strategi dersom et prosjekt i dag har en forventet negativ verdi, mens utsiktene for fremtiden er positiv. Videre har man mulighet til å utvide omfanget på en investering, eller ekspandere inn på nye produkt- eller geografiske markeder. Den siste typen realopsjoner relaterer seg til situasjoner hvor det er hensiktsmessig å avhende eller relativt raskt skrinlegge prosjekter som ikke går som forventet, ved å redusere nedsiderisikoen.

Verdien av selskaper som inkluderer realopsjoner, er nåverdien av de fremtidige

kontantstrømmene i et statisk scenario med tillegg av verdien av fleksibilitet:

$$V_0 = V_{\text{as is}} + \text{nåverdi av særlig fleksibilitet}$$

Der:

$V_0$  = total virksomhetsverdien

$V_{\text{as is}}$  = virksomhetsverdi fratrukket verdien av særlig fleksibilitet

### 3.5 Valg av verdsettelsesteknikk

De tre hovedteknikkene for verdsettelse av virksomheter har alle sine styrker og svakheter. Endelig valg av verdsettelsesteknikk vil samsvare med sentrale forhold som tilgang på informasjon, tid til disposisjon og krav til pålitelighet.

En sentral forutsetning for valg av fundamental verdsettelse er tilgang på regnskapshistorikk. LSG ble i 2002 notert på Oslo Børs. Følgelig vil tilgang på detaljert regnskapshistorikk være lett tilgjengelig i årsrapportene i de respektive årene. Fundamental verdsettelse er som vist en detaljert prosess hvor mange viktige poeng vedrørende virksomheten og bransjen blir diskutert. Tid til disposisjon for oppgaven er stipulert til ett semester. Følgelig vil tidsbegrensningen påvirke detaljrikdommen i eksempelvis den strategiske analysen og ved innhenting av informasjon om bransjen. Tiden antas imidlertid ikke å være en avgjørende faktor for å ikke komme frem til et pålitelig verdiestimat. Fundamental verdsettelse vil med bakgrunn i argumentasjonen over være foretrukket verdsettelsesteknikk

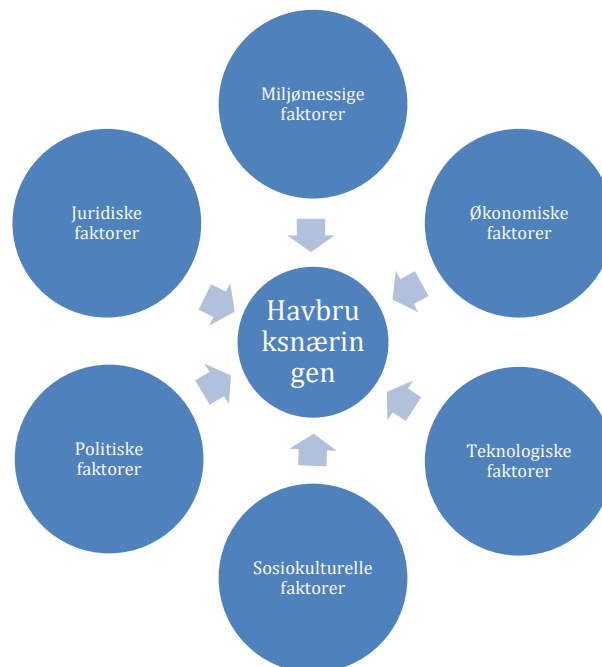
## 4 Strategisk Analyse

Den strategiske analysen vil supplere regnskapsanalysen og har som formål å kartlegge virksomhetens strategiske posisjon og risiko. Med utgangspunkt i offentlig tilgjengelig informasjon, vil Porters Fem Krefter-modell og PESTEL analyse benyttes for å analysere bransjen, samt en VRIO-analyse for å avdekke eventuelle konkurransefortrinn. Avslutningsvis oppsummeres den strategiske analysen ved å sette opp en SWOT-analyse.

Formålet med å foreta en ekstern analyse er å forstå hvilke trusler og muligheter som utvikler seg i LSG sine omgivelser, og som virksomheten derfor må forholde seg til. Den eksterne analysen peker på hvilke hovedutfordringer virksomheten må adressere i sin strategi.

### 4.1 Analyse av makroøkonomiske forhold

Makroøkonomiske forhold er typiske forhold som ligger utenfor bedriftens kontroll. Ved å benytte en PESTEL-analyse, kategoriseres de makroøkonomiske forholdene i seks hovedkategorier: politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og lovmessige forhold.



**FIGUR 4: PESTEL- RAMMEVERK**

#### 4.1.1 Politiske faktorer

Ambisjoner om videre vekst i norsk havbruksnæring frem mot 2050, har vært diskutert i næringen og blant skiftende regjeringer over lengre tid. Videreutvikling av havbruksnæringen gir muligheter for en havbruksproduksjon til en antatt verdi på 240 milliarder i 2050 (Andreassen & Robertsen, 2014). Premissene for vekst ligger innenfor miljømessige bærekraftige rammer. Gode rammebetingelser er avgjørende for næringens videre utvikling, der lover, forskrifter og andre reguleringer utgjør en sentral del av rammebetingelsene.

Havbruksnæringen gir både eksportinntekter i form av solgt fisk og inntekter i form av kjøpte varer og tjenester i Norge. I 2013 var det i overkant av 25 000 årsverk knyttet til primærleddet og leverandørindustrien. I tillegg var den samlede matfiskproduksjonen av laks og ørret på 14,7 milliarder NOK i 2013 (Andreassen & Robertsen, 2014).

Næringens konkurransekraft påvirkes av det som skjer utenfor Norges grenser. I dag eksporteres rundt 95 % av all sjømat som produseres i Norge. Til tross for jevn vekst i eksporten er markedstilgang stadig en utfordring for næringen, hvor viktige markeder opplever permanente handelshindringer (iLaks, 2014). Den siste og fremdeles pågående, er importforbudet på norsk laks og ørret til Russland. Dette importforbudet oppstod som en direkte konsekvens av Russlands folkerettslige annektering av Krim (Det kongelige nærings- og fiskeridepartement, St. Meld. 16 (2014-2015), 2015).

Som tidligere nevnt er EU Norges største eksportmarked. 70 % av eksporten til EU er tollbelagt. I motsetning til konkurrentland som Chile og Færøyene som har nulltoll på laks i sine avtaler med EU, følger Norge MFN-toll for sensitive fiskeslag fra 2 til 13 % avhengig av bearbeidingsgraden (Nærings- og fiskeridepartementet, St. Meld. 10 (2015–2016), 2016).

#### 4.1.2 Økonomiske faktorer

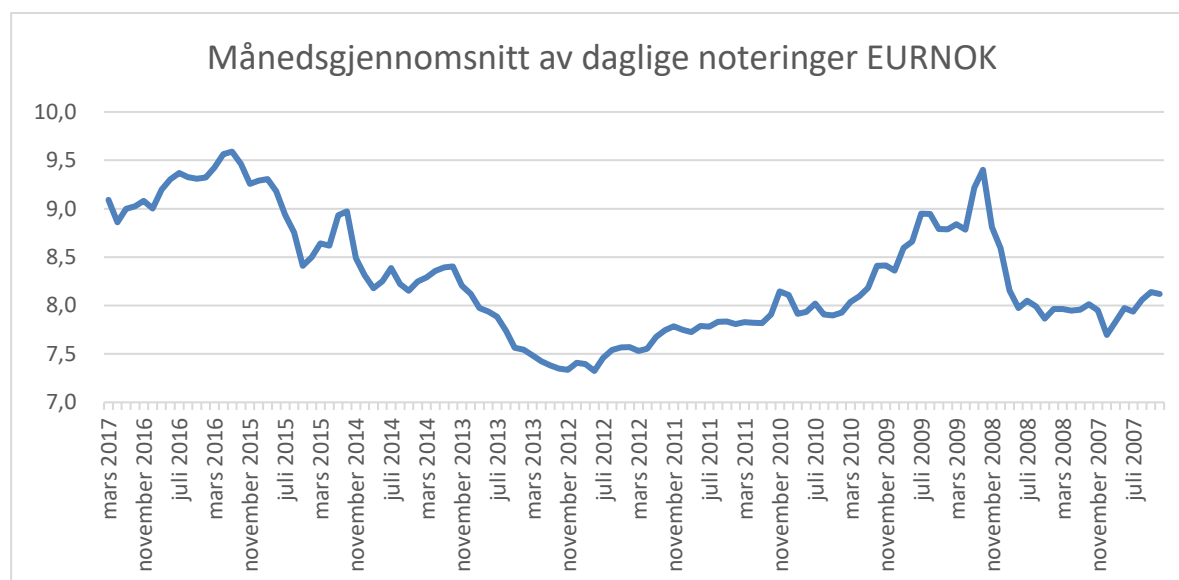
Havbruksnæringen er i stor grad påvirket av økonomiske faktorer. I denne sammenheng er spesielt lakseprisen viktig. Valutaendringer er også sentrale da industrien er internasjonalsert. Endringer i renter vil ha påvirkning da bransjen er kapitalintensiv.

I likhet med annen fersk fisk, har laks relativt kort holdbarhetsdato. Dette innebærer at laks må selges til gjeldende markedspris, på det tidspunktet den slaktes/prosesseres. Den biologiske produksjon i sjø gjør det imidlertid utfordrende å tilpasse tilbudet i markedet i forhold til etterspørselen. Dette medfører at lakseprisen til enhver tid bestemmes i markedet.

Som eneste regulerte markeds plass for kjøp og salg av finansielle laksekontrakter med fisk og sjømat, har Fish Pool ASA en sterk posisjon i laksenæringen. Ved hjelp av markedsdata samlet inn av Kontali Analyse AS, kommer Fish Pool frem til ukentlige spotpriser på fersk atlantisk laks. Dette danner så grunnlaget for finansielle forwardkontrakter. Utviklingen i spotprisen på laks har de siste årene vært svært volatile, som det kom frem i kapittel 2. Aktørene i bransjen bruker derfor Fish Pool for å sikre seg mot prissvingninger. Ved å avtale pris på et tidspunkt før levering, oppnås også forutsigbarhet (Fish Pool, 2017).

#### 4.1.2.1 Valutakurs

Norske havbruksselskaper får i hovedsak sine inntekter i euro, mens majoriteten av kostnadene betales med norske kroner. Dette innebærer at aktørene er utsatt for betydelig valutarisiko.



**FIGUR 5: MÅNEDSGJENNOMSNIITT AV DAGLIGE NOTERINGER EURNOK**

Figur 5 viser månedsgjennomsnitt av daglige noteringer de siste 10 årene. Det aritmetiske gjennomsnittet i perioden er 8.18 EUR/NOK. Siden slutten av 2013 har euro/ NOK-forholdet

ligget over dette gjennomsnittet. Den svake kronkursen (målt mot euro) de siste to årene, styrket havbruksnæringens konkurransevne og inntjening. Utsiktene for kronkursen er vanskelig å spå. Gokal (2016) i Bloomberg antyder at kronen har nådd bunnen og vil styrke seg mot Euro gjennom 2017. Antagelsene er basert på historisk analyse av kursene. Analysen samsvarer også med Nordea Markets spådommer, som er basert på drivere som oljepris og andre faktorer i norsk økonomi. Per 11/05/2017 er EUR/NOK på 9.33, mot 9.08 den 30/12/2016, noe som forsterker påstanden om at kronkursen er vanskelig å spå (Norges bank, 2017c).

#### 4.1.2.2 Renteutvikling

IMF (2017) spår at verdensøkonomien har lysere utsikter etter to år med fallende vekstrater. Veksten forventes å være moderat, med gradvis sterkere vekst i årene som kommer. Lav vekst og lave renter er ofte sammenfallende. Styringsrenten i Norges Bank har vært uforandret på 0,5 % over lengere tid. Prognosen viser at rentenivået i Norge mest sannsynlig vil holde seg på historisk lave nivåer, også i årene som kommer (Norges Bank, 2017b). Årsrapportene til de store havbruksselskapene avslører at deres rentebærende gjeld i hovedsak har flytende rentebetingelser. Følgelig vil renterisikoen i næringen være betydelig. For å sikre seg mot denne risikoen benytter de fleste aktørene seg av rentederivater.

#### 4.1.3 Sosiokulturelle faktorer

Ytrestøyl (2011) lener seg på The Food and Agricultural Organization (FAO), når hun hevder at global matproduksjon må økes med 70 % frem mot 2050. Dette for å fø en estimert befolkning på 9 milliarder mennesker. Utfordringen ligger her i å utvikle matvaresystemer som bruker mindre energi og slipper ut mindre klimagasser. Etersom dyrkbar jord og ferskvann er knappe ressurser, vil havet være det beste alternativet for matproduksjon (Ytrestøyl, 2011). Laks ikke bruker energi på å opprettholde kroppstemperatur høyere enn sine omgivelser, og fisken utnytter derfor fôrressursene på en særdeles effektiv måte (Fiskeri & Havbruk, 2017).

#### 4.1.4 Teknologiske faktorer

De senere årene er det lagt mindre føringer på næringspolitisk styring, til fordel for mer næringsteknisk styring og miljøhensyn. Eksempelvis var implementering av ny teknologi et konkurransekriterium i forbindelse med den grønne konsesjonsrunden i havbruksnæringen

(Iversen et al., 2015). De teknologiske endringene har gått relativt fort de siste tiårene. Næringen har derfor tatt i bruk fornyet teknologi for å hente ut skalafordeler og imøtekomme NYTEK -krav. Teknologien har også blitt utviklet for å håndtere utfordringer knyttet til rømming, sykdom og lusebekjempelse (Iversen et al., 2015). En kontinuerlig utvikling av kompetanse og teknologi vil sette rammene for hvordan næringen kan vokse. Et viktig virkemiddel for å sikre næringsfinansiert FoU er Fiskeri- og havbruksnæringens forskningsfond (FHF), som finansieres gjennom en avgift på 0,3 prosent av eksportverdien av fisk (Det kongelige nærings- og fiskeridepartement, St. Meld. 16 (2014-2015), 2015)

Flere av de store havbruksselskapene har over tid brukt store ressurser på utvikling av teknologi for produksjon av postsmolt i lukkede flytende anlegg (Lerøy, 2015). Landbasert produksjon av postsmolt har også vekket stor interesse, da slik produksjon kan føre til mindre smitte av lakselus i tillegg til lavere dødelighet og raskere tilvekst (iLaks, 2015).

#### 4.1.5 Miljømessige faktorer

Bærekraftbegrepet er sentralt i reguleringen av akvakulturvirksomhet. I følge Akvakulturloven (2013) § 10 første ledd, skal akvakultur etableres, drives og utvikles på en miljømessig forsvarlig måte for å sikre en miljømessig forsvarlig produksjon, samt gripe inn mot ethvert tilfelle hvor produksjonen ikke er miljømessig forsvarlig

Den største miljømessige utfordringen er lakselus. Høy forekomst av lakselus fører til økt dødelighet på ny utsatt fisk og ville laksebestander. Lakselusen forårsaker sår på fisken som kan føre til infeksjoner og problemer med saltbalansen. Fra et næringsmessig perspektiv, fører lakselus til tapt inntjening som følge av redusert vekst og dårligere slaktekvalitet.

Bakterier og virus har historisk sett vært utfordrende for næringen. Høy biomassetetthet i produksjonsenheter kan føre til gode vekstvilkår for bakterier og virus. Dette kan få følger for oppdrettsfisken, villfisken og miljøet utenfor (Eide, 2014). Virusinfeksjoner er i dag sett på som et av havbruksnæringens største sykdomsproblem. Dette kan føre til tap i form av redusert tilvekst, dødelighet og reduksjon i fiskehelse og velferd for fisken (Robertsen, 2013). Bakketeig et al. (2013) hevder at IPN-viruset fortsatt utgjør et betydelig sykdomsproblem i norsk oppdrett



til tross for at en vaksine mot viruset kom i 1995. Svåsand et al. (2016) på sin side hevder imidlertid at IPN er et avtagende problem i oppdrettsnæringen. Bratland (2015) påpeker at de fleste virusvaksinene som er tilgjengelig i Norge i dag er basert på inaktiverede virus og har begrenset effekt. Behovet for bedre virusvaksiner i norsk lakseoppdrett er derfor stort. Videre hevder hun at virussykdommer har holdt seg relativt jevnt siden 2009. Eide (2014) hevder imidlertid at tiltak som regelmessig brakklegging, flytting til bedre lokaliteter, generasjonsadskillelse, og effektive antibiotika vaksiner har imidlertid ført til at sykdommer nå er under kontroll.

#### 4.1.5.1 Rømming av oppdrettslaks

Rømming av oppdrettslaks er et annet problem i næringen. Hovedproblemet med rømming er muligheten for at den skal gyte sammen med den ville laksebestanden, og permanent endre den genetiske sammensetningen. En undersøkelse fra Trondheimsfjorden i 2015 viste at andelen oppdrettslaks i kilenotfangstene var på 6 %. Dette er noe lavere enn i 2012 og 2013, men høyere enn 2014. De offisielle innrapporterte tallene for rømt laks, viste en nedgang fra 921 000 i 2006 til 111 000 i 2008. I perioden 2012–2015 ble det rapportert hhv. 38 000, 198 000, 283 000 og 160 000 rømt laks. Disse tallene er imidlertid forbundet med usikkerhet, og de faktiske rømmingstallene er sannsynligvis betydelig høyere enn det som rapporteres (Svåsand et al., 2016).

Årsaken til at rømming forekommer, er som oftest utstyrsfeil eller menneskelig svikt på lokalitetene. Det er vanskelig å helt forsikre seg mot at rømming kan skje. Det kan imidlertid tenkes at den tekniske standarden på anlegget, samt økt kunnskap blant ansatte, kan redusere risikoen (Eide, 2014). Tidligere fiskeriminister Elisabeth Aspaker har også uttalt at problemene med rømming og lakselus er delvis løst (Gytri, 2014).

#### 4.1.5.2 Beslag av kystarealer

Havbruksnæringen beslaglegger i dag 80 km<sup>2</sup> av i alt 90 000 km<sup>2</sup> innenfor grunnlinjen (Det kongelige nærings- og fiskeridepartement, St. Meld. 16 (2014-2015), 2015). Gullestad-utvalget beregnet for år 2010 en gjennomsnittlig lokalitetsstørrelse til å være 36.800 m<sup>2</sup>. En gjennomsnittlig lokalitet med 8 merder, kan produsere anslagsvis 320 000 kg fisk. Det vil si 8,7

kg protein per m<sup>2</sup> (Lerøy, 2016b). Relativt til andre sammenlignbare proteinkilder som storfe, kylling og svin, er dette forholdstallet høyt (Det kongelige nærings- og fiskeridepartement, St. Meld. 16 (2014-2015), 2015).

Hersoug, Andreassen, Johnsen, og Robertsen (2014) hevder at havbruksnæringen må bygge opp og vedlikeholde et godt omdømme og fremstå som en ansvarlig og viktig næring for Norge, dersom de skal få tilgang til mer og bedre arealer for drift. Dette innebærer blant annet å klargjøre og synliggjøre sine behov, for bedre og mer næringsareal i hele kystsonen, samt møte kravene til biologisk bærekraft, spesielt med hensyn på rømming og lus.

#### 4.1.6 Lovmessige faktorer

Havbruksselskaper i Norge er underlagt et stort antall forskrifter. Akvakulturloven (17. juni 2005) og lov om matproduksjon og matvaretrygghet (19. desember 2003), er de to mest sentrale lovene. Nye konsesjoner i sjø tildeles av nærings- og fiskeridepartementet, og administreres av fiskeridirektoratet. Konsesjonene varer i det uendelige, men kan trekkes tilbake ved vesentlige brudd på fastsatte vilkår i konsesjonen eller akvakultur/miljølovgivningen. Produksjonsbegrensningen i Norge er regulert gjennom «maksimal tillat biomasse» (MTB). En lisens tilsvarer i dag 780 tonn (945 tonn i Troms og Finnmark) (Marine Harvest, 2016). Overgangen til MTB ga i praksis næringen en utvidet kapasitet med tilnærmet 50%. (Iversen et al., 2015). Norsk havbruksnæring bruker i dag så lite som 0,5 % av kystarealene innenfor grunnlinjen. Konsernleder i LSG, Henning Beltestad, hevder at det er avgjørende at kommunene avsetter areal når årlige tildelinger av MTB eller konsesjoner blir gitt. I dag er arealtilgangen en av de største begrensningene for fremtidig vekst i næringen (Lerøy, 2015).

#### 4.2 Bransjeorientert analyse

For å kartlegge bransjens attraktivitet og lønnsomhet, benyttes Porters Fem Krefter-modell. Porters modell er et verktøy for å utvikle bedrifters strategier med det formål å bli eller forbli konkurransedyktig i en bransje. Modellen gir et øyeblikksbilde av markedets lønnsomhet, samt en oversikt over muligheter og trusler i økonomien. De fem kreftene er: trusler fra nye inntrengere, rivalisering blant eksisterende aktører, forhandlingsmakten til kunder, forhandlingsmakten til leverandører og trusselen fra substitutter (Barney & Hesterly, 2010).

#### 4.2.1 Trusler fra potensielle aktører

Virksomheter som viser gode prestasjoner innenfor en bransje vil automatisk tiltrekke seg oppmerksomhet fra potensielle aktører som ønsker å etablere seg. En konsekvens av nyetableringer vil følgelig være gradvis redusert lønnsomhet. Dersom virksomheter innenfor en bransje besitter flere konkurransefordeler vil dette kunne redusere trusselen for nyetableringer (Barney & Hesterly, 2010). Potensielle aktører i havbruksnæringen vil møte på høye etableringskostnader, fravær av naturgitte fortrinn og kapitalkrav.

##### 4.2.1.1 Høye etableringskostnader

I norsk havbruksnæring vil høye etableringskostnader kunne ansees for å være en betydelig inngangsbarriere. Havbruksnæringen er underlagt en rekke lover og reguleringer. Fiskerimyndighetene krever at havbruksselskapene har konsesjoner og lokaliseringstillatelse for å drive matfiskproduksjon. Begrunnelsen for myndighetenes adgangsbegrensninger er sammenfallende med ønsket om å tilpasse produksjon til markedssituasjonen, samt å legge til rette for mindre enheter med lokalt eierskap (Iversen et al., 2015). De siste 11 årene har det blitt tildelt 144 nye konsesjoner i Norge. Dette tilsvarer en økning på i underkant av 16% (SSB, 2016). Laksekonsesjonene er ettertraktet og et begrenset gode, hvor det er stor konkurranse for å sikre seg tilgang. I forbindelse med en konsesjonsrunde utlyst i 2013, var konsesjonsvederlaget satt til 10 millioner for totalt 20 konsesjoner, mens det i forbindelse med en lukket budrunde for 15 konsesjoner ble betalt vederlag på mellom 55 og 60 millioner (Iversen et al., 2015). Følgelig vil alternativet være å kjøpe konsesjoner fra eksisterende oppdrettsaktører til en markedspris som er vesentlig høyere.

##### 4.2.1.2 Fravær av naturgitte forutsetninger for oppdrett

Norge har naturgitte konkurransemessige fortrinn for å drive med havbruk. Lokalitetene ligger godt skjermet og har god vanngjennomstrømming og generelt gode vanndybder. Et konkurransemessig fortrinn er derfor at det ikke er nødvendig å tilføre ekstra energi for å sikre en god vannutskiftning. Som følge av de store vannmassene som passerer anleggene er heller ikke marin eutrofiering eller akkumulering av organisk materiale på bunn normalt et problem. Det er få andre områder i verden som kan vise til tilsvarende gunstige naturgitte forhold for havbruk (Holm et al., 2015).

#### 4.2.1.3 Kapitalkrav

Havbruk er svært kapitalkrevende. Næringen har tradisjonelt vært underkapitalisert med tilhørende høy finansiell risiko, noe som er lite forenelig med næringens sykliske karakter (Lerøy, 2015). Fra rogn settes inn i settefiskanlegg til den klekkes, blir smolt og settes i sjø tar det mellom 18 og 30 måneder. I tillegg er store deler av kapitalen bundet opp i bygninger, tomter og andre driftsmidler. For potensielle nye aktører i markedet må det skaffes til veie betydelig kapital for å kunne etablere seg i markedet.

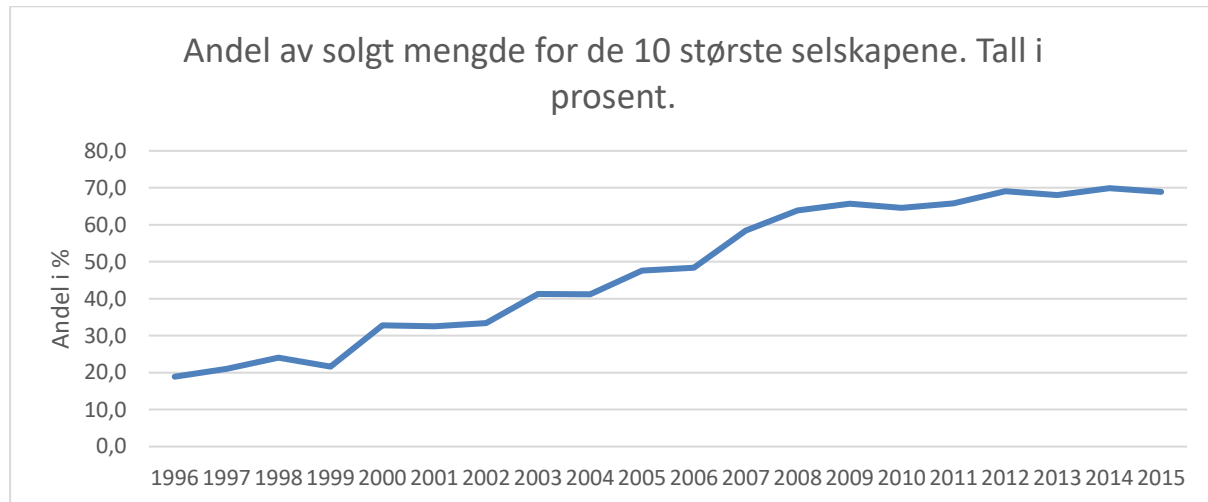
Staten, fylkeskommuner og kommuner har historisk bidratt med kapital til sjømatindustrien (Regjeringen.no, 2014). Dette kan delvis forklares med lav tilgang fra det private kapitalmarkedet og politiske målsettinger for næringen. De senere år har imidlertid sjømatnæringen i økende grad blitt avhengig av kapital fra finansielle aktører, spesielt gjennom Oslo børs, som gjør økonomisk rasjonelle vurderinger av alternative avkastningsmuligheter (Regjeringen.no, 2014). Barrieren vil i så måte være knyttet til nye aktørers mulighet å skaffe tilstrekkelig finansiering. Kapitalforvaltning og finansiering har blitt et konkurransefortrinn for de store aktørene (Berge, 2014). Den robuste børsposisjonen til de store selskapene har gitt mange muligheter for finansiering via emisjoner, obligasjoner, ordinære banklån og konvertibler, men også gjennom aksjetrading, tilbakekjøp av egne aksjer og oppkjøpsoppgjør i høylikvide papirer. De børsnoterte havbrukselskapene har et helt annet spekter av finansieringer å benytte seg av enn de privateide selskapene og oppstartede selskapene (Berge, 2014). Trusselen for nyetableringer i havbruksnæringen betraktes å være lav

#### 4.2.3 Intern rivalisering

Konkurransesituasjonen i en bransje avhenger av rivalisering blant eksisterende bedrifter. Høy rivalisering blant etablerte aktører i en bransje vil redusere den økonomiske profitten. Bransjer med høy rivalisering vil typisk kjennetegnes av aktører som konkurrer på pris, som introduserer nye produkter, har intensive markedskampanjer og som responderer raskt på rivalers handlinger (Barney & Hesterly, 2010). Forfatterne lister opp følgende attributter til industrier som frembringer høy rivalisering:

- Mange selskaper med lik størrelse

- Lav vekst
- Mangel på produktdifferensiering
- Overkapasitet for å opprettholde stordriftsfordeler



**FIGUR 6: ANDEL SOLGT MENGDE LAKS FOR DE 10 STØRSTE HAVBRUKSSELSKAPENE**

Av figur 6 ser vi at konsolideringstrenden i næringen har ført til at landets 10 største havbruksselskaper står for nesten 70 % av solgt mengde (Fiskeridirektoratet, 2017). Havbruksselskapene har siden slutten av 1990-tallet benyttet store deler av overskuddslikviditeten til oppkjøp av mindre aktører og konsesjoner. Til tross for konsolideringstrenden er det kun Marine Harvest som er av betydelig størrelse. Ettersom det fortsatt finnes såpass mange aktører i bransjen, vil det være vanskelig å koordinere på pris. Det vil dermed være lav risiko for destruktiv priskonkurranse mellom selskapene (Marine Harvest, 2016). Som tidligere nevnt har veksten i tildeling av konsesjoner vært lav. Oppkjøp og bedre utnyttelse av «maksimal tillatt biomasse» (MTB) har derfor vært sentralt for å kunne drive frem vekst i fremtiden. Det bør også nevnes at utgangsbarrierene i bransjen er lave. Som konsekvens av konsesjonslovgivningen og de store virksomhetenes oppkjøpsfokus, vil det slik situasjonen er i dag alltid være virksomheter som ønsker å overta ved en eventuell avvikling.

De store selskapene i bransjen har løpende investert betydelig innenfor segmentet bearbeiding. I tillegg til å skape større produktbredde og dermed tilgang på nye markeder, gir investeringen i videreforedling større handlingsrom når det gjelder salg av egenprodusert laks. Den økte produktbredden stammer fra utvikling av nye smakstilsetninger på eksisterende produkter og, ulike måter å inkorporere laks i produkter markedet ikke har sett tidligere. Det kan imidlertid

tenkes at de produktene som viser seg å være populære blant forbrukerne, vil være relativt enkelt for konkurrentene å kopiere da laks i seg selv anses å være et homogent produkt. Det eksisterer ingen overskuddskapasitet i markedet. Alle selskapene i bransjen får solgt all laks på det åpne markedet til markedspris. Havbruksnæringen kjennetegnes av mange selskaper med relativt ulik størrelse, lav vekst, moderat produktdifferensiering og ingen overskuddskapasitet. Rivaliseringen i bransjen er middels

#### 4.2.4 Trusler fra substitutter

Barney og Hesterly (2010) definerer substitutter som produkter eller tjenester som dekker det samme behovet for kunden, men på ulike måter. Substitutter spiller en viktig rolle ved å redusere profittpotensialet i ulike bransjer. Trusselen fra substitutter vil være avhengig av pris, kvalitet, kundepreferanser og kan reduseres gjennom høye byttekostnader og produktdifferensiering.

Atlantisk laks utgjør et svært næringsrikt produkt og inneholder blant annet store mengder protein, omega 3, vitaminer og mineraler. Produktet anses derfor som en viktig del av et variert kosthold. Substitutter for laks kan enten være annen type fisk, som makrell, sei, sild og torsk, eller andre proteinrike matkilder som kylling, storfe.

Sammenlignet med annen produksjon av protein, er havbruksnæringen en svært arealeffektiv og miljømessig matproduksjon globalt sett. Produksjon av animalske produkter har en negativ effekt på verdens ferskvannsressurser. Anslagsvis en tredjedel av verdens vannfotavtrykk i jordbruk er knyttet til produksjon av animalske produkter. Produksjon av storfe krever 15400 m<sup>3</sup>/tonn vann etterfulgt av svin 6000m<sup>3</sup>/tonn og kylling 4300m<sup>3</sup>/tonn (Mekonnen & Hoekstra, 2012). Videre viser det seg at lakseoppdrett er en mer effektiv måte å produsere næringsstoffer for konsum, sammenlignet med animalske produkter. Det krever mindre jordbruksareal, mindre av de ikke-fornybare fosfôrproduktene, og har lavere klimabelastning per kilo ferdigvare klart for konsum (Ytrestøyl, 2011). Etersom det for tiden er stort fokus på bærekraftig matvareproduksjon, vil det være nærliggende å anta at tilbøyeligheten for å velge et mindre klimavennlig alternativ er høy. Trolig kreves det derfor en relativt stor prisøkning for at

atlantisk laks byttes ut med animalske produkter. Basert på argumentasjonen over betraktes trusselen fra substitutter for havbruksnæringen som relativt lav.

#### 4.2.5 Trusler fra mektige leverandører

Barney og Hesterly (2010) forfekter at forhandlingsmakten hos leverandører er stor dersom:

- Det er få dominerende aktører
- Trusselen for substitutter er lav
- Produktene som selges er differensierte
- Det er fare for vertikal integrasjon
- Kunden ikke er viktig for leverandøren

Som nevnt tidligere er fôrkostnaden forbundet med lakseoppdrett stor. Produsenter av annet utstyr til produksjonen i næringen vil ikke diskuteres nærmere, da de ikke er av like stor betydning.

Leverandører av fôr til norsk havbruksnæring består av Marine Harvest, Skretting, Biomar og EWOS. Marine Harvest produserer imidlertid kun fôr for egen produksjon. Det krever mye kunnskap og erfaring for å produsere en pellet med den rette kombinasjonen av god ernæring og teknisk kvalitet, hvilket gjør produktet vanskelig erstatte.

Faren for at en av fôrleverandørene velger å starte havbruksvirksomhet, og således bli en av konkurrentene i næringen, betraktes som veldig liten. Å starte et nytt fôrselskap er kostbart og krever da dette vil kreve både konsesjoner og en rekke investeringer i produksjonsutstyr. Som tidligere nevnt er det stor forskjell i størrelsen på de ulike havbruksselskapene. Det er nærliggende å anta at leverandørene har relativt stor forhandlingsmakt mot de små aktørene i bransjen. Overfor de store enkeltaktørene som Marine Harvest, LSG og SalMar, er det grunn til å tro at forhandlingsmakten er mindre, da partenes avhengighetsforhold i større grad er gjensidig. Høy leverandørmakt om denne er økende de siste årene. Trusselen fra leverandørene anses å være høy for små selskaper i bransjen og middels for de største aktørene.

#### 4.2.6 Trusler fra mektige kunder

I motsetning til mektige leverandører som øker virksomhetens kostnader, vil mektige kunder redusere inntektene. Kunder vil ifølge Barney og Hesterly (2010) ha høy forhandlingsmakt dersom:

- Produktene er udifferensierte og standardiserte
- Det er få kunder
- Produktene er en signifikant andel av det totale kjøpet for kunden
- Kundene ikke oppnår profitt
- Kundene blir både kunder og rivaler

Havbruksnæringens sluttbrukere er i hovedsak grossister, detaljhandlere og restauranter. Disse kundene stiller krevende krav til alt fra pris, volum, regularitet og fleksibilitet i leveranser. Som tidligere nevnt er atlantehavslaks et relativt standardisert produkt. Årsrapportene til de ulike selskapene avslører ingen konkret informasjon om kunder og deres andeler. Det er imidlertid nærliggende å anta at det finnes mange kunder innenfor de ulike segmentene. Både grossister, detaljhandlere og restauranter kjøper inn mange produkter. Således vil ikke laks utgjøre en signifikant andel av det totale kjøpet. Det er også rimelig utenkelig at noen av kundene vil opptre som både kunde og rival. Totalt sett ansees trusselen fra kunder å være lav.

#### 4.3 Oppsummert Porters fem krefter

Tabellen nedenfor gir en mer komplett oversikt over i hvilken grad de fem kreftene virker inn på industrien. Lav trussel fra potensielle aktører, substitutter og mektige kunder bidrar til å gjøre havbruksnæringen til en attraktiv bransje. Middels intern rivalisering og middels/høy forhandlingsmakt blant mektige leverandører bidrar derimot til å senke lønnsomheten i næringen. Totalt sett vurderes konkurranseintensiteten å være lav/middels

**TABELL 2: OPPSUMMERING PORTERS FEM KREFTER**

	Intensitet		
	Lav	Middels	Høy
Trusler fra potensielle inntrengere		x	
Intern rivalisering		x	
Trusler fra substitutter	x		
Trusler fra mektige leverandører		x	x
Trusler fra mektige kunder	x		



## 4.4 Intern ressursbasert analyse

Det finnes flere metoder for å analysere en bedrifts ressurser. Dette kapittelet vil basere seg på det ressursbaserte perspektivet (RBP). RBP fokuserer på de ressursene og kapabilitetene som kan gi en bedrift et varig konkurransefortrinn. Barney og Hesterly (2010) definerer ressurser som de materielle og immaterielle ressursene som en virksomhet kontrollerer, og som de derfor kan benytte for å implementere strategien. Kapabiliteter er undergrupper av en bedrifts ressurser, og defineres derfor som de materielle og immaterielle ressursene som gjør det mulig for en bedrift å dra nytte av sine ressurser. Bedrifters ressurser og kapabiliteter kan klassifiseres i fire kategorier: finansielle ressurser, fysiske ressurser, menneskelige ressurser og organisatoriske ressurser. Ved å benytte RBP er det mulig å analysere alle de forskjellige ressursene og kapabilitetene en bedrift besitter, og potensialet disse har til å generere et konkurransefortrinn. I utførelsen av denne analysen vil VRIO rammeverket benyttes.

### 4.4.1 VRIO

VRIO-rammeverket er verktøyet som brukes til å analysere firmaets interne ressurser og evner for å finne ut om det kan være en kilde til vedvarende konkurransefortrinn. VRIO-analysen bruker fire spørsmål for å definere om en ressurs er: verdifull? sjelden? Kostbart å etterligne? Og er et firma organisert for å fange verdien av ressursene? En ressurs eller kapasitet som oppfyller alle fire krav kan medføre vedvarende konkurransefortrinn for selskapet.

#### 4.4.1.1 Finansielle Ressurser

Finansielle ressurser er de penger eller likvide midler som bedrift kan benytte for å utvikle og implementere strategier. Eksempelvis fra entreprenører, aksjonærer, obligasjonseiere og banker (Barney & Hesterly, 2010).

Kapitalintensive bransjer, som havbruksnæringen, krever selskaper med solide finansielle ressurser for å kunne vokse. Likeledes er det nødvendig med en solid økonomi for å takle næringens sykliske natur hvor verdiskapningen svinger. LSGs bokførte egenkapitalandel var ved utgangen av tredje kvartal 2016 på 58 % (Lerøy, 2016a). Den solide egenkapitalandelen gir både finansiell fleksibilitet for å kunne finansiere videre organisk vekst, gjennomføre strategiske oppkjøp og videreføre selskapets utbyttepolitikk. LSGs solide finansiering er likevel

ikke unikt i oppdrettsnæringen, da både Marine Harvest og SalMar kan skilte med lignende egenkapitalandeler. Næringens finansielle soliditet synes å være solid. LSG er godt rustet for videre vekst sett i lys av deres sterke finansielle stilling. Samlet sett er LSGs finansielle soliditet god, men gir ikke opphav til særegne ressursfordeler til selskapet.

#### 4.4.1.2 Fysiske Ressurser

Fysiske ressurser inkluderer all fysisk teknologi som en bedrift innehar. Dette inkluderer bedriftens anlegg og utstyr, den geografiske lokasjonen og tilgang på råstoff (Barney & Hesterly, 2010).

Sammenlignet med de største konkurrentene i havbruksnæringen, har LSG et noe bredere produktspekter. Etter oppkjøpet av Havfisk ASA og Norway Seafoods Group AS, har konsernet en betydelig eksponering mot fangst av villfisk på norske kvoter. Konsernet er nå Norges største, og en betydelig global aktør med tilgang til mer enn 100 000 tonn med hvitfisk. Gjennom LSGs veletablerte integrerte verdikjede for rødfisk, foreligger et vesentlig potensiale til økt verdiskaping gjennom en ytterligere utvikling av markedet for hvitfisk. Dette gjennom å styrke konsernets posisjon som leverandør av fersk/«refreshed» sjømat med et fullt assortiment av sjømatprodukter (Lerøy, 2016a). På lengre sikt forventes en bred produktportefølje å kunne være en åpenbar kilde til risikospredning og diversifisering. Eksempelvis kan det tenkes at kunder foretrekker å holde seg til en leverandør for både hvitfisk og rødfisk.

Produktene fra norsk sjømatindustri selges i økende grad gjennom supermarkeder. Disse stiller stadig strengere krav til en rekke produktparametre, blant annet sporbarhet, produktbredde, og volum (Regjeringen.no, 2014). Etersom LSG og Marine Harvest har innført strekkodesystem for sporbarhet av laks, opplever de i dag tilnærmet monopol mot flere store britiske retailere (Horjen, 2016). Et bredt produktspekter vil også gi stordriftsfordeler som muliggjør effektiv utnyttelse av innkjøps- og distribusjonssystemet, men også redusert risiko i tider med lavere laksepriser og avtagende lønnsomhet i laksesegmentet.

LSG har som følge av sin store matproduksjon aktivitet ved mer enn hundre lokaliteter langs norskekysten. Den store spredningen i lokaliseringen bidrar til redusert fare for store sykdomsutbrudd lik, ILA-epidemien som fant sted i Chile i perioden 2007-2009. Ved

eventuelle sykdomsutbrudd er derfor smittefaren mellom anleggene betydelig mindre sammenlignet med eksempelvis Marine Harvest, som har deler av sin produksjon ved lokaliteter i Chile. På den andre siden vil et stort sykdomsutbrudd i Norge berøre LSG vesentlig hardere enn eksempelvis Marine Harvest.

Fokus på reduksjon av klimagassutslipp og tiltak mot global oppvarming er et omdiskutert tema. Handelstransport står for 26 % av klimagassutslippene i verden (United States Environmental Protection Agency, 2014). EUs innsatsfordelingsforordning sier at disse utslippene skal kuttes med 30 % frem mot 2030. En konsekvens av kuttene kan være at transportkostnadene som allerede er en utfordring for Chile, blir forverret. I dag er Chiles nærmarkeder mye lengere unna sammenlignet med nærmarkedene til norske produsenter. Flyfrakten til Asia er også dyrere fra Chile enn fra Norge (Iversen, 2016).

Samlet sett kan det se ut til at LSGs oppkjøp av Havfisk ASA og Norway Seafoods Group AS, vil gi stordriftsfordeler som muliggjør effektiv utnyttelse av innkjøps og distribusjonssystemet. Et tilnærmet monopol mot flere store britiske retaliere vil kunne gi opphav til en potensiell fremtidig ressursfordel. Det bør imidlertid nevnes at andre selskaper kan kopiere ressursen over tid.

#### 4.4.1.3 Menneskelige ressurser

Menneskelige ressurser inkluderer utdanning, erfaring, vurderingsevne, intelligens og innsikt til ledere og arbeidere i et selskap (Barney & Hesterly, 2010). De menneskelige ressursene kan dermed sies å være bedriftens kjerneressurs for å skape verdier for et selskap, da de opererer som et ansikt utad til kundene. I virksomhetsredegjørelsen til LSG fremheves det at de siste års utvikling har vært mulig fordi konsernet har vært en attraktiv arbeidsplass for dyktige ansatte. Videre poengteres det at dersom konsernet skal fortsette sin gode utvikling, må de tilby attraktive jobber til flest mulig dyktige medarbeidere (Lerøy, 2015). Konserndirektør for havbruk i LSG, Stig Nilsen, forklarer at selskapet i ansettelsesprosesser søker etter kandidater med variert utdanning og bakgrunn, og at 20-25 av bedriftens ansatte har master eller bachelor innenfor akvakultur, økonomi, kvalitet og prosessindustri. Han forventer at andelen medarbeidere med høyere utdanning vil øke gjennom hele verdikjeden ettersom

traineeordninger og interne MBA program er iverksatt for å profesjonalisere organisasjonen ytterligere (Soltveit, 2017). Sammenlignet med de andre aktørene i bransjen, som også har hatt en positiv utvikling de seneste årene, er det utfordrende å avgjøre om LSG har et konkurransefortrinn overfor konkurrentenes menneskelige ressurser. Årsaken er at menneskelige ressurser er immateriell og dermed vanskelig å måle i store virksomheter.

Basert på argumentasjon i forrige avsnitt er det grunn til å tro at LSG ikke har en strategisk fordel knyttet til menneskelige ressurser.

#### 4.4.1.4 Organisatoriske ressurser

Organisatoriske ressurser i en bedrift er den formelle rapporteringsstruktur, de formelle og uformelle planleggings, kontroll- og koordineringssystemene. I tillegg inkluderer de kultur, omdømme og uformelle relasjoner mellom grupper som er innad, mellom og i bedriftens nærmiljø. (Barney & Hesterly, 2010)

LSG har løpende investert betydelig innenfor segmentet VAP. De har utviklet en rekke merkevarer innenfor dette segmentet som, Gladlaks.no, Aurora Salmon og Fossen. I motsetning til konkurrentene bruker LSG merkenavnet gjennom hele verdikjeden og ut til sluttbrukeren. Dette kan gi opphav til en sterkere merkevare og et varig konkurransefortrinn. Hovedfokuset i selskapet har alltid vært på utvikling av markeder for sjømat, kombinert med at de svært ofte har vært først ute i nye markeder, eller først ute med å kommersialisere nye fiskearter (Lerøy, 2015). Selskapets kompetanse innenfor salg og produktutvikling kan sees i sammenheng med at Lerøy opprinnelig hadde videresalg av sjømat som sitt viktigste forretningsområde. Selskapets kunnskap innen markedsbygging og produktutvikling er basert på erfaring, og de kan dermed tenkes at selskapet på dette området har en verdifull ressurs som gir et varig konkurransefortrinn.

Innenfor salg og distribusjon har LSG tilgang til over 70 markeder over hele verden, og har et omfattende kundenettverk i de fleste av disse markedene. Som nevnt produserer Lerøy Aurora laks som er spesielt tilpasset det Japanske og asiatiske markedet. Aurora Salmon som produktet heter, markedsføres med bilder av laksen som «bader i nordlys». Siden jordas nordlysbelte

stryker langs kysten av Nord-Norge fra Lofoten mot Nordkapp, er dette det beste stedet for å observere dette fenomenet. Selskapet er imidlertid ikke alene om å ha lokaliteter under nordlyselte, likevel er de det eneste selskapet som aktivt bruker nordlyset i markedsføringen. Det kan tenkes at LSG kompetanse innenfor salg, produktutvikling og markedsføring kan gi et varig konkurransefortrinn sammenlignet med konkurrentene.

#### 4.5.1 Oppsummering VRIO

Etter å ha presentert LSGs mest betydningsfulle ressurser, vil neste steg være å fastsette hvorvidt disse kan gi opphav til varige ressursfordeler for selskapet. Analysen bygger her på det presenterte VRIO-rammeverket. Alle de fire kriteriene i analyseverktøyet bør ideelt sett være oppfylt for at selskapet skal kunne utvikle og opprettholde varige konkurransefortrinn. Verdt å merke seg er at LSG antas å ha mange viktige ressurser, men at flesteparten av disse enten utgjør paritetsbetingelser, eller forventes å være enkle å imitere og derfor er å anse som midlertidige fortrinn.

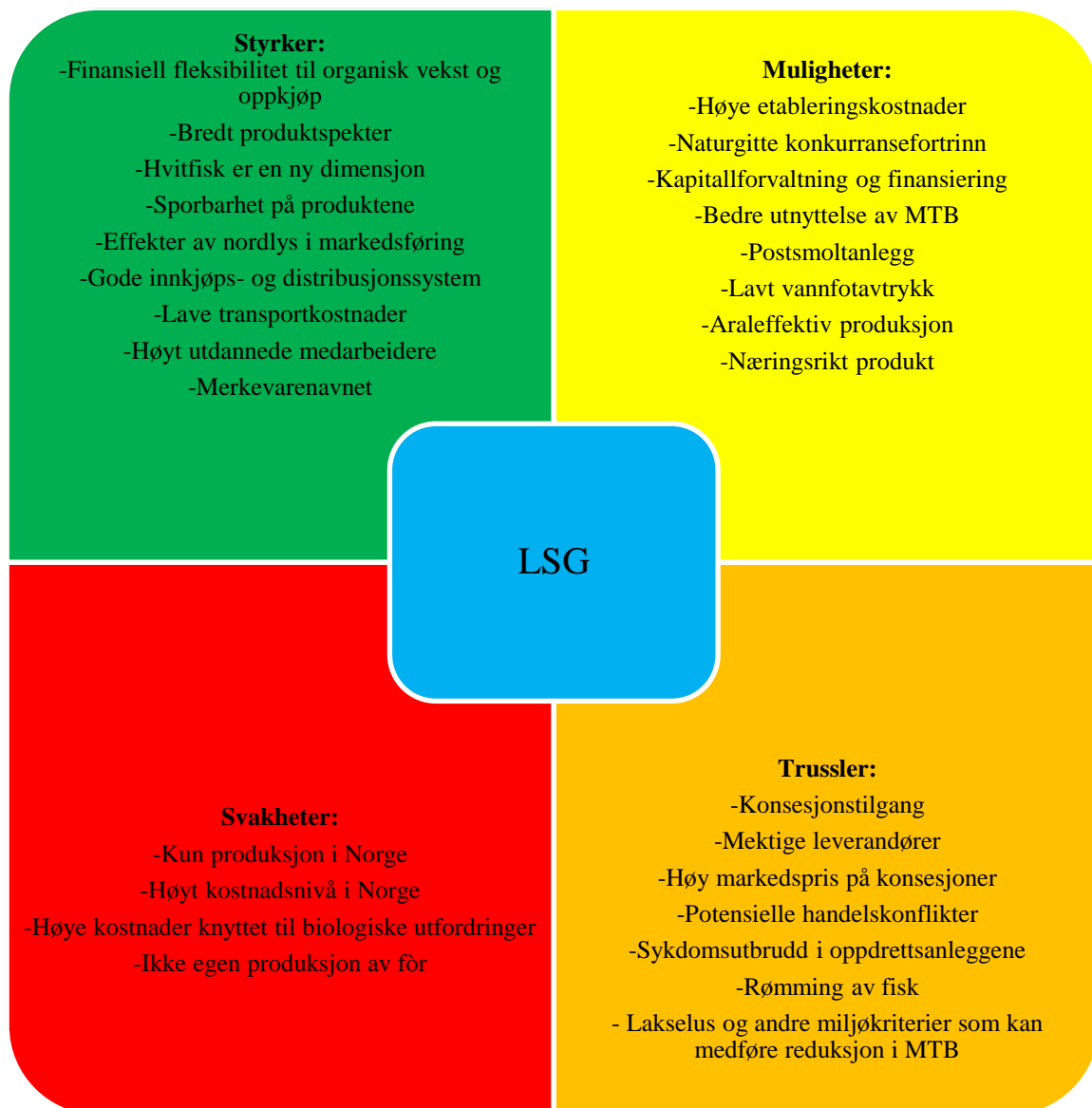
**TABELL 3: OPPSUMMERING VRIO**

Er ressursen eller kapabiliteten:	Verdifull?	Sjelden?	Kostbar å imitere?	Organisert for å utnytte det?	Konkurransefortrinn
Finansielle	JA	NEI	NEI	NEI	Paritet
Fysiske	JA	JA	NEI	NEI	Midlertidig Konkurransefortrinn
Menneskelige	JA	NEI	NEI	NEI	Paritet
Organisatoriske	JA	JA	JA	JA	Varig konkurransefortrinn

#### 4.5 SWOT-Analyse

For å oppsummere den strategiske analysen benyttes en SWOT-analyse. På bakgrunn av den interne analysen identifiseres styrker og svakheter, mens den eksterne analysen gir grunnlag for å oppdage muligheter og trusler.

TABELL 4: SWOT-ANALYSE



## 5 Regnskapsanalyse

Hensikten med å foreta en regnskapsanalyse er å få innsikt i virksomhetens bakenforliggende økonomiske forhold ved systematisk gjennomgang av regnskapsdata. På den måten vil man forstå virksomheten og bedre predikere fremtiden. Regnskapsanalysen vil normalt ha størst verdi hvis man kan sammenligne tallmaterialet over tid og etablere bedriftens utviklingstrend for å se om bedriften er inne i en positiv eller negativ trend (Hoff, 2010). Basert på regnskapsinformasjon for LSG og den strategiske analysen i forrige kapittel, har man et godt grunnlag for å utarbeide fremtidsprognoser. Ettersom det i hovedsak er eiere og kreditorer hovedsakelig bruker regnskapet, vil regnskapet være utformet med hensyn til kreditorene. Av samme grunn foretas en omgruppering ut i fra et investororientert perspektiv. Hovedelementene i omgrupperingen vil være rettet mot å få skille drift og finansiering, samt mellom unormale og normale poster. Med basis i det omgrupperte regnskapet er det videre aktuelt å analysere og justere for eventuelle målefeil.

### 5.1 Analysenivå

Driftssegmentene til LSG består som tidligere nevnt av virksomhetsområdene havbruk, bearbeiding, villfangst og hvitfisk, samt salg og distribusjon. De ulike segmentene har likhetstrekk ved at de opererer i samme bransje, har de samme kundene, lik forretningsrisiko og like prosesser. Det eneste som skiller dem er geografi (Lerøy, 2015). Virksomheter innenfor et bestemt forretningsområde bør ifølge Kaldestad og Møller (2016), analyseres samlet og gjerne på basis av et konsernregnskap. Fordelen ved å analysere med bakgrunn i konsernregnskapet er at man da lettere kan sammenligne med andre selskaper i samme bransje.

### 5.2 Analyseperiode

Den potensielle analyseperioden til LSG vil være fra børsnoteringen i 2002. Kriterier for valg av lengde på analyseperiode bør være begrunnet i stabiliteten til selskapet og bransjen. Ettersom havbruksnæringen ofte karakteriseres som syklisk (Pedersen, 2015), vil det være hensiktsmessig å benytte en relativt lang analyseperiode hvor både oppgangs- og nedgangskonjunkturer blir inkludert. Analyseperioden vil være fra år 2011-2016. Ved å inkludere årene 2011 og 2012, vil analyseperioden inneholde en periode hvor lakseprisen og inntjeningen var relativt lav sammenlignet med dagens nivåer.

### 5.3 Benchmarking

For enkeltsselskaper fungerer bransjegjennomsnittet som en målestokk ved regnskapsanalyse. LSG er blant de største havbruksselskapene i Norge. Komparative selskaper vil derfor være bedrifter som konkurrerer på samme vilkår, som Marine Harvest, SalMar og Grieg Seafood. Disse selskapene har gjennom analyseperioden i hovedsak drevet innenfor samme forretningsområde som LSG og vil i så måte være hensiktsmessige selskaper å drive benchmarking mot.

### 5.4 Konsernregnskapet

I dette avsnittet gis det en oversikt over resultatregnskapet og balansen til konsernet for perioden 2011-2016. Tallmaterialet er basert på LSG årsrapporter. Konsernregnskapet er avlagt i samsvar med internasjonale standarder for finansiell rapportering (IFRS) og avlagt basert på alle pliktige regnskapsstandarder (Lerøy, 2015). Q1 i 2017 tas ikke hensyn til.

LSG har benyttet seg av PricewaterhouseCoopers AS som revisor i hele analyseperioden. Etter PwCs mening er konsernregnskapet avgitt i samsvar med lov og forskrifter, og gir et rettviseende bilde av den finansielle stillingen til konsernet LSG ASA, og av konsernets resultater og kontantstrømmer. Det er også i samsvar med IFRS som er fastsatt av EU. Alle tall er oppgitt i hele 1000 NOK. Fullstendig resultatregnskap finnes i vedlegg 1.

**TABELL 5: RESULTATREGNSKAP**

RESULTATREGNSKAP	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Sum driftsinntekter	9 176 873	9 102 941	10 764 714	12 579 465	13 450 725	17 269 278
Sumdriftskostnader	(7 692 076)	(8 328 075)	(8 826 240)	(10 419 328)	(11 636 857)	(13 914 645)
<b>Driftsresultat før avskrivninger og verdijustering (EBITDA)</b>	<b>1 484 797</b>	<b>774 866</b>	<b>1 938 474</b>	<b>2 160 137</b>	<b>1 813 868</b>	<b>3 354 633</b>
Driftsresultat før verdijustering av biologiske eiendeler	1 212 898	450 098	1 625 799	1 788 675	1 379 952	2 843 468
Verdijustering av biologiske eiendeler	(615 767)	294 735	764 229	(327 414)	188 508	1 470 561
<b>Driftsresultat EBIT</b>	<b>597 131</b>	<b>744 833</b>	<b>2 390 028</b>	<b>1 461 261</b>	<b>1 568 460</b>	<b>4 314 029</b>
Inntekt fra tilknyttet selskap	19 741	24 831	192 188	91 939	61 376	262 783
Netto finansposter	(81 884)	(95 153)	(101 840)	(119 790)	(128 728)	(131 491)
<b>Resultat før skattekostnad</b>	<b>534 988</b>	<b>674 511</b>	<b>2 480 376</b>	<b>1 433 410</b>	<b>1 501 108</b>	<b>4 445 321</b>
Sum skattekostnad	(156 311)	(182 749)	(593 981)	(328 939)	(268 226)	(926 691)
<b>Årsresultat</b>	<b>378 677</b>	<b>491 762</b>	<b>1 886 395</b>	<b>1 104 471</b>	<b>1 232 882</b>	<b>3 518 630</b>
Herav kontrollerende eierinteressers andel	382 705	480 797	1 733 352	1 055 916	1 179 718	3 224 143
Herav ikke-kontrollerende eierinteressers andel	(4 028)	10 963	153 043	48 557	53 165	294 488
<b>Resultat per aksje</b>	<b>7,01</b>	<b>8,81</b>	<b>31,76</b>	<b>19,35</b>	<b>21,62</b>	<b>56,49</b>



Resultatregnskapet viser at LSG har positivt resultat fra driften i alle år. Selskapet har aldri prestert bedre enn i 2016. Prisene for atlantisk laks og ørret, sterk etterspørsel og god utvikling i konsernets nedstrømsaktiviteter er hovedforklaringen.

**TABELL 6: BALANSE**

Balanse	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016
Anleggsmidler	6 082 597	6 446 081	7 142 755	7 560 664	7 986 576	13 074 188
Omløpsmidler	5 379 250	5 328 341	6 760 976	7 297 700	7 997 127	12 004 399
<b>Eiendeler</b>	<b>11 461 847</b>	<b>11 774 422</b>	<b>13 903 731</b>	<b>14 858 364</b>	<b>15 983 703</b>	<b>25 078 587</b>
Sum innskutt egenkapital	2 785 937	2 785 937	2 785 937	2 785 937	2 785 937	4 837 893
Opptjent egenkapital	2 476 898	2 528 638	3 969 263	4 476 377	5 099 758	7 702 055
Ikke-kontrollerende egeninteresser	534 931	649 381	793 747	817 282	878 357	935 478
<b>Egenkapital</b>	<b>5 797 766</b>	<b>5 963 956</b>	<b>7 548 947</b>	<b>8 079 596</b>	<b>8 764 052</b>	<b>13 475 426</b>
Sum langsiktig gjeld	3 528 038	3 685 662	3 883 702	4 437 238	4 075 535	7 470 724
Sum kortsiktig gjeld	2 136 043	2 124 804	2 471 082	2 341 530	3 144 116	4 132 437
Sum gjeld	5 664 081	5 810 466	6 354 784	6 778 768	7 219 651	11 603 161
<b>Sum egenkapital og gjeld</b>	<b>11 461 847</b>	<b>11 774 422</b>	<b>13 903 731</b>	<b>14 858 364</b>	<b>15 983 703</b>	<b>25 078 587</b>

Balansen viser utviklingen i LSGs eiendeler, egenkapital og gjeld i analyseperioden. Det har vært en relativt stabil økning i både anleggsmidler og omløpsmidler i hele perioden frem til 2015. Økningen i 2016 skyldes i hovedsak tilgang fra oppkjøpet av Havfisk AS og Norway Seafoods Group AS. Økningen i anleggsmidler skyldes i hovedsak tilgang på nye konsesjoner og nye driftsmidler. Virkelig verdijustering på biologiske eiendeler, økte kundefordring og kontantbeholdning, er hovedårsakene til økningen i omløpsmidler. Den markante økningen i egenkapital skyldes sterke årsresultat fra 2013 til 2016. Gjelden har også økt i analyseperioden. Økningen skyldes flere faktorer, deriblant økt langsiktig rentebærende gjeld. Fullstendig balanse finnes i vedlegg 2.

## 5.5 Omgruppering av regnskapet

Koller et al. (2015) påpeker at regnskapet må tilpasses verdsettelse ved å skille mellom driftsrelaterte, ikke driftsrelaterte og finansielle aktiviteter. Gjesdal (2007) forklarer at en regnskapsanalyse starter med en gruppering og omgruppering av regnskapstallene. Videre er det viktig å skille mellom driftsrelaterte og finansielle eiendeler, rentebærende og «rentefri» gjeld, samt normale og unormale poster. I tillegg må man håndtere brudd på kongruensprinsippet, såkalt «dirty surplus». Omgrupperingen av regnskapet bør ifølge Penman (2010) skje i fire steg.

### 5.5.1 Steg 1: Omgruppering av avsatt utbytte

Av IFRS standard følger det at utbytte som blir vedtatt etter balansedagen, ikke tilfredsstillende definisjonen av en forpliktelse. Utbytte blir da ikke regnskapsført som gjeld, men vil inngå i selskapets egenkapital på balansedagen (Fardal, 2007). Ettersom LSG følger IFRS standard er egenkapitalen redusert med det betalte utbytte. Av samme årsak er det ikke nødvendig å omklassifisere avsatt utbytte.

### 5.5.2 Steg 2: Normale og Unormale poster

Hammerstrø (2016) forfekter at forarbeid til regnskapsanalyser bør inneholde en differensiering av normale og unormale poster. Dette er spesielt viktig for å kunne si noe om driften er forsvarlig. Regnskapsreglene er endret slik at man ikke lenger kan klassifisere poster som ekstraordinære poster. Unntaket er ved resultatført virkning av prinsippendring og korrigerende av vesentlige feil (Hammerstrø, 2016). Følgende poster i resultatregnskapet er vurdert til å være unormale.

- **Gevinst ved salg av anleggsmidler:** til tross for at LSG har hatt gevinst på salg av anleggsmidler hvert år, anses dette som en unormal post da det enkelte salg klassifiseres som en enkelthendelse.
- **Nedskrivninger:** følger ingen klar trend over tid og klassifiseres derfor som en unormal post
- **Verdijustering av biologiske eiendeler:** et omstridt spørsmål ved IFRS har vært hvor stor en fisk må være før virkelig verdi kan fastsettes pålitelig. Gjeldende regler er at levende fisk skal føres i regnskapet til virkelig verdi fra og med ca. 1,0 kg. Da det ikke eksisterer observerbare markedspriser for levende fisk, må virkelig verdi beregnes med utgangspunkt i prisen på slaktet fisk korrigert, for gjenstående kostnader (Fardal, 2007). Ettersom markedsprisen på laks er vanskelig å predikere og at det er usikkerhet knyttet til pris på realiseringstidspunktet, klassifiseres denne posten som unormal.
- **Unormale finansinntekter og normale finanskostnader:** disse varierer fra år til år, og klassifiseres dermed som unormale da de ikke er spesifisert i regnskapet

### 5.5.3 Steg 3: Kartlegging av brudd på kongruensprinsippet

Ifølge (Huneide, 2008) innebærer kongruensprinsippet at alle endringer i et selskaps egenkapital, unntatt kapitalinnskudd og kapitaluttak, skal føres over resultatregnskapet. Dette medfører at årsoverskuddet er lik egenkapital ved årets slutt, fratrukket egenkapital ved årets begynnelse. Dersom endringene rapporteres som en del av egenkapitalen er dette for «dirty surplus» eller uren resultatberegning å regne.

### 5.5.4 Steg 4: Driftsrelaterte og driftsfremmede eiendeler

Gjesdal (2007) påpeker at driftsfremmede eiendeler ofte er finansielle eiendeler. Disse bør derfor skilles ut, da de ofte verdsettes ved andre metoder enn de driftsrelaterte. I en verdsettelsesprosess bør de driftsrelaterte eiendelene verdsettes ved å prognostisere og neddiskontere fremtidig inntjening, for så å legge til verdien av de finansielle eiendelene.

LSGs eiendeler er sortert slik:

#### **Driftsrelaterte omløpsmidler:**

- Biologiske eiendeler og andre varer er knyttet til kjernevirksomheten
- Kundefordringer er knyttet til salg av LSGs produkter
- Andre fordringer består blant annet av til gode merverdiavgift og forskuddsbetalte kostnader

#### **Driftsrelaterte anleggsmidler:**

- Konesjoner, rettigheter, goodwill
- Bygninger, tomter, driftsmidler
- Aksjer i tilknyttede selskaper er og aksjer tilgjengelig for salg
- Utsatt skattefordel

#### **Finansielle omløpsmidler:**

- Kontanter og kontantekvivalenter kan være både driftsrelatert og finansiell. For å være på den sikre siden klassifiseres derfor denne posten som finansiell.

### **Finansielle anleggsmidler:**

- Langsiktige fordringer gjelder diverse lån som normalt beregnes renter på.

### **5.5.5 Finansiell og driftsrelatert gjeld**

Ikke all gjeld skal være med på å dele verdiskapningen. Gjesdal (2007) skiller mellom finansiell gjeld på den ene siden og driftsrelatert på den andre. Driftsrelatert gjeld skiller seg fra annen finansiell gjeld ved at den oppstår mer eller mindre automatisk gjennom driften.

LSGs gjeld er sortert slik:

#### **Langsiktig driftsrelatert gjeld:**

- Utsatt skatt oppstår i hovedsak som følge av driftsrelaterte eiendeler
- Pensjonsforpliktelser

#### **Kortsiktig driftsrelatert gjeld:**

- Leverandørgjeld er knyttet til varekjøp
- Skyldige offentlige avgifter består av arbeidsgiveravgift, skattetrekk og merverdiavgift
- Betalbar skatt
- Annen kortsiktig gjeld

#### **Langsiktig finansiell gjeld:**

- Langsiktig rentebærende gjeld
- Andre forpliktelser er virkelig verdi av rentebytteavtalene. Rentebytteavtalene er rentebærende

#### **Kortsiktig finansiell gjeld:**

- Kortsiktige kreditter er ikke spesifisert og anses derfor som finansiell gjeld

## 5.6 Omgruppering av regnskapet

### 5.6.1 Omgruppert balanse

Som tidligere nevnt i oppgaven, er balanseoppstillingen etter IFRS kreditororientert. Formålet med omgrupperingen vil derfor være å gjøre balansen mer egnet for investororientert analyse. For å komme frem til avkastning på investert kapital og fri kontantstrøm, påpeker Koller et al. (2015) at det er nødvendig å omgruppere balanse. Investert kapital representerer den totale mengden kapital investorer trenger for å finansiere drift, uten å ta høyde for hvordan kapitalen er finansiert. Fullstendig omgruppert balanse finnes i vedlegg 3.

**TABELL 7: OMRUPPERT BALANSE**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Totale driftsrelaterte omløpsmidler	3 781 821	4 245 540	5 888 463	5 937 428	6 749 513	9 770 699
Sum driftsrelatert kortsiktig gjeld	(1 375 066)	(1 212 917)	(1 788 508)	(1 872 254)	(1 678 972)	(3 038 347)
<b>Driftsrelatert arbeidskapital</b>	<b>2 406 755</b>	<b>3 032 623</b>	<b>4 099 955</b>	<b>4 065 174</b>	<b>5 070 541</b>	<b>6 732 352</b>
Sum driftsrelaterte anleggsmidler	6 074 144	6 437 478	7 116 584	7 528 401	7 969 330	12 997 509
Sum driftsrelatert langsiktig gjeld	(1 091 505)	(1 238 104)	(1 490 199)	(1 538 140)	(1 571 738)	(2 807 490)
<b>Netto anleggsmidler</b>	<b>4 982 639</b>	<b>5 199 374</b>	<b>5 626 385</b>	<b>5 990 261</b>	<b>6 397 592</b>	<b>10 190 019</b>
<b>Investert kapital</b>	<b>7 389 394</b>	<b>8 231 997</b>	<b>9 726 340</b>	<b>10 055 435</b>	<b>11 468 133</b>	<b>16 922 371</b>
Sum finansielle anleggsmidler	8 453	8 607	26 171	32 263	17 246	76 679
Sum finansielle omløpsmidler	1 597 429	1 082 797	872 513	1 360 272	1 247 614	2 233 700
Finansielle eiendeler	1 605 882	1 091 404	898 684	1 392 535	1 264 860	2 310 379
<b>Sum investert kapital</b>	<b>8 995 276</b>	<b>9 323 401</b>	<b>10 625 024</b>	<b>11 447 970</b>	<b>12 732 993</b>	<b>19 232 750</b>
Egenkapital	5 262 835	5 314 575	6 755 200	7 262 314	7 885 695	12 539 948
Ikke-kontrollerende egeninteresser	534 931	649 381	793 747	817 282	878 357	935 478
Finansiell kortsiktig gjeld	3 197 510	3 359 445	3 076 077	3 368 374	3 968 941	5 757 324
<b>Sum investert kapital</b>	<b>8 995 276</b>	<b>9 323 401</b>	<b>10 625 024</b>	<b>11 447 970</b>	<b>12 732 993</b>	<b>19 232 750</b>

### 5.6.2 Omgruppert resultatregnskap

Fokus i omgrupperingen av resultatregnskapet er å finne netto driftsresultat fra kjernevirksomheten etter beregnet skatt (NOPLAT). Skattekostnaden fordeles så mellom driftsresultat og finansielt resultat. Skattesats for de respektive årene i analyseperioder samsvarer med skatt på alminnelig inntekt for bedrifter (Finansdepartementet, 2016).

**TABELL 8: DRIFTSRELATERT SKATTESATS**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Skattekostnad	156 311	182 749	593 981	328 939	268 226	926 691
Skatt finansresultat	3 272	5 977	(4 443)	8 043	7 278	6 611
Driftsrelatert skatt	159 583	188 726	589 538	336 982	275 504	933 302
Driftsresultat	597 131	744 833	2 390 028	1 461 261	1 568 460	4 314 030
<b>Driftsrelatert skattesats</b>	<b>26,72 %</b>	<b>25,34 %</b>	<b>24,67 %</b>	<b>23,06 %</b>	<b>17,57 %</b>	<b>21,63 %</b>

Gjennomsnittlig driftsrelatert skattesats er på 23,16%. Denne skattesatsen vil benyttes i videre beregninger av NOPLAT.

**TABELL 9: NOPLAT**

	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Driftsinntkter	9 162 813	9 097 146	10 764 714	12 579 465	13 450 725	17 269 278
Varekjøp	6 184 793	6 499 768	7 039 813	8 450 392	9 278 374	10 561 407
Lønnskostnader	967 789	1 031 872	1 094 464	1 270 880	1 411 024	1 785 537
Andre driftskostnader	858 107	853 884	1 004 148	1 262 518	1 447 625	1 864 088
Endring varelager	(318 613)	(57 449)	(258 380)	(447 053)	(465 960)	(296 387)
Avskrivninger	271 899	291 768	307 175	369 480	433 916	511 621
Justert EBIT	1 198 838	477 303	1 577 494	1 673 248	1 345 746	2 843 012
Dritsrelatert skatt	320 388	120 939	389 113	385 869	236 384	615 060
<b>NOPLAT</b>	<b>878 450</b>	<b>356 364</b>	<b>1 188 381</b>	<b>1 287 379</b>	<b>1 109 362</b>	<b>2 227 952</b>
<b>Endring i NOPLAT</b>		-59 %	233 %	8 %	-14 %	101 %

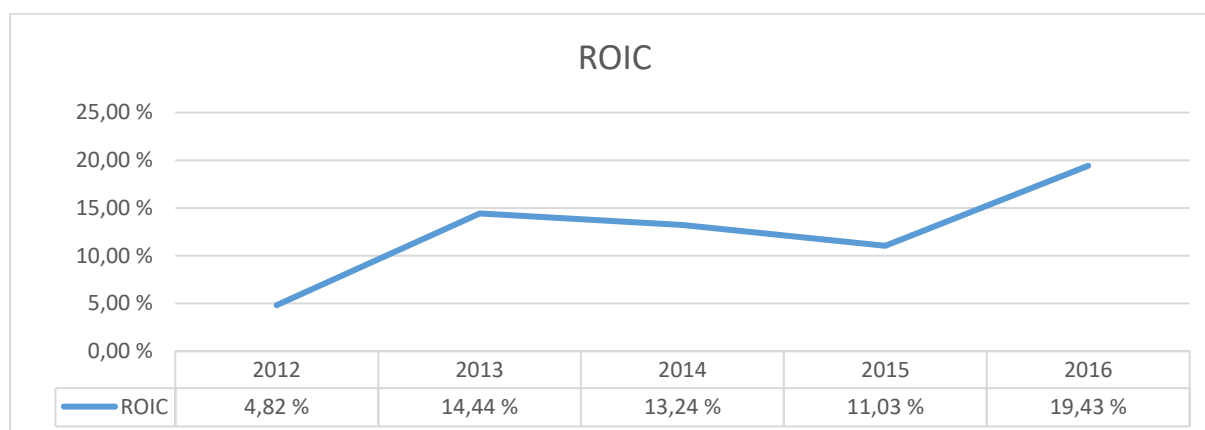
## 6 Nøkkeltallanalyse

Havbruksnæringen kjennetegnes av stor usikkerhet, hovedsakelig knyttet til blant annet prisoppnåelse, tilvekst og fremtidig forpriser. Det er derfor avgjørende at selskapene har solide økonomiske krefter til å tåle lengere perioder med tap, og samtidig være i stand til å betale sine forpliktelser.

### 6.1 Rentabilitetsanalyse

Rentabilitetsanalyse omhandler en bedrifts evne til å skape lønnsom drift. Det er spesielt avkastningen på totalkapitalen og eierkapitalen som «arbeider» i selskapet, som er interessant (Hoff, 2010). Koller et al. (2015) trekker frem ROIC som det mest presise lønnsomhetstallet, da det utelukkende fokuserer på selskapets drift. ROIC definert ved hjelp av følgende formel:

$$ROIC_t = \frac{NOPLAT_t}{Investert\ Kapital_{t-1}}$$



**FIGUR 7: ROIC**

ROIC er Investert kapital i selskapets kjerneaktiviteter på tidspunkt  $t-1$ . Eksempler på investert kapital kan eksempelvis være driftsrelaterte omløpsmidler og immaterielle aktiva. Dersom LSG har et konkurransefortrinn vil de kunne oppnå høyere ROIC enn markedet ved at de er i stand til å produsere mer effektivt sammenlignet med konkurrentene. LSGs ROIC har hatt en hatt to toppår i 2013 og 2016. Dette er relatert til selskapets høye driftsinntekter i disse to årene. Det er interessant å sammenligne ROIC opp imot selskapets WACC for å avdekke hvorvidt den investerte kapitalen er utnyttet effektivt. I 2012 var ROIC på rekordlave 4,82%. Ved å forutsette at WACC i 2011 var på dagens nivå (7,21%). Ifølge Koller et al. (2015) vil et selskap kun skape

verdier dersom de oppnår ROIC over WACC. For å forstå hvilke elementer som driver ROIC kan denne dekomponeres i følgende formel:

$$ROIC = (1 - \text{driftsrelatert skatt}) * \frac{EBITA}{\text{Omsetning}} * \frac{\text{Omsetning}}{\text{Investert kapital}}$$

ROIC drives av driftsmarginen, altså hvor mye bedriften får igjen for hver krone omsatt, og kapitalens omløpshastighet, som måler hvor mange ganger den investerte kapitalen til bedriften omsettes i løpet av et år.

**TABELL 10: DEKOMPONERT ROIC**

	2012	2013	2014	2015	2016
Driftsmargin	3,53 %	11,04 %	10,23 %	8,25 %	12,90 %
Kapitalens omløpshastighet	1,37	1,31	1,29	1,34	1,51
ROIC	4,82 %	14,44 %	13,24 %	11,03 %	19,43 %

LSG har i analyseperioden hatt en positiv og rimelig stabil driftsmargin siden 2013. Den høye driftsmarginen i 2016 skyldes i hovedsak et godt resultat. Den investerte kapitalens omløpshastighet har en positiv trend siden 2014. Dette indikerer at selskapet er blitt bedre til å effektivt utnytte den investerte kapitalen som er bundet opp i bedriften.

## 6.2 Kapitalstruktur

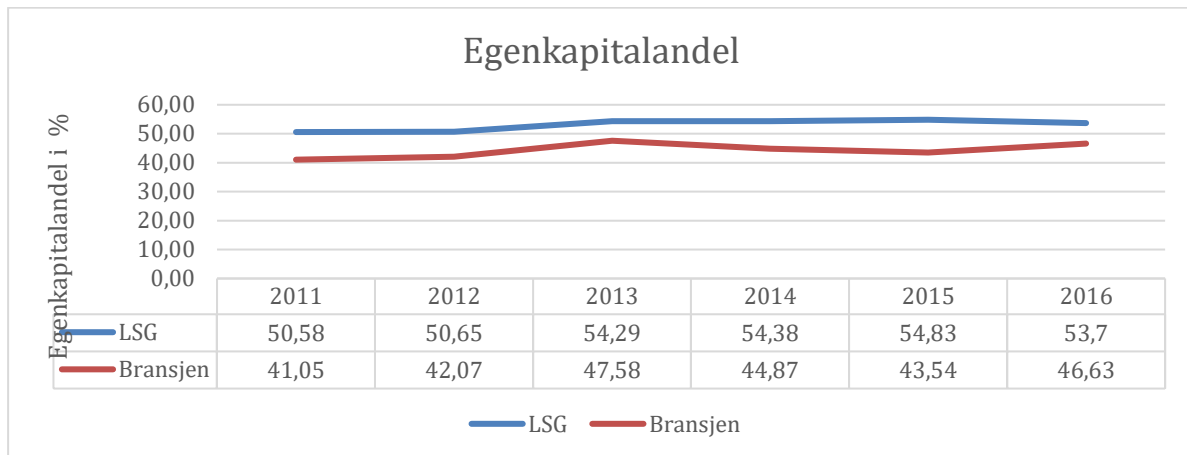
Kapitalstruktur viser hvordan en virksomhets eiendeler er finansiert og virksomhetens soliditet. Med soliditet menes virksomhetens evne til å tåle tap. Ved å analysere en virksomhets finansiering, får man klarhet i hvordan kapitalen er anskaffet og anvendt med utgangspunkt i sammensetningen av eiendelene. Eiendeler kan enten finansieres av gjeld (langsiktig og kortsiktig) eller egenkapital (Hoff, 2010). For å analysere kapitalstrukturen i LSG vil det beregnes egenkapitalandel, gjeldsgrad, rentedekningsgrad, samt finansieringsgrad 1 og 2.

### 6.2.1 Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen viser hvor stor del av eiendelene som er finansiert med egenkapital, og dermed hvor mye av eiendelene som kan gå tapt før kreditorenes fordringer kommer i fare. Hva



som ansees for å være tilstrekkelig egenkapitalandel, avhenger av hvor kapitalintensiv virksomheten er, og hvor stor den forretningsmessige risiko er. Et vanlig krav er 30 % (Hoff, 2010). Etersom LSG driver i en veldig kapitalintensiv bransje, bør de ligge i overkant av dette kravet.

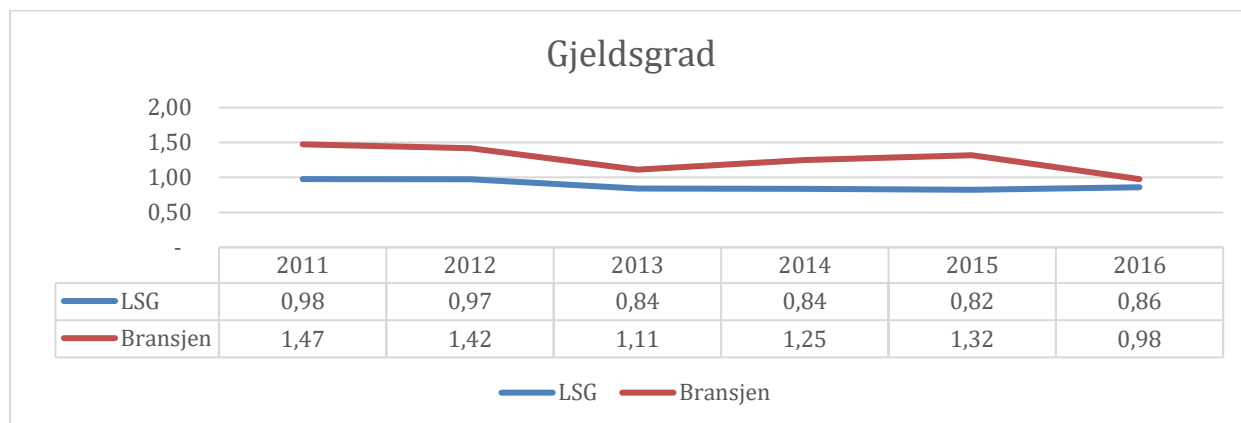


**FIGUR 8: EGENKAPITALANDEL**

Figur 8 viser egenkapitalandelen for LSG og bransjen i perioden 2011-2016. Egenkapitalandelen i LSG har en positiv trend (bortsett fra siste år) i analyseperioden, og ligger godt over konsernets hovedlånevilkår på minst 30 % (Lerøy, 2015), og bransjegenomsnittet. Den solide finansieringen indikerer at LSG er godt rustet til å tåle en lengre periode med lavere laksepriser og dårlige resultater.

### 6.2.2 Gjeldsgrad

Gjeldsgraden uttrykker forholdet mellom gjeld og egenkapital, og forteller hvor mange kroner det er i gjeld per krone egenkapital. Dersom gjeldsgraden øker, vil soliditeten svekkes (Hoff, 2010). Gjeldsgraden bør være så lav som mulig, og sammenligningsgrunnlaget vil derfor være bransjen som helhet



**FIGUR 9: GJELDSGRAD**

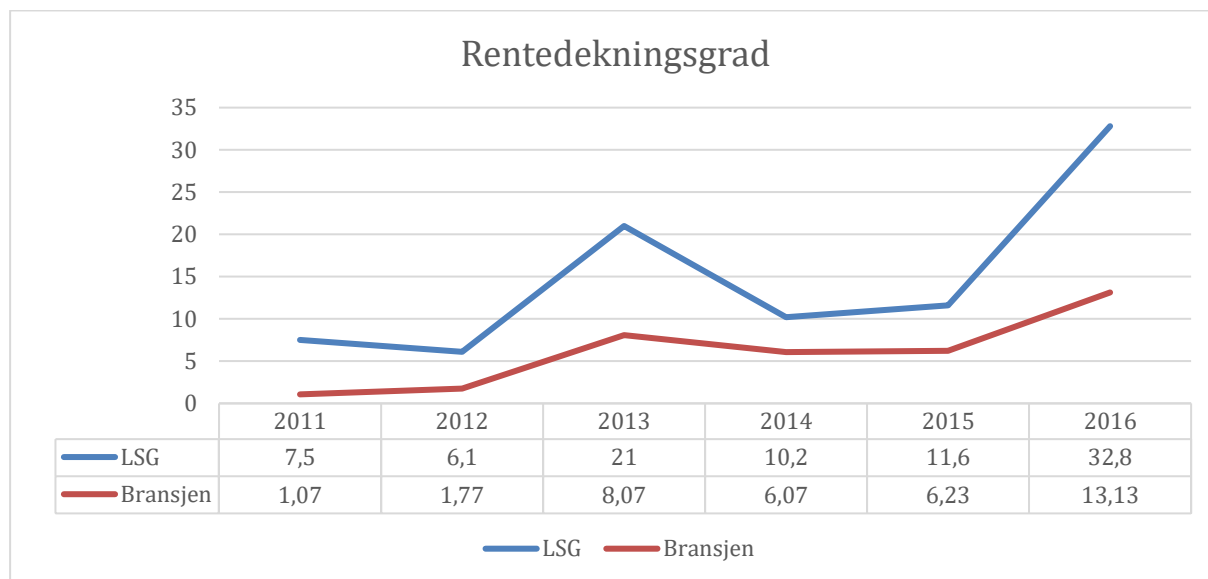
Figur 9 viser gjeldsgraden for LSG og bransjen i perioden 2011-2016. Gjeldsgraden i LSG er avtagende gjennom hele perioden, bortsett fra siste år. Sammenlignet med bransjen er gjeldsgraden betydelig i hele perioden. Det bør også nevnes at gjeldsgraden for bransjen har en negativ trend, hvilket er positivt. LSG fremstår som et solid selskap med relativt lav gjeldsgrad.

### 6.2.3 Rentedekningsgrad

Rentedekningsgraden er både et mål for lønnsomheten og soliditeten, og kan uttrykkes på følgende måte:

$$\text{Rentedekningsgraden} = \frac{\text{Ordinært resultat før skattekostnader} + \text{Finanskostnader}}{\text{Finanskostnader}}$$

Rentedekningsgraden forteller i hvilken grad en virksomhet er i stand til å betale sine rentekostnader. I tillegg uttrykker den bedriftens evne til å påta seg større låneforpliktelser. Jo høyere rentedekningsgrad, desto bedre anledning har virksomheten til å øke gjelden. Rentedekningsgraden bør være over 3 for å være tilfredsstillende (Hoff, 2010).



**FIGUR 10: RENTEDEKNINGSGRAD**

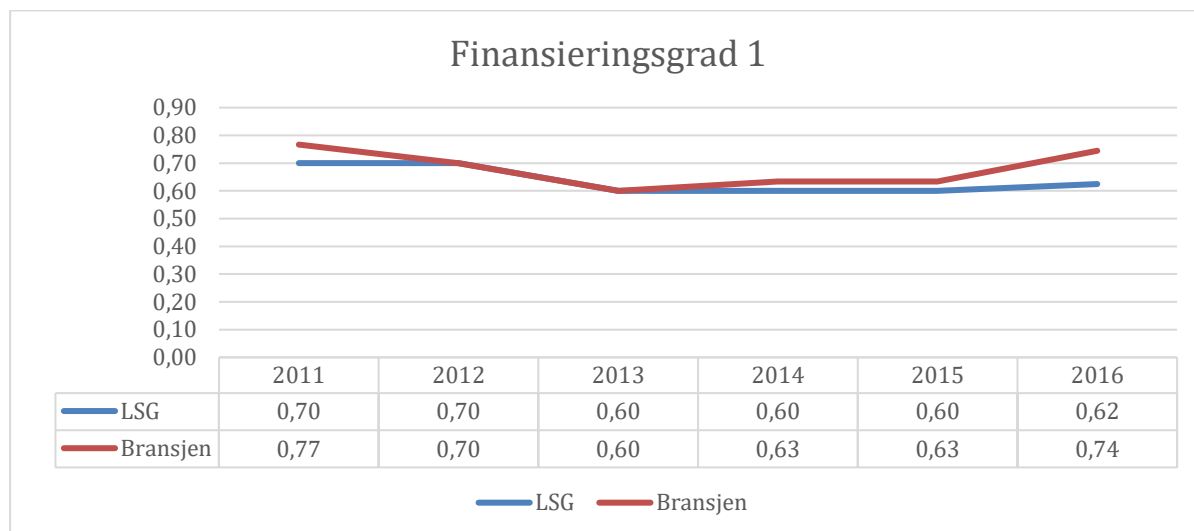
Figur 10 viser rentedekningsgraden for LSG og bransjen i perioden 2011-2016. Rentedekningsgraden har gjennomgående vært høyere sammenlignet med de andre aktørene i bransjen. Rentedekningsgraden er betydelig høyere enn 3 og dermed tilfredsstillende både for LSG og Bransjen.

#### 6.2.4 Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 viser i hvilken grad anleggsmidlene er finansiert med langsiktig kapital, og kan uttrykkes på følgende måte:

$$\text{Finansieringsgrad 1} = \frac{\text{Anleggsmidler}}{\text{langsiktig gjeld} + \text{egenkapital}}$$

Som et generelt krav bør finansieringsgrad 1 være mindre enn 1.



**FIGUR 11: FINANSIERINGSGRAD 1**

Figur 11 viser finansieringsgrad 1 for LSG og bransjen i perioden 2010-2016. Finansieringsgrad 1 ligger under 1 for LSG og bransjen i hele perioden. Verdt å merke seg er at andelen anleggsmidler i forhold til langsiktig gjeld og egenkapital har vært stabil gjennom hele perioden, noe som kan tyde på at LSG ikke vil komme over kravet på 1 de nærmeste årene. Finansieringsgrad 2 tilsvarer Likviditetsgrad 1 og vil følgelig ikke beskrives nærmere.

### 6.3 Oppsummering av nøkkeltallanalyse

I rentabilitetsanalysen kom det frem trenden i ROIC er positiv for LSG og forteller at selskapet har skaper verd. Hovedforklaringen ligger i at selskapet er blitt bedre til å effektivt utnytte den investerte kapitalen som er bundet opp i bedriften. Dette kan være noe av grunnen til selskapets positive aksjekursutvikling.

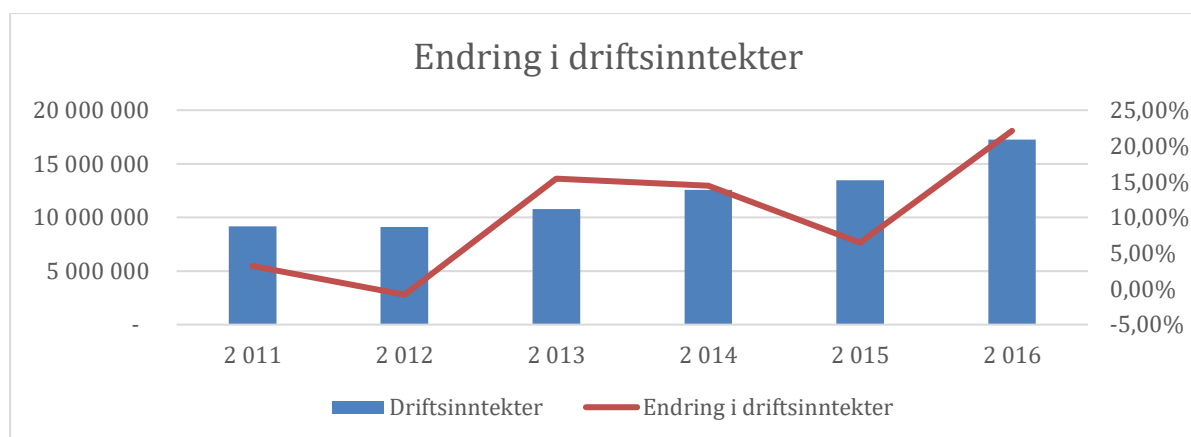
Analysen av kapitalstrukturen viser at selskapet har en solid egenkapitalandel som har vært stabil gjennom hele analyseperioden, og forteller at selskapet kan relativt store tap før kreditors fordringer kommer i fare. Gjeldsgraden er også lavere enn hos konkurrentene til tross for noe negativ utvikling. Rentedeckningsgraden i selskapet er velig høy og uttrykker god evne til å påta seg økte renteforpliktelser. Finansieringsgraden er stabilt lav og viser at anleggsmidlene i hovedsak er finansiert av langsiktig gjeld.

## 7 Prognoseperiode

Prognosene for fremtiden påvirkes av forhold som er gjennomgått i strategi- og regnskapsanalysen. Koller et al. (2015) påpeker at første steg er å fastslå prognoseperioden og detaljrikdommen i prognosene. Kaldestad og Møller (2016) skiller mellom å estimere kontantstrømmer på kort og lang sikt. Analysen av den eksplisitte prognoseperioden vil ta utgangspunkt i en bottom-up modell, hvor det vil gjennomføres detaljerte analyser på de ulike produktlinjene. Den eksplisitte perioden skal om mulig dekke perioden frem til virksomheten er i en «steady state». Det innebærer at en virksomhet vokser i en konstant rate ved å reinvestere en konstant proporsjon av resultatet hvert år og at en virksomhet har samme stabile avkastning på eksisterende kapital og nyinvesteringer. Koller et al. (2015) anbefaler på generelt grunnlag også at prognoseperioden bør være på 10 til 15 år. Både Kaldestad og Møller (2016); Koller et al. (2015) trekker frem at den eksplisitte perioden bør være lengre for virksomheter som drifter i sykliske bransjer. For LSG er det nærliggende å anta at selskapet ikke er langt unna en ”steady state” fase, på grunn av at ytterligere vekst forutsetter tilgang på nye konsesjoner, nyinvesteringer i anleggsmidler, eller oppkjøp. Det vil derfor legges opp til en eksplisitt periode på 5 år med en forenklet prognose resterende 5 år.

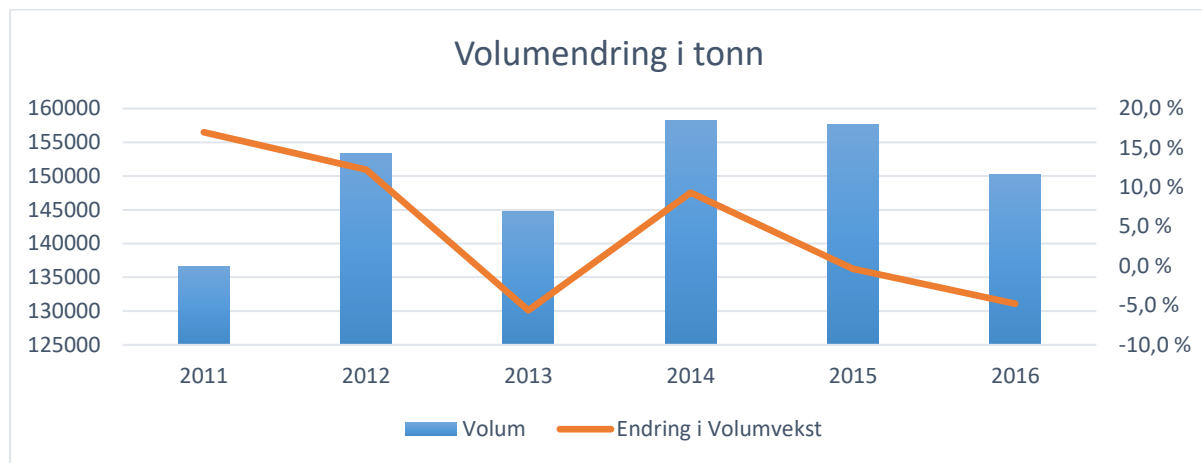
### 7.1 Analyse av historisk regnskapsdata

Koller et al. (2015) påpeker at prognoser bør baseres på historiske regnskapstall. Analysen av LSGs historiske vekst i inntekter kan deles inn i vekst knyttet til endring i driftsinntekter eller endring i volum.



**FIGUR 12: ENDRING I DRIFTSINNTEKTER**

Figur 12 viser endring i driftsinntekter i perioden 2011-2016. Den årlige gjennomsnittlige veksten har vært på 10,1 % i perioden. Den sterke veksten i driftsinntekter kan tenkes å ha en sammenheng med den årlige gjennomsnittlige økningen i laksepris, som i perioden har vært på 22,8 %.



**FIGUR 13: ENDRING I PRODUKSJONSVOLUM**

Figur 13 viser endring i slaktet volum i perioden 2011-2016. Volumveksten i likhet med driftsinntektene viser en positiv utvikling i perioden. Den gjennomsnittlige volumveksten i perioden var på 2,2 %. Det er imidlertid verdt å merke seg den negative endringen i volum i 2013 var det året hvor driftsinntektene økte mest. En korrelasjonsberegning mellom endring i driftsinntekter og endring i volumvekst, viser at korrelasjonskoeffisienten er på -0,72. Dette indikerer at det kan være en negativ sammenheng mellom inntekter og volum.

## 7.2 Prognose for poster i resultatregnskapet

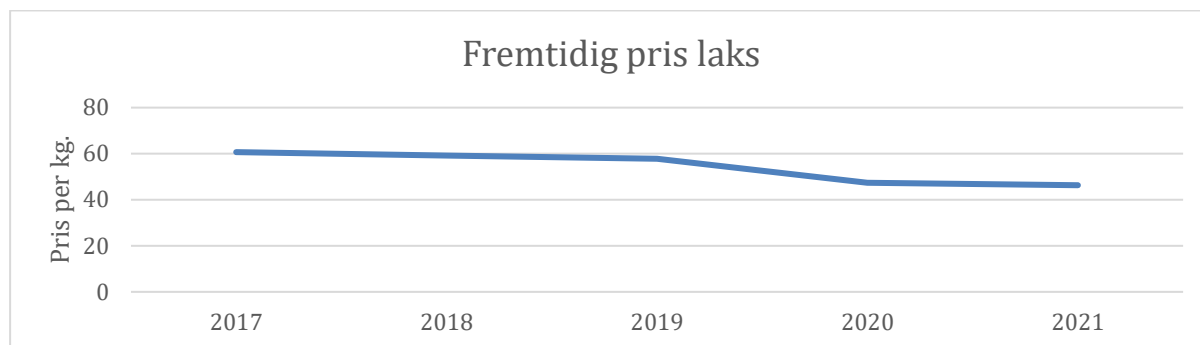
Koller et al. (2015) beskriver en prosess som består av tre steg som er nyttig når man skal prognostisere de individuelle postene i resultatregnskapet. Første steget innebærer å finne ut hvilken økonomisk relasjon som driver posteringen. De fleste posteringene vil her være direkte knyttet til salgsinntektene. Unntaket er renteinntekter som vanligvis er knyttet mot kontanter og omsettelige verdipapirer. Neste steg vil være å estimere et forhåndstall for de ulike posteringene i resultatregnskapet basert på historisk verdi for hvert forhåndstall. Siste steg er å multiplisere det prognostiserte forhåndstallet med et estimat av driveren.

### 7.2.1 Prognose for inntekter

Koller et al. (2015) skiller mellom to ulike tilnærminger for å prognostisere inntektene i en virksomhet. «Top down» prognose, hvor fremtidige inntekter estimeres ved å beregne totalt marked, markedsandeler og fremtidige priser. Og en «bottom up» tilnærming, hvor det legges vekt på virksomhetens egne prognoser fra eksisterende kunders etterspørsel, omsetning og potensial for nye kunder.

For å lage en god prognose for LSG fremtidige driftsinntekter, vil produksjonsvolum og laksepris være sentrale drivere. Siden det fra politisk hold ikke legges til rette for volumvekst i havbruksnæringen (Berge, 2017), og at konsesjonssystemet er utviklet på en slik måte at eksisterende aktører ikke kan øke produksjonen fritt, basert på markedsmessige forhold, vil LSG volumvekst være begrenset til organisk vekst gjennom blant annet å redusere dødelighet og bedre utnyttelse av MTB. LSGs vekst i prognoseperioden baseres dermed på gjennomsnittlig volumvekst fra perioden 2011-2016 på 4,6 %. Markedsprisen på laks blir fastsatt i et samspill mellom tilbud og etterspørsel. I markedslikevekt skjer prisdannelsen der etterspurt kvantum tilsvarende tilbudet. Et tilbudsoverskudd av laks virker i retning av fallende priser, mens det motsatte vil være tilfellet når etterspørselen overgår tilbudet. De siste årene har lakseprisen vært på et historisk høyt nivå som følge av begrenset tilbud. Det begrensede tilbudet skyldes både biologiske utfordringer blant de store norske aktørene, samt nok et år med store utfordringer for chilenske lakseprodusenter (Navarro, 2016).

Driftsinntektsveksten i den eksplisitte prognoseperioden forventes å være betydelig lavere enn i analyseperioden. Dette begrunnes med begrenset tilbudsvekst samtidig som prisene på forward-kontrakter frem mot 2019 hos Fish Pool, indikerer en prisreduksjon frem mot 2021 (Fish Pool, 2017).



**FIGUR 14: FREMTIDSPRIS PÅ LAKS HENTET FRA FISHPOOL**

Samlet sett er det mye som tyder på at driftsinntektsveksten vil falle i årene som kommer. Driftsinntektsveksten faller først til 6 %. Videre faller veksten ytterligere frem mot 2021 (3 %). I perioden fra 2021-2026 forventes en gradvis reduksjon i driftsinntekter frem mot «steady state» Det er ikke realistisk å forvente vekst i «steady state» på over 10 %, som i analyseperioden. Koller et al. (2015) forfekter at prognostisering av inntekter over lenger tid vil gjøre estimatene upresise, uavhengig hvilken metode man benytter, da kundepreferanser, teknologi og strategier endrer seg. Kaldestad og Møller (2016) påpeker at en virksomhet på sikt ikke kan forvente større vekstrate enn forventet vekst for økonomien i landet der selskapet er lokalisert. Realveksten i norsk BNP har de siste tiårene fluktuert mellom 2 og 3 %. LSG opererer i årsrapporten med forventet realvekst på 1 %, noe som synes å være et godt estimat basert på framtidsutsiktene for norsk økonomi. Kaldestad og Møller (2016) påpeker også at inflasjonen over tid vil føre til at virksomheter setter opp prisene på produktene de selger og dermed oppnår økte kontantstrømmer i nominelle kroner. Regjeringen har fastsatt et inflasjonsmål for pengepolitikken i Norge på 2,5 %. Et KPI- anslag fra pengepolitisk rapport indikerer imidlertid at inflasjonen frem mot 2020 vil ligge rundt 2 % (Norges Bank, 2017a). LSG forventer en lav inflasjon på 1 %. Basert på argumentasjon over vil et konservativt anslag for driftsinntektsveksten i LSG i «steady state» være 2 %, hvor realveksten og inflasjonen utgjør 1 % hver.

### 7.2.2 Prognose kostnader

For alle varekostnader i resultatregnskapet som vareforbruk, salgs- og administrasjonskostnader og forskning- og utviklingskostnader anbefaler Koller et al. (2015) å basere prognosene i forhold til driftsinntektene. Resultatregnskapet til LSG viser at gjennomsnittlige varekostnaden i analyseperioden i forhold til driftsinntekt er på 64,5 %. Lønnskostnadene i LSG i forhold til driftsinntektene har vært veldig stabil i analyseperioden



fra 11,3 til 10,1 %. I prognoseperioden vil 10,5 % legges til grunn for beregningene. For å lage prognoser for avskrivninger beskriver Koller et al. (2015) tre mulige alternativer. Alternativ en er som prosentandel av driftsinntekten. Alternativ to er som prosentandel av anlegg og utstyr. Siste alternativ er basert på planlagte kjøp av utstyr og avskrivningsplaner. Det alternativet som gir det mest stabile forholdstallet, er ved å lage prognosene for avskrivninger i prosent av driftsinntektene. Gjennom analyseperioden var dette forholdstallet stabilt rundt 3 %, og vil derfor benyttes i prognoseperioden. Andre driftskostnader spesifiseres ikke nærmere i notene til LSGs årsrapporter. I analyseperioden utgjorde denne posten 10,1 % av driftsinntektene. I prognosen vil andre driftskostnader utgjøre 10,1 % av de fremtidige driftsinntektene.

### 7.2.3 Renteinntekter og rentekostnader

I følge Koller et al. (2015) bør rentekostnader og renteinntekter knyttes direkte mot forpliktelsen, eller eiendelen, som genererer kostnaden eller inntekten. Den beste driveren for finanskostnader er total gjeld. For å minimere sjansene for feil ved implementering anbefaler Koller et al. (2015) at man beregner finanskostnader som en funksjon av fjorårets totale gjeld. Renteinntektene er i analyseperioden avtagende og relativt ubetydelig av størrelse på 0,3 %. Rentekostnadene var avtagende men relativt stabil gjennom hele analyseperioden. Gjennomsnittlig rentekostnad i forhold til total gjeld er på 1,9 %. Netto finansposter er relativt lik i størrelse som foregående år, så det antas at dette ikke er av stor betydning for det estimatet som benyttes. Ettersom rentekostnader ikke er en del av LSG frie kontantstrøm, påvirker ikke dette verdsettelsen.

### 7.2.4 Skatt

I kapittel 5 ble gjennomsnittlig driftsrelatert skattesats estimert til å være 23,16%. Denne skattesatsen er relativt lik nåværende skattesats for bedrifter i Norge på 24 % og vil følgelig benyttes.

## 7.3 Prognostisert resultatregnskap

I tabellen nedenfor vil prognosene for regnskapet frem til «steady state» presenteres.

**TABELL 11: ÅRSRESULTAT I FREMTIDSPERIODEN**

	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021
Driftsinntekter	17 269 278	18 391 781	19 403 329	20 276 479	21 026 709	21 657 510
Varekostnad	10 265 020	10 989 034	11 641 483	12 204 665	12 688 563	13 095 430
Lønnskostnader	1 785 537	1 903 400	2 009 612	2 101 293	2 180 067	2 246 301
Andre driftskostnader	1 864 088	1 977 461	2 079 627	2 167 815	2 243 588	2 307 299
<b>EBITDA</b>	<b>3 354 633</b>	<b>3 521 886</b>	<b>3 672 607</b>	<b>3 802 706</b>	<b>3 914 490</b>	<b>4 008 480</b>
Avskrivninger	511 621	545 296	575 643	601 837	624 344	643 268
<b>EBIT</b>	<b>2 843 012</b>	<b>2 976 590</b>	<b>3 096 964</b>	<b>3 200 869</b>	<b>3 290 146</b>	<b>3 365 212</b>
Netto finanskostnader	131 491	131 491	131 491	131 491	131 491	131 491
<b>Resultat før skatt</b>	<b>2 711 521</b>	<b>2 845 099</b>	<b>2 965 473</b>	<b>3 069 378</b>	<b>3 158 655</b>	<b>3 233 721</b>
Skatt	586 613	658 925	686 804	710 868	731 545	748 930
<b>Årsresultat</b>	<b>2 124 908</b>	<b>2 186 174</b>	<b>2 278 670</b>	<b>2 358 510</b>	<b>2 427 111</b>	<b>2 484 791</b>

	2 022	2 023	2 024	2 025	2 026	2 027
Driftsinntekter	22 263 920	22 842 782	23 391 009	23 905 611	24 407 629	24 895 781
Varekostnad	13 486 564	13 859 930	14 213 536	14 545 455	14 869 256	15 184 115
Lønnskostnader	2 309 974	2 370 755	2 428 319	2 482 352	2 535 064	2 586 320
Andre driftskostnader	2 368 547	2 427 012	2 482 383	2 534 358	2 585 061	2 634 365
<b>EBITDA</b>	<b>4 098 835</b>	<b>4 185 085</b>	<b>4 266 771</b>	<b>4 343 447</b>	<b>4 418 247</b>	<b>4 490 982</b>
Avskrivninger	661 460	678 826	695 273	710 711	725 772	740 416
<b>EBIT</b>	<b>3 437 374</b>	<b>3 506 259</b>	<b>3 571 498</b>	<b>3 632 736</b>	<b>3 692 476</b>	<b>3 750 566</b>
Netto finanskostnader	131 491	131 491	131 491	131 491	131 491	131 491
<b>Resultat før skatt</b>	<b>3 305 883</b>	<b>3 374 768</b>	<b>3 440 007</b>	<b>3 501 245</b>	<b>3 560 985</b>	<b>3 619 075</b>
Skatt	765 643	781 596	796 706	810 888	824 724	838 178
<b>Årsresultat</b>	<b>2 540 241</b>	<b>2 593 172</b>	<b>2 643 301</b>	<b>2 690 356</b>	<b>2 736 261</b>	<b>2 780 897</b>

## 7.4 Prognoser for Balansen

Ved utarbeiding av prognoser for balansen, bør man starte med å prognostisere investert kapital og ikke-driftsrelaterte eiendeler. Koller et al. (2015) peker på to utfordringer en må ta stilling til. Enten må hvert av balanseelementene prognostiseres direkte eller indirekte. Den direkte metoden anbefales da denne tilnærmingen er mest stabil. Følgelig vil den direkte metoden benyttes i prognostiseringen av balansen til LSG.

### 7.4.1 Arbeidskapital

Kaldestad og Møller (2016) definerer arbeidskapital som alle poster som får sin avkastning gjennom driftsresultatet, og som ikke er varige driftsmidler. Koller et al. (2015) anbefaler at arbeidskapitalen i prognoseprosessen estimeres som prosentandel av salget. Mulige unntak vil være varelager og leverandørgjeld, siden disse er bundet til råvarepriser. Disse anbefales å estimeres som prosentandel av varekostnaden. Varelageret i LSG består av de biologiske eiendelene og andre varer. Ettersom regnskapsføring av levende fisk skal måles til virkelig

verdi, vil lakseprisen være en sentral driver for verdien av de biologiske eiendelene. Dette kommer spesielt frem i nest siste regnskapsperiode hvor varelageret utgjør nesten 70 % av varekostnaden. Det kan derfor tenkes at varebeholdningen burde vært sett i forhold til driftsinntektene istedenfor varelageret. Følgelig er dette gjort.

Gjennom analyseperioden er driftsrelatert omløpsmidler 49 % av driftsinntektene. Driftsrelatert kortsiktig gjeld har vært på 15 % av driftsinntektene og benyttes videre i prognosen.

#### 7.4.2 Varige driftsmidler

Varige driftsmidler defineres som et foretaks materielle eiendeler som er anskaffet for bruk i produksjon, eller forsyning av varer og tjenester (Huneide, 2008). Ifølge Koller et al. (2015) bør varige driftsmidler prognostiseres som prosentandel av driftsinntekter. Imidlertid viser det seg at denne metoden kan lede til utilsiktede økninger eller reduksjoner i forholdstallet mellom varige driftsmidler og driftsinntekter. Dette er ikke tilfelle i LSG da dette forholdstallet er rimelig stabilt gjennom analyseperioden. Forholdstallet som benyttes videre i prognosen er 24%.

##### 7.4.2.1 Immaterielle eiendeler

LSGs Immaterielle eiendeler består av konsesjoner, rettigheter og goodwill. Koller et al. (2015) anbefaler å holde goodwill konstant på nåværende nivåer. LSG har over flere år gjort betydelige oppkjøp. Konsernet mener strategisk forretningsutvikling er avgjørende i tiden som kommer. Fremtidig inntektsvekst som følge av oppkjøp vil etter anbefaling fra Koller et al. (2015) ikke medregnes. Tilgang til nye konsesjoner innen havbruk antas å være svært begrenset i tiden som kommer. Fremtidige immaterielle eiendeler settes lik dagens nivå, som er på 46,3 % av inntektene.

##### 7.4.2.2 Andre driftsrelaterte anleggsmidler

Denne posten gjelder utsatt skattefordel, aksjer i tilknyttede selskaper og aksjer tilgjengelig for salg. Relativt til salgsinntektene har denne posten vært relativt stabil rundt 5 % i analyseperioden. Dette forholdstallet vil benyttes i prognoseperioden

### 7.4.3 Finansielle anleggsmidler

Finansielle anleggsmidlene i LSG er langsiktige fordringer. Denne posten har vært relativt stabil mot salgsinntektene, og beregnes ut fra det gjennomsnittlige forholdstallet i analyseperioden på 0,2 %.

### 7.4.4 Finansielle omløpsmidler

Kontanter og kontantekvivalenter representerer selskapets finansielle omløpsmidler. Koller et al. (2015) hevder at en post må fungere som en «plug» for at balansen skal være i likevekt. Både langsiktig gjeld, egenkapital og kontanter og kontantekvivalenter, kan fungere som «plug». I videre beregninger vil kontanter og kontantekvivalenter representere balansens «plug».

### 7.4.5 Egenkapital og gjeld

Det neste steget i prognostiseringen er ifølge Koller et al. (2015) å lage prognoser for virksomhetens kilder til finansiering. Forfatterne anbefaler her å følge prinsippet om «rent overskudd regnskap».

$$\text{Opptjent egenkapital}_t = \text{Opptjent egenkapital}_{t-1} + \text{Netto årsresultat}_t - \text{Utbytte}_t$$

LSG utbyttepolitikk tilsier at ordinært utbytte over tid skal ligge mellom 30 og 40 % av resultatet etter skatt. Utbyttet for 2015 ble satt til 12 kr. per aksje, noe som var i overkant av 40 %. Styret vil foreslå at utbyttet settes til 13 kr. per aksje i 2016. For fremtiden ønsker konsernet at den økonomiske verdiskapningen over tid skal skje mer gjennom kursstigning enn gjennom utdelt utbytte. På bakgrunn av selskapets fremtidige ønske vil utbyttet settes til 30 % av årsresultatet i prognoseperioden.

Driftsrelatert langsiktig gjeld var i perioden 13,2 % av driftsinntektene og vil benyttes i videre prognoser. Andre finansielle anleggsmidler er posten langsiktige fordringer. Denne posten

gjelder diverse lån og er relativt liten gjennom hele analyseperioden. I perioden var denne på 0,2 % av driftsinntektene.

## 7.4.6 Prognostisert balanse

**TABELL 12: BALANSEN I FREMTIDSPERIODEN**

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Driftsrelaterte omløpsmidler	9 770 699	10 320 726	10 816 384	11 244 227	11 611 840	11 920 933
Immaterielle eiendeler	8 018 448	8 538 167	9 006 514	9 410 782	9 758 138	10 050 199
Bygninger, tomter, driftsmidler	4 209 108	4 478 509	4 721 280	4 930 836	5 110 891	5 262 284
Andre driftsrelaterte anleggsmidler	769 953	826 078	876 656	920 313	957 825	989 365
Kontanter og kontantek.	2 233 700	2 995 668	3 872 232	4 902 988	6 069 076	7 360 370
Finansielle anleggsmidler	76 679	78 924	80 947	82 693	84 194	85 455
<b>Sum eiendeler</b>	<b>25 078 587</b>	<b>27 238 071</b>	<b>29 374 012</b>	<b>31 491 840</b>	<b>33 591 964</b>	<b>35 668 606</b>
Egenkapital	12 539 948	14 027 383	15 557 705	17 152 774	18 803 731	20 502 708
Ikke kontroll. eierint.	935 478	935 478	935 478	935 478	935 478	935 478
Sum driftsrelatert kortsiktig gjeld	3 038 347	3 206 722	3 358 455	3 489 427	3 601 962	3 696 582
Sum driftsrelatert langsiktig gjeld	2 807 490	2 955 660	3 089 185	3 204 441	3 303 471	3 386 737
Sum finansiell gjeld	5 757 324	6 112 827	6 433 190	6 709 721	6 947 323	7 147 101
<b>Sum Eegenkapital + gjeld</b>	<b>25 078 587</b>	<b>27 238 071</b>	<b>29 374 012</b>	<b>31 491 840</b>	<b>33 591 964</b>	<b>35 668 606</b>

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Driftsrelaterte omløpsmidler	12 218 074	12 501 716	12 770 347	13 022 502	13 268 491	13 507 686
Immaterielle eiendeler	10 330 967	10 598 980	10 852 809	11 091 070	11 323 504	11 549 519
Bygninger, tomter, driftsmidler	5 407 822	5 546 749	5 678 323	5 801 828	5 922 312	6 039 469
Andre driftsrelaterte anleggsmidler	1 019 685	1 048 628	1 076 040	1 101 770	1 126 871	1 151 278
Kontanter og kontantek.	8 707 804	10 111 857	11 572 762	13 090 488	14 649 286	16 249 178
Finansielle anleggsmidler	86 668	87 826	88 922	89 952	90 956	91 932
<b>Sum eiendeler</b>	<b>37 771 020</b>	<b>39 895 757</b>	<b>42 039 203</b>	<b>44 197 609</b>	<b>46 381 420</b>	<b>48 589 062</b>
Egenkapital	22 242 062	24 020 230	25 835 451	27 685 762	29 569 011	31 484 394
Ikke kontroll. eierint.	935 478	935 478	935 478	935 478	935 478	935 478
Sum driftsrelatert kortsiktig gjeld	3 787 543	3 874 373	3 956 607	4 033 797	4 109 100	4 182 323
Sum driftsrelatert langsiktig gjeld	3 466 783	3 543 193	3 615 558	3 683 486	3 749 752	3 814 188
Sum finansiell gjeld	7 339 154	7 522 483	7 696 110	7 859 087	8 018 079	8 172 679
<b>Sum Eegenkapital + gjeld</b>	<b>37 771 020</b>	<b>39 895 757</b>	<b>42 039 203</b>	<b>44 197 609</b>	<b>46 381 420</b>	<b>48 589 062</b>

## 7.5 Prognose for avkastning på investert kapital og fri kontantstrøm

Steg seks i prognoseprosessen er ifølge Koller et al. (2015) å kalkulere ROIC OG FCF for hvert år i prognoseperioden. For å komme frem til ROIC er det først nødvendig å lage prognoser for NOPLAT

**TABELL 13: PROGNOSE FOR NOPLAT**

	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021
EBIT	2 843 012	2 976 590	3 096 964	3 200 869	3 290 146	3 365 212
Skatt	615 060	689 378	717 257	741 321	761 998	779 383
NOPLAT	2 227 952	2 287 212	2 379 707	2 459 548	2 528 148	2 585 829
Endring i NOPLAT		2,7 %	4,0 %	3,4 %	2,8 %	2,3 %

	2 022	2 023	2 024	2 025	2 026	2 027
EBIT	3 437 374	3 506 259	3 571 498	3 632 736	3 692 476	3 750 566
Skatt	796 096	812 050	827 159	841 342	855 177	868 631
NOPLAT	2 641 278	2 694 209	2 744 339	2 791 394	2 837 298	2 881 935
Endring i NOPLAT	2,1 %	2,0 %	1,9 %	1,7 %	1,6 %	2,0 %

Videre er det nødvendig å beregne Investert kapital:

**TABELL 14: PROGNOSE FOR INVESTERT KAPITAL**

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Totale driftsrelaterede omløpsmidler	9 770 699	10 320 726	10 816 384	11 244 227	11 611 840	11 920 933
Sum driftsrelatert kortsiktig gjeld	(3 038 347)	(3 206 722)	(3 358 455)	(3 489 427)	(3 601 962)	(3 696 582)
<b>Driftsrelatert arbeidskapital</b>	<b>6 732 352</b>	<b>7 114 003</b>	<b>7 457 929</b>	<b>7 754 800</b>	<b>8 009 878</b>	<b>8 224 351</b>
Andre driftsrelaterede anleggsmidler	769 953	826 078	876 656	920 313	957 825	989 365
Varige driftsmidler	4 209 108	4 478 509	4 721 280	4 930 836	5 110 891	5 262 284
Immaterielle eiendeler	8 018 448	8 538 167	9 006 514	9 410 782	9 758 138	10 050 199
Driftsrelatert langsiktig gjeld	(2 807 490)	(2 955 660)	(3 089 185)	(3 204 441)	(3 303 471)	(3 386 737)
<b>Investert kapital UB</b>	<b>16 922 371</b>	<b>18 001 096</b>	<b>18 973 194</b>	<b>19 812 291</b>	<b>20 533 262</b>	<b>21 139 462</b>
<b>Endring i investert kapital</b>		<b>6,4 %</b>	<b>5,4 %</b>	<b>4,4 %</b>	<b>3,6 %</b>	<b>3,0 %</b>

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Totale driftsrelaterede omløpsmidler	12 218 074	12 501 716	12 770 347	13 022 502	13 268 491	13 533 861
Sum driftsrelatert kortsiktig gjeld	(3 787 543)	(3 874 373)	(3 956 607)	(4 033 797)	(4 109 100)	(4 191 282)
<b>Driftsrelatert arbeidskapital</b>	<b>8 430 530</b>	<b>8 627 343</b>	<b>8 813 740</b>	<b>8 988 705</b>	<b>9 159 391</b>	<b>9 342 579</b>
Andre driftsrelaterede anleggsmidler	1 019 685	1 048 628	1 076 040	1 101 770	1 126 871	1 151 278
Varige driftsmidler	5 407 822	5 546 749	5 678 323	5 801 828	5 922 312	6 040 758
Immaterielle eiendeler	10 330 967	10 598 980	10 852 809	11 091 070	11 323 504	11 549 519
Driftsrelatert langsiktig gjeld	(3 466 783)	(3 543 193)	(3 615 558)	(3 683 486)	(3 749 752)	(3 814 188)
<b>Investert kapital UB</b>	<b>21 722 222</b>	<b>22 278 508</b>	<b>22 805 354</b>	<b>23 299 887</b>	<b>23 782 326</b>	<b>24 269 946</b>
<b>Endring i Investert kapital</b>	<b>2,8 %</b>	<b>2,6 %</b>	<b>2,4 %</b>	<b>2,2 %</b>	<b>2,1 %</b>	<b>2,0 %</b>

Når både NOPLAT og IC er beregnet, er det mulig å finne prognostisert ROIC. Beregningene gir følgende resultater:

**TABELL 15: PROGNOSE FOR ROIC**

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
NOPLAT	2 227 952	2 287 212	2 379 707	2 459 548	2 528 148	2 585 829
IC	16 922 371	18 001 096	18 973 194	19 812 291	20 533 262	21 139 462
ROIC	19,43 %	13,52 %	13,22 %	12,96 %	12,76 %	12,59 %
	2022	2023	2024	2025	2026	2027
NOPLAT	2 641 278	2 694 209	2 744 339	2 791 394	2 837 298	2 881 935
IC	21 722 222	22 278 508	22 805 354	23 299 887	23 782 326	24 257 973
ROIC	12,49 %	12,40 %	12,32 %	12,24 %	12,18 %	12,12 %

Prognosene for ROIC er avtagende gjennom hele prognoseperioden. I «steady state» er ROIC på 12,12%. Dette er sammenfallende med at selskapet har konkurransefortrinn knyttet til sine lokaliteter og kompetanse innenfor salg, produktutvikling og markedsføring.

Prognosene for fri kontantstrøm beregnes ved å trekke brutto investeringer fra brutto kontantstrøm som vist under.

**TABELL 16: PROGNOSE FOR FRI KONTANTSTRØM**

	2017	2018	2019	2020	2021
NOPLAT	2 287 212	2 379 707	2 459 548	2 528 148	2 585 829
Avskrivninger	545 296	575 643	601 837	624 344	643 268
Brutto kontantstrøm (FRA DRIFT)	2 832 508	2 955 350	3 061 385	3 152 492	3 229 097
Driftsrelatert arbeidskapital	7 114 003	7 457 929	7 754 800	8 009 878	8 224 351
Andre driftsrelaterte anleggsmidler	826 078	876 656	920 313	957 825	989 365
Variage driftsmidler	4 478 509	4 721 280	4 930 836	5 110 891	5 262 284
Immaterielle aktiva	8 538 167	9 006 514	9 410 782	9 758 138	10 050 199
Dreftsrelatert langsiktig gjeld	(2 955 660)	(3 089 185)	(3 204 441)	(3 303 471)	(3 386 737)
Investert kapital	18 001 096	18 973 194	19 812 291	20 533 262	21 139 462
<b>Fri kontantstrøm</b>	<b>1 208 486</b>	<b>1 407 610</b>	<b>1 620 451</b>	<b>1 807 178</b>	<b>1 979 629</b>
<b>Endring fri kontantstrøm</b>		<b>16,5 %</b>	<b>15,1 %</b>	<b>11,5 %</b>	<b>9,5 %</b>

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
NOPLAT	2 641 278	2 694 209	2 744 339	2 791 394	2 837 298	2 881 935
Avskrivninger	661 460	678 826	695 273	710 711	725 772	740 416
Brutto kontantstrøm (FRA DRIFT)	3 302 739	3 373 036	3 439 612	3 502 105	3 563 070	3 622 351
Driftsrelatert arbeidskapital	8 430 530	8 627 343	8 813 740	8 988 705	9 159 391	9 342 579
Andre driftsrelaterte anleggsmidler	1 019 685	1 048 628	1 076 040	1 101 770	1 126 871	1 151 278
Variage driftsmidler	5 407 822	5 546 749	5 678 323	5 801 828	5 922 312	6 040 758
Immaterielle aktiva	10 330 967	10 598 980	10 852 809	11 091 070	11 323 504	11 549 519
Dreftsrelatert langsiktig gjeld	(3 466 783)	(3 543 193)	(3 615 558)	(3 683 486)	(3 749 752)	(3 814 188)
Investert kapital	21 722 222	22 278 508	22 805 354	23 299 887	23 782 326	24 257 973
<b>Fri kontantstrøm</b>	<b>2 058 518</b>	<b>2 137 923</b>	<b>2 217 493</b>	<b>2 296 861</b>	<b>2 354 859</b>	<b>2 406 288</b>
<b>Endring fri kontantstrøm</b>	<b>4,0 %</b>	<b>3,9 %</b>	<b>3,7 %</b>	<b>3,6 %</b>	<b>2,5 %</b>	<b>2,2 %</b>

Prognosene for fri kontantstrøm viser at LSG vil ha en økning i fri kontantstrøm gjennom hele perioden. Den prosentvise endringen i fri kontantstrøm er imidlertid avtagende gjennom hele prognoseperioden.

## 8 Avkastningskravet

Kaldestad og Møller (2016) forfekter at selskap som verdsettes ved å benytte diskontert fri kontantstrøm, må diskontere prognosene av fri kontantstrøm med en gjennomsnittlig kapitalkostnad. Både egenkapital- og fremmedkapitalinvestorer krever avkastning på investert kapital. Avkastningen skal kompensere for inflasjon, tidsverdi og risiko. Når WACC skal estimeres for et selskap, må man estimere egenkapitalkostnaden, gjeldskostnaden etter skatt og selskapets kapitalstruktur. Altså andel av egenkapital og gjeld. WACC beregnes på følgende måte:

$$WACC = R_e \frac{E}{E+D} + R_d (1 - t) \frac{D}{E+D}$$

der:

E = Markedsverdi av egenkapital

D = Markedsverdi av gjeld

$R_e$  = Egenkapitalkostnaden

$R_d$  = Gjeldskostnaden

t = Nominell selskapsskatt

Da finanskrisen begynte å påvirke Norge i august 2007, endret finansmarkedene seg på mange måter. Endringene var moderate til september 2008 da gjeldsrenten økte dramatisk. De underliggende forutsetningene som parameterne i WACC-modellen er basert på, ble påvirket, og WACC reflekterte ikke lenger den nødvendige kapitalkostnaden (Langset & Syvertsen, 2013).

Kapitalverdimodellen vil så benyttes for å estimere avkastningskravet til egenkapitalen, ettersom det ikke finnes noen alternativ modell som er mer praktisk anvendbar og har vesentlig bedre forklaringskraft (Kaldestad & Møller, 2016). Ifølge kapitalverdimodellen kan egenkapitalkostnaden estimeres som:

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

Hvor:



$R_f$  = Risikofri rente

$\beta$  = Egenkapitalbeta

$(R_m - R_f)$  = forventet meravkastning ved å investere på børsen; markedets risikopremie

## 8.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten representerer en hypotetisk avkastning på et verdipapir, eller en portefølje av verdipapirer, som ikke har konkurs- eller mislighetsrisiko. Kaldestad og Møller (2016) argumenterer for at statsobligasjonsrenter er det nærmeste man kommer en risikofri rente. Problemstillingen blir derfor hvilken tidshorisont man skal benytte på statsobligasjonene. De ulike løsningene ved valg av risikofri rente har sine fordeler og ulemper.

Ifølge Kaldestad og Møller (2016) er en langsiktig statsobligasjonsrente det mest vanlige å velge. Metoden ansees som et godt kompromiss mellom det å være teoretisk korrekt og praktisk anlagt. Ulempen med metoden er hvis mesteparten av kontantstrømmene kommer tidlig i perioden, eller dersom langsiktig rente er mye høyere enn den kortsiktige. Det vil da være hensiktsmessig å trekke ut likviditetspremien eller velge ulik risikofri rente for hver periode.

**TABELL 17: HISTORISK UTVIKLING I RISIKOFRI RENTE. STATSOBLIGASJONER**

	Effektiv rente		
	Obligasjoner		
År	3 års	5 års	10 års
2016	0,61	0,84	1,33
2015	0,76	0,99	1,57
2014	1,52	1,82	2,52
2013	1,63	1,93	2,58
2012	1,44	1,59	2,1

Tabellen viser til Norges banks tre forskjellige statsobligasjoner, med lengder på tre, fem og ti år. Den langsiktige tiårige statsobligasjonen vil i mange tilfeller representere den risikofrie renten (Norges Bank, 2017b).

Som tidligere nevnt førte finanskrisen til kritiske endringer som WACC-modellen er tuftet på. Eksempelvis begynte statsobligasjonene i Norge og andre europeiske land å endre «oppførsel». I Norge førte endringene til historisk lav avkastning, hovedsakelig på grunn av en stor økning i utenlandsk etterspørsel etter norske statsobligasjoner. I noen av de sydeuropeiske landene resulterte krisen i motsatt effekt der statsobligasjoner ble vurdert som mer risikable enn før, og avkastningen økte. Som påpekt ovenfor var avkastningen på norske statsobligasjoner kunstig lav og reflekterte ikke den sanne risikofri rente under finanskrisen. Et alternativ er derfor for å benytte en risikofri avkastning for estimering av gjeldskostnad, og en annen for kostnaden for egenkapitalen. Et forslag er derfor å benytte en fast risikofri avkastning på 2,5 % justert for inflasjon for kostnaden av egenkapitalen (Langset & Syvertsen, 2013).

For estimering av risikofri avkastning for gjeldskostnaden, kan en swaprente inkluderes i modellen. En swaprente er en avtale mellom banker hvor de bytter fast og flytende rente. Når en bank bytter en finansiell avtale for et 10-årig lån med fast avkastning med en avtale med flytende avkastning, gir det en god indikasjon på hva prisen for et 10-årig lån vil være. For lån med tilsvarende løpetid, vil en bank ikke låne penger til kunder til en lavere avkastning enn swaprenten. I finansielt stabile perioder vil swaprenter følge samme mønster som statsobligasjoner. I ustabile tider vil det følge utviklingen i finansmarkedet, og i større grad reflektere selskapets faktiske risikoeksponering og gjeldskostnad. Swap-priser inkluderer en generell kredittrisiko. Denne risikopremien er i den tidligere WACC-modellen estimert av spredningen mellom statsobligasjoner (risikofri rente) og NIBOR. I den nye WACC-modellen vil det ikke være nødvendig å inkludere en separat premie for denne risikoen siden den er innebygd i swaprenten. Den sektors-spesifikke kredittrisiko må imidlertid legges til. (Langset & Syvertsen, 2013). Egenkapitalkostnaden til LSG vil være basert på en fast risikofri rente på 2,5 % justert for 1 % inflasjon. Dette er også i samsvar med (Koller et al., 2015). Gjeldskostnaden vil være basert på 10-årig swaprente pluss estimert kredittrisiko.

## 8.2 Beta

Beta er ifølge Kaldestad og Møller (2016) et mål på en enkelt aksjes risiko relativt til aksjemarkedet, og hvor eksponert man er for den generelle markedsrisikoen. Dersom en aksje har beta lik 1, svinger aksjen i takt med aksjemarkedet. Beta under 1 indikerer at en aksje beveger seg mindre enn hva markedet gjør, og beta over 1 at aksjen beveger seg mer enn hva

markedet gjør. En aksje som har høy beta vil dermed gi et høyere avkastningskrav enn et selskap med lav beta. Det betyr at investoren krever større avkastning på kapitalen grunnet selskapets større eksponering mot markedsrisiko. Beta er en del av den systematiske risikoen og kan derfor ikke reduseres ved å diversifisere. Matematisk blir betaen estimert ved å dele kovariansen mellom aksjen og aksjemarkedet på variansen på aksjemarkedet (Kaldestad & Møller, 2016).

En aksjes betaverdi for børsnoterte selskap publiseres av mange diverse nyhetstjenester, da spesielt finansielle medier. E24.no (2017) har per 27. februar beregnet LSGs beta (1 år) til å være 0,43. Financial Times (2017) estimerer for samme tidsperiode en beta på 0,6878. Kaldestad og Møller (2016) diskuterer hvorvidt en har forutsetninger for å anslå betaer mer presis enn i grove kategorier som høy, lav eller middels. Dersom man ønsker å kalkulere en nøyaktig beta, anbefaler forfatterne å foreta en regresjonsanalyse eller sammenligne med bransjedata. Problemet med å ta utgangspunkt i betaen til sammenlignbare selskaper er at to identiske selskaper vil ha forskjellig beta når gjeldsgraden er forskjellig (Kaldestad & Møller, 2016). Regresjonsanalyse vil derfor benyttes for å beregne beta.

### 8.3 Regresjonsanalyse

I følge Koller et al. (2015) er estimering av beta en upresis prosess med vide konfidensintervall og høye standardfeil. For å redusere standardfeilen til betaestimatet bør man bruke tilstrekkelig observasjoner, helst lenger enn tre år og gjerne månedlige observasjoner. Fordelen med en lengere tidsserie er at man får observert samvariasjonen mellom indeksen og virksomheten i både gode og dårlige tider (Kaldestad & Møller, 2016). Når man velger sammenligningsindeks er det viktig å legge en globalt diversifisert investor til grunn for analysen, gjerne en verdensindeks. Til tross for at Oslo Børs er skjevt vektet mot oljerelatert industri, vil LSGs betaverdi beregnes opp mot OSEBX indeks på månedlige observasjoner i tråd med Kaldestad og Møller (2016) anbefaling. Månedens gjennomsnittlige aksjekurs over en periode fra januar 2012, til desember 2016, er benyttet som sammenligningsgrunnlag. Den mest benyttede regresjonen for å estimere en virksomhets beta er markedsmodellen (Koller et al., 2015):

$$R_i = \alpha + \beta R_m + \varepsilon$$

Hvor:

$R_i$  = avkastning på LSG-aksjen

$\alpha$  = skjæringspunkt

$\beta$  = betaverdien

$R_m$  = avkastning på OSEBX indeksen

$\varepsilon$  = feilledd

**TABELL 18: REGRESJONSANALYSE**

SAMMENDRAG (UTDATA)						
<i>Regresjonsstatistikk</i>						
Multippel R	0,835					
R-kvadrat	0,696					
Justert R-kvadrat	0,691					
Standardfeil	57,616					
Observasjoner	60					
	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>
Skjæringspunkt	-362,0561	52,0302	-6,9586	0	-466,2058	-257,9064
X-variabel 1	1,0842	0,094	11,5368	0	0,8961	1,2723

Regresjonsanalysen gir et estimat på historisk egenkapitalbeta i LSG på 1,0842. Dette impliserer at LSG er noe mer utsatt for svingninger i markedet sammenlignet med OSEBX indeksen.  $R^2$  verdien på 0,696 indikerer at nesten 69,6 % av risikoen ved LSG avkastning kan forklares av generell markedsrisiko. Resterende andel kan følgelig forklares av variasjon i feilleddet, som er et mål på den usystematiske risikoen, og som i motsetning til markedsrisikoen er diversifiserbar.

Hensikten med regresjonsanalysen er å estimere en betaverdi som så implementeres i CAPM, for å finne avkastningskravet til LSG. Ifølge Koller et al. (2015) bør man justere virksomhetens rå-beta nærmere gjennomsnittet av alle markeder, såkalt «smoothing». Den såkalte Bloombergs justeringen utføres ved å vektlegge det estimerte betaen med to tredeler, og resterende tredjedel med markedsbetaen. Den justerte betaverdien i LSG er følgelig:

$$\text{Justert beta} = 2/3 * 1,0842 + 1/3 * 1 = 1,056$$

Det er ofte knyttet stor usikkerhet til estimering av egenkapitalbetaer. Regresjonsanalysen avdekker at relativt smalt 95 % konfidensintervall. Med 95 % sikkerhet kan man si betæen vil ligge mellom 0,89 – 1,27. Videre i analysen av WACC vil et betaestimat lik den justerte beta for LSG på 1,056 benyttes.

## 8.4 Markedets risikopremie

Kaldestad og Møller (2016) hevder markedets risikopremie tilsvarer den meravkastningen en finansiell investor i aksjemarkedet forventer å få sammenlignet med den risikofrie renten. Forfatterne påpeker at det finnes ulike metoder for å estimere markedets risikopremie. Koller et al. (2015) forfekter at det ikke finnes en allmenn akseptert modell for å estimere markedets risikopremie. Det er imidlertid vanlig å estimere historisk risikopremie og justere denne med skjønn. I seks år på rad har PwC og Finansanalytikerforeningen gjennomført en undersøkelse i det norske markedet om risikopremien for aksjer. Hovedfunnene for 2016 viste en median på 5.0 %, og et gjennomsnitt på 4,9 % (PwC, 2016). Kaldestad og Møller (2016) hevder det i perioder med optimisme er lav premie rundt 3 %, og i perioder hvor pessimismen råder kan være oppe i 7 %. I tillegg forfekter han at det finnes argumenter for at premien i tiden som kommer vil være lavere enn de historiske nivåene. Basert på argumentasjonen over anses en markedspremie på 5,5 % som et godt estimat.

## 8.5 Utregning av avkastningskrav

Alle parameterne som inngår i kapitalverdimodellen er estimert, og avkastningskravet til egenkapital kan beregnes.

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

$$R_e = 2,5 \% + 1,056 (5,5 \%)$$

$$R_e = 8,31\%$$

Avkastningskravet til egenkapitalen vil være 8,31 %. Dette estimatet vil videre inngå i beregningen av avkastningskravet til totalkapitalen. Estimaten kan sies å være urimelig høyt, da

den risikofrie renten er betydelig høyere enn 10-årig statsobligasjonsrente. Det er derfor viktig å presisere at dette kravet er beregnet delvis med skjønn, og at usikkerheten knyttet til estimatet er stor.

## 8.6 Gjeldskostnad

Når en skal estimere selskaps gjeldskostnad, finnes det ulike innfallsvinkler. Penman (2013) hevder gjeldskostnaden er det vektete gjennomsnittet av alle komponenter av virksomhetens finansielle forpliktelser. Konsernets langsiktige gjeld er i hovedsak basert på avtaler om flytende rente, og er således eksponert for en økning i markedsrenten (Lerøy, 2015).

Kreditorer ønsker å beskytte seg mot tapsrisiko. En låneavtale vil derfor inneholde ulike klausuler (Gjesdal & Johnsen, 1999). For LSG er disse klausulene at egenkapitalandelen er på 30 %, og en netto rentebærende gjeld i forhold til EBITDA som ikke overstiger 5 (Lerøy, 2015).

**TABELL 19: OVERSIKT OVER NIBOR SISTE 4 ÅR**

<i>Sist oppdatert 01.01.2017</i>					
NIBOR	1 Uke	1 Måned	2 Måneder	3 Måneder	6 Måneder
ÅR 2013	1,65	1,68	1,71	1,75	1,85
ÅR 2014	1,61	1,62	1,65	1,7	1,76
ÅR 2015	1,23	1,26	1,27	1,29	1,26
ÅR 2016	0,85	0,95	0,99	<b>1,07</b>	1,2

Tabellen viser en oversikt over NIBOR siste 4 år. LSG har to 10-årige rentebytteavtaler hver med en nominell verdi på 500 millioner kroner. Avtalt rente på de respektive lånene er på 3,55 % og 3,29 %. I tillegg har de en avtale fra 2013 på 602 millioner kroner og en avtale fra 2016 på 50 millioner kroner. Rentene på disse lånene er henholdsvis 3,33 % og 2,96 %.

LSG en konkurrisiko på 0,03% tilsvarende A1. Dette tilsvarer særdeles lav estimert sannsynlighet for konkurs, og særdeles stor evne til å betjene kreditt på lang sikt. Dersom ingenting drastisk skjer vil disse foretakene ikke gå konkurs. (forvalt.no, 2017). En estimert gjeldsrisiko på 25 basispunkter og 10 års swaprente på 2,04 % legges til grunn som gjeldskostnad for den flytende renten. (SEB, 2017). Den totale rentekostnaden blir da 2,29 %. Den vektete gjennomsnittlige rentekostnad for de den flytende og faste renten blir 2,68 %

**TABELL 20: RENTEBÆRENDE GJELD**

Rentebærende gjeld ved inngangen av 2017				
Rentebærende gjeld sikret med fastrente	Beløp		andel	Rente
500 MNOK, til 2022		500 000	11 %	3,55 %
500 MNOK, til 2021		500 000	11 %	3,29 %
601 MNOK, til 2018		601 835	13 %	3,33 %
25 MNOK, til 2012		25 000	1 %	2,96 %
Rentebærende gjeld sikret med fastrente		1 626 835	36 %	
Rentebærende gjeld med med flytende rente		2 914 442	64 %	2,29 %
Sum rentebærende gjeld		4 541 277	100 %	2,68 %

## 8.7 Markedsverdi på egenkapital og gjeld

Etter å ha estimert egenkapitalkostnaden og gjeldskostnaden, kan selskapets total kostnad beregnes ved å vekte hver finansieringsforms andel av den totale finansieringen. Koller et al. (2015) påpeker at kapitalkostnaden bør baseres på målsatte vekter, ettersom en virksomhets nåværende kapitalstruktur ikke reflekterer det forventede nivået i fremtiden. Markedsverdien til egenkapitalen til LSG beregnes ved å ta utgangspunkt i aksjekursen og multiplisere med utestående aksjer. Aksjekurs per 5. januar 2017 er på 454,4 NOK. Antall utestående aksjer i LSG er per 31.12.16 på 59 577 368, og inkluderer ikke konsernets egne aksjer. Dette er i tråd med (Koller et al., 2015). Markedsverdien til LSGs egenkapital er følgende:

$$\text{Egenkapital} = (59\,577\,368 - 29\,776) * 454,4 \text{ NOK} = 27\,070\,770\,058 \text{ NOK}$$

Markedsverdien av virksomhetens gjeld beregnes ut fra den bokførte verdien ved utgangen av fjerde kvartal 2016 var på 5 757 324 000 NOK

## 8.9 Utregning av WACC

Nå som alle komponentene i WACC er estimert, kan avkastningskravet til total kapitalen beregnes:

$$\text{WACC} = 8,31 \% * 82,46 \% + 2,68 \% (1 - 0,24\%) = 17,54 \%$$

$$\text{WACC} = 7,21 \%$$

## 9 Verdivurdering

I dette kapittelet vil verdien på selskapets egenkapital beregnes. Verdsettelsen er foretatt ved å diskontere fri kontantstrøm innenfor rammene til totalkapitalmetoden og økonomisk profitt metoden.

### 9.1 Totalkapitalmetoden

**TABELL 21: TOTALKAPITALVERDIMODELLEN**

År	Investert kapital (UB)	Endring IC	ROIC	Beregnet NOPLAT	Endring NOPLAT	Beregnet FCF	Nåverdi FCF
2016	16 922 371						
2017	18 001 096	6,4 %	13,5 %	2 287 212		1 208 486	1 127 624
2018	18 973 194	5,4 %	13,2 %	2 379 707	4,0 %	1 407 610	1 225 540
2019	19 812 291	4,4 %	13,0 %	2 459 548	3,4 %	1 620 451	1 316 448
2020	20 533 262	3,6 %	12,8 %	2 528 148	2,8 %	1 807 178	1 369 907
2021	21 139 462	3,0 %	12,6 %	2 585 829	2,3 %	1 979 629	1 400 221
2022	21 722 222	2,8 %	12,5 %	2 641 278	2,1 %	2 058 518	1 358 596
2023	22 278 508	2,6 %	12,4 %	2 694 209	2,0 %	2 137 923	1 316 589
2024	22 805 354	2,4 %	12,3 %	2 744 339	1,9 %	2 217 493	1 274 216
2025	23 299 887	2,2 %	12,2 %	2 791 394	1,7 %	2 296 861	1 231 510
2026	23 782 326	2,1 %	12,2 %	2 837 298	1,6 %	2 354 859	1 178 124
2027	24 257 973	2,0 %	12,1 %	2 881 935	1,6 %	2 406 288	
			12,1 %	2 939 574	2,0 %		<b>12 798 774</b>

Som det kommer frem av tabellen over, har LSG neddiskontert fri kontantstrøm tilsvarende 12 798 774 kr. i prognoseperioden. Dette er beregnet ved å diskontere kontantoverskuddene i prognoseperioden med det estimerte avkastningskravet til totalkapitalen på 7,21 %.

Nåverdien av terminalverdien er beregnet ved å multiplisere terminalverdien av fri kontantstrøm med diskonteringsfaktor  $1/(1+WACC)^{10}$ . Nåverdien av terminalverdien er beregnet å være 23 034 761 kr. Verdi av drift tilsvare summen av neddiskontert fri kontantstrøm og nåverdi av terminalverdien. Denne er beregnet å være 35 809 161 kr. Videre antas det at RONIC vil tilsvare ROIC i siste år i prognoseperioden på 12,1 %. Koller et al. (2015) påpeker at den forventede avkastningen på ny investert kapital bør samsvare med de forventede konkurransevilkårene. Økonomisk teori antar at konkurranse på sikt vil eliminere unormal avkastning. RONIC og WACC bør derfor settes likt i konkurransedyktige næringer. Likevel vil det for selskaper som oppnår konkurransefortrinn på noen områder være naturlig å



oppnå høyere RONIC enn WACC. Som det tydelig kommer frem er RONIC satt høyere enn WACC. Årsakene er redegjort for i den strategiske analysen.

Verdien av egenkapitalen estimeres ved å legge til finansielle eiendeler og trekke fra finansiell gjeld og minoritetsinteresser. For å finne verdi per aksje deles verdien av egenkapitalen på selskapets utestående aksjer.

**TABELL 22: RESULTAT AV TOTALKAPITALVERDIMETODEN**

Nåverdi av fri kontantstrøm	12 774 400	35,67 %
Nåverdi av terminalverdien	23 034 761	64,33 %
Verdi av drift	35 809 161	100 %
Ikke-driftsmessige eiendeler	2 310 379	
Selskapets verdi	38 119 540	
Finansiell gjeld	- 5 757 324	
Ikke kontrollerte eierinteresser	- 935 478	
Verdi av Egenkapital	31 426 738	
Utstedte aksjer	59 548	
Verdi per aksje	527,8	

Diskontert fri kontantstrøm resulterer i en egenkapital på 31,697 milliarder kroner og en verdi per aksje på 527,8 NOK. Dette impliserer at aksjen er underpriset i markedet da aksjekursen per 05. januar 2017 er på 454,4 NOK. Terminalverdien utgjør i underkant av 65 %, mens prognoseperiodens verdi utgjør resterende andel. Dermed forklarer terminalverdien en betydelig andel av selskapets egenkapitalandel og aksjepris. Ettersom en såpass stor andel av verdien ligger i terminalperioden, kan det argumenteres for usikkerheten rundt anslaget er betydelig. Dette gjør også at verdiestimatet er sensitivt i forutsetninger som vekstrate og WACC.

## 9.2 Økonomisk profitt metoden

**TABELL 23: ØKONOMISK PROFITT METODEN**

År	RI (Economic Profit)	Diskonterings faktor	Nåverdi av økonomisk profitt		
2016					
2017	1 067 418	0,933	995 650		
2018	1 082 158	0,870	941 531		
2019	1 091 928	0,812	886 156		
2020	1 100 045	0,757	832 720		
2021	1 105 756	0,706	780 764		
2022	1 117 510	0,659	736 011		
2023	1 128 435	0,614	693 236		
2024	1 138 466	0,573	652 375		
2025	1 147 545	0,535	613 365		
2026	1 157 803	0,499	577 239	7 709 048	21,5 %
2027	1 167 664				
TV(RI)	22 419 860	0,499	11 177 742		31,2 %
			18 886 790		
+ IC (t-1)	23 782 326		16 922 371		47,3 %
Virkelig verdi år t	46 202 186		35 809 161		100,0 %

I tabellen over fremkommer resultatet av verdsettelsen ved å benytte økonomisk profitt metoden. I teorikapittelet kom det frem at totalkapitalmetoden og økonomisk profittmetoden skal gi samme resultat ved konsistent bruk. Tabell 22 vil vise dette.

**TABELL 24: ÅRLIG VERDI ETTER FCF OG ØP**

	2017	2018	2019	2020	2021
Verdi årlig etter FCF	35 809 161	37 181 860	38 454 382	39 605 788	40 653 463
Verdi årlig etter ØP	35 809 161	37 181 860	38 454 382	39 605 788	40 653 463

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Verdi årlig etter FCF	41 604 205	42 544 588	43 473 351	44 389 491	45 292 300	46 202 186
Verdi årlig etter ØP	41 604 205	42 544 588	43 473 351	44 389 491	45 292 300	46 202 186

Som det kommer frem av tabellen over er verdien den samme som terminalverdi og som verdi hvert år frem til i dag. Verdien som kommer fram i år 2017 er verdien i begynnelsen av det året. Uansett hvilken metode som benyttes får man 46 202 186 i år 2027, og 35 809 161 i år 2017. Et viktig poeng å trekke frem her, er at en får samme verdi med de to metodene uavhengig av hvilken verdi en setter på investert kapital. Fordelen med en verdsettelse ved bruk av økonomisk profitt metoden, er at terminalverdien er betydelig mindre sammenlignet med totalkapitalmetoden.

**TABELL 25: RESULTAT AV ØKONOMISK PROFITT METODEN**

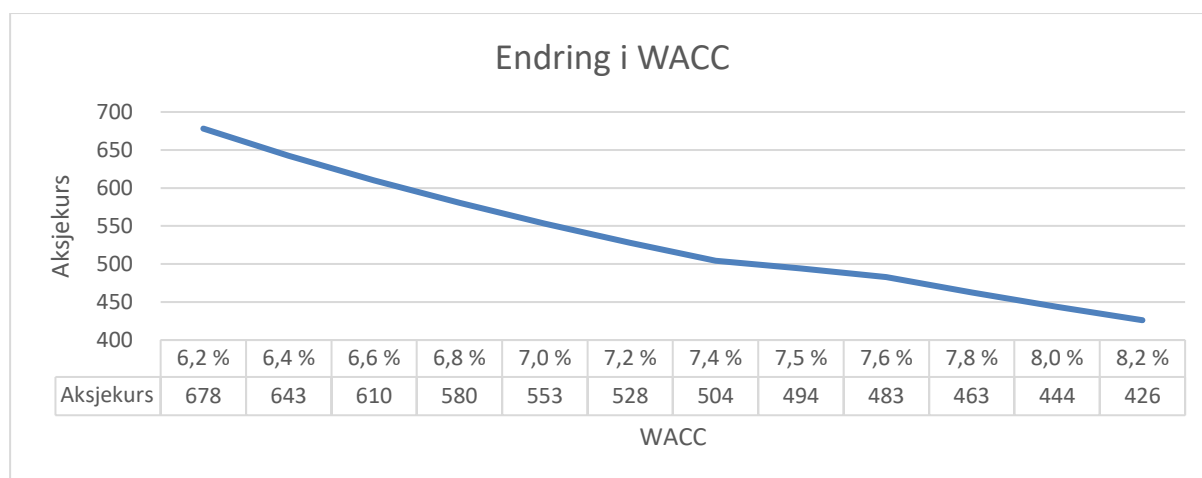
Investert kapital 2016		16 922 371	47,3 %
Nåverdi av terminalverdien		18 886 790	52,7 %
Verdi av drift		35 809 161	100 %
Ikke-driftsmessige eiendeler		2 310 379	
Selskapets verdi		38 119 540	
Finansiell gjeld	-	5 757 324	
Ikke kontrollerte eierinteresser	-	935 478	
Verdi av Egenkapital		31 426 738	
Utstedte aksjer		59 548	
Verdi per askje		527,8	

## 10 Sensitivitetsanalyse

Sensitivitetsanalyse handler om å synliggjøre usikkerhet ved å endre forutsetningene på kritiske parametere i positiv og negativ retning, og samtidig se hvilke utslag dette gjøre med verdierestimatet. Ved å ta utgangspunkt i en verdidriver om gangen blir sensitivitetsanalysen oppdelt, og man kan trekke ut hvilke parametere som er mest følsom for endring. Parameterne som vil bli undersøkt nærmere er, WACC, langsiktig vekst i NOPLAT og RONIC.

### 10.1 Endring i WACC

Neste sensitivitetsanalyse tar for seg hvordan den prognostiserte aksjeverdien påvirkes av endringer i avkastningskravet til totalkapitalen, WACC. Det er rimelig å anta at denne faktoren er den som vil ha størst effekt på verdien av selskapet. I kapittel 8 ble det fastsatt en WACC på 7,21 %. I figuren nedenfor vil effekten av en 0,2 prosentpoeng endring i begge retninger illustreres. LSG har i årsrapporten for 2016 lagt til grunn en WACC på 7,5%. Ved å benytte dette WACC anslaget ville LSGs aksjekurs vært på 494 NOK.

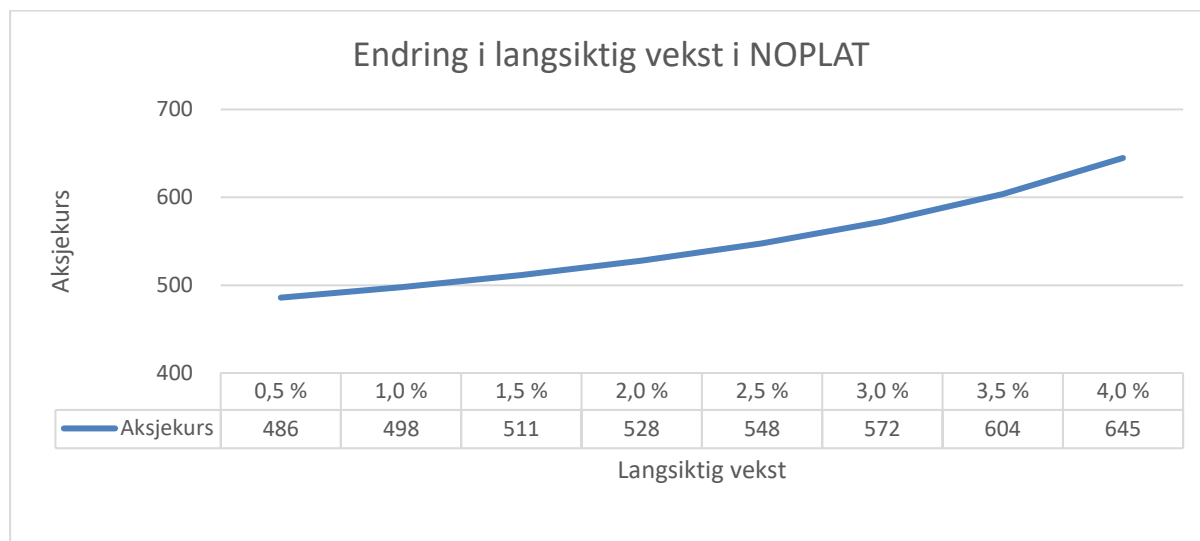


**FIGUR 15: EFFEKT AV ENDRING I WACC**

Figur 15 viser hvordan endringene resulterer i en verdi per aksje på 426 NOK for det mest pessimistiske scenarioet og 678 NOK for det mest optimistiske scenarioet. Ved å benytte det WACC anslaget som LSG selv har lagt til grunn for beregningene fører frem til en verdi på 494. Dette estimatet er i underkant av 9 % over aksjekursen på verdsettelsestidspunktet. Det er verdt å merke seg at for høyere verdier av WACC fører til større utslag på aksjenes verdi.

## 10.2 Endring i langsiktig vekst i NOPLAT

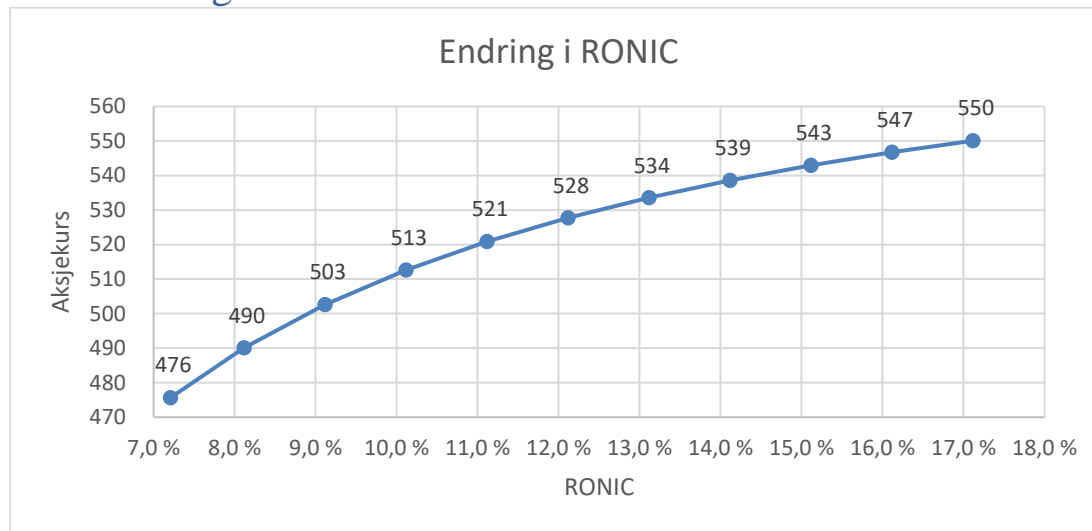
Den langsiktige veksten i NOPLAT er basert på en evig vekstrate på 2 %. For å illustrere hvordan restleddet i verdsettingen påvirkes av ulike vekstrater, vil den langsiktige vekstraten endres med et halvt prosentpoeng i positiv og negativ retning. Det gir følgende resultater:



**FIGUR 16: EFFEKT AV ENDRING I LANGSIKTIG VEKST I NOPLAT**

Figur 16 illustrerer at aksjekursen i stor grad påvirkes av de forutsetningene som ligger til grunn. Dersom LSG oppnår en langsiktig vekst på 4 % i steady state, vil dette gi et utslag på nesten 120 kr per aksje i positiv retning. Dersom den fremtidige veksten ikke overstiger 0,5 % vil utslaget være i overkant av 40 kr per aksje lavere. Som tidligere nevnt er det få selskaper som kan forvente å vokse raskere enn økonomien over langere perioder. En fremtidig vekst på 4% anses derfor som svært urealistisk.

### 10.3 Endring i RONIC



**FIGUR 17: EFFEKT AV ENDRING I RONIC**

Koller et al. (2015) påpeker at den forventede avkastningen på ny investert kapital, bør samsvare med de forventede konkurransevilkårene. Økonomisk teori antar at konkurranse på sikt vil eliminere unormal avkastning. RONIC og WACC bør derfor settes likt i konkurransedyktige næringer. Likevel vil det for selskaper som oppnår konkurransefortrinn på noen områder være naturlig å oppnå høyere RONIC enn WACC. Dersom RONIC settes likt WACC vil dette resultere i en aksjepris på 476kr.

## 11 Diskusjon og konklusjon

Formålet med denne masteravhandlingen har vært å gi et velbegrunnet estimat på verdien av egenkapitalen til LSG, og et tilhørende anslag på verdien av enkeltaksjene i selskapet. Verdiestimatet som kommer frem i avhandlingen kan benyttes for investorer som ønsker å investere i selskapet LSG, dersom investorene er enige i de underliggende verdiene som er argumentert for i oppgaven, samt de forutsetningene som er tatt. Verdiestimatet kan også benyttes av LSG for å bestemme riktig pris i forbindelse med eventuelle fremtidige oppkjøp/fusjoner. Til dette formålet har to metoder basert på fundamental verdsettelsesteori vært foretrukket. Verdsettelsen er foretatt ved å diskontere fri kontantstrøm innenfor rammene til totalkapitalmetoden og økonomisk profitt metoden. Metodene skal i teorien gi samme verdiestimat, noe de i praksis også har gjort.

Utredningen ble innledet med en generell presentasjon av havbruksnæringen med fokus på LSG. Norsk havbruksnæring har opplevd enorm vekst, som følge av naturgitte fortrinn, innovasjon og høye laksepriser. Høye produksjonskostnader og «andre kostnader» knyttet til biologiske utfordringer, kan skape usikkerhet i fremtiden. I den strategiske analysen kom det frem at LSG søker å bli den mest lønnsomme leverandøren av bærekraftig sjømat ved å danne gode allianser, utvikle kvalitetsprodukter og bygge merkevare. Mye tyder på at de har lyktes i denne strategien, noe som vil gi selskapet konkurransefortrinn i fremtiden. Selskapet opererer i en bransje hvor det er lav vekst, noe som fører til sterk rivalisering blant aktørene. Videre er trusselen fra de mektige fôrleverandørene relativt høy da de produserer fiskefôr av høy teknisk kvalitet.

Videre ble det avdekket at premissene for vekst ligger innenfor miljømessige bærekraftige rammer. Gode rammebetingelser er avgjørende for næringens videre utvikling. Næringen er også påvirket av økonomiske faktorer. I denne sammenheng er spesielt endringer i laksepris og valutakurs. Den største miljømessige utfordringen er lakselus, rømming og virussykdommer. Flere av de store havbruksselskapene har derfor investert store ressurser på utvikling av teknologi for produksjon av postsmolt i lukkede flytende anlegg, da dette viser seg å føre til mindre smitte av lakselus i tillegg til lavere dødelighet, raskere vekst og bedre utnyttelse av MTB.

I regnskapsanalysen ble selskapets historiske regnskapsinformasjon gjennomgått. Dette innebar blant annet at LSGs balanse og resultatregnskap ble omgruppert som et ledd i å klargjøre den historiske regnskapsinformasjonen til videre analyser. Videre ble det gjennomført en nøkkeltallanalyse for å avdekke LSGs risiko og lønnsomhet. Her ble det avdekket at selskapet kan tåle relativt store tap før kreditors fordringer kommer i fare og at selskapet oppnår høy avkastning på den investerte kapitalen.

Utarbeidelsen av prognosene ble basert på forhold i strategi- og regnskapsanalysen, samt en rekke usikre forventninger og antakelser om selskapets fremtid. I denne forbindelse kom det frem at selskapets kompetanse innenfor salg, produktutvikling og markedsføring, kan gi et varig konkurransefortrinn sammenlignet med konkurrentene.

Verdsettelsen ble så foretatt ved å diskontere fri kontantstrøm innenfor rammene til total kapitalmetoden og økonomisk profitt metoden. Basert på forutsetninger tatt, og verdsettelsesmetoder som er anvendt, er verdien av egenkapitalen til LSG estimert til å være ca. 31,4 milliarder NOK noe som tilsvarer en verdi per aksje på 527,8 NOK. Dette medfører en kjøpsanbefaling på aksjen da verdien er 16 % høyere enn markedets verdi. I sensitivitetsanalysen ble det avdekket at estimatet var spesielt følsomt for endringer i WACC og den langsiktige veksten i NOPLAT.

Avslutningsvis er det viktig å bemerke seg at selskapets aksjekurs har variert fra 371,1 NOK, til 483 NOK i perioden fra verdsettelsestidspunktet 5. januar 2017, til 17. mai 2017. Dette tilsvarer en variasjon på i overkant av 30%. I samme periode har lakseprisen variert fra 75,83 NOK til 58,3 NOK, noe som indikerer at aksjekursen til LSG er svært følsom for endringer i lakseprisen. Årsaken til at estimert verdi per aksje er høyere enn markedsverdien, kan være forårsaket av mange faktorer. Ved å benytte en WACC på 7,5 % slik som LSG har gjort i årsrapporten for 2016 (Lerøy, 2016b), hadde verdiestimatet per aksje vært på 494 NOK. Dette er betydelig nærmere det aksjen omsettes for 5. januar 2017 på Oslo Børs. Til tross for utfordringene som på mange måter preger LSGs fremtid, ansees et verdiestimat på 31,4 milliarder NOK som et godt estimat på LSGs virkelige verdi.



## Bibliografi

- Akvakulturloven. (2013). Lov om akvakultur. Lastet ned fra [https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-06-17-79#KAPITTEL\\_3](https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-06-17-79#KAPITTEL_3)
- Andreassen, Otto, & Robertsen, Roy. (2014). Nasjonale ringvirkninger av havbruksnæringen. Bakketeig, Ingunn, Gjøsæter, Harald, Hauge, Marie, Loeng, Harald, Sunnset, Beate Hoddevik, & Toft, Kari Østervold. (2013). Havforskningsrapporten 2013.
- Bank, Netfonds. (2017). Kurs i LSG (Lerøy Seafood Group) på Oslo Børs. Lastet ned fra <https://www.netfonds.no/quotes/ppaper.php?paper=LSG.OSE>
- Barney, Jay B., & Hesterly, William S. (2010). *Strategic management and competitive advantage : concepts and cases* (3rd international ed. utg.). Boston: Prentice Hall.
- Berge, Aslak. (2014). Fortrinn i finans. Lastet ned fra <http://ilaks.no/fortrinn-i-finans/>
- Berge, Aslak. (2017). Eksportrekorder uten regjeringens hjelp. Lastet ned fra <http://ilaks.no/eksportrekorder-uten-regjeringens-hjelp/>
- Bratland, Lisa Charlotte. (2015). *Interferon som adjuvant i DNA-vaksine mot ILA-virus hos atlantisk laks (Salmo salar L). Kinetikk i antistoffrespons, effekt på drap av celler som uttrykker antigen og effekt på vekst.* UiT The Arctic University of Norway.
- Christensen, Pål, Kolle, Nils, & Kristiansen, Aslak. (2014). *Norges fiskeri- og kysthistorie : B. 4 : Havet, fisken og oljen : 1970-2014* (Vol. B. 4). Bergen: Fagbokforl. Det kongelige nærings- og fiskeridepartement. (St. Meld. 16 (2014-2015), 2015). *Forutsigbar og miljømessig bærekraftigvekst i norsk lakse- og ørretoppdrett.* Lastet ned fra <https://www.regjeringen.no/contentassets/6d27616f18af458aa930f4db9492f5e5/no/pdfs/stm201420150016000dddpdfs.pdf>.
- E24.no. (2017). E24 Børs. Lastet ned fra <https://bors.e24.no/#!/instrument/LSG.OSE>
- Eide, Sondre. (2014). *Kartleggelse av produksjonsbegrensning innen oppdrett av laksefisk i sjøvann- En rettsøkonomisk og rettsosnologisk analyse av laksefisktillatelse de lege lata og de lege ferenda.*
- Fardal, Anfinn. (2007). IFRS og norske regnskapsregler. Lastet ned fra <https://www.magma.no/ifrs-og-norske-regnskapsregler>
- Financial Times. (2017, 27/02/2017). Equities. Lastet ned fra <https://markets.ft.com/data/lexicon/term/beta>
- Finansdepartementet. (2016). Skattesatser 2016. Lastet ned fra <http://www.statsbudsjettet.no/Statsbudsjettet-2016/Artikler/Skattesatser-2016/>
- Fish Pool. (2017). Forward Prices. Lastet ned fra <http://fishpool.eu/price-information/forward-prices-3/>
- Fiskeri & Havbruk. (2017). En bærekraftig oppdrettsnæring Lastet ned fra <https://bergento.no/wp-content/uploads/2017/03/Fiskeri-og-havbruk-2017.pdf>
- Fiskeridirektoratet. (2017). Andel av solgt mengde for de 10 største selskapene. Tall i prosent. Lastet ned fra <http://www.fiskeridir.no/content/download/7625/95538/version/18/file/sta-laks-mat-12-andel-10-største.xlsx>
- forvalt.no. (2017). Konkursrating- Lerøy Seafood Group AS. Lastet ned fra <https://forvalt.no/foretaksindex2/firma/RegnskapsAnalyse.aspx?orgnr=975350940#konkursrating>
- Gjesdal, Frøystein. (2007). Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse. *Praktisk økonomi & finans.*
- Gjesdal, Frøystein, & Johnsen, Thore. (1999). *Kravsetting, lønnsomhetsmåling og verdivurdering.* Oslo: Cappelen akademisk forl.
- Gokal, Sejul. (2016). The Currencies to Watch in 2017. Lastet ned fra <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-12-14/watch-these-currencies-into-2017-as-technical-suggest-strength>

- Grieg Seafood. (2017). Årsrapport 2016. Lastet ned fra <http://www.griegseafood.no/invest/rapporter/>
- Gytri, Anna. (2014). Trur på femdobling innan 2050. Lastet ned fra <https://www.nrk.no/sognogfjordane/trur-pa-femdobling-innan-2050-1.11531638>
- Haga, Tom, Gjønnnes, Lavrans, Misje, Knut-Espen, & Knudsen, Andreas Høy. (2011). *Den beste sjømaten fra kalde klare farvann i Norge*. Stavanger: Drivkraft forl. Gastronomisk institutt.
- Hammerstrø, Håvard. (2016). Regnskapsanalyse: Kvalitetssikring og korrigering av regnskapstall. Lastet ned fra <https://bdoBloggen.no/2016/07/14/regnskapsanalyse-kvalitetssikring-korrigering-regnskapstall/>
- Hersoug, Bjørn, Andreassen, Otto, Johnsen, Jahn Petter, & Robertsen, Roy. (2014). Hva begrenser tilgangen på sjøareal til havbruksnæringen?
- Hoff, Kjell Gunnar. (2010). *Bedriftens økonomi* (7. utg. utg.). Oslo: Universitetsforl.
- Holm, Jens Christian, Kristin Vassbotten, Heidi Hansen, Inger Eithun, Otto Andreassen, Frank Asche, . . . Karianne Thorbjørnsen. (2015). Laks på land- En utredning om egne tillatelser til landbasert matfiskoppdrett av laks, ørret og regnbueørret med bruk av sjøvann.
- Horjen, Henrik Wiedswang. (2016). Laksegiganter med ekstremt konkurransefortrinn i UK. Lastet ned fra <http://www.intrafish.no/nyheter/735781/laksegiganter-med-ekstremt-konkurransefortrinn-i-uk>
- Huneide, Kristen Pedersen, Hans Robert Schwencke, Dag Olav Haugen. (2008). *Årsregnskapet i teori og praksis : 2007* (9. utg. utg.). Oslo: Gyldendal akademisk.
- iLaks. (2014). Sjømatalliansen ber om fullverdige forbindelser. Lastet ned fra <http://ilaks.no/sjomatalliansen-ber-om-fullverdige-forbindelser/>
- iLaks. (2015). Skal bygge postsmoltanlegg for Sisomar. Lastet ned fra <http://ilaks.no/skal-bygge-postsmoltanlegg-for-sisomar/>
- IMF. (2017). A Shifting Global Economic Landscape. Lastet ned fra <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/update/01/>
- Iversen, Audun, Hermansen, Øystein, Andreassen, Otto, Brandvik, Ruth Kongsvik, Marthinussen, Anders, & Nystøyl, Ragnar. (2015). Kostnadsdrivere i lakseoppdrett ; Rapport/Report 41/2015 – English summary.
- Iversen, Hermansen Øystein, Kongsvik Brandvik Ruth, Marthinussen Anders, Nystøyl Ragnar (2016). Kostnader for lakseoppdrett i konkurrentland. Lastet ned fra <https://brage.bibsys.no/xmlui/bitstream/id/456026/Rapport+40-2016.pdf>
- Kaldestad, Yngve, & Møller, Bjarne. (2011). *Verdivurdering : teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper*. Oslo: Revisorforeningen.no.
- Kaldestad, Yngve, & Møller, Bjarne. (2016). *Verdivurdering : teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper* (2. utg. utg.). Bergen: Fagbokforl.
- Koller, Tim, Goedhart, Marc, & Wessels, David. (2015). *Valuation : measuring and managing the value of companies* (6th ed. utg.). Hoboken, N.J: Wiley.
- kyst.no. (2002). Lerøy på børs før sommeren. Lastet ned fra <http://kyst.no/nyheter/leroy-pa-bors-for-sommeren/>
- Langset, Tore, & Syvertsen, Silje Cathrine. (2013). *A new WACC model in the regulation of the Norwegian electricity network operators*. Paper presentert ved 1st Conference of the RCEM & ICSTF, ESCP Europe Business School, London.
- Lerøy. (2014). Årsrapport 2014. Lastet ned fra <http://hugin.info/131537/R/1912100/682394.pdf>
- Lerøy. (2015). Årsrapport 2015. Lastet ned fra <http://hugin.info/131537/R/2007871/742441.pdf>
- Lerøy. (2016a). Delårsrapport 3. kvartal. Lastet ned fra <http://hugin.info/131537/R/2055771/769893.pdf>
- Lerøy. (2016b). Årsrapport 2016. Lastet ned fra <http://hugin.info/131537/R/2099790/799339.pdf>
- Marine Harvest. (2016). *Salmon Farming Industry Handbook 2016*.

- Marine Harvest. (2017a). Annual Report. Lastet ned fra <http://marineharvest.no/investor/annual-reports/>
- Marine Harvest. (2017b). Marine Harvest (OSE:MHG): 2017 Salmon Industry Handbook. Lastet ned fra [http://marineharvest.com/about/news-and-media/news\\_new2/marine-harvest-osemhg-2017-salmon-industry-handbook-/](http://marineharvest.com/about/news-and-media/news_new2/marine-harvest-osemhg-2017-salmon-industry-handbook-/)
- Mekonnen, Mesfin, & Hoekstra, Arjen. (2012). A Global Assessment of the Water Footprint of Farm Animal Products. *Ecosystems*, 15(3), 401-415. doi: 10.1007/s10021-011-9517-8
- Navarro, Lola. (2016). Globale forhold vil gi økt pris for laks. Lastet ned fra <http://www.intrafish.no/nyheter/1200789/globale-forhold-vil-gi-okt-pris-for-laks>
- Norges Bank. (2017a). INFLASJON. Lastet ned fra <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Inflasjon/>
- Norges Bank. (2017b). Styringsrenten. Lastet ned fra <http://www.norges-bank.no/pengepolitikk/Styringsrenten/>
- Norges bank. (2017c). VALUTAKURS FOR EURO (EUR). Lastet ned fra <http://www.norges-bank.no/Statistikk/Valutakurser/valuta/EUR>
- Nærings- og fiskeridepartementet. (2014). Norsk havbruksnæring. Lastet ned fra <https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/fiskeri-og-havbruk/Norsk-havbruksnaring/id754210/>
- Nærings- og fiskeridepartementet. (St .Meld. 10 (2015–2016), 2016). *En konkurransekraftig sjømatindustri*. Lastet ned fra <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld.-st.-10-20152016/id2461010/sec11>
- Pedersen, Pia Beate. (2015). En syklisk bransje. Lastet ned fra <http://www.xn--nringslivnorge-0ib.no/havrom/fiskeri-og-havbruk/en-syklisk-bransje>
- Penman, Stephen H. (2010). *Financial statement analysis and security valuation* (4th ed. utg.). Boston, Mass: McGraw-Hill.
- Penman, Stephen H. (2013). *Financial statement analysis and security valuation* (5th ed., International ed. utg.). New York: McGraw-Hill.
- PwC. (2016). Risikopremien i detnorske markedet. Lastet ned fra <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/verdivurdering/risikopremien-2016.pdf>
- Regjeringen.no. (2014). Sjømatindustrien — Utredning av sjømatindustriens rammevilkår. Lastet ned fra <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2014-16/id2354149/sec3>
- Robertsen, Camilla. (2013). *Induksjon av antivirale gener hos atlantisk laks (Salmo salar L.) ved intramuskulær injeksjon av ekspresjonsplasmid for interferon c (IFNc)*. University of Tromsø. Lastet ned fra <http://munin.uit.no/handle/10037/6309>
- SalMar. (2017). Årsrapport 2016. Lastet ned fra <http://hugin.info/138695/R/2099114/799620.pdf>
- SEB. (2017). Swap rates. Lastet ned fra <https://sebgrou.com/large-corporates-and-institutions/prospectuses-and-downloads/rates/swap-rates>
- Soltveit, Therese. (2017). Slik velger selskapene sine nye ansatte. *Norsk fiskeoppdrett*, 75.
- SSB. (2016). Akvakultur, 2015, endelige tall. Lastet ned fra <https://www.ssb.no/jord-skog-jakt-og-fiskeri/statistikker/fiskeoppdrett/aar/2016-10-28?fane=tabell&sort=nummer&tabell=281376>
- Svåsand, Terje, Karlsen, Ørjan, Kvamme, Bjørn Olav, Stien, Lars Helge, Taranger, Geir Lasse, & Boxaspen, Karin Kroon. (2016). Risikovurdering norsk fiskeoppdrett 2016.
- United States Environmental Protection Agency. (2014). Sources of Greenhouse Gas Emissions. Lastet ned fra <https://www.epa.gov/ghgemissions/sources-greenhouse-gas-emissions>
- Ytrestøyl, Trine. (2011). *Resource utilisation and eco-efficiency of Norwegian salmon farming in 2010* (Vol. 53/2011). Tromsø: Nofima.

# Vedlegg

## Vedlegg 1

RESULTATREGNSKAP	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016
<b>DRIFTSINNTEKTER OG DRIFTSKOSTNADER</b>						
Sum salgsinntekter	9 166 819	9 093 639	10 736 948	12 562 265	13 418 024	17 221 829
Annen driftsinntekt	10 054	9 302	27 766	17 200	32 701	47 449
Sum driftsinntekter	9 176 873	9 102 941	10 764 714	12 579 465	13 450 725	17 269 278
Andre gevinster tap	14 060	5 795	53 805	117 409	34 206	457
Varekjøp	6 184 793	6 499 768	7 039 813	8 450 392	9 278 374	10 561 407
Lønnskostnader	967 789	1 031 872	1 094 464	1 270 880	1 411 024	1 785 537
Andre driftskostnader	858 107	853 884	1 004 148	1 262 518	1 447 625	1 864 088
Endring varelager	(318 613)	(57 449)	(258 380)	(447 053)	(465 960)	(296 387)
Driftsres. før avsk. og verdijus.	1 498 857	780 661	1 938 474	2 160 137	1 813 868	3 355 090
Avskrivning varige driftsmidler/im. eiend.	271 899	291 768	307 175	369 480	433 916	511 621
Nedskrivning av driftsmidler/im. eiend.		33 000	5 500	1 982	-	-
Driftsres. før verdijus av biologiske eiend.	1 212 898	450 098	1 625 799	1 788 675	1 379 952	2 843 468
Verdijustering av biologiske eiendeler	(615 767)	294 735	764 229	(327 414)	188 508	1 470 561
<b>Driftsresultat EBIT</b>	<b>597 131</b>	<b>744 833</b>	<b>2 390 028</b>	<b>1 461 261</b>	<b>1 568 460</b>	<b>4 314 029</b>
<b>TILKNYTTET VIRKSOMHET OG NETTO FINANS</b>						
Inntekt fra tilknyttet selskap	19 741	24 831	192 188	91 939	61 376	262 783
Netto finansposter	(81 884)	(95 153)	(101 840)	(119 790)	(128 728)	(131 491)
<b>Resultat før skattekostnad</b>	<b>534 988</b>	<b>674 511</b>	<b>2 480 376</b>	<b>1 433 410</b>	<b>1 501 108</b>	<b>4 445 321</b>
Sum skattekostnad	(156 311)	(182 749)	(593 981)	(328 939)	(268 226)	(926 691)
<b>Årsresultat</b>	<b>392 737</b>	<b>497 557</b>	<b>1 886 395</b>	<b>1 104 471</b>	<b>1 232 882</b>	<b>3 518 630</b>
Herav kontrollerende eierinteressers andel	382 705	480 797	1 733 352	1 055 916	1 179 718	3 224 143
Herav ikke-kontrollerende eierinteressers andel	(4 028)	10 963	153 043	48 557	53 165	294 488
<b>Resultat per aksje</b>	<b>7,01</b>	<b>8,81</b>	<b>31,78</b>	<b>19,35</b>	<b>21,62</b>	<b>56,49</b>

## Vedlegg 2

Balanse	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016
Anleggsmidler						
Utsatt skattefordel	6 546	21 545	11 807	42 263	41 536	31 059
Konsesjoner, rettigheter, goodwill	3 878 873	3 972 053	3 987 141	4 234 391	4 349 916	8 018 448
Bygninger, tomter, driftsmidler	1 836 384	2 094 539	2 377 012	2 676 716	2 899 633	4 209 108
Aksjer i tilknyttede selskaper	329 168	331 056	735 071	566 965	670 952	730 875
Aksjer tilgjengelig for salg	23 173	18 281	5 553	8 066	7 293	8 019
Langsiktige fordringer	8 453	8 607	26 171	32 263	17 246	76 679
<b>SUM ANLEGGSMIDDLER</b>	<b>6 082 597</b>	<b>6 446 081</b>	<b>7 142 755</b>	<b>7 560 664</b>	<b>7 986 576</b>	<b>13 074 188</b>
<b>OMLØPSMIDLER</b>						
Biologiske eiendeler	2 370 938	2 724 941	3 727 361	3 681 993	4 320 830	6 418 313
Andre varer	328 045	326 227	358 482	524 947	552 065	721 803
Kundefordringer	934 443	995 289	1 486 428	1 427 796	1 568 820	2 209 281
Andre fordringer	148 395	199 083	316 192	302 692	307 798	421 302
Kontanter og kontantekvivalenter	1 597 429	1 082 801	872 513	1 360 272	1 247 614	2 233 700
<b>SUM OMLØPSMIDLER</b>	<b>5 379 250</b>	<b>5 328 341</b>	<b>6 760 976</b>	<b>7 297 700</b>	<b>7 997 127</b>	<b>12 004 399</b>
<b>SUM EIENDELER</b>	<b>11 461 847</b>	<b>11 774 422</b>	<b>13 903 731</b>	<b>14 858 364</b>	<b>15 983 703</b>	<b>25 078 587</b>
<b>EGENKAPITAL</b>						
Aksjekapital	54 577	54 577	54 577	54 577	54 577	59 577
Egne Aksjer	(330)	(330)	(330)	(330)	(330)	(30)
Overkurs	2 731 690	2 731 690	2 731 690	2 731 690	2 731 690	4 778 346
Sum inskutt egenkapital	2 785 937	2 785 937	2 785 937	2 785 937	2 785 937	4 837 893
Opptjent egenkapital	2 476 898	2 528 638	3 969 263	4 476 377	5 099 758	7 702 055
Ikke-kontrollerende egeninteresser	534 931	649 381	793 747	817 282	878 357	935 478
<b>SUM EGENKAPITAL</b>	<b>5 797 766</b>	<b>5 963 956</b>	<b>7 548 947</b>	<b>8 079 596</b>	<b>8 764 052</b>	<b>13 475 426</b>
<b>LANGSIKTIG GJELD</b>						
Langsiktig rentebærende gjeld	2 429 365	2 402 770	2 356 803	2 767 118	2 377 123	4 541 276
Utsatt skatt	1 083 693	1 230 458	1 486 972	1 531 262	1 567 973	2 802 271
Pensjonsforpliktelser	7 812	7 646	3 227	6 878	3 765	5 219
Andre forpliktelser	7 168	44 788	36 700	131 980	126 674	121 958
Sum langsiktig gjeld	3 528 038	3 685 662	3 883 702	4 437 238	4 075 535	7 470 724
Kortsiktig gjeld						
Leverandørgjeld	705 165	826 677	1 059 434	1 053 524	915 981	1 366 634
Kortsiktige kreditter	760 977	911 887	682 574	469 276	1 465 144	1 094 089
Skyldige offentlige avgifter m.v	62 386	66 915	103 656	70 073	123 457	263 991
Betalbar skatt	322 105	88 925	320 344	335 062	200 151	477 842
Annen kortsiktig gjeld	285 410	230 400	305 074	413 595	439 383	929 881
Sum kortsiktig gjeld	2 136 043	2 124 804	2 471 082	2 341 530	3 144 116	4 132 437
<b>SUM GJELD</b>	<b>5 664 081</b>	<b>5 810 466</b>	<b>6 354 784</b>	<b>6 778 768</b>	<b>7 219 651</b>	<b>11 603 161</b>
<b>SUM EGENKAPITAL OG GJELD</b>	<b>11 461 847</b>	<b>11 774 422</b>	<b>13 903 731</b>	<b>14 858 364</b>	<b>15 983 703</b>	<b>25 078 587</b>

## Vedlegg 3

	2 011	2 012	2 013	2 014	2 015	2 016
Driftsrelaterte omløpsmidler						
Biologiske eiendeler	2 370 938	2 724 941	3 727 361	3 681 993	4 320 830	6 418 313
Andre varer	328 045	326 227	358 482	524 947	552 065	721 803
Kundefordringer	934 443	995 289	1 486 428	1 427 796	1 568 820	2 209 281
Andre fordringer	148 395	199 083	316 192	302 692	307 798	421 302
<b>Totale driftsrelaterte omløpsmidler</b>	<b>3 781 821</b>	<b>4 245 540</b>	<b>5 888 463</b>	<b>5 937 428</b>	<b>6 749 513</b>	<b>9 770 699</b>
Driftsrelaterte kortsiktig gjeld						
Leverandørgjeld	705 165	826 677	1 059 434	1 053 524	915 981	1 366 634
Skyldige offentlige avgifter m.v	62 386	66 915	103 656	70 073	123 457	263 991
Betalbar skatt	322 105	88 925	320 344	335 062	200 151	477 842
Annen kortsiktig gjeld	285 410	230 400	305 074	413 595	439 383	929 880
<b>Sum driftsrelatert kortsiktig gjeld</b>	<b>1 375 066</b>	<b>1 212 917</b>	<b>1 788 508</b>	<b>1 872 254</b>	<b>1 678 972</b>	<b>3 038 347</b>
<b>Driftsrelatert arbeidskapital</b>	<b>2 406 755</b>	<b>3 032 623</b>	<b>4 099 955</b>	<b>4 065 174</b>	<b>5 070 541</b>	<b>6 732 352</b>
Driftsrelaterte anleggsmidler						
Konsesjoner, rettigheter, goodwill	3 878 873	3 972 053	3 987 141	4 234 391	4 349 916	8 018 448
Bygninger, tomter, driftsmidler	1 836 384	2 094 535	2 377 012	2 676 716	2 899 633	4 209 108
Aksjer i tilknyttede selskaper	329 168	331 062	735 071	566 965	670 952	730 875
Aksjer tilgjengelig for salg	23 173	18 284	5 553	8 066	7 293	8 019
Utsatt skattefordel	6 546	21 544	11 807	42 263	41 536	31 059
<b>Sum driftsrelaterte anleggsmidler</b>	<b>6 074 144</b>	<b>6 437 478</b>	<b>7 116 584</b>	<b>7 528 401</b>	<b>7 969 330</b>	<b>12 997 509</b>
Driftsrelatert langsiktig gjeld						
Utsatt skatt	1 083 693	1 230 458	1 486 972	1 531 262	1 567 973	2 802 271
Pensjonsforpliktelser	7 812	7 646	3 227	6 878	3 765	5 219
<b>Sum driftsrelatert langsiktig gjeld</b>	<b>1 091 505</b>	<b>1 238 104</b>	<b>1 490 199</b>	<b>1 538 140</b>	<b>1 571 738</b>	<b>2 807 490</b>
<b>Netto anleggsmidler</b>	<b>4 982 639</b>	<b>5 199 374</b>	<b>5 626 385</b>	<b>5 990 261</b>	<b>6 397 592</b>	<b>10 190 019</b>
<b>Investert kapital</b>	<b>7 389 394</b>	<b>8 231 997</b>	<b>9 726 340</b>	<b>10 055 435</b>	<b>11 468 133</b>	<b>16 922 371</b>
Finansielle anleggsmidler						
Langsiktige fordringer	8 453	8 607	26 171	32 263	17 246	76 679
<b>Sum finansielle anleggsmidler</b>	<b>8 453</b>	<b>8 607</b>	<b>26 171</b>	<b>32 263</b>	<b>17 246</b>	<b>76 679</b>
Finansielle omløpsmidler						
Kontanter og kontantekvivalenter	1 597 429	1 082 797	872 513	1 360 272	1 247 614	2 233 700
<b>Sum finansielle omløpsmidler</b>	<b>1 597 429</b>	<b>1 082 797</b>	<b>872 513</b>	<b>1 360 272</b>	<b>1 247 614</b>	<b>2 233 700</b>
Finansielle eiendeler	1 605 882	1 091 404	898 684	1 392 535	1 264 860	2 310 379
<b>Sum investert kapital</b>	<b>8 995 276</b>	<b>9 323 401</b>	<b>10 625 024</b>	<b>11 447 970</b>	<b>12 732 993</b>	<b>19 232 750</b>
Egenkapital						
Aksjekapital	54 577	54 577	54 577	54 577	54 577	59 577
Egne Aksjer	(330)	(330)	(330)	(330)	(330)	(30)
Overkurs	2 731 690	2 731 690	2 731 690	2 731 690	2 731 690	4 778 346
Opptjent egenkapital	2 476 898	2 528 638	3 969 263	4 476 377	5 099 758	7 702 055
<b>Egenkapital</b>	<b>5 262 835</b>	<b>5 314 575</b>	<b>6 755 200</b>	<b>7 262 314</b>	<b>7 885 695</b>	<b>12 539 948</b>
Ikke-kontrollerende egeninteresser	534 931	649 381	793 747	817 282	878 357	935 478
Finansiell langsiktig gjeld						
Andre forpliktelser	7 168	44 788	36 700	131 980	126 674	121 959
Langsiktig rentebærende gjeld	2 429 365	2 402 770	2 356 803	2 767 118	2 377 123	4 541 276
<b>Sum finansiell langsiktig gjeld</b>	<b>2 436 533</b>	<b>2 447 558</b>	<b>2 393 503</b>	<b>2 899 098</b>	<b>2 503 797</b>	<b>4 663 235</b>
Finansiell kortsiktig gjeld						
Kortsiktige kreditter	760 977	911 887	682 574	469 276	1 465 144	1 094 089
Finansiell gjeld	3 197 510	3 359 445	3 076 077	3 368 374	3 968 941	5 757 324
<b>Sum investert kapital</b>	<b>8 995 276</b>	<b>9 323 401</b>	<b>10 625 024</b>	<b>11 447 970</b>	<b>12 732 993</b>	<b>19 232 750</b>