

Forord

Med denne oppgaven avslutter vi Bachelor-studiet ved NTNU Handelshøyskolen i Trondheim. Denne semesteroppgaven tilsvarer 7,5 studiepoeng, og er skrevet på bakgrunn av vår spesialisering i Finansiell Styring. Formålet med semesteroppgaven er å verdsette markedsverdien på egenkapitalen til Lerøy Seafood Group ASA.

Kunnskap vi har opparbeidet gjennom studiet i Økonomi og Administrasjon har gitt oss grunnlaget for å gjennomføre denne oppgaven. Oppgaven krever god innsikt innenfor en rekke fagområder i økonomifaget.

Semesteroppgaven er skrevet det avsluttende semesteret av vår Bachelor-grad, våren 2019. Oppgaven er i sin helhet basert på offentlig tilgjengelig informasjon, og vi har derfor måtte ta en rekke vurderinger knyttet til kildenes pålitelighet. Samtidig har vi måtte foreta avgrensinger og forutsetninger for å løse oppgaven. Dette medfører usikkerhet, og vi ønsker derfor å understreke at denne oppgaven ikke er eksakt vitenskap.

Arbeidet med oppgaven har vært spennende og utfordrende, og gitt oss dypere innsikt i verdsettelsesprosesser. Norge vil på sikt bli mindre avhengig av oljenæringen. Vi vil derfor trenge nye næringer som kan ta over. En næring som har vokst frem de senere årene er havbruksnæringen. Den har blomstret til og erfart eventyrlig vekst de seneste årene. Det har derfor vært spennende å gå dypere inn i denne næringen.

Vi ønsker å takke vår veileder Hans Marius Eikseth for gode råd og innspill under arbeidet med oppgaven.

Sammendrag

I vår semesteroppgave har vi gjennomført en verdsettelse av Lerøy Seafood Group ASA. Vi har estimert en aksjekurs som vi har sett opp mot dagens kurs på Oslo børs og kommet med en handlingsstrategi.

Vi startet med en utredning av Lerøy, som tar for seg Lerøys historie og virksomhetsområder, før avgrensinger legges i metod delen. Etter dette gjennomførte vi strategisk analyse, deretter ble en fundamental verdsettelse og en supplerende komparativ verdsettelse gjennomført. I den strategiske analysen så vi på Lerøy sine interne og eksterne forhold, og for å belyse disse forholdene anvendte vi modeller som PESTEL, VRIO, Porters bransjeanalyse og SWOT-matrisen. Disse forholdene var i stor grad med på å legge styringen for de estimerte framtidsutsiktene i den fundamentale verdsettelsesanalysen.

Den fundamentale verdsettelsesanalysen går over 5 estimerte år, der vi beregnet terminalverdien til Lerøy fra år 5. I den komparative analysen brukte vi multiplikatoren P/S, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA og EV/Sales.

Vi kalkulerte oss fram til en WACC på 5,9%, og med dette avkastningskravet fikk vi en estimert aksjekurs i den fundamentale analysen på 65,87 NOK. I den komparative analysen fikk vi en estimert aksjekurs på 85,3, noe som ga oss et endelig kursestimat på 72,35 når den fundamentale verdsettelsen vektet med 2/3 og den komparative med 1/3. Sammenlignet med dagens kurs på 62,90 (05.04.2019) mener vi at aksjen er underpriset og kommer med en anbefaling om kjøp. Det er imidlertid viktig å påpeke at verdien vi kommer fram til er et produkt av våre antagelser om framtidig utvikling og markedsforhold, og vi kan dermed ikke påstå at vårt resultat reflekterer den sanne virkelighet.

Abstract

In our term paper, we have conducted a valuation of Lerøy Seafood Group ASA, and hence estimated a stock price that we have compared against today's price at the Oslo stock exchange and suggested a course of action.

Our paper starts with a presentation of Lerøy, with insight on their history and areas of business. The following part concerns the method of research, before the strategic analysis is carried out. The valuation itself consists of a fundamental valuation analysis, with a supplementing comparative analysis.

In the method of research section refinements are put upon the paper. After the method of research is presented in a timely manner, we carried out a strategic analysis where we focused on both the internal as well as the exterior forces that impact Lerøy. To interpret the impact of these forces, we have applied different models, such as Porter's five forces, and tools such as PESTEL, VRIO and SWOT. These conditions largely contribute to the management of the estimated future prospects in the fundamental valuation analysis.

In the fundamental valuation analysis (DCF-model) we have predicted future cash flows for five years and calculated the horizon value in year five. In the comparative analysis we decided to use the multiples P/S, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA and EV/S.

We calculated the WACC to 5,9%, and with that as the discount rate our estimated stock price equaled 65,87 NOK in the fundamental valuation analysis. In the comparative analysis we estimated the stock price to 85,3 NOK. This gives us a final stock price estimate at 72,35 NOK, when the fundamental valuation analysis is weighted 2/3, and the comparative analysis is weighted at 1/3.

Compared to today's stock price at 62,90 (05.04.2019), we conclude that the stock is underpriced and recommend that the most appropriate course of action is to purchase the stock. However, it is important to note that the estimate we arrive at is a product based upon our own assumptions and predictions about the future trends and market conditions. Because of this, it is impossible for us to say that our assumptions are a true reflection of the reality.

Innholdsfortegnelse

FORORD	1
SAMMENDRAG	2
ABSTRACT	3
FIGUR-LISTE	6
TABELL-LISTE	7
1. INNLEDNING	8
1.1 MOTIVASJON	8
1.2 PROBLEMSTILLING	8
1.3 AVGRENSNING	9
1.4 OPPGAVENS STRUKTUR.....	9
2. PRESENTASJON AV LERØY SEAFOOD ASA OG BRANSJEN	10
2.1.1 Struktur.....	12
2.1.2 Eierstruktur.....	14
2.1.3 Ledelsen.....	14
2.1.4 Styret	15
2.1.5 Finansielle nøkkeltall	15
2.1.6 Aksjekursutvikling.....	16
2.2 OPPDRETTBRANSJEN.....	17
2.2.1 Mowi.....	17
2.2.2 Grieg Seafood	18
2.2.3 SalMar	19
2.2.4 Norway Royal Salmon.....	20
2.2.5 Oppsummering	21
3. MARKEDSANALYSE	22
3.1 TILBUD	22
3.2 ETTERSPORSSEL	23
3.3 FISKEPRIS	24
3.3.1 Tilbuds- og etterspørsels-endringer.....	25
3.3.2 Valuta-endringer	26
4. STRATEGISK ANALYSE	28
4.1 PORTERS BRANSJEANALYSE	28
4.1.1 Rivalisering blant eksisterende bedrifter i bransjen.....	28
4.1.2 Potensielle nye aktører i bransjen	30
4.1.3 Trussel om substitutter.....	31
4.1.4 Leverandørers forhandlingskraft.....	33
4.1.5 Kundenes forhandlingsstyrke	35
4.2 PESTEL	36
4.2.1 Politiske forhold.....	36
4.2.2 Økonomiske forhold	37
4.2.3 Sosiokulturelle forhold.....	38
4.2.4 Teknologiske og miljømessige forhold.....	39
4.2.5 Juridiske forhold.....	39
4.3 VRIO	40
4.3.2 Lokasjon.....	41
4.3.3 Innovasjonsevne	42
4.3.5 Hvitfisk.....	43
4.4 SWOT-ANALYSE	44
4.4.1 Styrker	45
4.4.2 Svakheter.....	46

4.4.3 Muligheter	47
4.4.4 Trusler	47
5. REGNSKAPSANALYSE	49
5.1 LØNNSOMHET	49
5.2 FINANSIERING OG SOLIDITET	51
5.3 LIKVIDITET	55
5.4 SAMMENLIGNING MED ANDRE SELSKAPER	59
6. PROGNOSE AV FREMTIDIGE KONTANTSTRØMMER.....	62
6.1 INNLEDNING	62
6.2 OMSETNINGSUTVIKLING.....	62
6.2.1 Produksjons- og salgsvolum	62
6.2.2 Laksepris utvikling	63
6.2.3 Valutakurs	64
6.2.4 Oppsummert omsetningsutvikling.....	65
6.3 KOSTNADSUTVIKLING	65
6.3.1 Varekostnad	65
6.3.2 Lønnsvekst	66
6.3.3 Avskrivinger	68
6.3.4 Andre driftskostnader.....	68
6.4 SKATT	69
6.5 ARBEIDSKAPITAL.....	70
6.6 NETTO INVESTERINGSNIVÅ	71
6.7 OPPSUMMERING AV PROGNOTISERTE FREMTIDIGE KONTANTSTRØMMER.....	72
7. AVKASTNINGSKRAV.....	73
7.1 AVKASTNINGSKRAV PÅ EGENKAPITALEN	74
7.1.1 Risikofri rente.....	74
7.1.2 Markedets risikopremie.....	75
7.1.3 Beta (β).....	76
7.2 GJELDSKOSTNAD	78
7.2.1 Skatt	79
7.3 VEKTING AV EGENKAPITAL- OG GJELDSKOSTNAD I WACC	79
8. FUNDAMENTAL VERDSETTELSE.....	80
8.1 TERMINALVERDI	80
8.2 VIRKSOMHETSVERDI (ENTERPRICE VALUE).....	81
8.3 EGENKAPITALVERDI	82
9. KOMPARATIV VERDSETTELSE.....	83
9.1 P/E	83
9.2 P/B	84
9.3 EV/EBIT	85
9.4 EV/EBITDA	86
9.5 EV/SALES	87
9.6 OPPSUMMERING KOMPARATIV ANALYSE	88
10. SENSITIVITETSANALYSE.....	89
10.1 ENDRINGER I AVKASTNINGSKRAVET OG EVIG VEKSTRATE (g)	89
10.1.1 Risiko-fri-rente	89
10.1.2 Beta	90
10.1.3 Markedets risiko-premie.....	90
10.1.4 Gjeldskostnad	91
10.1.5 Vekstrate g	91
10.1.6 Oppsummert WACC.....	92
10.2 ENDRINGER I VEKST- OG ANDELSRATER FOR KONKRETE POSTER	92

10.2.1 Omsetningsutvikling.....	92
10.2.2 Netto investeringsnivå.....	93
11. KONKLUSJON.....	94
12. OPPGAVEKRITIKK.....	96
LITTERATURLISTE.....	97
FAGLITTERATUR:	97
FAGARTIKLER:.....	97

Figur-liste

FIGUR 1 (LERØY, ÅRSRAPPORT, 2017)	11
FIGUR 2 (LERØY, ÅRSRAPPORT, 2017)	11
FIGUR 3 (LERØY, ÅRSRAPPORT, 2017)	12
FIGUR 4 (LERØY, LEROYSEAFOOD.COM).....	13
FIGUR 5 (LERØY, ÅRSRAPPORT, 2016)	14
FIGUR 6: TALL I MILLIONER (LERØY, ÅRSRAPPORT, 2017).....	15
FIGUR 7 (LERØY, ÅRSRAPPORT 2017)	16
FIGUR 8 (NORDNET.NO, «LERØY SEAFOOD GROUP ASA»).....	16
FIGUR 9 TALL I MILLIONER EURO (MOWI, ÅRSRAPPORT 2017)	18
FIGUR 10 (GRIEG SEAFOOD, ÅRSRAPPORT, 2017)	19
FIGUR 11 (GRIEG SEAFOOD, ÅRSRAPPORT, 2017)	19
FIGUR 12 (SALMAR, ÅRSRAPPORT 2017).....	20
FIGUR 13 (NORWAY ROYAL SALMON, ÅRSRAPPORT 2017).....	21
FIGUR 14: ESTIMERT GLOBAL TILBUDSVEKST 2018-2021 (MARINE HARVEST, 2018).....	23
FIGUR 15: (MARINE HARVEST, 2018).....	25
FIGUR 16: ENDRING TILBUD MOT ENDRING PRIS (MARINE HARVEST, 2018).	26
FIGUR 17 KILDE: KURS EURO, NORGES BANK.....	27
FIGUR 18: (MARINE HARVEST, 2018).....	32
FIGUR 19: (NORWAY ROYAL SALMON, 2014)	33
FIGUR 20: (FISKERIDIREKTORATET, BIOMASSE- REGISTERET).....	34
FIGUR 21: PROGNOSE STYRINGSRENTE: NORGES BANK	38
FIGUR 22: FISHPOOL ESTIMERTE LAKSEPRISER.....	64
FIGUR 23: (NORGES BANK, 2.APRIL, 2019).....	75

Tabell-liste

TABELL 1: VRIO	41
TABELL 2: OPPSUMMERT VRIO.....	44
TABELL 3: SWOT	45
TABELL 4: EGENKAPITALRENTABILITET OG TOTALKAPITALRENTABILITET	50
TABELL 5: DRIFTSMARGIN	51
TABELL 6: FINANSIERINGSGRAD 1	52
TABELL 7: GJELDSGRAD.....	53
TABELL 8: EGENKAPITALANDEL I %	54
TABELL 9: RENTEDEKNINGSGRAD	55
TABELL 10: LIKVIDITETSGRAD 1	56
TABELL 11: LIKVIDITETSGRAD 2	57
TABELL 12: ARBEIDSKAPITAL	58
TABELL 13: DRIFTSMARGIN I %	59
TABELL 14: TOTALKAPITALRENTABILITET I %.....	60
TABELL 15: EGENKAPITALANDEL I %	61
TABELL 16: PREDIKERT OMSETNINGSUTVIKLING: TALL I 1000	65
TABELL 17: TALL I 1000.....	65
TABELL 18: PREDIKERT VAREKOSTNADSUTVIKLING; TALL I 1000.....	66
TABELL 19: TALL HENTET FRA ÅRSRAPPORTER OG KVARTALSRAPPORTER. HENTET 03.04.2019	67
TABELL 20: TALL I 1000 UNNTATT ANTALL ÅRSVERK. HENTET FRA ÅRSRAPPORTER PER 03.04.2019	67
TABELL 21: TALL I 1000. TALL HENTET FRA ÅRSRAPPORTER PER 03.04.2019	68
TABELL 22: TALL I 1000	68
TABELL 23: TALL I 1000.....	68
TABELL 24: TALL I 1000	69
TABELL 25: PREDIKERT UTVIKLING PÅ ANDRE DRIFTSKOSTNADER; TALL I 1000.....	69
TABELL 26: ARBEIDSKAPITAL	70
TABELL 27: PREDIKERT FREMTIDIG ARBEIDSKAPITAL ANDEL AV OMSETNING	70
TABELL 28: NETTO INVESTERINGSNIVÅ.....	71
TABELL 29: PREDIKERT NETTO INVESTERINGSUTVIKLING; TALL I 1000	71
TABELL 30: KONTANTSTRØMMOPPSTILLING.....	72
TABELL 31: BETA LERØY OSEAX INDEKSEN	77
TABELL 32: HISTORISK GJELDSKOSTNAD	79
TABELL 33: TALL I 1000.....	81
TABELL 34: EGENKAPITALVERDI	82
TABELL 35: P/E	84
TABELL 36: P/B	85
TABELL 37: EV/EBIT	86
TABELL 38: EV/EBITDA.....	86
TABELL 39: EV/SALES	87
TABELL 40: OPPSUMMERING KOMPARATIV ANALYSE	88
TABELL 41: RISIKOFRI-RENTE	89
TABELL 42: BETA	90
TABELL 43: MARKEDETS RISIKOPREMIE	90
TABELL 44: GJELDSKOSTNAD.....	91
TABELL 45: VEKSTRATE G	91
TABELL 46: WACC.....	92
TABELL 47: OMSETNINGSUTVIKLING.....	92
TABELL 48: NETTO INVESTERINGSNIVÅ.....	93

1. Innledning

1.1 Motivasjon

Avsluttende for vår bachelorgrad ved NTNU handelshøyskolen i Trondheim ønsker vi å gjennomføre en verdivurdering av Lerøy Seafood Group ASA, en av verdens største eksportører av sjømat.

Helt siden det ble funnet olje på norsk kontinentalsokkel i 1969, har petroleumsvirksomheten i stor grad muliggjort og finansiert det velferdssamfunnet vi har i dag.

Norge er, og kommer til å være en oljenasjon i flere tiår framover, men man begynner å stille seg spørsmål om hva man skal leve av når oljen tar slutt. En av næringene som blir dratt fram er havbruksnæringen. Næringen er i enorm vekst og utrolig viktig for Norge som nasjon. Blant den globale produksjonen av laks står Norge for omlag halvparten, og det forventes at Norge kommer til å bevare sin posisjon som markedsleder i tiden som kommer (EY, 2017).

1.2 Problemstilling

Når vi utviklet vår problemstilling la vi vekt på de tre betingelsene for en god problemstilling. Disse går ut på at en problemstilling skal være spennende, den skal være enkel, og den skal være fruktbar. At problemstillingen er fruktbar vil si at den er mulig å undersøke empirisk, samt at den tilføyer ny kunnskap (Jacobsen, 2016).

Med dette tatt i betraktning valgte vi problemstillingen:

«Hva er verdien av egenkapitalen til Lerøy Seafood Group ASA, og gjenspeiler aksjekursen på Oslo børs denne verdien?»

Denne problemstillingen er spennende, og den tar for seg en aktør i en bransje som har opplevd voldsom vekst de siste årene. Den er enkel og konkret, lar seg undersøke empirisk og vil til en viss grad tilføye ny kunnskap.

1.3 Avgrensning

Oppgaven vår baserer seg ene og alene på offentlig tilgjengelig sekundærdata som årsrapporter, kvartalsrapporter, artikler og annen offentlig informasjon. Vi har ikke benyttet noen finansielle tall for 2019, da ingen kvartals- eller årsrapporter var tilgjengelig på tidspunktet oppgaven ble skrevet. For året 2018 er det kun benyttet regnskapstall hentet fra kvartalsrapportene.

Når vi skal sammenligne Lerøy med andre konkurrenter i bransjen har vi avgrenset disse til å gjelde Mowi, SalMar, Grieg Seafood og Norway Royal Salmon. Dette fordi de er alle norske selskaper, børsnotert på Oslo børs, opererer i samme bransje og har likheter i drifts- og vekstutsiktene.

1.4 Oppgavens struktur

Oppgavens overordnede struktur er følgende: i kapittel 2 presenteres Lerøy og bransjen Lerøy opererer i. Kapittel 3 inneholder en markedsanalyse, der vi analyserer makroøkonomiske forhold. I kapittel 4 gjennomføres en strategisk analyse, før en regnskapsanalyse gjennomføres i kapittel 5. Videre inneholder kapittel 6 en prediksjon av fremtidige kontantstrømmer. I kapittel 7 beregner vi avkastningskravet på total kapitalen til Lerøy. Kapittel 8 er den fundamentale verdsettelsen. Videre vil vi i kapittel 9 gjennomføre en komparativ verdsettelse, før vi i kapittel 10 gjennomfører en sensitivitetsanalyse. Vi konkluderer oppgaven i kapittel 11, og kommer med en oppgavekritikk i kapittel 12.

2. Presentasjon av Lerøy Seafood ASA og bransjen

2.1 Lerøy Seafood

Av Lerøy Seafood Group ASA sine hjemmesider framkommer det at Lerøy er et norsk sjømatelskap som har røtter helt tilbake til 1899 da fiskeren Ole Mikkel Lerøen drev salg og eksport av fisk og skalldyr i Bergen. I 1939 ble Hallvard Lerøy AS etablert av henholdsvis Hallvard Lerøy sr. og Elias Fjeldstad. Begge ansatte av Lerøen. Hovedkontoret har hele tiden vært lokalisert i Bergen. I 1997 gjennomførte Lerøy sin første emisjon for å styrke sin finansielle posisjon. Frem til da hadde selskapet vært familieeid. I 2002 ble konsernet notert på Oslo Børs, noe som sikret økt tilgang på kapitalmarkedet, og var dermed et essensielt tiltak for videre vekst. I 2016 gjennomførte Lerøy en av sine viktigste og største investeringer da selskapet kjøpte Havfisk AS og Norway Seafood Group. Disse investeringene styrket selskapets posisjon innen fangst og foredling av hvitfisk (Lerøy, Årsrapport 2017). I dag er Lerøy et av de ledende sjømatelskap globalt. Det er det tredje største sjømatelskapet i Norge (etter Mowi og SalMar) målt i markedsverdi (Oslo Børs, 19.03.2019), og det nest største (etter Mowi) målt i omsetning og produksjonsvolum.

Lerøy sin visjon er «å bli den ledende og mest lønnsomme globale leverandøren av bærekraftig kvalitetssjømat» (leroyseafood.com, «Om oss», 2019). Konsernets målsetning er videreutvikling og drift av konsernet basert på langsiktig og bærekraftig verdiskapning for aksjonærer, ansatte, kunder, leverandører og samfunnet for øvrig (Lerøy, Årsrapport 2017).

Selskapets kjernevirksomhet er produksjon og salg av laks, ørret og skalldyr, samt fangst og salg av hvitfisk. Lerøy sysselsetter om lag 4200 ansatte. Fra hovedkontoret i Bergen har selskapet utviklet seg til å bli en av de ledende aktører i verden på oppdrett og eksport av laks og ørret. De senere årene har også fangst og salg av hvitfisk blitt en økende inntektskilde hos selskapet, med en omsetningsandel på nærmere 20%. Fra Årsrapporten 2017 formidler selskapet omsetningsfordelingen på de ulike produktkategoriene:



Figur 1 (Lerøy, Årsrapport, 2017)

Av fordelingen går det tydelig fram at produksjon og salg av laks er den signifikant største omsetningsdriveren. Men også hvitfisk fangst har en forholdsvis stor andel. Slaktevolumet på laks og ørret var på 158 000 tonn i 2017, og 162 000 tonn laks og ørret i 2018 (Lerøy, Årsrapport, 2017) og (Lerøy, Foreløpige finansielle tall, 2018).

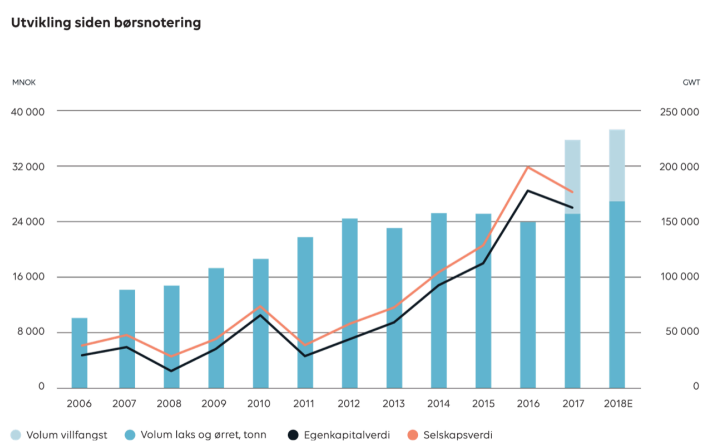
Lerøy produserer og selger sjømat innad i Norge, men er også en av de største eksportørene i det internasjonale markedet. Selskapet eksporterer fisk til store deler av verden. Fra årsrapporten 2017 går det frem at omsetningsfordelingen på markeder var følgende i 2017:



Figur 2 (Lerøy, Årsrapport, 2017)

Som figuren uttrykker er Europa det største og viktigste salgsmarkedet for Lerøy, hvor nærmere 60% av omsetningen kommer fra. Norge er også et markant marked med 19% omsetningsfordeling. Etterspørselen etter sjømat er økende i Asia, men fortsatt en signifikant mindre omsetningsdriver for Lerøy, sammenlignet med Europa (Norges Sjømatråd, 2019).

Figuren nedenfor er et bilde på produktporteføljens volumutvikling fra 2006 til 2018, samt den glidende verdien på egenkapitalen og selskapets markedsverdi.

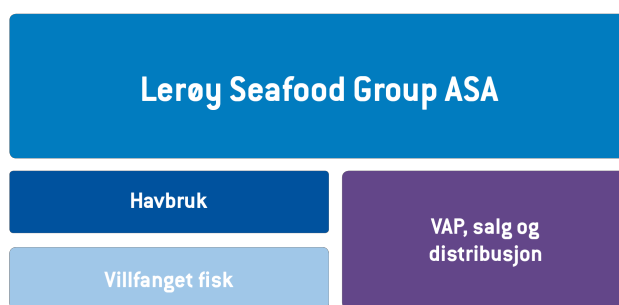


Figur 3 (Lerøy, Årsrapport, 2017)

Som modellen indikerer har produksjonsvolumet vært stabilt på laks og ørret fra 2012 til og med 2018. Volumet på villfangst har på den annen side økt markant etter sentrale oppkjøp i 2016. Produksjonsvolum er en viktig faktor i næringen da det indikerer omfanget av driften på bakgrunn av tildelte konsesjoner for oppdrett og villfangst. Den lave veksten i produksjonsvolum av laks og ørret skyldes hovedsakelig utfordringer knyttet til luse-angrep, biologiske utfordringer som fiskedød, samt fiske-rømninger (Lerøy, Årsrapport 2017).

2.1.1 Struktur

Lerøy Seafood Group ASA er organisert med en rekke datterselskaper. De største og mest signifikante er Lerøy Seafood AS (100% eierandel), Havfisk AS (100% eierandel), Lerøy Aurora AS (100% eierandel), Lerøy Midt AS (100%), Lerøy Vest AS (100%), samt Lerøy Norway Seafoods AS (100% eierandel). Figuren nedenfor gir et overordnet bilde på hvordan Lerøy er organisert.



Figur 4 (Lerøy, leroyseafood.com)

VAP segmentet fokuserer hovedsakelig på foredling av laks og ørret. VAP står for «Value adding process» og handler om verdiskapende prosesser som sløying og pakking av fisk. Lerøy kommuniserer videre på sine hjemmesider at de har etablerte VAP-fabrikker på Osterøy utenfor Bergen, i Smøgen i Sverige, i Tyrkia og i Nederland. VAP-segmentet inngår som en del av Lerøys tilnærmet fulle verdikjede-produksjon, og er en viktig verdiskapende prosess før salg av fisk.

I tillegg til VAP, salg og distribusjon, har Lerøy to andre primærsegmenter, nemlig Havbruk og villfanget fisk. Under havbruk inngår all oppdrett av laks og ørret, mens under villfanget fisk inngår all villfangst av hvitfisk.

Figuren under viser den geografiske fordelingen av Lerøy sin virksomhet i Norge (stort bilde) og i Europa (se nedre tredjedel). Figurene er hentet fra Lerøy sin årsrapport i 2016. Svarte prikker beskriver havbruksanlegg og tilknyttede fabrikker, oransje prikker indikerer hvor salgs- og distribusjonsavdelinger er lokalisert, blå prikker beskriver områdene hvor VAP fabrikkene er lokalisert, og de rosa prikkene indikerer hvor selskapets villfangst aktivitet finner sted.



Figur 5 (Lerøy, Årsrapport, 2016)

Som man ser av figuren er alle Lerøys oppdretts- og villfangst-aktiviteter lokalisert langs norskekysten. Havbruk omhandler primært oppdrett av laks og ørret.

2.1.2 Eierstruktur

Austevoll Seafood ASA er største aksjonær i Lerøy med en eierandel på ca. 53 %, hvorav Folketrygdfondet er nest størst med en eierandel på ca. 5%. De resterende eierpostene strekker seg fra 2,3% andel og til småaksjonærer (proff.no, «Lerøy Seafood Group ASA», «Roller og eiere»)

2.1.3 Ledelsen

Strukturen til konsernledelsen gjenspeiler i store trekk selskapets overordnede struktur og organiseringsform. Konsernledelsen til Lerøy består av stillingsroller med ulike ansvarsområder og fagområder. Henning Beltestad har jobbet i ulike stillinger i Lerøy konsernet fra 1993, og har fra 2010 vært konsernleder (CEO) i selskapet. Finansdirektør i selskapet er Sjur Malm. Ved siden av disse er Stig Nilsen fungerende Havbruk direktør. Han tiltrådte stillingen i 2010, og har tidligere vært administrerende direktør i datterselskapet Lerøy Aurora AS. Konserndirektør for villfangst og hvitfisk segmentet er Webjørn Barstad. I

2019 ansatte konsernet Siren Merete Grønhaug som ny HR direktør i selskapet, samt Ivar Wulff som konserndirektør for Salg og Distribusjon (leroyseafood.com, «Konsernledelse»).

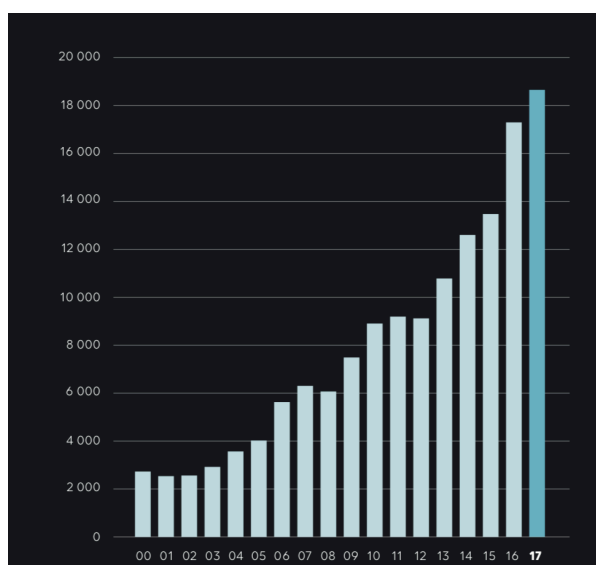
2.1.4 Styret

Styret består av medlemmer som ivaretar de største aksjonærenes interesser. Styret gjenspeiler derfor i stor grad eierstrukturen i selskapet.

2.1.5 Finansielle nøkkeltall

Lerøy er ifølge Oslo børs verdsatt til ca. 40 milliarder kroner (januar 19).

Omsetningsutviklingen har vært signifikant positiv de siste 15 årene. Etter oppkjøpene av Havfisk AS og Norway Seafood Group i 2016 fikk omsetningen en ekstraordinær økning, men som det fremgår av diagrammet generer selskapet fortsatt topplinjevekst. Diagrammet nedenfor illustrerer utviklingen fra tusenårsskiftet til og med 2017.



Figur 6: Tall i millioner (Lerøy, Årsrapport, 2017)

Nøkkeltall de seneste årene etter verdijustering for biologiske eiendeler:

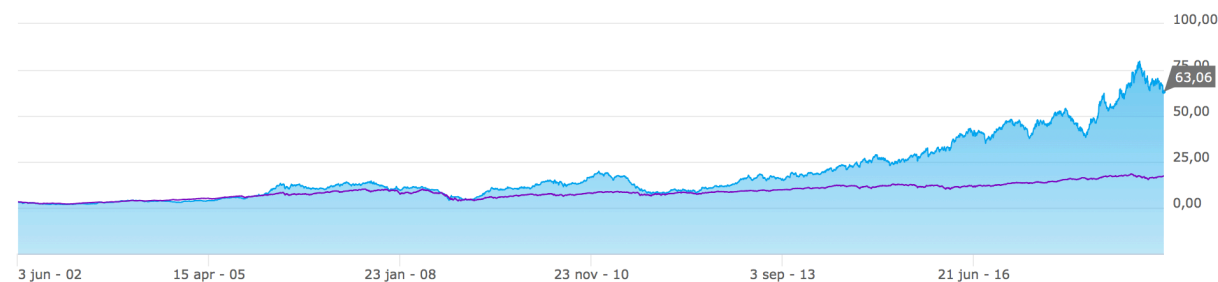
	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Driftsresultat før av- og nedskrivninger (EBITDA)	2 583 705	4 825 651	2 002 377	1 832 724	2 702 703	1 069 601	869 030
Driftsresultat (EBIT)	2 000 440	4 314 030	1 568 461	1 461 262	2 390 028	744 832	597 131
Resultat før skatt (PTP)	2 093 467	4 445 321	1 501 110	1 433 411	2 480 376	674 509	534 988
Driftsmargin	10,7 %	25,0 %	11,7 %	11,6 %	22,2 %	8,2 %	6,5 %
Resultatmargin	11,2 %	25,7 %	11,2 %	11,4 %	23,0 %	7,4 %	5,8 %
ROCE	13,7 %	32,4 %	15,3 %	15,7 %	28,9 %	9,9 %	8,4 %
Resultat per aksje	2,94	5,65	2,16	1,94	3,18	0,88	0,70

Figur 7 (Lerøy, Årsrapport 2017)

Av nøkkeltallenes utvikling går det tydelig fram av tabellen at lønnsomheten til selskapets drift har vært varierende. Dette skyldes hovedsakelig utfordringer knyttet til uforutsette hendelser som fiskedød, luseangrep og rømminger. Selv om driftsinntektene har vært stabilt økende ser man av tallene at driftsresultatet har variert i perioden 2011-2017. Det har påvirket driftsmarginen som har variert fra 6,5% i 2011 til 25% i 2016. Lønnsomheten er en av Lerøys utfordringer sammenlignet med selskaper som SalMar, som har jevnt høyere driftsmargin. Vi analyserer og sammenligner finansielle nøkkeltall for Lerøy og sentrale konkurrenter i nærmere detalj senere i oppgaven.

2.1.6 Aksjekursutvikling

Figuren nedenfor illustrerer aksjekursutviklingen til Lerøy Seafood fra børsnotering i 2002 til i dag (2019). Grafen er hentet fra Nordnet og sammenligner Lerøy sin aksjekurs-utvikling med OSEBX-indeksen sin utvikling.



Figur 8 (nordnet.no, «Lerøy Seafood Group ASA»)

Kursutviklingen har vært solid, og siden notering 3. juni 2002 har selskapet aksjeverdi (justert for emisjoner) hatt en økning fra 3,20 kr per aksje til 63,40 kr per aksje (20 mars 2019). Det tilsvarer en prosentvis økning på 1881,25%. OSEBX-indeksen har i samme tidsintervall levert en avkastning på 443%. Det illustrerer den markante vekst-utviklingen sjømatelskaper som Lerøy har erfart siden tusenårsskiftet.

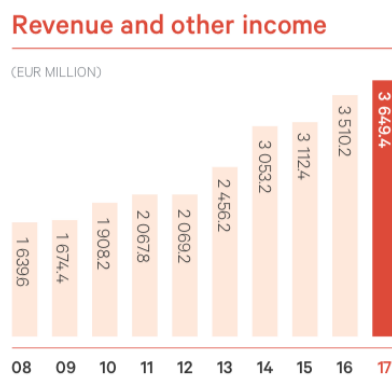
2.2 Oppdrettsbransjen

I prosessen med å verdsette Lerøy er det essensielt å sammenligne selskapet med andre lakseoppdrettere. For å ha et best mulig sammenligningsgrunnlag har vi besluttet å avgrense analysen til å gjelde Mowi ASA, Salmar ASA, Norway Royal Salmon ASA og Grieg Seafood ASA. Alle disse selskapene er norske og børsnotert i Norge, de har relativt lik størrelse, og de har tilnærmet like drifts- og vekstutsikter.

2.2.1 Mowi

Fra Mowi (tidligere Marine Harvest) sine hjemmesider fremgår at de er et av verdens største sjømatelskaper, og verdens største produsent av atlantisk laks. Selskapet sysselsetter omkring 13 000 ansatte og er representert i 25 land. Mowis virksomhet strekker seg langs hele norskekysten med hovedkontoret lokalisert i Bergen. Kjernevirksomheten er produksjon, foredling og salg av atlantisk laks. Selskapet har oppdrettsanlegg i Norge, Chile, Irland, Canada, Skottland og på Færøyene. Mowi eksporterer sjømat til nærmere 70 land, og dekker omtrent 20% av den globale etterspørsel etter atlantisk laks. Konsernet er børsnotert både på Oslo Børs og på US OTC marked. Med en markedsverdi på 107 milliarder kroner (januar 2019) og en omsetning i 2017 på 34 milliarder ble konsernet i 2018 rangert av Kapital som Norges 15 største bedrift. (Kapital, «Norges 500 største bedrifter», 2018)

Omsetningsutviklingen for Mowi har vært signifikant positiv. Søylediagrammet under illustrerer utviklingen fra 2008 til og med 2017.



Figur 9 Tall i millioner Euro (Mowi, Årsrapport 2017)

Dersom vi antar en konstant valutakurs på Euroen på 9,5 mot den norske krona, tilsvarer omsetningen i 2017 omtrent 34,7 milliarder kroner. Sammenlignet med Lerøy er Mowi sin omsetning i 2017 ca. 90% større. Omfanget og størrelsen på Mowi sin drift er med andre ord stor sammenlignet med Lerøy.

2.2.2 Grieg Seafood

Grieg Seafood ble etablert i 1992 og er et internasjonalt sjømatelskap med hovedkontor i Bergen. Selskapets kjernevirksomhet er produksjon av atlantisk laks og ørret. Grieg har etablert oppdrettsanlegg i Rogaland og Finnmark, samt i Britisk Colombia og på Shetland. Konsernet ble notert på Oslo Børs i 2007. Årlig produksjonsvolum i 2017 var på 62 600 tonn slaktet laks og ørret (Grieg Seafood, Årsrapport 2017). Selskapet har som målsetning å nå et produksjonsvolum på 100 000 tonn slaktet laks og ørret i 2020. Grieg er verdsatt til ca. 13 milliarder kroner.



Figur 10 (Grieg Seafood, Årsrapport, 2017)

Som det fremgår av diagrammet har Grieg generert god omsetningsvekst de siste årene. Utviklingen av slaktevolumet har dog de siste 10 årene har variert mye som det fremgår av grafen nedenfor:



Figur 11 (Grieg Seafood, Årsrapport, 2017)

2.2.3 SalMar

SalMar ble etablert i år 1991 av Gustav Witzøe på Frøya langs trøndelagskysten. De formidler gjennom sine hjemmesider at deres kjernevirksomhet er oppdrett av atlantisk laks. SalMar er i dag Norges tredje største oppdretter av atlantisk laks målt i produksjonsvolum, og dermed en av de ledende aktørene på det internasjonale laksemarkedet. Selskapet sysselsetter drøyt 1000 ansatte. SalMars oppdrettsanlegg er lokalisert i Midt-Norge og Nord-Norge, og selskapets slakteri- og videreforedlingsanlegg er plassert på Frøya og Vikenco på Aukra. SalMar har også store eierposter (over 50%) i oppdrettsselskapet Scottish Seefarms i Storbritannia, og i Arnarlax, som gjennom Arnarlax Hf er ledende lakseoppdretter på Island. SalMar hadde et samlet produksjonsvolum i 2017 på 154 000 tonn slaktet laks (SalMar, Årsrapport 2017). SalMar er verdsatt til ca. 49 milliarder kroner på Oslo Børs.

Nøkkeltall for SalMar de seneste år:

Driftsinntekter og driftsresultat <i>NOK mill.</i>	2017	2016	2015
Driftsinntekter	10 817	9 030	7 326
Operasjonelt driftsresultat	3 162	2 432	1 404
Driftsmargin	29 %	27 %	19 %
Driftsresultat	2 792	3 086	1 444
Resultat før skatt	2 856	3 342	1 384
Resultatmargin	26 %	37 %	19 %
Resultat etter skatt	2 298	2 651	1 129

Figur 12 (SalMar, Årsrapport 2017)

Som tabellen viser har SalMar betydelig lavere årlig omsetning sammenlignet med Lerøy og Mowi. På den annen side har selskapet stabilt høy lønnsomhet med stabile årlige driftsmarginer på ca. 20% pluss. Det gjør SalMar til et av de mest lønnsomme oppdrettsselskapene i Norge.

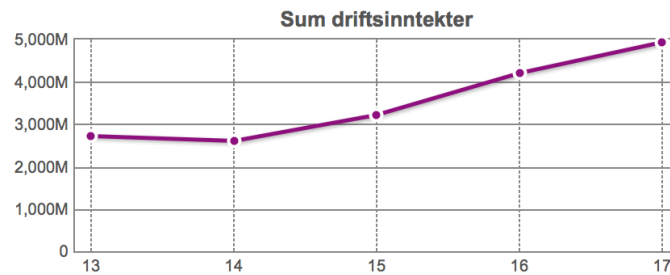
2.2.4 Norway Royal Salmon

Norway Royal Salmon (NRS) ble grunnlagt i 1992 av 32 lakseoppdrettere i Norge.

Oppdrettsselskapene som var med å etablere NRS holdt til langs norskekysten, og bestod av en rekke pionerer innen lakseoppdrett. Selskapet er i dag en mellomstor sjømatprodusent sammenlignet med de største norske, men har mål om å utvikle seg til å bli en av de store. Kjernevirksomheten er oppdrett og salg av laks og ørret. Målet er å bli den mest lønnsomme norske lakseprodusenten. Selskapet eksporterer fersk og frossen laks til 55 land over hele verden. Oppdrettsanleggene til selskapet er lokalisert i Finnmark, Troms, og Rogaland. Selskapet hadde i 2017 et samlet produksjonsvolum på ca. 32 000 tonn ferdig slaktet laks (Norway Royal Salmon, Årsrapport 2017). Norway Royal Salmon er verdsatt til omtrent 8,5 milliarder kroner på Oslo Børs.

Utviklingen i driftsinntekter har vært positiv de siste 5 årene. Grafen under viser årlig omsetnings-utvikling.

Beløp i hele 1000



Figur 13 (Norway Royal Salmon, Årsrapport 2017)

2.2.5 Oppsummering

Oppsummert ser vi at selskapene skiller seg hovedsakelig mest på omfang og størrelse, samt i produkt-porteføljen. Lerøys konkurrenter fokuserer mer spesifikt på oppdrett av laks og ørret, mens Lerøy har en bredere produkt-portefølje som også inkluderer hvitfisk og skalldyr.

Omfanget av driften til selskapene varierer, samt graden av lønnsomhet. Dette er faktorer som varierer i takt med driften og som vil analyseres mer i detalj videre i oppgaven.

3. Markedsanalyse

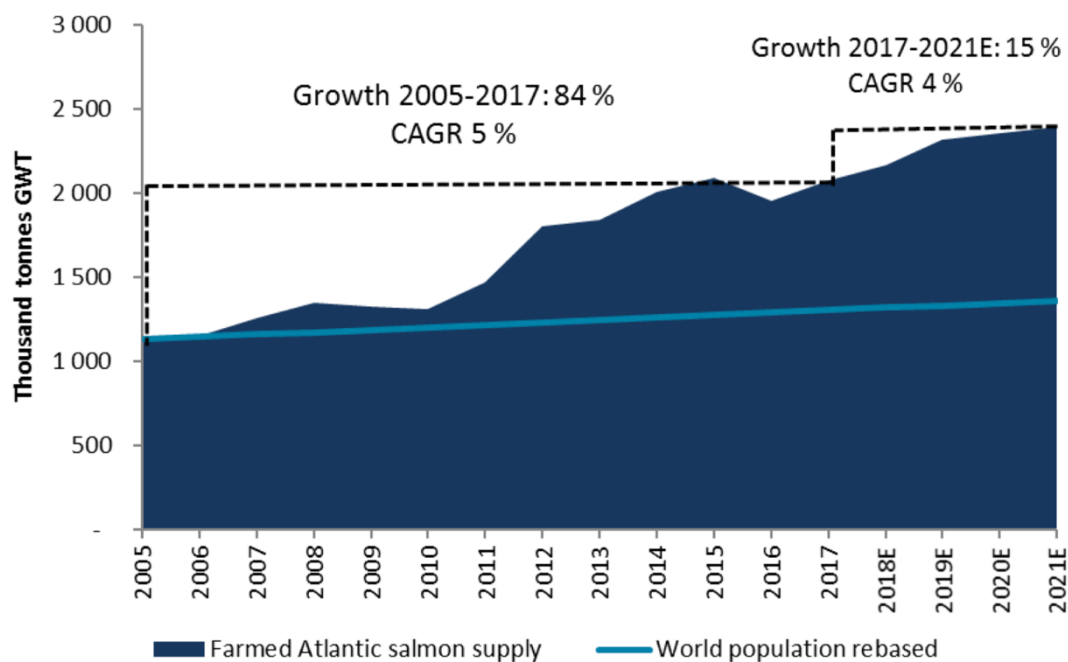
Havbruksnæringen er i stor grad påvirket av eksterne makroøkonomiske forhold. Forhold som har stor innvirkning på næringen er valutakurser, fiskepriser, tilbud og etterspørsel.

3.1 Tilbud

Omlag 73% av lakseproduksjonen kommer av oppdrett, og de største produsentene er Norge, Chile, Skottland og Canada. Årsaken til at akkurat disse er de største produsentene av laks, handler i all hovedsak om de gunstige vekstforholdene (Marine Harvest, 2018). Mesteparten av all laks eksporteres fersk eller kjølt. Ukestall fra SSB viser at Norge i uke 12, 2019 eksporterte i overkant av 16 500 tonn fersk eller kjølt laks, mot i underkant av 300 tonn frossen laks. Når nesten all eksport er fersk eller kjølt fisk vil ikke tilbyderne av fisken ha samme mulighet til å bygge seg opp et varelager på tilsvarende måte som i andre bransjer, da levetiden på produktet er rundt 3 uker (Marine Harvest, 2018).

Tilbudet av laks er styrt av både planlagte og ukontrollerbare forhold. De planlagte forholdene omhandler i all hovedsak planlagt produksjonsvolum, altså hvor mye smolt som blir satt ut. De ukontrollerbare forholdene omhandler blant annet sykdom og dødelighet. Disse forholdene vil gjøre at produksjonsvolumet vil variere fra tid til annen. Et eksempel på hvordan sykdom kan påvirke tilbudet er den Chilenske laksekrisen. I 2008 ble den Chilenske oppdrettsnæringen rammet av lakseviruset ILA, som førte til en enorm tilbudssvikt. Dette medførte at produksjonsvolumet gikk fra omlag 400 000 tonn i 2008 til 60 000 tonn i 2010 (Ergo, 2010). Norske oppdrettere må ta hensyn til Fiskeridirektoratets lover knyttet til maksimal tillatt biomasse i sjøen. Fiskeridirektoratet tildeler konsesjoner for maksimalt tillatt biomasse i sjøen. Derfor det er essensielt at norske selskaper greier å utnytte kapasiteten optimalt.

Tilbudet av atlantisk laks har siden 1995 økt med 417%, noe som tilsvarer en årlig vekst på 8%. Men i perioden 2005-2017 har den årlige veksten vært noe lavere og vaket rundt 5%. Det forventes at den årlige veksten globalt fra 2018 til 2021 vil ligge noe lavere igjen på 4% årlig basert på estimater fra Kontali Analyse, utført på vegne av Mowi (Marine Harvest, 2018).



Figur 14: Estimert global tilbudsvekst 2018-2021 (Marine Harvest, 2018)

Bakgrunnen for at veksten i produksjonsvolum ser ut til å avta er at bransjen har nådd et nivå hvor de biologiske forholdene setter en stopper for veksten. Det må derfor utvikles ny teknologi som kan muliggjøre det å opprettholde veksten, samtidig som det miljømessige fotavtrykket reduseres. Dagens politikere ønsker å legge opp til en femdobling av produksjonsvolumet frem mot 2050 (Tekna, 2018). Dette tyder på at myndighetene kommer til å legge til rette og muliggjøre at oppdrettsnæringen får vokse i årene som kommer.

Det tyder altså på at tilbudet vil fortsette å vokse i de neste årene som kommer, men at veksten er mindre enn den har vært i tidligere år. Oppdrettsnæringen er i en fase hvor nye innovasjoner og teknologiske framskritt er nødvendig for å øke veksten på en forsvarlig måte. Tilrettelegging og gode incentiver fra myndighetene, slik som midlertidige utviklingskonsensjoner, vil også kunne være definerende for veksten.

3.2 Etterspørsel

Fisk, og da især laks, er i hovedsak markedsført som et ferskt produkt, og som et resultat av dette har hver enkelt produksjonsregion fokusert på å utvikle «lokale» markeder for sine produkter. Andre årsaker til at man har fokusert på lokale markeder handler om tid og kostnader. Dersom fisken fortsatt skal være fersk når den ankommer destinasjonen er det

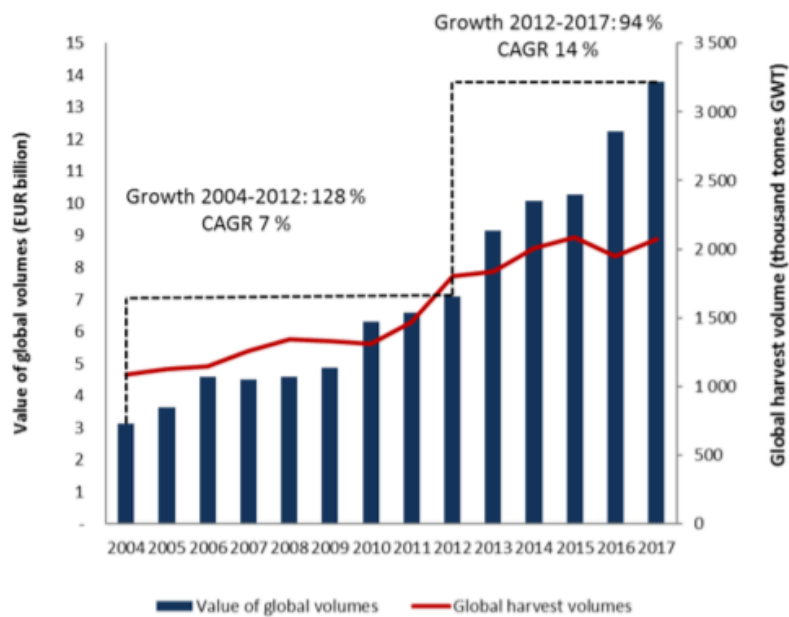
viktig med hurtig frakt. Når noe skal transporteres langt er det nødvendig med flytransport, noe som er kostbart. En norsk produsent som ønsker å selge i USA vil dermed ha betraktelig høyere kostnader enn en lokal produsent, og vil ikke greie å konkurrere på pris, så lenge som den lokale produsenten greier å fylle markedets etterspørsel. Dette reflekteres når vi ser på de to største produksjonsområdene, Norge og Chile. Her ser vi at Norges historisk viktigste markeder er EU, Russland og Asia, mens Chiles viktigste markeder er USA, Sør-Amerika og Asia. Årsaken til at begge har Asia som et viktig marked handler om at det er tilsvarende kostnader knyttet til transport fra begge produksjonsmarkedene.

Kontali Analyse estimerer at etterspørselen etter 2017 vil tilsvare tilbudet, da all produsert fisk er solgt og konsumert i markedet (Marine Harvest, 2018). I løpet av de siste 20 årene har etterspørselen etter atlantisk laks økt med 6.6% årlig, og i løpet av de siste 10 årene med 5.2%. Sammenligner vi disse vekststratene med tallene for tilbudsvekst, ser vi at tilbudet og etterspørselen har vokst i takt de siste 10 årene (Marine Harvest, 2018).

Når vi ser på hva som er drivere bak etterspørselsveksten blir vi nødt å se på makroøkonomiske tendenser, som en økende verdenspopulasjon og det at fisk er et sunt produkt. En annen faktor som vil styre etterspørselen er internasjonale relasjoner, hvor dårlige politiske relasjoner mellom land kan føre til stopp i etterspørselen. Under PESTEL analysen senere i oppgaven vil vi se på og kommentere disse forholdene.

3.3 Fiskepris

Fiskepris og da spesielt lakseprisen er avgjørende for hvordan bransjen og Lerøy presterer. Prisen er flytende, og kan variere voldsomt over kort og lengre tid. Noen av de viktigste driverne bak prisen er tilbud og etterspørsel. Som det fremkommer av figuren nedenfor økte lakseproduksjonen med 91% på verdensbasis, mens verdien av den globale produksjonen økte med ca. 350% i perioden 2004 til 2017 (Marine Harvest, 2018).

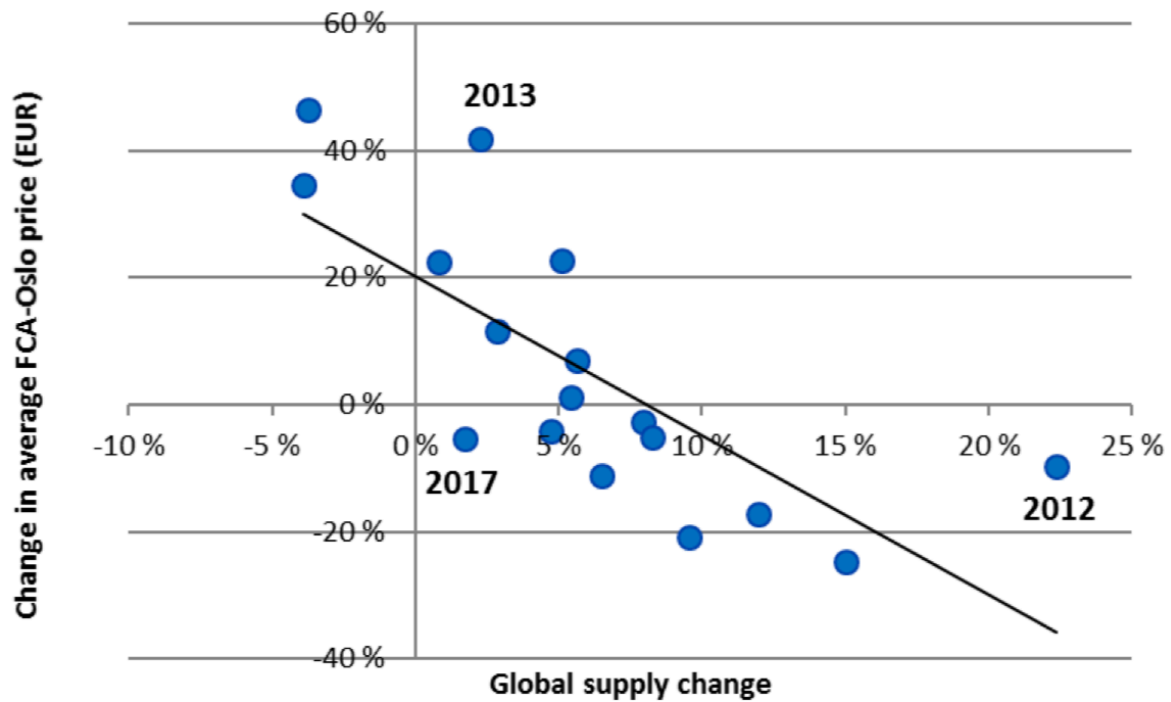


Figur 15: (Marine Harvest, 2018)

At det høstede volumets verdi har hatt en slik eventyrlig vekst, sammenlignet med veksten i høstet volum tyder på at den sterke etterspørselen har bidratt til å drive prisene opp.

3.3.1 Tilbuds- og etterspørsels-endringer

Som nevnt i delen om tilbud kan tilbudet variere voldsomt på bakgrunn av diverse forhold, slik som tilbudet fra Chile i perioden 2008-2010, mens etterspørselen og veksten i etterspørsel har vært ganske jevn. Dette gjør at tilbudet i perioder ikke greier å tilfredsstille etterspørselen, som vil bidra med å presse prisen opp. Dette gjenspeiles i en figur utarbeidet av Kontali Analyse for Marine Harvest:



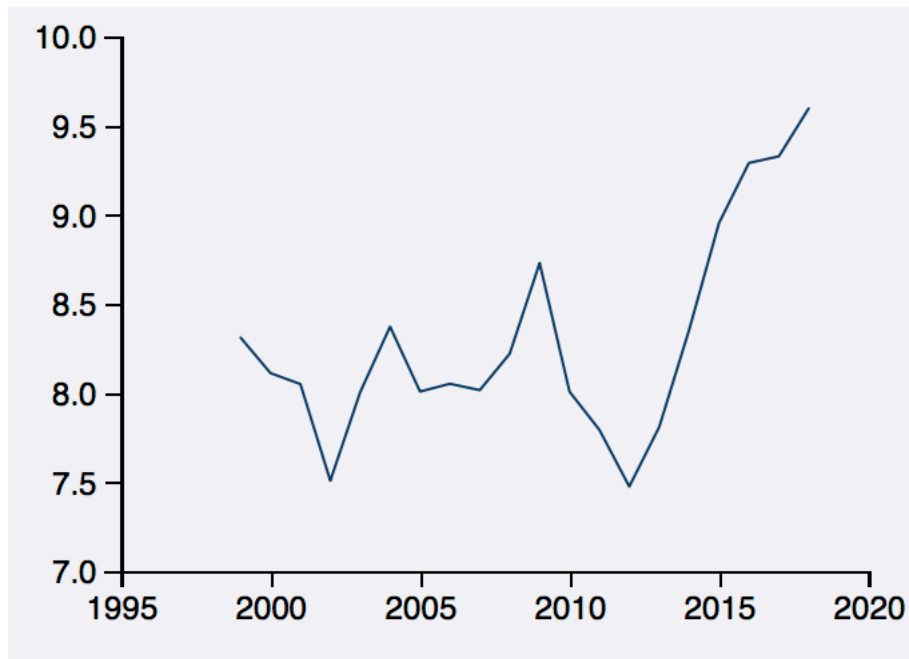
Figur 16: Endring tilbud mot endring pris (Marine Harvest, 2018).

Figuren består av datapunkter fra 2001 til og med 2017, hvor hvert punkt blir plassert ut i fra global tilbudsvekst sammenliknet med fjoråret og endring i laksepris sammenliknet med fjoråret. Det er så estimert en lineær regresjonslinje for å best kunne forklare sammenhengen.

Den lineære regresjonslinjen viser at en økning i globalt volum på ca. 7-8% vil føre til at prisen vil falle, mens en økning i globalt volum på under 7-8% vil føre til en økning i lakseprisen. Som tidligere nevnt har laks hatt en årlig etterspørselsvekst på omlag 6,6% de siste 20 årene. Så om tilbudet øker med mer enn veksten i etterspørsel vil prisene falle. I motsatt fall, om etterspørselsveksten er større enn tilbudsveksten, vil lakseprisen stige.

3.3.2 Valuta-endringer

En annen faktor som påvirker den norske prisen på fisk er valutakurser. Dette er fordi fisk ofte selges i en annen valuta, slik som euro. En svak krone er godt nytt for eksportbedriftene da de sitter igjen med mer norske kroner per euro.



Figur 17 Kilde: Kurs Euro, Norges bank

Som det framkommer av figuren fra Norges bank har kursen for euro variert fra omlag 7,5 til 10, hvor kronen har svekket seg drastisk fra 2012 og fram til i dag. Norges bank satte nylig opp styringsrenten og prognosene tilsier at styringsrenten skal videre opp mot nesten 2% ved utgangen av 2022. Dette kan bidra til å styrke kronen, noe som ikke er ideelt for eksportnæringen.

4. Strategisk Analyse

I dette kapittelet ønsker vi å undersøke de interne og eksterne forholdene omkring Lerøy sin virksomhet. I den sammenheng skal vi se på mikro- og makroforhold som påvirker Lerøy og markedet. For å belyse disse forholdene ønsker vi å benytte modellene Porters' bransjeanalyse, PESTEL, VRIO og SWOT.

4.1 Porters bransjeanalyse

Porters fem konkurransekrefter er et modellverktøy bedrifter og interessenter kan anvende for å analysere attraktiviteten til en bransje. I motsetning til PESTEL analysen som i større grad kartlegger makroøkonomiske forhold, er Porters bransjeanalyse mer fokusert på mikroforhold i en bransje. Porters fem konkurransekrefter er (1) rivalisering blant eksisterende bedrifter i bransjen, (2) potensielle nye aktører i bransjen, (3) trussel om substitutter, (4) leverandørers forhandlingskraft, og (5) kundenes forhandlingsstyrke. Formålet med analysen (fra et bedriftsperspektiv) er å kartlegge hvor eksponert en bedrift er mot de fem konkurransekreftene. Bedriften kan på den måte analysere sin nåværende posisjon og attraktivitet i den aktuelle bransjen, og kartlegge svakheter og styrker ved de enkelte konkurransekreftene (Erichsen, Solberg & Stiklestad, s.262)

I bransjeanalysen har vi innhentet informasjon fra årsrapporter og kvartalsrapporter til Lerøy, Mowi, Norway Royal Salmon, Grieg Seafood og SalMar. I tillegg har vi benyttet ekstern informasjon som det refereres til direkte i teksten. Majoriteten av bransjeanalysen består av våre egne resonnement og drøfting omkring de aktuelle tema. Disse argumentene er bygget på informasjon selskapene selv har kommunisert, samt eksterne kilde-data som refereres til i teksten.

4.1.1 Rivalisering blant eksisterende bedrifter i bransjen

Lerøy Seafood er etablert i en sjømatbransje som har erfart solid vekst de senere år som diskutert i kapittel 3.1. Bransjen inkluderer en rekke aktører hvor majoriteten av selskapene har sin kjernevirksomhet fokusert mot oppdrett av laks og ørret. I tillegg til de fire konkurrentene som allerede er introdusert (Mowi, Salmar, Grieg Seafood og Norway Royal Salmon), består bransjen av ytterligere flere aktører. Rivalisering om markedsandeler og avtaler er tilstede, men ettersom etterspørselen i markedet er stor og stabil er det ikke en utfordring for selskapene å få solgt produsert volum. Isteden vurderes rivaliseringen fokusert mer mot faktorer som lønnsomhet, kvalitet på fisken, innovasjon, kostnadsføring og

merkevarebygging. Internt i oppdretts- og villfangst- bransjen rivaliserer selskapene om å oppnå best mulig lønnsomhet i sin virksomhet. Effektivisering, produktivitet, og teknologisk utvikling er sentrale faktorer i arbeidet mot det.

De senere årene har det vist seg utfordrende for oppdrettsselskapene å øke produksjonsvolumet, da uforutsette biologiske utfordringer som plutselig fiskedød og luseangrep har oppstått (Tekna, 2018). Slike hendelser har bremsert effektiviteten og blitt en kostnadsdriver for selskapene. På den annen side har det tilnærmede stabile tilbudet av fisk i markedet, samtidig med en økende global etterspørsel, bidratt til at lakseprisene har økt. Det har igjen blitt en positiv lønnsomhetsfaktor, selv om kostnadene knyttet til bekjempelse av lakselus og biologiske utfordringer har vært store. Teknologisk utvikling og innovasjoner er derav blitt et økende fokus blant aktører i næringen de senere årene. Løsninger for å begrense lakselus-utvikling, fiske-rømninger og biologiske utfordringer er blitt avgjørende.

De teknologiske innovasjonene kan gi et selskap midlertidig konkurransefortrinn sammenlignet med konkurrentene. Allikevel har det vist seg at konkurrenter veldig raskt utligner teknologiske konkurransefortrinn ved å imitere og etterligne ideene. En rekke selskaper tildeles konsesjoner til oppdrett med krav om delingsplikt til bransjen dersom nyvinningene blir en suksess. Fiskeridirektoratet fremhever på sine sider at deling av teknologiske framskritt med næringen er et krav når innovasjoner og nyvinninger lykkes (Fiskeridirektoratet, 2018).

En annen faktor selskapene kjemper om, er tildeling av konsesjoner til å øke produksjonen og fangst av fisk. Slike konsesjoner er vanskelig å få tildelt, spesielt for villfangst, da Fiskeridirektoratet kontinuerlig må ta hensyn til og vurdere fiskearters bestand-utvikling. Søknader om å få tildelt konsesjoner er en tidkrevende prosess. Lerøy og andre store sjømat-selskaper kan i stedet foreta oppkjøp av mindre selskaper for å sikre seg flere konsesjoner og større markedsandeler.

Merkevarebygging er blitt en sentral faktor for sjømat-selskapene. Merkevaren norsk laks har de senere årene oppnådd høy kvalitetsstatus internasjonalt, og er med på å øke attraktiviteten til selskapenes produkter. Merkevarerfaktoren er et viktig moment selskapene må ta i betraktning når de vurderer investeringer i andre oppdrettsselskaper for å øke sine totale markedsandeler. Lerøy har på sin side alle sine oppdretts- og villfangst-aktiviteter lokalisert langs norskekysten og ivaretar merkevaren «norsk atlantisk fisk» på den måten. Et selskap

som SalMar, har på den annen side eierinteresser i britiske oppdrettsselskaper (SalMar, Årsrapport 2017). En slik investering, der selskapene har lokalisert oppdrettsanlegg i andre steder enn Norge, kan potensielt være en utfordring for merkevaren på sikt. Det er skrevet og drøftet mer om Lerøy sin merkevarebygging og differensieringsstrategi under kundens forhandlingsstyrke.

Samlet sett vurderes rivaliseringen mellom konkurrentene i bransjen til å være lav/moderat. Lerøy, Mowi og SalMar har klare stordriftsfordeler sammenlignet med mindre aktører, og stiller sterkt rustet for eventuelle nye utfordringer. Selskaper kan oppnå midlertidige teknologiske fortrinn over hverandre, men disse styrkene er kortvarige da konkurrentene raskt etterligner og kopierer nyvinninger. Vi vurderer det derfor til at Lerøy ikke har noen tydelige konkurransefortrinn eller styrker sammenlignet med konkurrentene i den interne konkurransen, men at de har stordriftsfordeler sammenlignet med mindre sjømatelskaper.

4.1.2 Potensielle nye aktører i bransjen

Trusselen om nyetableringer i bransjen er et usikkerhetsmoment som til enhver tid er tilstedeværende. Nye aktører i bransjen kan på sikt true markedsandelene til Lerøy og andre konkurrenter. I en bransje som oppdretts- og villfangst-bransjen hvor aktørene har opplevd stor vekst det siste tiåret, er det naturlig at nye investorer melder sin interesse. For potensielle nyetableringer kreves det likevel konsesjoner for oppdrett og fangst av fisk. Slike konsesjoner må tildeles den aktuelle aktøren og bidrar til at etableringsbarrieren blir større.

Det kreves store etableringskostnader for eventuelle nye aktører. Oppdrettsanlegg skal bygges og lokaliseres, fabrikker for foredling av fisk skal etableres, og salg og distribusjonskanaler må organiseres og koordineres. I tillegg kreves det store kapitalreserver de første årene etter driftsoppstart, da fisken ikke er slakteklar før etter ca. 3 år (Marine Harvest, 2018).

Fundamentalt sett er derfor etableringsbarrieren høy, noe som styrker Lerøy og andre store sjømatelskapers posisjon i markedet.

Konkrete trusler om nyetableringer er eksempelvis fremveksten av landbasert oppdrett. Denne trusselen kan være høy på sikt, ettersom landbasert oppdrett kan effektivisere driften og produksjon dersom aktørene lykkes. Andfjord Salmon er et eksempel på et nyetablert landbasert oppdrettsselskap som på sikt kan vokse til å bli en trussel for Lerøy og andre. Andfjord har fått tildelt konsesjon til produksjon av 10 000 tonn laks årlig. Selskapet argumenterer for driftsfordeler som lusefri og rømningsikker oppdrett som skal være mer

bærekraftig og miljøvennlig enn oppdrettsanlegg til havs. Foreløpig er omfanget av driften småskala sammenlignet med Lerøy, men det blir spennende å følge utviklingen og den eventuelle responsen fra Mowi, Lerøy, SalMar og andre dersom landbasert oppdrett blir en suksess (Petterson, 2018).

Atlantic Sapphire er et annet oppdrettsselskap som er lokalisert i USA, men notert på Oslo Børs. Selskapet har investert \$450 millioner i et nytt landbasert oppdrettsanlegg ved Miami. De har fått med seg en rekke profilerte norske investorer på laget, og kan på sikt true Lerøy og andre norske oppdrettere sine markedsandeler i Nord-Amerika. Skalaen på driften kan potensielt bli stor, noe som på sikt kan ekskludere de norske eksportørens andeler i USA og Canada (Stavrum, 2018).

Trusselen for nyetableringer vurderes samlet sett lav, på grunnlag av stordriftsfordelen til Lerøy og andre selskaper som Mowi og SalMar. Kravet om tildeling av konsesjoner forsterker etableringsbarrieren og er en stor fordel for etablerte aktører som Lerøy. Landbasert oppdrett vurderes til den største trusselen på sikt, men er fremdeles i en så tidlig fase at trusselen ikke vurderes til høyere enn moderat. Dersom trusselen fra landbasert oppdrett tiltar og blir en faktisk trussel for bransjen, mener vi at Lerøy, sammen med Mowi, Salmar og Grieg, er i den posisjonen i bransjen at stordriftsfordelene vil gi et sterkt konkurransefortrinn mot mindre oppdretts-selskap.

4.1.3 Trussel om substitutter

Faren for produkt-substitutter er en konstant overhengende trussel for selskaper i ulike bransjer. For fiskeoppdretts- og villfangstnæringen vil det alltid foreligge en fare for at konsumenter endrer sine kjøpsvaner og preferanser. Selv om etterspørselen etter laks, ørret og hvitfisk er stabilt høy, kan faktorer som produkters kvalitet, pris og tilgjengelighet avgjøre hvilket valg kunden foretar.

På bakgrunn av at bransjen produserer, foredler og selger tilnærmet identisk atlantisk laks og ørret, er det naturlig at relevante trusler om substitutter i større grad vil være andre produkter med tilnærmet like egenskaper. Produkter som kylling, svinekjøtt og storfekjøtt er de mest naturlige truslene. Dette er proteinrike og næringsrike produkter, som er godt tilgjengelig for konsumenten (Marine Harvest, 2018).





Konsumenters kjøpevaner er en kontinuerlig faktor som påvirker substitutt-trusselen. Konsumenter kan endre sine kjøpevaner, eksempelvis fra å foretrekke laks til kylling. En slik trussel er konstant, men vurderes lav på bakgrunn av at laks, ørret og hvitfisk jevnt over er næringsrike, tilgjengelige og bærekraftige produkter. Som figuren under bekrefter er likevel laks mindre konkurransedyktig på pris:



Figur 18: (Marine Harvest, 2018)

Modellen viser hva 1 enhet kylling, storfe, lam og svin koster relativt sett til 1 enhet laks. Som grafen uttrykker er laks fortsatt relativt sett dyrt sammenlignet med andre proteinkilder. Dette er en faktor som taler i favør av substituttene.

En sentral trend i konsumatferd i nyere tid er et stadig økende bærekraft- og miljø fokus. Produkters miljøavtrykk ser ut til å bli en økende beslutningsfaktor når konsumenter foretar et valg. Ifølge undersøkelser NRS har foretatt er miljøavtrykket til produksjon av storfekjøtt høyere enn den gjennomsnittlige oppdrettsfisken (Norway Royal Salmon, 2014). Tabellen under illustrerer miljøavtrykket og utnyttelsesgrader på relevante substitutter:

	CO ₂ utslipp (Målt i kg CO ₂ /kg spiselige deler ved slaktning)	Forbruk av vann (Målt i liter/kg spiselige deler ved slaktning)	Fór-utnyttelse (målt i kg for pr kg spiselige deler ved slaktning)	Energi (målt i % hvor mye energi fra føret som finnes igjen i spiselige deler ved slaktning)	Protein (målt i % hvor mye protein fra føret som finnes igjen i spiselige deler ved slaktning)	Utbytte (målt i % hvor mye som er spiselige deler ved slaktning)	Utbytte pr.100 kg. fór (målt i % hvor mye som er spiselige deler ved slaktning)
	2,9 KG	1.400 LITER	1,2 KG	27 %	24 %	68 %	57 KG
	3,4 KG	4.300 LITER	2,2 KG	10 %	21 %	46 %	21 KG
	5,9 KG	6.000 LITER	3.0 KG	14 %	18 %	52 %	17 KG
	30 KG	15.400 LITER	4 - 10 KG	27 %	15 %	41 %	4 - 10 KG

Figur 19: (Norway Royal Salmon, 2014)

Som figuren illustrerer er CO₂ utslippet per produserte kilogram av laks betydelig lavere enn sammenlignbare substitutter. Dette kan på sikt være en positiv faktor for Lerøy og andre i bransjen. Det er lite som tyder på at miljø-trenden vil forsvinne, mye tyder istedenfor på at den vil øke. For Lerøy og andre kan det derfor bli avgjørende å opprettholde og øke det bærekraftige fokuset i fremtiden.

Totalt sett vurderes trusselen om substitutter til å være lav, på bakgrunn av laks, ørret og hvitfisk sin posisjon som næringsrike og bærekraftige produkter i det internasjonale markedet. Produktene er ikke konkurransedyktige på pris sammenlignet med de fleste substituttene, men den økende etterspørselen internasjonalt indikerer at prisen er akseptert i markedet.

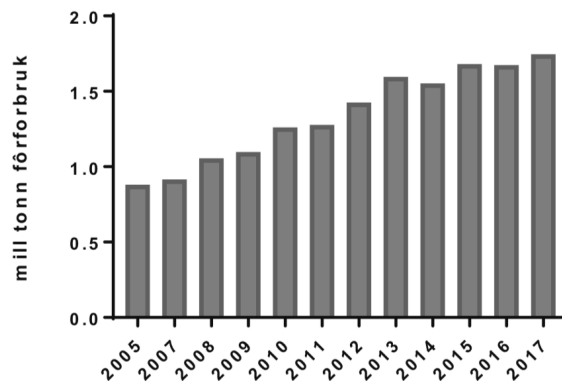
4.1.4 Leverandørers forhandlingskraft

Leverandørers forhandlingsstyrke er en relevant faktor for bedrifter i alle bransjer, da forhandlingsstyrken kan påvirke tilgang på råvarer, kvaliteten på varene, prisen på råvaren og dermed lønnsomheten til et aktuelt selskap. Lerøy er blant det sjømat-selskapet i bransjen som produserer, foredler, selger og distribuerer produktene i høyest grad selv. Mowi er det eneste selskapet som kontrollerer hele verdikjeden selv, fra produksjon av fiskefor til salg og distribusjon av ferdig produsert og foredlet fisk. Lerøy er på den annen side ikke selvforsynt med fiskefor, og må derfor kjøpe dette fra leverandører i markedet (Lerøy, Årsrapport 2017).

Leverandørens forhandlingsstyrke vurderes på bakgrunn av etterspørselen i markedet. Dersom etterspørselen er høy vil leverandøren kunne øke prisnivået på varen. Fra Lerøy sitt perspektiv styres etterspørselen fra oppdretterne ut ifra produksjonsvolum og tilgangen på fiskefor i markedet. Lerøy, som det nest største sjømat-selskapet i Norge, kan utnytte sin posisjon ved å bestille store kvantum og på den måte forhandle seg frem til en lavere pris.

De fem primærleverandørene av fiskefor i Norge er Cargill (merkevarenavn EWOS), Skretting, BioMar, Polarfeed og Mowi. Lerøy sin primærleverandør av fiskefor har vært BioMar de senere årene. Med fem primærleverandører begrenser det Lerøys mulighet for å bytte leverandør raskt og billig ved behov. Det gir leverandøren BioMar økt forhandlingsmakt. På den annen side er Lerøy en av de største kjøperne av fiskefor i det norske markedet, noe som styrker deres posisjon.

Figuren under er hentet fra Fiskeridirektoratets biomasse-register og viser utviklingen i forforbruk i Norge fra 2005 til 2017:



Figur 20: (Fiskeridirektoratet, Biomasse- registeret)

En nåværende og fremtidig aktuell problemstilling for sjømat-selskapene når det gjelder fiskefor, er miljøavtrykket. Konsumenter har et stadig økende bærekraftig fokus, og de setter dermed høyere krav til hele verdikjedeprosessen. Lerøy har derfor engasjert seg stort i fiskefor utviklingen de senere årene for å kvalitetssikre forets næringsinnhold og styrke den bærekraftige produksjonen av laks og ørret (Lerøy, Årsrapport 2017).

Produksjonen og tilbudet av fiskefor i markedet er stabilt økende og med en jevn etterspørsel fra oppdrettsselskapene, vurderes leverandørens forhandlingsstyrke som liten. Lerøy har ingen tydelige fortrinn sammenlignet med konkurrentene, dog kan stordriftsfordelene med store kvantum-innkjøp være en fordel sammenlignet med mindre sjømatelskaper.

4.1.5 Kundenes forhandlingsstyrke

Kundenes forhandlingsstyrke er en sentral faktor i evalueringen av en bedrifts attraktivitet i en bransje. Idealet for et selskap er en monopolist situasjon der kundens forhandlingsstyrke er tilnærmet utvannet. På en annen side kan utfordrende og kravstore kunder være en positiv bidragsyter ved at de tvinger bedriften til utvikling og positiv endring (Erichsen, Solberg & Stiklestad, 2015). I oppdretts- og villfangst bransjen er produktene lite differensierte, noe som kan øke kundens forhandlingsstyrke. Kunden baserer sin beslutning på sentrale faktorer som varens tilgjengelighet, pris og kvalitet. For Lerøy og andre sjømatelskaper kan evnen til å innfri kundens forventninger og krav på disse faktorene være nøkkelen til suksess og kundetilfredshet.

Fra kundens perspektiv kan sjømat produkter fra ulike produsenter oppleves som svært lite differensierte. Effekten for Lerøy kan derfor bli at kunden opptrer svært pris-sensitivt, og velger det produktet med lavest pris som samtidig dekker behovet/forventningene. Fra kjøperens side kan det være tilnærmet kostnadsfritt å bytte produkt, noe som øker forhandlingsstyrken til konsumenten. Produkters grad av tilgjengelighet for konsumenten er avgjørende for beslutningen. Konsumenter som har mange valg-alternativer får økt makt overfor leverandørene, mens kunder med tilgang til kun ett lakse-produkt, vil få lavere makt. Liten tilgang gjør det vanskeligere for forbrukeren å skifte leverandør, og kan styrke posisjonen til Lerøy eller andre.

Samtidig som tilgangen på varer er en relevant faktor for kunders forhandlingsstyrke, er den totale etterspørselen etter sjømat stabilt høy. Den høye etterspørselen gjør at få av sjømatelskapene har problemer med å få solgt sitt produserte volum av fisk og ørret. Det bidrar til å øke sjømatelskapenes forhandlingsstyrke overfor kunden, og dermed begrense kundens forhandlingsstyrke.

For å differensiere seg i markedet og bygge merkevare har Lerøy etablert flere konkrete merkevarer. Lerøys merkevarer er Lerøy, Norway Seafoods, Aurora, fjord/trout, Arctic

Supreme, Fossen Fjord Fish og SeaEagle. På sikt kan god merkevarebygging øke Lerøys sin forhandlingsstyrke ovenfor kunden.

En mulig stor trussel for Lerøys forhandlingsstyrke overfor kunden kan være tilveksten av ennå flere tilbydere og produsenter av laks og ørret. En trussel vurderes til å være landbasert oppdrettslaks, som med sitt bærekraft-fokus kan favoriseres hos konsumenter på sikt.

Totalt sett vurderes kundens forhandlingsstyrke i bransjen til å være lav/moderat, på bakgrunn av at den høye etterspørselen for sjømat overveier eventuelle pris- og kvalitets-forskjeller på varene, samt forskjeller i graden av varers tilgjengelighet for kunden. Vi ser ingen konkrete konkurransefortrinn for Lerøy i graden av forhandlingsstyrke mot kunden, sammenlignet med konkurrentene. I fremtiden kan Lerøy oppnå en fordel dersom de lykkes med å bygge merkevarer kundene preferer over konkurrenters varer.

4.2 PESTEL

Som en del av den strategiske analysen av Lerøy ønsker vi å gjennomføre en PESTEL analyse. Dette er en analyse som ser på eksterne makroøkonomiske faktorer i markedet som kan ha innvirkning på bransjen. I denne analysen vil vi se på politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og lovmessige (juridiske) forhold.

4.2.1 Politiske forhold

Lerøy omsatte for omlag 18 624 millioner kroner i 2017, og over 80% av dette ble omsatt i utlandet, hvor EU, Kina, Russland og USA er store markeder (Lerøy, Årsrapport 2017). Lerøy er dermed sårbar for nasjonal og internasjonal handelspolitikk og internasjonale relasjoner. Særlig handelshindringene Russland har lagt på norsk laks og ørret og kompleksiteten i handelen med Kina, blir nevnt som en sentral risikofaktor i selskapets årsrapport for 2017.

Et eksempel på hvordan internasjonale relasjoner kan påvirke oppdrettsnæringen er da Liu Xiaobo ble tildelt nobels fredspris i 2010 og Kina svarte med å stanse importen av laks, som førte til at markedsandelen til norsk laks falt fra 90% til 1%. I 2015 innførte Kina et ytterligere importforbud mot laks fra Trøndelag, Nordland og Troms på bakgrunn av frykt for smitte av sykdommene ILA og PD. Senere har Norge og Kina inngått en avtale om å normalisere handelsforbindelsene, og flere av restriksjonene har blitt hevet (Lysvold, 2015) (Ytreberg, 2018).

Det er også uroligheter i den politiske situasjonen i Storbritannia og USA. Hvordan eksporten og den politiske situasjonen til Storbritannia blir etter at de har gått ut av EU er vanskelig å si før en avtale foreligger, og President Donald Trump har uttalt at han ønsker å skape flere arbeidsplasser i USA og at han ønsker seg nye handelsavtaler (Kolberg, 2016). Hvordan dette utspiller seg over tid er også usikkert.

Det er ikke bare internasjonale politiske forhold som utgjør en risiko for Lerøy. Det har i lengre tid blitt utredet om man skal innføre en skattemessig grunnrente på oppdrettsnæringen slik vi i Norge har både på oljenæringen og vannkraft. Dette ville redusert lønnsomheten i oppdrettsbransjen i Norge betraktelig, men flere politiske partier har nå gått ut og tatt avstand fra denne «lakseskatten». Den politiske usikkerheten omkring dette vurderes likevel til å ha økt. Om grunnrenteskatten blir vedtatt eller ikke er en overhengende trussel for bransjen (NTB, 2019).

4.2.2 Økonomiske forhold

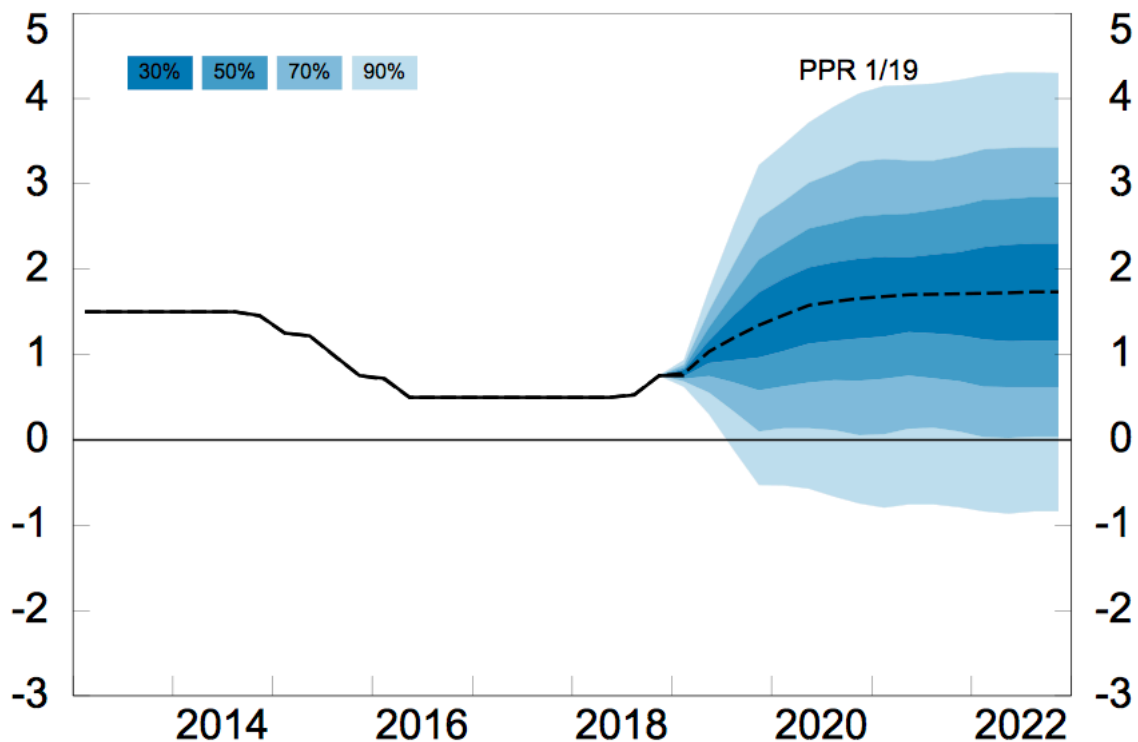
Fiskeprisen og valutakurser er essensielle økonomiske faktorer med direkte tilknytninger til Lerøys inntjening. I rapporten Salmon Farming Industry Handbook (2018) utgitt av Marine Harvest (nå Mowi), framkommer det at fisken bruker ca. 3 år på å bli slakteklar. Siden det tar lang tid fra produksjonen starter, til den er ferdig, er det stor usikkerhet knyttet til disse to faktorene og vanskelig å spå hvilken inntjening produksjonspartiet vil ha i fremtiden.

La oss ta for oss eksemplet at Lerøy vil motta 1 000 000 euro om 6 måneder, og da handelen ble inngått var valutakursen 10 nok til 1 eur. Dersom kronen svekker seg i løpet av perioden vil Lerøy motta mer enn forventet, men dersom kronen styrker seg vil de motta mindre enn forventet. Handel i utenlandsk valuta kan ha negativ eller positiv effekt.

Etter en lengre periode med styringsrente på 0,5% satt Norges Bank opp styringsrenten til 0,75% høsten 2018, og 21. mars 2019 ble styringsrenten ytterligere satt opp til 1%. Prognosen under viser at styringsrenten er forventet opp mot i underkant av 2% ved utgangen av 2022. Med denne prognosen kan man forvente at kronkursen vil styrke seg i løpet av årene som kommer.

Styringsrenten legger også grunnlaget for renter på gjeld. Dersom styringsrenten øker vil man forvente at renten på gjelden vil øke. Lerøy har en bokført gjeldsandel på om lag 40% og en økt rente vil dermed medføre en økt finansieringskostnad (Lerøy, 4.kvartalsrapport 2018).

Dette er ikke gode nyheter for havbruksnæringen som har nytt godt av lav rente og svak kronkurs. At rentene vil gå opp samtidig som at kronen vil bli sterkere er dårlig nyheter, som kan føre til lavere inntekter og økte utgifter.



Figur 21: Prognose styringsrente: Norges bank

4.2.3 Sosiokulturelle forhold

Det er en trend til at konsumentene blir mer og mer bevisste og opptatt av bærekraft og økologiske produkter, samtidig som befolkningen på verdensbasis er i vekst. Alt dette bidrar til å øke etterspørselen etter sjømat.

Det estimeres at verdens befolkning vil være rundt 9,8 milliarder mennesker på jorden i 2050 (FN, 2018), og over 1 milliard mennesker er allerede underernærte. Det vil si at vi blir nødt til å produsere over dobbelt så mye mat i 2050, sammenlignet med 2010 for å dekke matbehovene. Når 70% av jordkloden består av hav, men kun 5% av verdens matproduksjon kommer fra havet er vekstpotensialet åpenbart (Norway Royal Salmon, 2018).

Det er en klar tendens at morgendagens konsumenter er mer opptatt av det å spise sunt og ta vare på miljøet. Norske myndigheter anbefaler at man skal spise minimum 300-450 gram ren fisk i uken, da dette vil bidra til helseeffekter (Helsenorge, 2018). Nylig streiket flere tusen

skolebarn for klimaet. Streiken bekrefter vår teori, nemlig at yngre generasjoner får et stadig økende miljøfokus. Co2 utslippene knyttet til fisk er 10 ganger lavere enn dem knyttet til produksjon av storfe (Norway Royal Salmon, 2014). Mer miljø- og helsebevisste konsumenter kan bidra til å øke etterspørselen etter fisk og sjømat.

4.2.4 Teknologiske og miljømessige forhold

Oppdrettsbransjen står ovenfor flere utfordringer knyttet til miljø, og teknologiske nyvinninger kan bidra til å løse disse.

Myndighetene ønsker å fremme utvikling av teknologi som kan bidra til å løse utfordringer knyttet til miljø eller areal. I perioden 20.10.2015 til 17.10.2017 hadde fiskeridirektoratet muligheten til å tildele utviklingskonsensjoner, en midlertidig særtillatelse, til prosjekter som innebærer en betydelig innovasjon og investering (Fiskeridirektoratet, 2018). For de som ble tildelt disse utviklingskonsensjonene krever myndighetene at løsningene blir offentligjort, slik at den teknologiske nyvinningen kommer hele bransjen til gode. At alle vil få tilgang på effektiv og nyttig teknologi, vil bidra til å øke eller effektivisere produksjonen og bidra til bedre miljømessige forhold.

Det som kanskje er oppdrettsnæringens største miljømessige utfordring er knyttet til lakselus og rømming (Havforskningsinstituttet, 2018). Rømming og lus truer den naturlige bestanden av laks, og en mulig løsning kan være å flytte oppdrettsanleggene på land. Det første selskapet som prøver seg på landbasert oppdrett er Atlantic Sapphire, som bygger sitt anlegg i Florida. Anlegget forventes ferdigstilt i 2026 med en produksjonskostnad på omlag 450 millioner USD. Atlantic Sapphire sin fordel er at de slipper en flyfrakt på omlag 15 kr/kg på sitt produkt når de selger på det amerikanske markedet, så om de greier holde sine produksjonskostnader på et rimelig nivå vil de utkonkurrere utenlandske aktører på pris (Ytreberg, 2018) (Stavrum, 2018). Det er fortsatt knyttet en del usikkerhet om hvorvidt et slikt anlegg vil være lønnsomt, men dersom det viser seg at landbasert oppdrett skulle være like lønnsomt som oppdrett i hav, vil Norge trolig miste sin komparative fordel da produksjonen vil flyttes nærmere markedet.

4.2.5 Juridiske forhold

Norsk fiskeoppdrett har mange lover og regler å forholde seg til. Forhold til miljøet reguleres i hovedsak av Akvakulturloven. Loven omhandler også hvordan havbruk skal etableres, drives og avvikles på en miljøforsvarlig måte. Det er også satt et tak på hvor mye fisk som

kan være på hvert enkelt anlegg og i hver enkelt merd. Norsk fiskeoppdrett har mange lover og regler å forholde seg til og overvåkes av flere myndigheter. Disse omfatter blant annet: Fiskeridirektoratet, Mattilsynet, Kystverket, Fylkesmannen og NVE (Laksefakta, 2018).

Lerøy driver også med fiske av villfisk. Her er det også flere lover og bestemmelser det må tas hensyn til. Deltakerloven stiller blant annet krav om at man trenger konsesjoner for å drive ervervsmessig fiske og fangst med lasteromsvolum på 500 kubikkmeter eller mer og konsesjonsforskriften regulerer i hvilke tilfeller man trenger en konsesjon (Regjeringen, 2018). Tildeling av konsesjoner for villfangst varierer også mye, da tilsynet kontinuerlig må vurdere bestand-utviklingen til fiskearter.

4.3 VRIO

Vi har valgt å bruke VRIO-modellen for å gjøre en intern analyse av Lerøy. VRIO- modellen handler om å identifisere og etablere konkurransefortrinn som har potensial til å bli langvarige. En virksomhet bør ifølge VRIO-modellen stille seg fire spørsmål:

1. V (value/verdi)

- Hvor verdifulle er våre ressurser for våre kunder/interessenter?

2. R (rarity/sjeldenhet)

- Hvor sjeldne/unike er våre ressurser å kopiere eller imitere for våre konkurrenter?

3. I (imitability/imiterbarhet)

- Hvor enkle er våre ressurser å kopiere eller imitere for våre konkurrenter

4. O (organization/organisering)

- Hvordan er vi organisert for å ivareta eller videre utvikle våre ressurser?

(Erichsen, Solberg og Stiklestad, 2015)

Modellen brukes slik for å avgjøre ressursen sin betydning for selskapet:

Verdifull	Sjelden	Vanskelig å kopiere?	Utnyttet av organisasjonen	Konkurransmessige implikasjoner
Nei	-	-	-	Negativt konkurransefortrinn
Ja	Nei	-	-	Konkurranseparitet
Ja	Ja	Nei	-	Midlertidig konkurransefortrinn
Ja	Ja	Ja	Ja	Vedvarende konkurransefortrinn

Tabell 1: VRIO

De ressursene vi har valgt å analysere ved hjelp av VRIO er full verdikjede, lokasjon, innovasjonsevne, merkevare og hvitfisk. Som nevnt tidligere i den strategiske analysen så er evnen til å fornye seg viktig i en bransje i stor vekst. Vi valgte derfor å se om dette er et område hvor Lerøy kan skille seg fra sine konkurrenter. Vi har også valgt å se på merkevare, lokasjon og full verdikjede da dette er driftsrelaterte områder hvor man kan skille seg fra sine konkurrenter.

4.3.1 Full verdikjede

Lerøy har en tilnærmet full verdikjede. Det eneste de kjøper inn fra eksterne leverandører er fiskefor (Lerøy, Årsrapport 2017). Dette er en verdifull ressurs for Lerøy da transaksjonskostnader mellom leddene elimineres. Med full verdikjede får du også stordriftsfordeler i forhold til mindre konkurrenter som også finnes i markedet. Hvis vi sammenligner Lerøy sin fulle verdikjede med deres konkurrenter som Mowi, SalMar og delvis Grieg Seafood ser vi at de også har fulle verdikjeder. Mowi produserer i tillegg fiskefor. Vi velger derfor å si at Lerøy sin fulle verdikjede ikke er sjelden da flere av deres konkurrenter også har det samme.

4.3.2 Lokasjon

Lerøy er lokalisert langs norskekysten. De har fire hovedanlegg; to i region vest, ett i region midt og ett i region nord. Lakselus og sykdommer er en stor utgiftspost for oppdrettsselskapene. Fra Norges veterinærinstitutt kan man se at andelen Lakselus varierer med temperatur og at det kan være individuelle forskjeller fra bukt til bukt. Vi ser blant annet langs norske kysten at det er større omfang av lakselus på den sørlige delen. Dette er naturlig i forhold til at høyere vanntemperatur øker smittefaren. Lokasjonen kan derfor sees på som en viktig ressurs. Lerøy har hatt noen problemer med sin lokasjon på Vestlandet. Den midtre og nordlige delen derimot går meget bra og vi kan si at lokasjon der er en verdifull ressurs for

Lerøy. Det gjøres også tiltak mot region Vest for å skape bedre resultater der.

De lokasjonene Lerøy besitter kan oppfattes som sjeldne siden det kun er de som har akkurat de lokasjonene. Det er allikevel vanskelig å argumentere for at Lerøy sine lokasjoner skal ha noen større konkurransekraft enn deres konkurrenter som for eksempel Mowi og SalMar. Disse selskapene har sine lokasjoner som gjør dem unike og gir dem lønnsomhet. Derfor har vi valgt å ikke betrakte Lerøy sine lokasjoner som sjeldne. Det blir derfor også vanskelig å argumentere for at lokasjonene er vanskelig å etterligne, da man kan finne flere steder i Norge og utlandet som kan gi god lønnsomhet for lakseoppdrett.

4.3.3 Innovasjonsevne

Oppdrettsbransjen er i stadig endring. Problemene med lakselus og andre sykdommer setter et hinder for størrelsen på tilbudet selskapene kan gi til kunden. Det er derfor en stor oppside ved teknologiske nyvinninger som kan komme til bukt med dette. Konsernsjefen i SalMar mener at ny teknologi muliggjør å tredoble produksjonen innen 2050 (Tekna, 2018). Dette forteller litt om viktigheten av å være med i innovasjonsskappløpet. Et eksempel på Lerøy sin innovasjonsevne er utviklingen av Pipefarm som er et lukket havanlegg der man kan se at laksen er sterkere og mer beskyttet mot sykdommen (Lerøy, Årsrapport 2017). Dette er selvfølgelig en verdifull ressurs for Lerøy. Men det er også her slik at det ikke er grunn til å tro at Lerøy sin innovasjonsevne er sjelden i forhold til konkurrentene. Både Mowi og SalMar driver med flere nyvinninger i arbeidet mot mindre lakselus og lukkede havanlegg. Det er også slik at for å søke konsesjoner må man offentliggjøre resultatene og fremgangsmåten. Dette gjør det enkelt for andre bedrifter i laksenæringen å kopiere nyvinningene. Vi har derfor ikke ansett dette som en konkurransefordel for Lerøy.

4.3.4 Merkevarer

Lerøy har en lang historie som strekker seg tilbake til fisketorget i Bergen på tidlig 1900-tallet. I dag selger Lerøy sjømat til mer enn 70 land over hele verden. Blant annet kan man se at Aurora Salmon har blitt et begrep i Japan og er anerkjent som den beste sushilaksen der (Lerøy, Årsrapport 2017). Aurora Salmon er underprodukt i Lerøy sin produktportefølje. Merkevarer Lerøy er helt klart en verdifull ressurs for dem. På verdensmarkedet er også sjømat med norsk opprinnelse en merkevare. Hvis vi sammenligner med Lerøy sine konkurrenter SalMar og Mowi så ser vi at Lerøy i større grad bruker sitt navn på enden av produktet. Det kan i så måte argumenteres for at den daglige bruker har et mer kjent forhold til Lerøy enn konkurrentene. Allikevel mener vi at Mowi og SalMar har et så sterkt og kjent

navn i næringslivet når de skal selge sine produkter at det ikke kan sees på som unikt den posisjonen Lerøy har. Vi mener i tillegg at det er mulig for konkurrentene å kunne imitere merkenavnet. Da vi mener merkevaren i stor grad bygger seg på at det er sjømat fra Norge. Derfor har vi valgt å konkludere med at merkevaren Lerøy gir konkurranseparitet.

4.3.5 Hvitfisk

”I 2016 overtok Lerøy Seafood Group aksjene i Havfisk og Norway Seafoods (nå Lerøy Norway Seafood). Lerøy-konsernet har nå tilgang til over 20 prosent av all torsk fra Norge. Dette gir selskapet et enestående utgangspunkt, og Lerøy fremstår i dag som et unikt helintegrert selskap med kontroll på hele verdikjeden innen både hvitfisk og rødfisk: fra fjord og hav til konsument.” (Lerøy, Årsrapport 2017, s.6)

Hvitfisk segmentet er lønnsomt for Lerøy og er i så måte en verdifull ressurs for selskapet. Av de konkurrentene vi har valgt å sammenligne Lerøy med er det ingen av disse som kan vise til en slik helintegrert kjede innen både hvitfisk og rødfisk. Derfor har vi valgt å anse denne ressursen som sjelden. Det er mulig for deres konkurrenter og etablere seg i Hvitfisk segmentet så vi har valgt å se på ressursen som imiterbar. Det kreves dog en del tid og ressurser for å skaffe konsesjoner. Etter oppkjøpet i 2016 har det vært en prosess for å klare å integrere Hvitfisk segmentet til resten av kjeden. Det har krevd en rekke nye investeringer, sammenslåing av Havfisk og Norway Seafoods og organisatoriske tiltak. Vi mener fortsatt at det er en liten vei å gå for å kunne si at det er organisert på en optimal måte for å utnytte ressursen. Vi anser allikevel Hvitfisk som en midlertidig fordel for Lerøy.

4.3.6 Oppsummering

De fleste av ressursene vi har sett på hos Lerøy har vært verdifulle for bedriften, men ikke vært noe som skiller dem fra konkurrentene som det er naturlig å sammenligne dem med. De store aktørene i bransjen som Mowi og SalMar besitter mange av de samme ressursene som Lerøy, noen ganger på en litt annen måte, som for eksempel lokasjon. Det er vanskelig å se for seg at dette er et konkurransefortrinn for Lerøy. Så har vi den siste kategorien hvitfisk som de naturlige konkurrentene til Lerøy ikke opererer i. Vi har derfor valgt å sette dette som et midlertidig konkurransefortrinn for Lerøy selv om det kan argumenteres fra Mowi og Salmar sin side at det kan være fordelaktig og heller spesialisere seg på oppdrett av kun rødfisk.

Faktor	Verdifull	Sjelden	Vanskelig å kopiere?	Organisering
Full verdikjede	Ja	Nei	-	-
Lokasjon	Ja	Nei		-
Innovasjonsevne	Ja	Nei		-
Merkevare	Ja	Nei		
Hvitfisk	Ja	Ja	Nei	Muligens

Tabell 2: Oppsummert VRIO

4.4 SWOT-analyse

Strategi er viktig for å analysere en bedrifts nåværende status og for å kartlegge fremtidige muligheter. En bedrift kan bruke strategi som et virkemiddel og et verktøy for å analysere dagens situasjon og for å forsøke å forutse fremtiden. I en strategisk analyse er det sentralt å foreta analyser av både ytre og indre krefter som kan påvirke og være drivere for bedriftens status- og fremtidsmuligheter (Erichsen, Solberg & Stiklestad, s.260). I den sammenheng har vi valgt å summere opp vår strategiske analyse i en overordnet SWOT-analyse. SWOT analysen består av styrker (S), svakheter (W), muligheter (O), og trusler (T). Styrker og svakheter omhandler bedriftens interne analyse, mens trusler og muligheter tar for seg bedriftens eksterne analyse. I denne delen strukturerer vi delene hver for seg.

Figuren under gir et overordnet innblikk i hovedmomentene i SWOT-analysen:

<p>Styrker</p> <ul style="list-style-type: none"> • Stordriftsfordeler • Merkevarer • Bred produktportefølje 	<p>Svakheter</p> <ul style="list-style-type: none"> • Lerøy vest • Integrering av villfangst segmentet • Lav grad av differensiering fra bransjen
<p>Muligheter</p> <ul style="list-style-type: none"> • Valutakursutvikling • Økt bærekraft- og klimavennlig fokus • Økt populasjon 	<p>Trusler</p> <ul style="list-style-type: none"> • Valutakursutvikling • Skattereguleringer • Tildeling av konsesjoner • Handelsblokader • Biologiske utfordringer • Landbasert oppdrett

Tabell 3: SWOT

4.4.1 Styrker

Første punkt vi har valgt å ta for oss er Lerøy sin styrke gjennom stordriftsfordeler. Lerøy er Norges nest største oppdretter av laks og ørret målt i produksjonsvolum, og har nest størst omsetning av alle sjømatelskaper i Norge. Lerøy har tilnærmet full verdikjede gjennom produksjon, foredling, salg og distribusjon av sjømat. Kun fiskefor kjøpes inn eksternt. Deres høye produksjonsvolum bidrar til store innkjøpskvantum av fiskefor, noe som sikrer gode og trygge avtaler i det leddet av virksomheten. Styrken til Lerøy med fullintegret verdikjede er alle kostnadsbesparelsene knyttet til foredling, og distribusjon av sjømat.

En ytterligere styrke Lerøy har er kvaliteten på merkevaren de tilbyr kundene sine. Lerøy har som kjent all sin produksjon av sjømat lokalisert langs norskekysten. Faktumet at både oppdrett og villfangst av fisk foregår i Norge styrker Lerøys merkevare «Norsk atlantisk laks og ørret», samt renomméet til hvitfisker. Blant annet er merkevaren Lerøy Aurora dypt forankret i Asiatiske markeder som den mest ettertraktede sushi-fisken (Lerøy, Årsrapport 2017). Vi mener at merkevare-styrken til Lerøy kan ha en potensielt økende goodwill-verdi på sikt.

Lerøy skiller seg fra bransjen ved at de produserer og tilbyr både laks, ørret, skalldyr og hvitfisk. Vi mener at Lerøy sin brede produktportefølje er en styrke. Det gir selskapet mulighet til å spre risikoen på ulike produkter, samtidig som de blir et helintegrert sjømatelskap med et bredt tilbud av produkter til kunden. På sikt kan også Lerøys brede produktportefølje bidra til å gi økte stordriftsfordeler dersom de lykkes med integreringen av villfangst segmentet. Det kan også på sikt gi positive ringvirkninger for merkevaren Lerøy, som tilbyr flere sjømatprodukter.

4.4.2 Svakheter

De etablerte oppdrettsanleggene Lerøy Vest AS og Sjøtroll Havbruk AS, har erfart lønnsomhetsutfordringer de seneste årene. Akutte biologiske utfordringer ved generasjoner av laks har bidratt til lavere høstingsvolum enn forventet. Lerøy avdeling vest har derfor iverksatt tiltak for å få bukt med utfordringene. Blant annet har de investert i et moderne RAS post-smoltanlegg som skal gi tryggere produksjon av smolt og forhåpentligvis bidra til færre biologiske fiske-utfordringer i fremtiden (Lerøy, Årsrapport 2017). Uansett vurderes dagens tilstand på Lerøy sine anlegg på Vestlandet til å være en svakhet for virksomheten internt.

Etter oppkjøpene av Havfisk AS og Norway Seafood Group etablerte Lerøy seg som en stor villfangst produsent i markedet. En investering av det kaliberet medfører utfordringer. Selv om vi argumenterte for at Lerøys brede produktportefølje er en styrke, ser vi også på den økte virksomhetsfokus mot villfangst som en utfordring. Vi mener det krever store investeringer, samt god organisering og koordinering for at Lerøy skal få hel-integrert villfangst segmentet i konsernet. Dette er et stort fokusområde for Lerøy i 2018-2019, men er en prosess som er tidkrevende. Per i dag ser vi derfor på integreringen av villfangst segmentet som en mulig svakhet, men dersom de lykkes kan de høste godt av segmentet i fremtiden.

En annen svakhet Lerøy har er at produktene de tilbyr skiller seg lite fra bransjens produkter. Oppdrett av laks og ørret genererer lite differensierte produkter, de er i større grad standardiserte varer. Dette er en utfordring som er viktig å ta tak i for at konsumenten skal foretrekke Lerøy fremfor konkurrentene. I en bransje som oppdrett og villfangst av fisk kan det i fremtiden bli avgjørende for Lerøy å differensiere seg fra bransjen gjennom å skape en differensiert merkevare som kunden prefererer.

4.4.3 Muligheter

Vi ser flere faktorer som vil gi Lerøy muligheter til å vokse i årene som kommer. Blant annet ser vi et økende klimafokus og fokus på å spise mindre rødt kjøtt. Dette er en trend som vi blant annet har sett sterkt i den yngre befolkningen gjennom skolestreiken for klima. Dette kan være med å skape et større marked for fisk og gi gode konkurransebetingelser for Lerøy. Miljøavtrykket på laks er relativt lavt sammenlignet med mulige produkt-substitutter som storfe-kjøtt, kylling og svin, noe som kan være en fordel på sikt (Norway Royal Salmon, 2014). Samtidig dobles miljøavtrykket ved eksport av laks til Asia og USA, da flytransport fremdeles er lite bærekraftig.

En annen positiv mulighetsfaktor for Lerøy og bransjen for øvrig, er den stadige veksten i verdens-populasjonen. Fundamentalt sett kan dette være en faktor som kan øke etterspørselen etter sjømat, og være en positiv vekst-faktor for bransjen og Lerøy.

En sentral faktor for Lerøy og sjømatsekskaperne er utviklingen til valutakurser. Lerøy og andre selskaper eksporterer en stor andel av sin produksjon, og lønnsomheten ved eksporten er dermed høyt korrelert med valutakursene. Bransjen har eksempelvis nytt godt av den lave kronkursen opp mot Euro de senere årene. Vi anser valutakursutvikling som en mulighet fordi det blir avgjørende for Lerøy å optimalisere driften, og derav lønnsomheten, når kursene svinger.

4.4.4 Trusler

Det er flere faktorer som kan true Lerøy sin utvikling i årene som kommer. Flere av disse er nevnt i PESTEL- og bransjeanalysen, og vi vil derfor trekke konsensus ut av analysene der. Første punkt er valuta. Det har vært en veldig svak kronkurs, historisk lav rente og lav oljepris. Nå ser vi at den norske styringsrenten er på vei oppover igjen samt en noe høyere oljepris. I tillegg går det generelt godt med norsk økonomi. Dette er faktorer som burde bidra til sterkere norsk krone som igjen blir en trussel for eksport-bransjen sin lønnsomhet.

Som vi drøftet i PESTEL-analysen så vi eksempler på hvordan uenigheter politisk mellom land kan påvirke oppdrettsselskaperne sine muligheter til å komme til utenlandske markeder. Det er en spennende tid vi går i møte innenfor internasjonal handelspolitikk, med høy grad av usikkerhet. Dette påvirker framtidsutsiktene til Lerøy og bransjen, og er med på å øke risikoen.

Biologiske utfordringer knyttet til produksjon av sjømat er en konstant trussel for selskapene. Det har de senere årene vist seg utfordrende for Lerøy og andre sjømat-selskaper å øke produksjonsvolumet av laks og ørret på bakgrunn av slike biologiske utfordringer. De senere årene har bransjen investert mye i bekjempelse av lakselus og rømminger for å minimalisere slike hendelser. Likevel anser vi biologiske utfordringer som plutselig fiskedød og andre sykdommer som en overhengende trussel da det forblir vanskelig å gardere seg mot alle slike «uforutsette hendelser».

Det har i lengre tid blitt utredet om man skal innføre en skattemessig grunnrente på oppdrettsnæringen slik vi i Norge har både på oljenæringen og vannkraft. Dette ville minsket lønnsomheten i oppdrettsbransjen i Norge. Men flere partier har nå gått ut og tatt avstand fra denne ”lakseskatten”. Den politiske usikkerheten vurderes likevel til å ha økt. Om grunnrenteskatten blir vedtatt eller ikke er en overhengende trussel for bransjen (NTB, 2019).

Tildeling av konsesjoner er også en risikofaktor selskapene må ta hensyn til. For Lerøy er spesielt tildelingen av konsesjoner for villfangst av hvitfisk en varierende risikofaktor. Tildelingene baserer seg på fiskearters bestand-utvikling og varierer derfor årlig. Vi vurderer dette som en marginal trussel på grunnlag av mulige uforutsette bestand-nedganger for arter som torsk, sei og andre. Dette kan igjen påvirke Lerøy sine konsesjoner for villfangst. Dog, spesifiserer vi at dette er en marginal trussel da bestand-utviklingene er nøye overvåket og vurdert.

En annen trussel i markedet er opprettelse av landbasert oppdrett og andre nyetablerte oppdrettsselskaper. Dette kan ta markedsandeler fra aktører som Lerøy. Det kan også øke tilbudet av sjømat globalt og dermed presse prisene ned. Trusselen er spesielt stor på lang sikt da det er vanskelig å forutse det fremtidige omfanget av landbasert oppdrett. Dersom aktører lykkes med å etablere nye oppdrettsselskaper på ulike kontinenter som Amerika og Asia, kan det true Lerøy sine markedsandeler i disse områdene på sikt.

5. Regnskapsanalyse

” Formålet med regnskapsanalyse er å si noe om bedriftens økonomiske utvikling og finansielle situasjon.” (Kristoffersen, 2016, s.448). I denne analysen skal vi først se på Lerøy sin lønnsomhet, finansiering, soliditet og likviditet. Vi skal her se på en femårs periode fra 2013 til 2017 for å se på utviklingen i Lerøy sine nøkkeltall. Deretter skal vi sammenligne resultatene med lignende selskaper i bransjen.

5.1 Lønnsomhet

”Lønnsomhet sier noe om bedriftens evne til å skape overskudd. Inntektene må være større enn kostnadene. Tilstrekkelig lønnsomhet er nødvendig for at eiere og investorer skal være interessert i å skyte inn ny egenkapital i bedriften. Uten tilstrekkelig lønnsomhet kan ikke en bedrift overleve på lengre sikt.” (Kristoffersen, 2016, s.450)

Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabilitet måler en bedrifts avkastning på den samlede kapitalen som er bundet i bedriften. Den viser hvor godt bedriften har vært drevet, og gir uttrykk for nivået på inntjeningen i perioden. Vi bruker her gjennomsnittlig totalkapital for å gi en mer presis rentabilitet. Totalkapitalrentabiliteten bør ligge over avkastningskravet for selskapet (Kristoffersen, 2016).

$$\text{Formel for Totalkapitalrentabilitet: } \frac{(\text{Driftsresultat} + \text{Finansinntekter}) \times 100\%}{\text{Gjennomsnittlig totalkapital}}$$

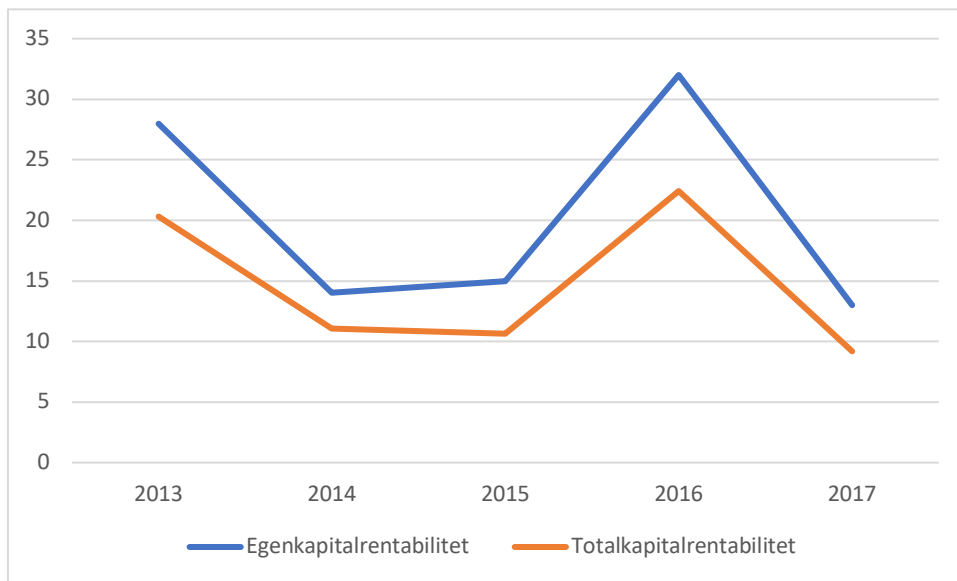
Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten måler avkastningen på investert kapital. Den har fokus på den avkastningen eierne får på sine investeringer. Dette brukes ofte av investorer for å sammenlikne selskaper. Dette fordi egenkapitalrentabiliteten måler avkastningen eierne får på det de investerer. Vi har valgt å bruke egenkapitalrentabilitet etter skatt for å fokusere på hvor mye av resultatet som går til eierne (Kristoffersen, 2016).

$$\text{Formel for Egenkapitalrentabilitet etter skatt: } \frac{(\text{Ordinært resultat etter skatt}) \times 100\%}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$

Grafen nedenfor illustrerer utviklingen i Lerøy sin totalkapitalrentabilitet og

egenkapitalrentabilitet fra 2013 til 2017.



Tabell 4: Egenkapitalrentabilitet og totalkapitalrentabilitet

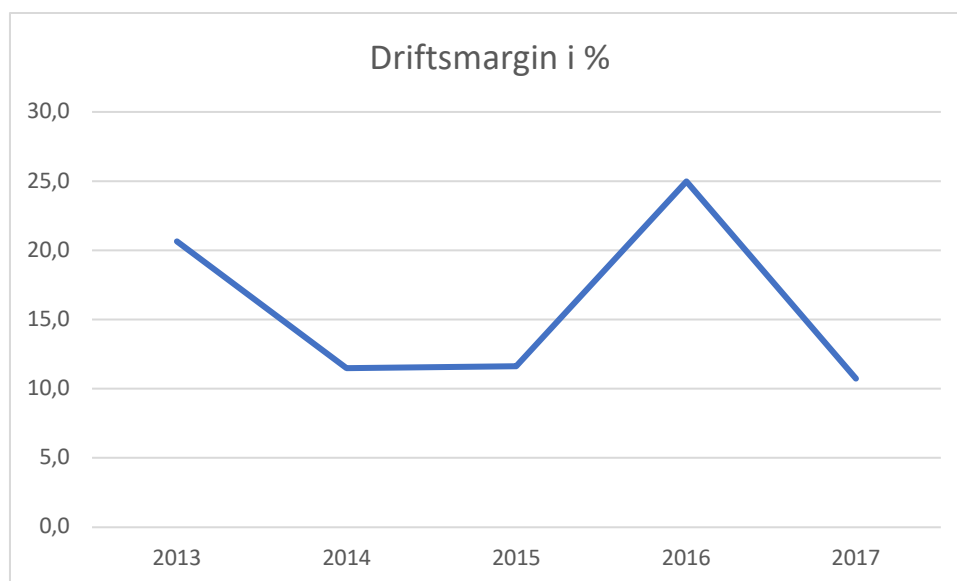
Som grafen viser har det vært noe variasjon. Dette skyldes i stor grad endringer i biologiske forhold som går på verdsettelsen av laksen som ikke er slakteklar. Vi ser at både egenkapitalrentabilitet og totalkapitalrentabiliteten gikk under henholdsvis 15% og 10% i 2017 men at det ellers har ligget over dette.

Driftsmargin

«Driftsmarginen angir hvor mye en bedrift har tjent på driften før det tas hensyn til finansielle inntekter og kostnader» (Kristoffersen, 2016, s.452). Dette gir et bilde på lønnsomheten i bedriften som ikke tar hensyn til kapitalen.

$$\text{Formel for Driftsmargin: } \frac{\text{Driftsresultat} \times 100\%}{\text{Driftsinntekter}}$$

Grafen under illustrerer utviklingen i Lerøy sin driftsmargin fra 2013 til 2017.



Tabell 5: Driftsmargin

Vi ser jevnt over at driftsmarginen alltid ligger over 10%. Forskjellen mellom årene henger i stor grad sammen med biologiske endringer. I 2016 var de biologiske endringene en positiv post på 1,47 milliarder, mens i 2017 ga den en negativ post på -1,716 milliarder.

Oppsummering lønnsomhet

Vi ser at lønnsomheten til Lerøy er varierende. Hovedårsaken til variasjonen skyldes biologiske forhold og verdsettelse av varelager. Hos Lerøy har problemene med lønnsomhet primært ligget i region Vest mens de har vært mer fornøyd med lønnsomheten i Region Midt og Nord. Vi ser at resultatet i 2016 skiller seg veldig i alle tre analysene og det henger som sagt sammen med den biologiske endringen.

5.2 Finansiering og soliditet

«Med finansiering menes både anskaffelse og anvendelse av kapital. En analyse av finansieringen tar utgangspunkt i sammensetningen av bedriftens eiendeler. Finansieringen av eiendelene kan være både kortsiktig og langsiktig. Soliditet er nært knyttet til finansiering og sier noe om en bedrifts evne til å tåle tap. Foretakets soliditet er gjerne knyttet til størrelsen på egenkapitalen i forhold til samlet kapital i bedriften» (Kristoffersen, 2016, s.461-465) For å få et bilde på Lerøy sin finansiering, samt hvor godt de står til å tåle tap, skal vi se på noen nøkkeltall.

Finansieringsgrad 1

«Viser i hvor stor grad anleggsmidlene er langsiktig finansiert. Som langsiktig kapital regnes egenkapital og langsiktig gjeld. En sunn finansieringsstruktur tilsier at den kapitalen som er bundet i anleggsmidler, skal være finansiert med egenkapital og langsiktig gjeld»

(Kristoffersen, 2016, s. 462)

$$\text{Formel for finansieringsgrad 1: } \frac{\text{Anleggsmidler}}{\text{Langsiktig kapital}}$$

Grafen under illustrerer utviklingen i Lerøy sin finansieringsgrad 1 fra 2013 til 2017:



Tabell 6: Finansieringsgrad 1

Som vi ser ut ifra grafen til Lerøy så har finansieringen holdt seg relativt stabil. Hvis finansieringsgraden går over 1 vil man få problemer med midler som er tiltenkt lengre levetid må nedbetales på kortere tid. Alt i alt gir finansieringsgraden til Lerøy ikke grunn til bekymring.

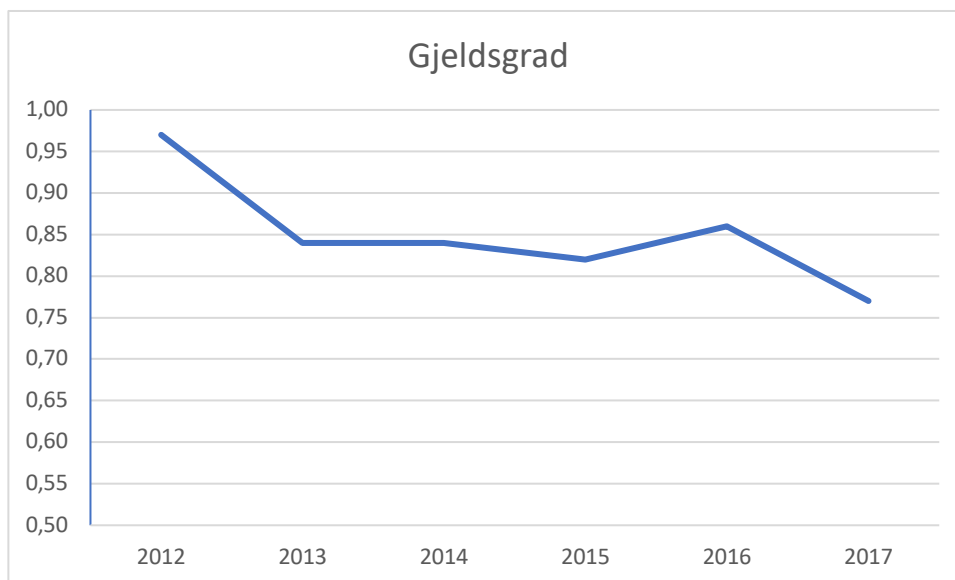
Gjeldsgrad

Gjeldsgrad forteller oss om forholdet mellom gjeld og egenkapital. Ut ifra formelen ser vi at den viser hvor mye gjeld vi har per egenkapital. Jo lavere dette tallet er jo bedre står bedriften til å tåle tap. Derfor er gjeldsgrad et viktig nøkkeltall for å måle Lerøy sin soliditet

(Kristoffersen, 2016).

$$\text{Formel for Gjeldsgrad: } \frac{\text{Gjeld}}{\text{Egenkapital}}$$

Grafen nedenfor illustrerer utviklingen til Lerøy sin gjeldsgrad fra 2012 til 2017.



Tabell 7: Gjeldsgrad

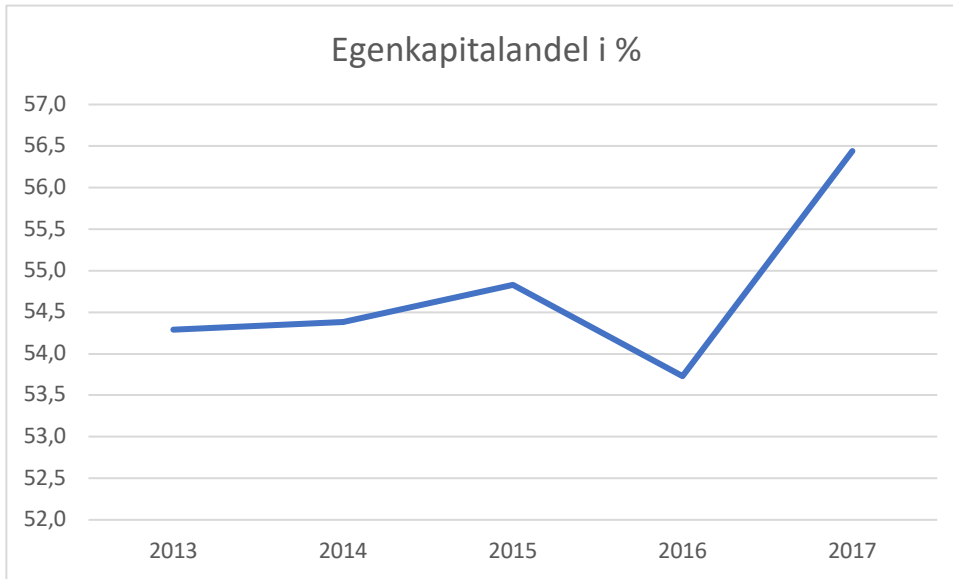
Som vi ser ut ifra grafen så har gjeldsgraden holdt seg forholdsvis jevn med en nedadgående trend. Dette er altså en positiv utvikling for Lerøy

Egenkapitalandel

Egenkapitalandelen måler hvor mange prosent av totalkapitalen som består av egenkapital (Kristoffersen, 2016). Lerøy har satt et mål i sin årsrapport om at egenkapitalandelen over tid ikke skal være under 30%.

$$\text{Formel for Egenkapitalandel: } \frac{\text{Egenkapital} \times 100\%}{\text{Totalkapital}}$$

Grafen nedenfor viser utviklingen i Lerøy sin egenkapitalandel fra 2013 til 2017.



Tabell 8: Egenkapitalandel i %

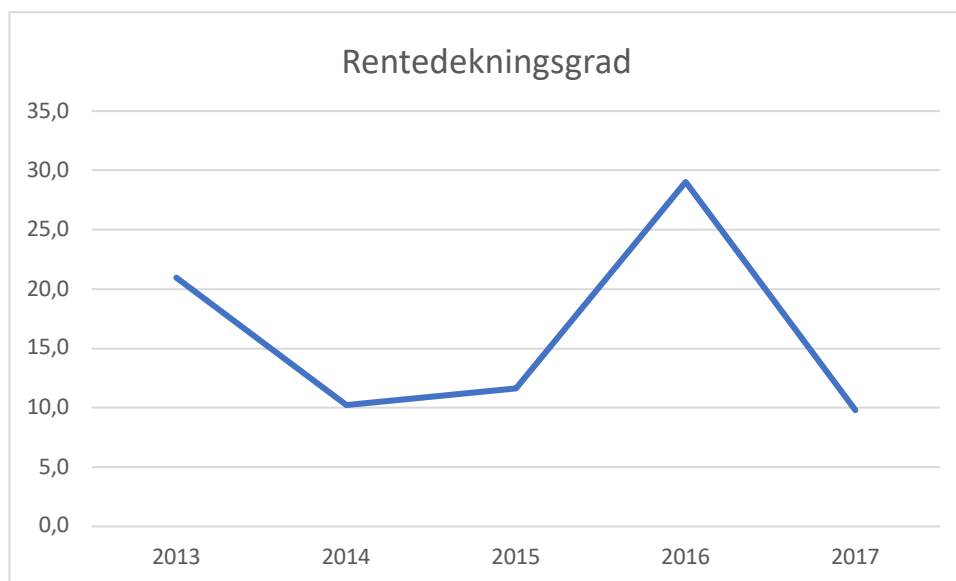
Som vi ser gjelder den samme utviklingen på egenkapitalandel som med gjeldsgrad. Egenkapitalandelen økte i 2017 på bakgrunn av emisjon der de hentet 2,2 milliarder i ny egenkapital for oppkjøp av Havfisk AS og Norway Seafood Group.

Rentedekningsgrad

Rentedekningsgrad viser hvordan en bedrift håndterer sine rentekostnader i forhold til driften (Kristoffersen, 2016).

$$\text{Formel for rentedekningsgrad: } \frac{\text{Ordinært resultat før skatt + rentekostnader}}{\text{Rentekostnader}}$$

Grafen nedenfor viser utviklingen i Lerøy sin rentedekningsgrad fra 2013 til 2017.



Tabell 9: Rentedeckningsgrad

Høy rentedeckningsgrad vil i så måte tyde på god lønnsomhet i bedriften. Rentedeckningsgrad bør være minst 2. Vi ser her at Lerøy har stor margin i forhold til å kunne dekke sine rentekostnader.

Oppsummering finansiering og soliditet

På bakgrunn av disse tallene kan vi si at Lerøy er et solid firma. De har en høy egenkapitalandel og de har ingen problemer med å betale rentekostnadene sine. Dette begrunnes med lav gjeldsgrad, høy egenkapitalandel og høy rentedeckningsgrad.

5.3 Likviditet

Likviditet forklarer hvilken betalingsevne en bedrift har, altså evnen deres til å kjøpe noe. En bedrift med god likviditet vil derfor ha en evne til å betale de forpliktelsene de har pådratt seg uten problemer (Kristoffersen, 2016, s.468). Vi skal nå se på et par nøkkeltall for å måle om Lerøy kan betale for sine forpliktelser uten problemer.

Likviditetsgrad 1

Likviditetsgrad 1 viser forholdet mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Det tradisjonelle kravet til likviditetsgrad 1 er større enn 2.

$$\text{Formel for Likviditetsgrad 1: } \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Grafen nedenfor viser utviklingen til Lerøy sin likviditetsgrad 1 fra 2013 til 2017.



Tabell 10: Likviditetsgrad 1

Som vi ser på tallene har Lerøy hatt en positiv utvikling de siste to årene og i 2017 hadde de en likviditetsgrad 1 på 3. Som vi ser på tallene har ikke likviditet vært et problem for Lerøy de siste årene og det er ingen trend som skulle tilsi at det vil bli det fremover.

Likviditetsgrad 2

Likviditetsgrad 2 viser de mest omsettelige omløpsmidlene opp mot kortsiktig gjeld (Kristoffersen, 2016). Vi trekker derfor ifra de omløpsmidlene som er minst likvide. For Lerøy vil det hovedsakelig være varelageret. På likviditetsgrad 2 er det generelle kravet 1 men det må også sees i sammenheng med bedriften og bransjen den opererer i.

$$\text{Formel for Likviditetsgrad 2: } \frac{\text{Mest omsettelige omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Grafen under viser utviklingen til Lerøy sin likviditetsgrad 1 fra 2013 til 2017.



Tabell 11: Likviditetsgrad 2

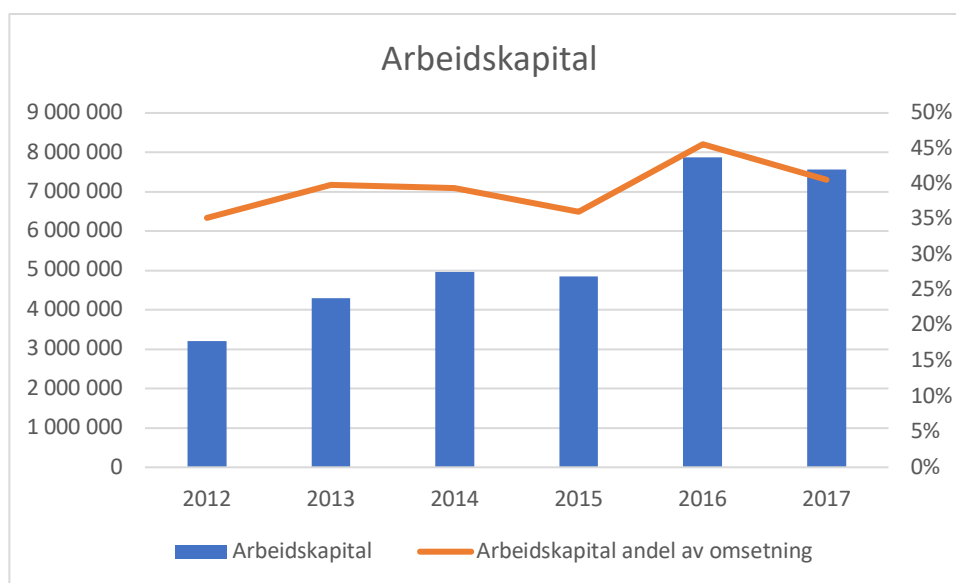
Som vi ser ut fra grafen om likviditetsgrad 2 så har Lerøy også her hatt en positiv utvikling de siste to årene. Likviditetsgrad 2 bør være større enn 1. I 2015 ser vi at Lerøy hadde 0,99 i Likviditetsgrad 2, men denne grafen bekrefter likevel inntrykket fra likviditetsgrad 1 om at Lerøy er i liten fare for å oppleve betalingsproblemer fremover.

Arbeidskapital

Arbeidskapitalen er differansen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Den kan derfor brukes som et mål på bedriftens likviditet. Arbeidskapitalen måler den kapitalbindingen man må gjøre for å kunne drifte selskapet (Kristoffersen, 2016).

Formel for Arbeidskapital: Omløpsmidler – Kortsiktig gjeld

Diagrammet nedenfor viser utviklingen til Lerøy sin arbeidskapital fra 2013 til 2017.



Skriv inn formel her.

Tabell 12: Arbeidskapital

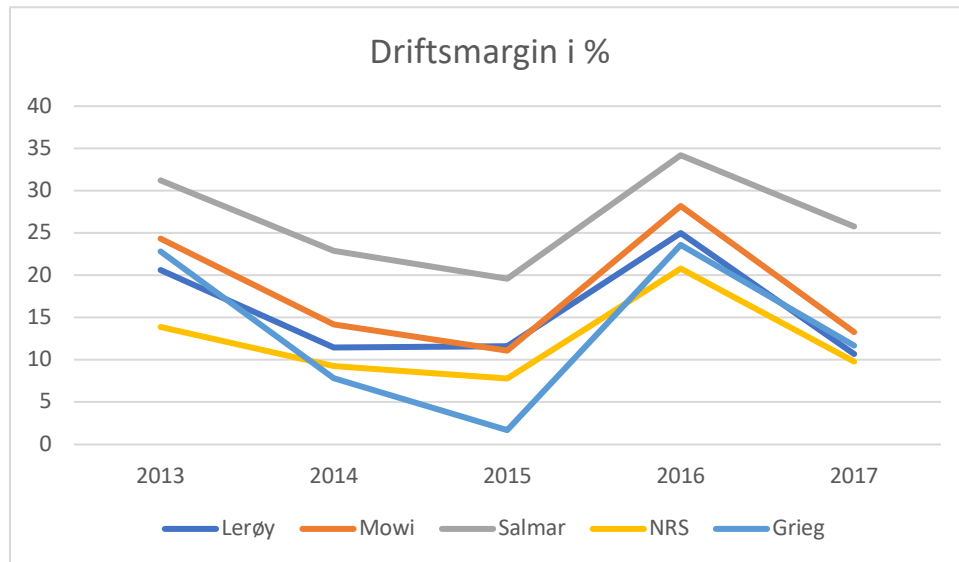
Som vi ser ut i fra tabellen har det vært en stor økning i arbeidskapitalen fra 2015 til 2016. Dette skyldes i hovedsak oppkjøp av hvitfisk segmentet. Allikevel ser vi en økning i prosentandelen i forhold til omsetningen som kan tyde på at dette segmentet har krevd større kapitalbinding.

Oppsummering likviditet:

Som vi ser ut i fra disse analysene så er ikke likviditet et problem for Lerøy. De har positive tendenser både i likviditetsgrad 1 og 2. Derfor anses likviditeten i Lerøy som god. Samtidig ser vi at de har hatt en stor økning i arbeidskapitalen de to siste årene i forhold til tidligere.

5.4 Sammenligning med andre selskaper

Grafen nedenfor viser utviklingen i likviditetsgrad 1 fra 2013 til 2017, til Lerøy og de andre selskapene vi sammenligner med.

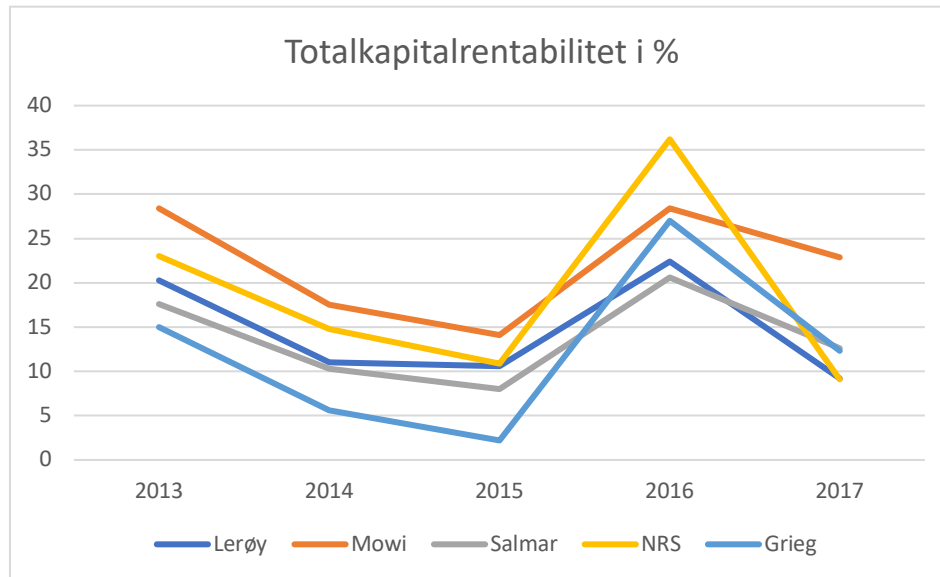


Tabell 13: Driftsmargin i %

Som vi ser ut ifra grafene om driftsmargin i % er det SalMar som ligger jevnt over best an. Lerøy har i forhold til SalMar en større lønnsandel i forhold til omsetning enn det SalMar har. Det skal også nevnes at SalMar er mer et rent havbruk selskap mens Lerøy fra 2016 også har en større del i villfangst hvor lønnsomheten er svakere. Vi ser også her at trendene vi diskuterte om Lerøy sin lønnsomhet gjenspeiler seg i bransjen.

Totalkapitalrentabilitet

Grafen under viser Lerøy og bransjen sin total kapitalrentabilitets-utvikling i tids-perioden 2013 til 2017

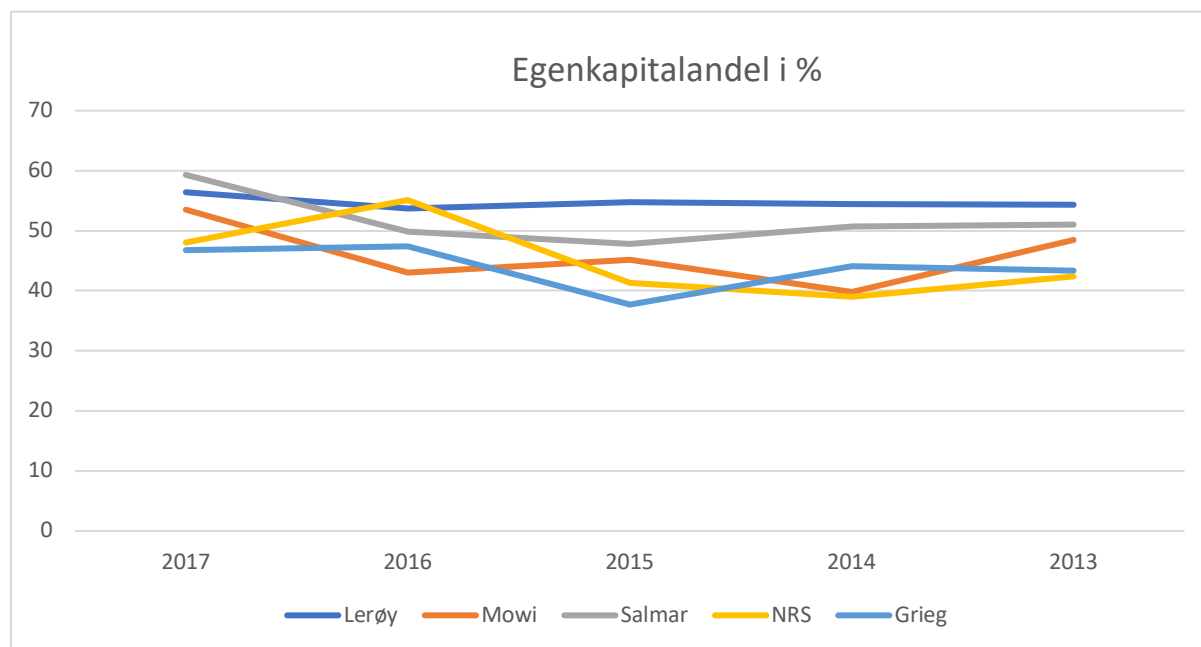


Tabell 14: Total kapitalrentabilitet i %

Når vi ser i henhold til total kapitalrentabiliteten er det Salmar og Mowi som har hatt de beste nøkkeltallene. Grafen illustrerer at NRS har hatt store variasjoner i total kapitalens rentabilitet de siste tre årene. Fra å ha høyest rentabilitet i 2016 hadde en av de laveste i 2017. Vi ser at Lerøy har hatt litt negativ utvikling i 2016 og 2017 i forhold til de andre, sett bort ifra NRS. Dette kan skyldes implementering av hvitfisk segmentet og generelt høyere kostnader.

Egenkapitalandel

Grafen under viser Lerøy og bransjen sin egenkapitalandels-utvikling i tids-perioden 2013 til 2017



Tabell 15: Egenkapitalandel i %

Som vi ser ut fra grafen har Lerøy hatt en stabil egenkapitalandel i forhold til konkurrentene. De har i hele perioden vært en av de med høyest egenkapitalandel.

Oppsummering

Lerøy er i nedre del på lønnsomhet i bransjen. Dette kan sees i sammenheng med et høyere kostnadsnivå og at Lerøy nå har fått en andel villfangst som ikke konkurrentene har. Når vi ser på soliditeten i selskapet har Lerøy vist at de har stabil struktur og en av de høyeste egenkapitalandelene i markedet.

6. Prognose av Fremtidige Kontantstrømmer

6.1 Innledning

I denne delen skal vi foreta en kontantstrømanalyse av Lerøy. En kontantstrømanalyse er en verdsettelsesmetode vi benytter for å finne verdien på egenkapitalen til Lerøy. I kontantstrømanalysen skal vi estimere fremtidige kontantstrømmer fem år frem i tid, samt beregne en terminalverdi av selskapet. Videre i kapittel 8 skal vi neddiskontere kontantstrømmene og terminalverdien tilbake til nåværende tidspunkt ved hjelp av et avkastningskrav på totalkapitalen som vi estimerer i kapittel 7. Målet med analysen er at de fremtidige estimerte kontantstrømmene skal reflektere de fundamentale verdiene til Lerøy, samt de strategiske vekst- og inntjenings-utsiktene til selskapet. Et selskaps aksjeverdi reflekterer de underliggende fundamentale verdiene i selskapet, samt forventninger om fremtidige inntjeningsnivåer. Hensikten med å foreta en kontantstrømanalyse er derfor å finne markedsverdien på egenkapitalen til Lerøy.

I utarbeidelsen av kontantstrømanalysen er vi nødt til å foreta en rekke vurderinger knyttet til utviklingen av fremtidige interne og eksterne faktorer omkring Lerøy. Slike vurderinger om fremtiden medfører ulik grad av usikkerhet, og vil derfor drøftes nøye. Hovedfokuset tillegges inntekts- og kostnadsutvikling til selskapet, og relevante interne og eksterne faktorer som kan påvirke disse.

6.2 Omsetningsutvikling

Omsetningsutviklingen til Lerøy baserer seg hovedsakelig på tre primær-faktorer; (1) produksjonsvolum og salgsvolum, (2) laksepris-utvikling, og (3) valutakursutviklingen.

6.2.1 Produksjons- og salgsvolum

Fra 2012 og fram til og med 2017 har ikke det norske produksjonsvolumet steget nevneverdig i Norge, mens produksjonen på global skala har steget jevnt. Som tidligere nevnt i markedsundersøkelsen estimeres det at høstet volum laks skal øke med 4% årlig på global skala fra 2018 til 2021, og med 4% i Norge. Bakgrunnen for den lave veksten er som nevnt i markedsanalysen at bransjen ser ut til å ha nådd et punkt hvor de biologiske forholdene setter et tak for ytterligere vekst. I PESTEL analysen framkommer det at teknologiske nyvinninger er essensielt for å overkomme de miljømessige utfordringene, og legge til rette for ytterligere

vekst. Lerøy har flere prosjekter i gang for å prøve å øke effektiviteten, blant annet Lerøy Pipefarm som nevnt i VRIO analysen.

Som vi så i VRIO analysen mener konsernsjefen i SalMar at det skal være mulig å tredoble produksjonen av laks innen 2050. Dette svarer til en årlig produksjonsvekst på ca. 3,6%. Lerøy økte sitt produksjonsvolum av laks og ørret fra 150 000 tonn i 2016 til 158 000 tonn i 2017 (Lerøy, Årsrapport 2017). Dette tilsvarer en økning i høstet volum på drøye 5%.

Vi mener at produksjonsvolumet av laks, på bakgrunn av prognosene vi så på i markedsanalysen, vil øke med 4% årlig fra 2018 til 2021. Etter dette tror vi veksten vil avta litt, og legge seg på 3,5% årlig fra og med 2022.

I de andre segmentene til Lerøy, slik som skalldyr, hvitfisk og VAP. Vil vi forvente en sterkere vekst i omsetning. Skalldyr økte eksempelvis omsetningen med drøye 50% fra 482 millioner i 2017 til 730 millioner i 2018. Vi forventer at deler av denne veksten vil vedvare.

6.2.2 Laksepris utvikling

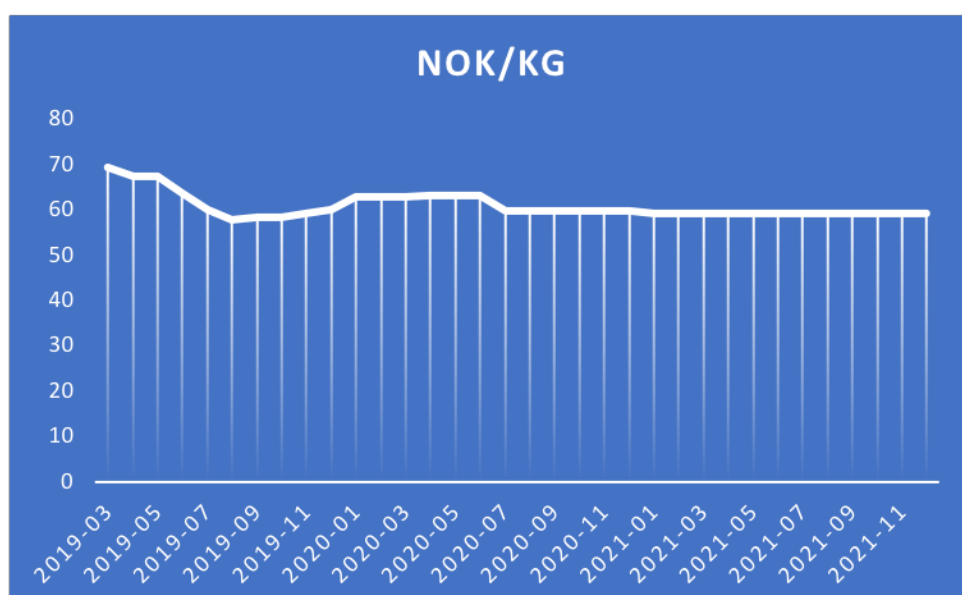
Som drøftet under markedsanalysen avhenger lakseprisen av tilbud og etterspørsel, hvor den i tilfeller med lavt tilbud vil stige, og i motsatt fall synke. Som diskutert i 6.2.1 har vi lagt til grunn en vekst i tilbudet på 4% de første 3 årene, før vi forventer at tilbudet vil stige jevnt med 3,5% fra og med 2022.

Det vi da må se på er etterspørselen. Som nevnt i markeds- og PESTEL analysen vil etterspørselen fortsette å vokse på bakgrunn av ulike faktorer som helse, trender og verdensbefolkning, og vi estimerer at etterspørselen vil fortsette å vokse i takt med tilbudet.

Figuren 16 i markedsanalysen viser at lakseprisen holder seg konstant ved et økt tilbud på om lag 7%. Årsaken til dette er at tilbudsveksten tilsvarer etterspørselsøkningen. I årene fremover er tilbuds-økningen forventet til å ligge på 4% og 3,5% som nevnt over. Ifølge modellen skulle dette tilsi at lakseprisene vil øke. Dog, har etterspørselsveksten avtatt med tilsvarende mengde redusert tilbud. Tilbudet og etterspørselen er forventet å vokse i takt i årene framover basert på en prognose fra Salmon Farming Industry Handbook (Marine Harvest, 2018). Med andre ord har tilbud og etterspørselen fått en ny likevekt. Vi tror dermed at prisen vil ligge omtrent stabilt, da all den produserte laksen konsumeres i markedet og tilbudet er lik etterspørselen.

I følge tall fra Fishpool har snittprisen for laks har vært på 60,88 nok/kg i 2017 og 60,76 nok/kg i 2018. En måte å spå hva prisene per kilo vil ligge på i framtiden er ved hjelp av «forward prices». En «forward price» er en forhåndsbestemt pris for kjøp av en vare på et tidspunkt i fremtiden, og de baserer seg på forventninger om hva man tror prisene vil være i framtiden. Inngår man en avtale om kjøp av varer til 60 kroner med levering om 1 år, er man nødt til å betale de 60 kronene for varene om et år uavhengig av hva spotprisen på tidspunktet faktisk er. Man kan dermed ende opp med å enten «tape» eller «tjene» penger med å handle på «forward prices».

Fishpool har laget en oversikt over «forward prisene» på laks pr måned fram til 2021.



Figur 22: Fishpool estimerte laksepriser

Som vi ser i figuren ligger forward prisene ganske stabilt rundt 60 nok/kg fram til og med desember 2021. Dette støtter vårt estimat om stabil laksepris i årene framover.

6.2.3 Valutakurs

Som tidligere diskutert, både i PESTEL og markedsanalysen, er valutakursen av stor betydning for eksportbedriftenes inntjening. For Lerøy, som gjør mesteparten av sin handel med EU, er euroens kursutvikling til norsk krone en sentral inntjeningsfaktor.

Euroen har hatt en stabil vekslingsrate på omlag 8 kroner historisk sett, men i løpet av de siste 5 årene har det steget opp mot 10 kroner og kursen er nå på omlag 9,65. Dette har norske eksportbedrifter nytt godt av.

Norges bank har satt en prognose på at styringsrenten skal opp mot i underkant av 2% i løpet av 2022. En økt styringsrente kan bidra til å styrke kronen, men kronen styrket seg ikke da Norges bank satte opp styringsrenten fra 0,75% til 1% 21.03.2019. Dette tyder på at kronen ikke vil styrke seg markant mot euroen på bakgrunn av styringsrenten med det første. Vi tror dermed at forholdet mellom den norske kronen og euroen vil ligge på samme nivå som i dag i tiden framover.

6.2.4 Oppsummert omsetningsutvikling

På bakgrunn av de forholdene nevnt ovenfor har vi kommet fram til at omsetningen til Lerøy vil øke med 5,5% i 2019 og 2020, med 5% i 2021 og 2022 og med 4,5% i 2023.

De prognostiserte kontantstrømmene for perioden blir følgende:

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Omsetningsutvikling	19 837 637	20 928 707	22 079 786	23 183 775	24 342 964	25 438 397

Tabell 16: Predikert omsetningsutvikling: Tall i 1000

6.3 Kostnadsutvikling

Lerøy sine kostnader inkluderer mange faktorer, hvorav de største og mest relevante postene er (1) varekostnad, (2) lønnskostnad, (3) avskrivninger, og (4) andre kostnader.

6.3.1 Varekostnad

Når vi skal estimere fremtidig varekostnad for Lerøy vil vi undersøke historiske tall. Ut ifra historiske tall ser vi fra 2013 til 2016 at varekostnaden har vært en vesentlig høyere andel av omsetning enn i 2017 og 2018.

År	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Snitt
Varekostnad	6 781 433	8 003 339	8 812 414	10 265 020	9 654 211	10 378 276	
Endring varekostnad		1 221 906	809 075	1 452 606	-610 809	724 065	
Omsetning	10 764 714	12 579 465	13 450 725	17 269 278	18 623 515	19 837 637	
Omsetning endring		1 814 751	871 260	3 818 553	1 354 237	1 214 122	
Varekostnad / Omsetning	63,00 %	63,62 %	65,52 %	59,44 %	51,84 %	52,32 %	59,29 %

Tabell 17: Tall i 1000

Varekostnaden fra 2016 til 2017 gikk ned, og fra 2017 til 2018 gikk den opp med 7,5%. Ut ifra 4.kvartalsrapport uttaler Lerøy at sitt kostnadsnivå har en positiv utvikling. Fra vår VRIO-analyse så vi også på nyvinninger som Pipefarm-anlegget som skal være med på å holde produksjonskostnadene nede. På bakgrunn av den positive trenden de siste to årene vurderer vi varekostnaden til å utgjøre en andel av omsetning på 52% det første året, 51,5% de to neste årene, og 51% de to siste årene. Vi begrunner dette med at Lerøy har hatt en god utvikling på varekostnaden de siste to årene sammenlignet med foregående år. Vi ser at dette har sammenheng med høye laksepriser, og som argumentert for i 6.2.2 vurderer vi at lakseprisen vil være stabil i årene fremover. Samtidig ser vi at Lerøy ved økt effektivisering har potensiale til å redusere varekostnaden i fremtiden, noe de også kommuniserer at er et mål.

De predikerte fremtidige varekostnadene for Lerøy blir følgende:

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Omsetning	19 837 637	20 928 707	22 079 786	23 183 775	24 342 964	25 438 397
Varekostnad		10 882 928	11 371 090	11 939 644	12 414 912	12 973 583

Tabell 18: Predikert varekostnadsutvikling; tall i 1000

6.3.2 Lønnsvekst

Gjennomsnittlig lønnsutvikling i Norge de siste 10 årene har ligget på ca. 3% ifølge tall fra SSB. Fra 2016 til 2017 lå tallet på 2,3%. Lønnsveksten i oppdrettsbransjen har vært relativt høyere (Ytreberg, 2018). Ut ifra styret i Lerøy sin erklæring om lønn og annen godtgjørelse ser vi at i tillegg til årslønn bruker konsernet resultatavhengig bonusordninger som kan utgjøre inntil en årslønn. De bruker også såkalte «sign on fees» og permisjonsordninger, videreutdanningsmuligheter samt opsjonsavtaler (Lerøy, Årsrapport, 2017). Gode år for Lerøy nå de siste årene gir derfor høyere bonusutbetalinger til de ansatte. Hvis man ser på Lerøy sine lønnskostnader for seg selv vil man se en stor økning gjennom de siste fire årene.

Dersom vi sammenligner Lerøy sine lønnskostnader opp mot omsetning, får vi et andels-tall som er sammenlignbart fra år til år. Tabellen nedenfor viser utviklingen til andelen lønnskostnader av omsetning.

År	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Snitt
Omsetning	10 764 714	12 579 465	13 450 725	17 269 278	18 623 515	19 837 637	
Lønn	1 094 464	1 270 880	1 411 024	1 785 537	2 438 259	2 668 829	
Lønn/Omsetning	10,17 %	10,10 %	10,49 %	10,34 %	13,09 %	13,45 %	11,27 %

Tabell 19: Tall hentet fra årsrapporter og kvartalsrapporter. Hentet 03.04.2019

Tabellen viser at andelen lønnskostnader av omsetning har hatt et snitt de siste seks årene på 11,27%. Trenden de siste to årene indikerer likevel en økt andel.

En annen sentral faktor for lønnskostnader er antall årsverk. Tabellen under uttrykker Lerøy sin snittpris per årsverk i perioden fra 2014 til 2017.

	2014	2015	2016	2017
Lønnskostnader	1 270 880	1 411 024	1 785 537	2 438 259
Antall årsverk	2 306	2 527	2 878	4 298
Snittpris per årsverk	551,12	558,38	620,41	567,30

Tabell 20: Tall i 1000 unntatt antall årsverk. Hentet fra Årsrapporter per 03.04.2019

Hvis man ser litt bak tallene ser man at oppkjøpet av hvitfisk segmentet har gitt en stor økning i antall årsverk som kan være en forklaringsfaktor for den økte andelen av lønnskostnadene. Fra 2016 til 2017 ser man at antall årsverk økte med 1420 som er nesten 50% økning. Dette skyldes i stor grad oppkjøp innen hvitfisk segmentet.

Hvis vi sammenligner Lerøy mot konkurrenter ser vi at lønnsandelen er noe høyere i Lerøy. For eksempel SalMar, som er en av de beste i klassen, lå i 2018 på 9,17% av omsetning (SalMar, 4.kvartalsrapport 2018). Da må det også tas høyde for at SalMar ikke er i hvitfisk segmentet. Som nevnt tidligere er kostnadsutviklingen en faktor Lerøy skal fokusere på. Vi antar at lønnskostnadene i de neste 3 årene vil ligge stabilt på 13,5% av omsetning før de på grunn av effektivisering i de to siste årene vil ligge på 13%.

Predikerte lønnskostnader:

År	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Omsetning	19 837 637	20 928 707	22 079 786	23 183 775	24 342 964	25 438 397
Lønn	2 668 829	2 825 375	2 980 771	3 129 810	3 164 585	3 306 992
Lønn/Omsetning	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,0%	13,0%

Tabell 21: Tall i 1000. Tall hentet fra Årsrapporter per 03.04.2019

6.3.3 Avskrivninger

For å prognostisere fremtidig avskrivningskostnad vil vi benytte historiske tall. Tabellen under viser den historiske utviklingen fra 2009 til 2018.

År	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Snitt
Avskrivning	204 007	219 624	271 899	291 768	307 175	369 480	433 916	511 621	583 265	659 669	
Endring		15 617	52 275	19 869	15 407	62 305	64 436	77 705	71 644	76 404	
Endring i %		7,7 %	23,8 %	7,3 %	5,3 %	20,3 %	17,4 %	17,9 %	14,0 %	13,1 %	14,1 %

Tabell 22: Tall i 1000

Vi har sett at vekst i avskrivningene fra år til år i gjennomsnitt har ligget på 14%. Med bakgrunn i snittet og utviklingen de siste tre årene har vi valgt å legge vekstraten på 14%. Vi antar at denne veksten vil vedvare.

Predikert utvikling for avskrivningskostnader blir dermed:

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Avskrivningsutvikling	659 669	752 023	857 306	977 329	1 114 155	1 270 136

Tabell 23: Tall i 1000

6.3.4 Andre driftskostnader

Når selskapet vokser er det naturlig at de andre driftskostnader vil øke. Med bakgrunn i det har vi valgt å se på andre driftskostnader som en relativ størrelse til omsetningsutviklingen. Når vi ser de siste seks årene samlet under ett, har de andre driftskostnadene utgjort 11% av den totale omsetningen.

År	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Snitt
Andre driftskost.	1 004 148	1 248 640	1 447 625	1 864 088	2 227 105	2 604 668	
Endring		244 492	198 985	416 463	363 017	377 563	
Omsetning	10 763 714	12 579 465	13 450 725	17 269 278	18 623 520	19 837 640	
Omsetning endring		1 815 751	871 260	3 818 553	1 354 242	1 214 120	
Andre driftskost / omsetning	9,3 %	9,9 %	10,8 %	10,8 %	12,0 %	13,1 %	11,0 %

Tabell 24: Tall i 1000

Som tabellen uttrykker ser vi at tendensen er økende og at gjennomsnittlig prosentvis kostnad ikke reflekterer kostnadenes faktiske utvikling. På bakgrunn av dette vurderer vi det dithen at veksten i andre driftskostnader vil fortsette inn i 2019, og andre driftskostnader vil da utgjøre 14% av omsetningen. Videre predikerer vi at andelen andre driftskostnader av omsetningen vil øke til 14,5% i 2020 og forbli stabil. Lerøy har et uttalt mål om å redusere kostnader. Vi tror dette kan være vanskelig på kort sikt, men estimerer at de vil klare å redusere veksten i de andre driftskostnadene før disse stabilisere seg på sikt. Den predikerte utviklingen blir følgende:

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Omsetning	19 837 637	20 928 707	22 079 786	23 183 775	24 342 964	25 438 397
Andre driftskostnader		2 930 019	3 201 569	3 361 647	3 529 730	3 688 568

Tabell 25: Predikert utvikling på andre driftskostnader; tall i 1000

6.4 Skatt

I 2018 var skattesatsen for bedrifter på 23%, men stortinget har vedtatt at skattesatsen skal ned med ett prosentpoeng til 22% for inntektsåret 2019. Hvordan skattesatsen utvikler seg framover, og usikkerhetene knyttet til en særegen «lakseskatt», som nevnt i PESTEL-analysen i avsnitt 4.2.1, forblir et usikkerhetsmoment. Vi har i vår verdsettelse valgt å benytte en skattesats på 22%.

6.5 Arbeidskapital

Arbeidskapitalen til et selskap er differansen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Den illustrerer hvor mye kapital et selskap har tilgjengelig i den daglige driften, og er derfor et mål på likviditeten til et selskap. God arbeidskapital er viktig for å dekke kortsiktige betalingsforpliktelser, og som selskapet vokser øker behovet for arbeidskapital. Basert på historiske tall har vi kommet fram til at arbeidskapitalen tilsvarer omlag 39,80% av selskapets omsetning. Vi har derfor valgt å legge endringen i arbeidskapital på 40% av endringen i omsetning.

	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012
Arbeidskapital	8 317 440 000	7 555 935 000	7 871 961 000	4 853 011 000	4 956 170 000	4 289 892 000	3 203 502 000
Omsetning	19 837 640 000	18 623 520 000	17 269 278 000	13 450 725 000	12 579 465 000	10 763 714 000	9 102 941 000
Arbkap andel omsetning	41,93 %	40,57 %	45,58 %	36,08 %	39,40 %	39,86 %	35,19 %

Snitt	39,80 %
-------	---------

Tabell 26: Arbeidskapital

Predikerte fremtidige tall:

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Omsetning	19 837 640 000	20 928 710 200	22 079 789 261	23 183 778 724	24 342 967 660	25 438 401 205
Arbeidskapital	8 317 440 000	8 371 484 080	8 831 915 704	9 273 511 490	9 737 187 064	10 175 360 482
Endring Arbeidskapital	-761 505 000	-54 044 080	-460 431 624	-441 595 785	-463 675 574	-438 173 418
Arbeidskapital av omsetning %	41,93 %	40,00 %	40,00 %	40,00 %	40,00 %	40,00 %

Tabell 27: Predikert fremtidig arbeidskapital andel av omsetning

I 2018 tilsvarte arbeidskapitalen 41,93% av omsetningen. Da vi legger en kapitalbinding på 40% til grunn, vil andelen arbeidskapital som bindes opp i 2019 reduseres kraftig, før den stabiliserer seg fra 2020 og utover.

6.6 Netto Investeringsnivå

Historisk sett har Lerøy sitt investeringsnivå utgjort om lag 4-4,5% av omsetningen, men på grunn av markant økning de siste to år har snittet over de siste fem årene tilsvart 6,4%.

	2014	2015	2016	2017	2018
Netto investering i varige driftsmidler	-582 757 000	-566 212 000	-742 095 000	-1 463 917 000	-2 047 149 000
Netto investering i immaterielle eiend	-2 615 000	-10 053 000	-534 000	-20 323 000	-91 632 000
Sum netto investeringsnivå	-585 372 000	-576 265 000	-742 629 000	-1 484 240 000	-2 138 781 000
Omsetning	12 579 465 000	13 450 725 000	17 269 278 000	18 623 520 000	19 837 640 000
Nettoinvestering i % av omsetning	4,65 %	4,28 %	4,30 %	7,97 %	10,78 %

Snitt	6,40 %
-------	--------

Tabell 28: Netto investeringsnivå

Vi beslutter at investeringsnivået vil bli på 10% av omsetning de første to årene og deretter legge seg på 9% ut perioden. Vi begrunner dette med at Lerøy har foretatt betydelige investeringer de siste årene for å bekjempe biologiske utfordringer, som har gjort Lerøy sitt investeringsnivå unormalt høyt. Samtidig har Lerøy foretatt store investeringer for å integrere villfangst segmentet i virksomheten siden oppkjøpet. Vi tror investeringsnivået vil forbli høyt de kommende to årene, men at det vil justere seg nærmere et normalnivå de siste tre årene av perioden.

De prognostiserte fremtidige utbetalingene blir følgende:

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Omsetning	19 837 637	20 928 707	22 079 786	23 183 775	24 342 964	25 438 397
Netto Investeringsnivå		2 092 871	2 207 979	2 086 540	2 190 867	2 289 456

Tabell 29: Predikert netto investeringsutvikling; tall i 1000

6.7 Oppsummering av prognostiserte fremtidige kontantstrømmer

Når vi sammenstiller alle prognostiserte fremtidige poster, får vi følgende kontantstrømoppstilling:

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Omsetning	19 837 637	20 928 707	22 079 786	23 183 775	24 342 964	25 438 397
Varekost	-10 378 276	-10 882 928	-11 371 090	-11 939 644	-12 414 912	-12 973 583
Lønnskost	-2 668 829	-2 825 375	-2 980 771	-3 129 810	-3 164 585	-3 306 992
Avskrivninger	-659 669	-752 023	-857 306	-977 329	-1 114 155	-1 270 136
Andre Driftskost	-2 604 668	-2 930 019	-3 201 569	-3 361 647	-3 529 730	-3 688 568
Driftsresultat (EBIT)	3 526 195	3 538 362	3 669 050	3 775 345	4 119 583	4 199 119
Resultat før skatt	3 526 195	3 538 362	3 669 050	3 775 345	4 119 583	4 199 119
Skatt (22%)		-778 440	-807 191	-830 576	-906 308	-923 806
Ordinært Resultat		2 759 923	2 861 859	2 944 769	3 213 274	3 275 313
Avskrivninger	659 669	752 023	857 306	977 329	1 114 155	1 270 136
Endring Arbeidskapital		-54 044	-460 432	-441 596	-463 676	-438 173
Netto investeringsnivå		-2 092 871	-2 207 979	-2 086 540	-2 190 867	-2 289 456
Cash Flow		1 365 030	1 050 755	1 393 962	1 672 887	1 817 820

Tabell 30: Kontantstrømoppstilling

7. Avkastningskrav

I kontantstrømanalysen estimerte vi de årlige kontantstrømmene for fem år frem i tid. For å kunne beregne aksjeprisen til Lerøy må disse kontantstrømmene neddiskonteres ved hjelp av total kapitalens avkastningskrav. Et avkastningskrav på total kapitalen beskriver fundamentalt sett hvilken avkastning investoren kan oppnå ved å plassere penger i en annen investering (aksje) med tilsvarende risiko. I en rasjonell og effektiv verden vil ingen investor investere i eiendeler med lavere avkastning og høyere risiko enn sammenlignbare investeringer (Brealey, Allen & Myers, 2017). I denne delen av oppgaven vil vi derfor utarbeide Lerøys avkastningskrav på total kapitalen. Denne neddiskonteringsfaktoren skal kompensere for pengenes tidsverdi, inflasjon og risiko, og er derfor svært sentral i beregningen av aksjekursen til Lerøy. Aksjeverdien til Lerøy vil derfor også bli svært sårbar for endringer i avkastningskravet, noe vi vil komme nærmere inn på i sensitivitetsanalysen.

For å beregne total kapitalavkastningskravet til Lerøy vil vi benytte *Weighted Average Cost of Capital* (WACC)-modellen. WACC er en modell som tar høyde for ulike finansieringsmetoder, eksempelvis egenkapital, gjeld, konvertible lån, preferanse-aksjer og lignende. Disse ulike finansieringskildene har ulik risiko, og de må derfor vektet basert på deres forventede avkastning. WACC tar hensyn til dette og uttrykker derfor selskapets vektete og gjennomsnittlige kapitalkostnad.

Når vi benytter WACC for å beregne avkastningskravet antar vi at Lerøy opprettholder forholdet mellom egenkapital og gjeld i perioden. I praksis innebærer dette at Lerøy må rebalansere sin gjeldsandel når markedsverdien på egenkapitalen endres. Dette medfører en rekke skjevheter, men vurderes likevel til å være den mest hensiktsmessige metoden for å beregne avkastningskravet.

Total kapitalens avkastningskrav beregnes slik:

$$\text{WACC} = R_e \frac{E}{(E+G)} + R_g (1-t) \frac{G}{(E+G)}$$

Hvor;

- R_e : Avkastningskravet på egenkapitalen
- E : Markedsverdien til selskapets egenkapitalen
- R_g : Avkastningskravet på gjelden
- G : Markedsverdien til selskapets gjeld
- t : skattesatsen

7.1 Avkastningskrav på Egenkapitalen

Capital Asset Pricing Model (CAPM) er en modell som benyttes for å beregne avkastningskravet til egenkapitalen på investeringer. Forventet avkastning beregnes ut ifra den systematiske risikoen i markedet, samt investeringens unike risiko mot sitt marked, altså den usystematiske risikoen. CAPM er mye anvendt i finansverdenen, og brukes ofte for å beregne avkastningskravet til aksjer (Brealey, Allen & Myers, 2017).

Formelen til CAPM er følgende:

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

Hvor;

- R_e : Forventet avkastning på egenkapitalen til eiendelen
- R_f : Risikofri rente
- β_a : Aksjens/selskapets egenkapitalbeta; den unike risikoen mot markedet
- R_m : Markedets risiko
- $(R_m - R_f)$: Markedets risikopremie

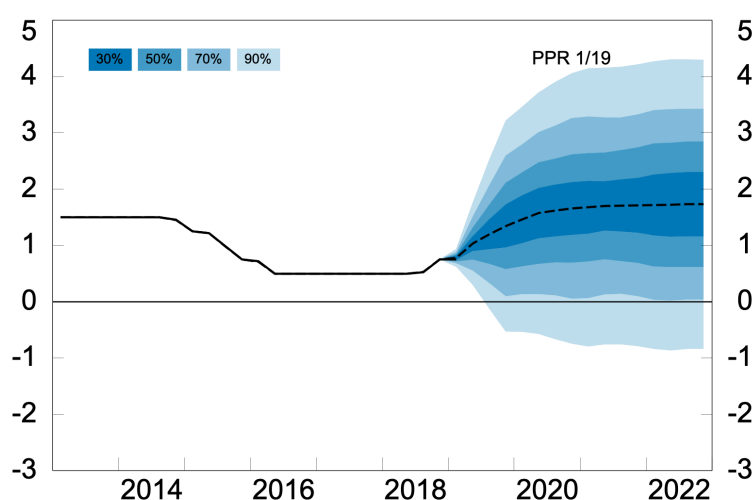
7.1.1 Risikofri rente

Den risikofrie renten illustrerer den avkastningen en investor kan oppnå ved å investere i risikofrie eiendeler. En risikofri eiendel kan karakteriseres som en investering der sannsynligheten for negativ avkastning, altså tap, er null. Eksempler på risikofrie investeringer i Norge er kjøp av statsobligasjoner, samt innskudd på inntil 2 millioner kroner i bank. Den risikofrie renten varierer derfor i takt med styringsrenten sentralbanken setter, som igjen reflekterer økonomisk situasjon og framtidsutsikter, samt inflasjonsmål.

Ettersom den risikofrie renten er en svært viktig faktor for investorer over hele verden, finnes det en rekke aktører som måler og vurderer den. Siden Lerøy er et norsk selskap har vi valgt å støtte oss på rapporter og målinger av rentens utvikling i Norge. PwC utga i slutten av 2018 en rapport vedrørende risikofaktorer i det norske markedet for 2018 basert på undersøkelser fra Norske Finansanalytikeres Forening (PwC, 2018). Rapporten peker på at 10-årig norsk

statsobligasjon er den mest brukte risikofrie-rente indikatoren i 2018, mens 5-årig statsobligasjon benyttes nest mest.

Den 10-årige statsobligasjonen tilbyr i dag (april 2019) en rente på 1,64 %, hvorav den 5-årige tilbyr 1,41%. For å best mulig kunne predikere en risikofri rente må vi også vurdere Norges Bank sine utsikter for rentebanen fremover. Som vi argumenterte for under økonomiske forhold i PESTEL-analysen i avsnitt 4.2.2, forventes styringsrenten å øke noe de kommende årene. Grafen nedenfor illustrerer Norges Banks sine prognoser for rentebanen frem til 2022:



Figur 23: (Norges Bank, 2.april, 2019)

Som grafen illustrerer forventes styringsrenten å øke noe videre i 2019, og stabilisere seg like under 2% frem til 2022. Med utgangspunkt i PwC sin rapport, og Norges Bank sine prediksjoner for styringsrenten sin utvikling, velger vi å sette den risikofrie renten til 1,75% for hele perioden. Vi mener en risikofri rente på 1,75% gjenspeiler den økonomiske situasjonen i dag og frem til 2023.

7.1.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er differansen mellom markedsrisikoen og den risikofrie renta. Den illustrerer den meravkastningen investorer forventer å få i tillegg til den risikofrie avkastningen (Boye & Keeping, 2018). Risikopremien i det norske markedet har ligget stabilt jevnt på omkring 5% de siste seks årene (PwC, 2018), og i 2018 beregnet Norske Finansanalytikerers Forening at den var nøyaktig 5%. Med utgangspunkt i historisk utvikling

og PwC sin rapport fra desember 2018, beslutter vi å sette markedets risikopremie på 5% for alle perioder.

7.1.3 Beta (β)

Beta er et mål på en aksje sin risiko mot markedet. En bedrift sin beta uttrykker hvor mye selskapets egenkapitalverdi vil svinge når markedet svinger (Boye & Keeping, 2018). En beta på 1 vil si at selskapet svinger nøyaktig like mye som markedet. En beta på 0,5 uttrykker at selskapet svinger 50% av markedets svingning i samme retning. Betaen kan også være negativ, noe som tilsier at aksjen vil justere seg i motsatt retning av markedets justering.

For å beregne Lerøy sin betaverdi benytter vi denne formelen:

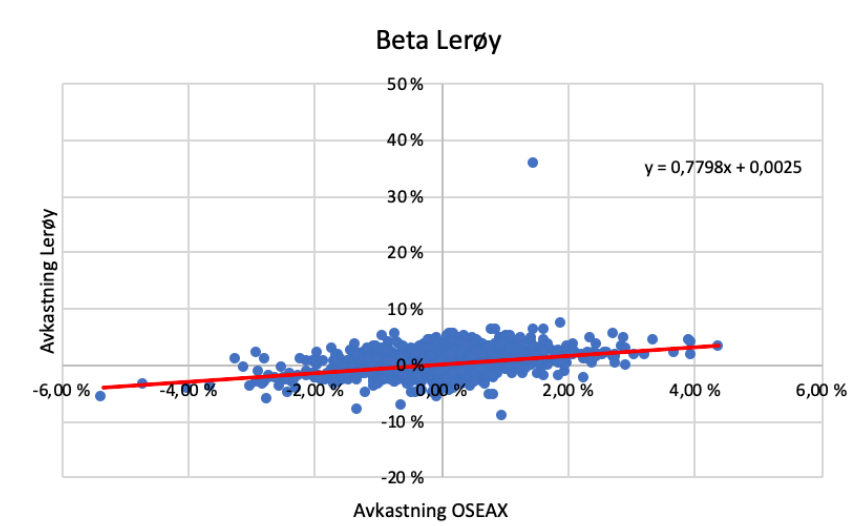
$$\beta = \frac{Cov(i,m)}{Var(m)}$$

Hvor;

- $Cov(i,m)$: kovariansen mellom Lerøy og markedet
- $Var(m)$: variansen til markedet

I beregningen av Betaen til Lerøy har vi benyttet ulike marked-indeks for å se ulikhetenes innvirkning på betaen. Våre beregninger er basert på daglige avkastningstall i prosent. OSEBX-indeksen er den mest nærliggende å benytte som referanse-indeks i Norge. OSEBX-indeksen er en investerbar indeks som «kun» inneholder et representativt utvalg av noterte selskaper på Oslo Børs. Når vi benyttet OSEBX-indeksen som referanse-indeks fikk Lerøy en beta på 0,6. Vår første oppfatning var at den var noe lav, og ikke reflekterte Lerøy sin faktiske risiko mot markedet. Oslo Børs er generelt svært korrelert mot oljepris-utviklingen, noe som reflekteres tydelig i betaen til Lerøy beregnet på OSEBX-indeksen.

Derfor besluttet vi å beregne betaen til Lerøy mot referanse-indeksen OSEAX, som inneholder alle aksjer notert på Oslo Børs. Dette ga oss en beta på 0,78.



Tabell 31: Beta Lerøy OSEAX indeksen

I tillegg undersøkte vi Lerøy sin beta opp mot Morgan Stanley sin World Index (MSCI). Ved bruk av denne referanse-indeksen fikk vi en beta på 0,046, noe som vurderes alt for lavt, og ikke representativt.

For å kunne vurdere hvilken beta som gir et mest riktig bilde på Lerøy sin risiko mot markedet har vi undersøkt hva statistiske byråer har estimert betaen til. Eikon er et finans-analytisk selskap. De estimerer en ukentlig 3-årig beta for Lerøy på 0,69. Dagens Næringsliv sine finansielle analyser estimerer at Lerøy sin ettårige beta tilsvarer 0,76. Tallene deres er levert av FactSet som er et amerikansk analysebyrå. På bakgrunn av analysebyråenes estimerer kan det virke som at betaen bør ligge et sted mellom 0,7 og 0,8.

Selv om analysebyråenes estimerer omtrentlig tilsvarer våre, mener vi at tallene ikke reflekterer Lerøy sin faktiske risiko opp mot markedet. På sikt vurderer vi det sannsynlig at betaen til Lerøy skal bevege seg nærmere markedets beta lik 1. Vi velger derfor å ta utgangspunkt i Lerøy sin beta beregnet opp mot OSEAX-indeksen, og oppjustere denne etter Bloomberg sin beta- oppjusterings-formel (Koller et al., 2015). Betaen til Lerøy blir derfor følgende:

$$\text{Justert beta} = 0,33 + 0,67 * \beta$$

$$\text{Ny justert beta} = \underline{0,85}$$

(Koller et al., 2015)

Avkastningskravet på egenkapitalen blir da følgende:

$$R_e = 1,75\% + 0,85 \cdot 5\% = \underline{6\%}$$

7.2 Gjeldskostnad

Det er to hovedfaktorer som utgjør avkastningskravet på gjelden til Lerøy. Den første faktoren er at gjeldskravet må være høyere enn den risikofrie renten. Dette for at utlånerne skal være villige til å bære den ekstra risikoen det medfører å låne ut penger til bedrifter sammenlignet med å plassere pengene som depositum i bank eller gjennom kjøp av statsobligasjoner med avkastning tilsvarende den risikofrie renta på 1,75%. Vi antar at den risikofrie renten ligger fast i hele perioden. Den andre faktoren som utgjør gjeldskostnaden er kredittrisiko-premien utlåner krever av den spesifikke låntageren. Kredittrisiko-premien er derfor en faktor som varierer i takt med risikoen selskapet (låntager) bærer.

For å beregne kredittrisikopremien til Lerøy er det en rekke faktorer som må vurderes. Hvilken kredittrating selskapet anses å ha er den primære faktoren som legger grunnlaget for utlåners krav for risikopremie utover den risikofrie renten. Kredittratingen settes av ratingbyråer og deretter foretar bankene (utlånerne) subjektive vurderinger for å beslutte risikopremien. Faktorer som inngår i en kredittrating er selskapets soliditetsgrad, likviditetsgrader og generelle risikonivåer knyttet til den operasjonelle drift-risikoen. Gjeldsandelen i selskapet før opptak av nye lån spiller også en rolle i utlåners krav. Generelt sett: jo høyere gjeldsandel, desto høyere risiko. Hvorvidt utlånerne kan ta pant (sikkerhet) i eiendelene til selskapet eller ikke, er et annet viktig moment.

Relevant og pålitelig informasjon om Lerøy sin kredittrating er vanskelig å finne. Vi har derfor besluttet å estimere gjeldskostnaden til Lerøy ved å beregne den gjennomsnittlige årlige rentekostnaden for Lerøy de siste 5 årene.

$$\text{Rentekostnad per år} = \frac{\text{Rentekostnad}}{(\text{IB netto rentebærende gjeld} + \text{UB netto rentebærende gjeld}) / 2}$$

$$\text{Gjeldskostnad i \%} = \text{Gjennomsnittlig rentekostnad} / \text{Gjennomsnittlig netto rentebærende gjeld}$$

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Snitt
Netto rentebærende gjeld	2 231 860	2 116 865	1 876 121	2 594 653	3 433 487	2 262 167	2 419 192
Rentekostnad	128 691	120 258	124 229	126 295	150 670	191 605	140 291
Gjeldsrente		5,53 %	6,22 %	5,65 %	5,00 %	6,73 %	5,83 %

Tabell 32: Historisk gjeldskostnad

Estimatene våre tilsier at en realistisk gjeldskostnad for Lerøy de kommende 5 årene bør tilsvare 5,83% før skattefradrag. Vi velger å runde av denne til 5,8%.

7.2.1 Skatt

Skattefradrag blir en relevant faktor for avkastningskravet når selskaper velger å finansiere deler av driften sin med gjeld. Ettersom gjeld medfører rentekostnader, får selskapet fradrag for disse kostnadene i beregningen av betalbar skatt. WACC-modellen tar høyde for dette, og gjeldskostnaden beregnes derfor etter skatt. Virkningen av dette er at kontantstrømmene blir neddiskontert med et avkastningskrav på totalkapitalen etter skattefradragene på gjelden.

Som diskutert i delkapittel 6.4 setter vi skattesatsen til 22%.

7.3 Vekting av egenkapital- og gjeldskostnad i WACC

For å få et avkastningskrav på totalkapitalen som er representativ for Lerøy er det kritisk å vekte inn selskapets egenkapital- og gjeldsandel inn i modellen. For å estimere markedsverdien på egenkapitalen multipliseres antall utestående aksjer med aksjekursen til selskapet. Per 5.april 2019 er Lerøy sin aksje verdsatt til 62,90 kr, og med 595 773 680 aksjer utestående, tilsvarer markedsverdien på egenkapitalen 37 474 164 472 kr, om lag 37,5 milliarder. Lerøy opplyser i 4.kvartalsrapport for 2018 at netto rentebærende gjeld per 31.12.2018 tilsvarer 2 546 412 000. Samlet sett gir dette Lerøy en markedsverdi på totalkapitalen på 40 020 576 472, om lag 40 milliarder.

Avkastningskravet på totalkapitalen blir følgende:

$$WACC = 6\% * \frac{37\,474\,164\,472}{40\,020\,576\,472} + 5,8\% * (1-0,22) * \frac{2\,546\,412\,000}{40\,020\,576\,472} = \underline{5,906\%}$$

Vi velger å avrunde WACC-kravet til 5,9% når denne benyttes videre i oppgaven.

8. Fundamental verdsettelse

I dette kapitlet skal vi beregne markedsverdien av egenkapitalen til Lerøy med grunnlag i våre estimerte fremtidige kontantstrømmer. Vi skal benytte en Discounted Cash-Flow- (DCF) modell hvor vi anvender avkastningskravet til totalkapitalen for å neddiskontere de fremtidige kontantstrømmene. I dette kapitlet beregner vi også terminalverdien til Lerøy basert på totalkapitalkostnaden og et evig vekst-estimat (g), som vi også skal neddiskontere til nåverdi. Alle kontantstrømmene neddiskontert gir oss virksomhetsverdien (Enterprise Value) til Lerøy.

Formelen for Enterprise Value er følgende:

$$EV = \sum_{i=1}^{n=4} \frac{FCF_i}{(1+WACC)^i} + \frac{FCF_{n+1}}{(WACC-g)} * \frac{1}{(1+WACC)^n}$$

(Kaldestad og Møller, 2016)

Hvor;

EV: Enterprise Value

FCF: Fremtidige estimerte kontantstrømmer

WACC: Avkastningskravet på totalkapitalen

g : vekstrate til uendelig

8.1 Terminalverdi

Frem til nå har vi budsjettet og estimert veksten og verdien på kontantstrømmene fra i dag og fem år frem i tid. Fra år fem må vi estimere terminalverdien til Lerøy, også kalt «horizon value». Terminalverdien er nåverdien av alle fremtidige forventede kontantstrømmer fra år fem. Den beregnes på basis av en konstant vekstrate, g , som skal reflektere den evige veksten til selskapet. Terminalverdien beregnes på bakgrunn av Gordons formel slik:

$$Terminalverdi = \frac{FCF_{n+1}}{(WACC - g)}$$

Størrelsen på totalkapitalkostnaden og den evige vekstraten (g), får som modellen uttrykker, stor betydning. For å estimere g må vi drøfte fremtidige vekst-utsikter på uendelig lang sikt. Vi mener det er rasjonelt og realistisk at Lerøy sin vekst på sikt vil avta og stoppe opp. Når vi estimerer g vil tidshorisonten på intervallet være så stort at den reelle veksten for selskapet vil nærme seg null. Med andre ord vil selskapets effektive vekst justert for inflasjon vannes ut, og forsvinne. Det eneste realistiske målet til Lerøy på uendelig lang sikt vil derfor være å opprettholde sin virksomhetsverdi justert for inflasjon. På bakgrunn av dette har vi besluttet å sette den uendelige vekstraten, g, lik Norges Bank sitt inflasjonsmål på 2%.

Med denne vekstraten får Lerøy, basert på våre estimerte kontantstrømmer, en terminalverdi på 46 610 772 000 kroner, tilsvarende 46,6 milliarder kroner i 2022.

8.2 Virksomhetsverdi (Enterprise Value)

For å beregne Lerøy sin virksomhetsverdi, må vi neddiskontere alle estimerte fremtidige kontantstrømmer, samt terminalverdien. Ved å benytte WACC-kravet på 5,9% blir virksomhetsverdien følgende:

	Nåverdi av kontantstrøm	4 729 727
+	Nåverdi av terminalverdien	37 059 748
=	Virksomhetsverdi	41 789 475

Tabell 33: Tall i 1000

Som tabellen uttrykker får Lerøy en beregnet virksomhetsverdi på ca. 41,8 milliarder kroner.

8.3 Egenkapitalverdi

For å beregne egenkapitalverdien til Lerøy må vi trekke netto rentebærende gjeld fra virksomhetsverdien. For å beregne aksjekurs-estimatet vi får ved bruk av DCF-modellen må egenkapitalverdien deles på antall utestående aksjer. Lerøy har i dag utstedt 595 773 680 aksjer:

Virksomhetsverdi	41 789 474 906
- Netto rentebærende gjeld	2 546 412 000
= Egenkapitalverdi	39 243 062 906
Antall utestående aksjer	595 773 680
Estimert verdi per aksje	65,87

Tabell 34: Egenkapitalverdi

Basert på våre estimater er markedsverdien på egenkapitalen til Lerøy ca. 39,2 milliarder kroner. Dette gir en estimert aksjekurs-verdi på 65,87 kroner. På tidspunktet aksjen verdsettes, omsettes den for 62,90 kroner (5.april 2019). Vårt aksje-estimat indikerer at Lerøy på verdsettelsestidspunktet er underpriset med om lag 4,7% i forhold til markedsverdien. Videre i oppgaven skal vi foreta en komparativ verdsettelse, der vi estimerer aksjeverdien til Lerøy på grunnlag av markedets prissetting på bransjen til Lerøy.

9. Komparativ verdsettelse

I dette kapitlet vil vi gjennomføre en komparativ verdsettelse av Lerøy. Ved multiplikatorbasert verdsettelse estimeres Lerøys selskapsverdi basert på hva sammenlignbare selskaper og eiendeler er omsatt for i markedet (Kaldestad & Møller, 2016). Komparativ verdsettelse brukes som supplement til den fundamentale verdsettelsen. Vi finner et bransjesnitt på de enkelte multiplene og estimerer Lerøy sin verdi basert på bransjesnittet.

Som skrevet i innledningen i delkapittel 1.3 har vi valgt å sammenligne Lerøy med Mowi, SalMar, Grieg og NRS. Multiplene vi har valgt å anvende i analysen er P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA og EV/SALES.

Alle aksjekurser er fra årets siste virkedag i 2018 (28.12). Resterende tall er hentet fra kvartalsrapporter og statistikk fra DN investor.

9.1 P/E

Multiplikatoren P/E illustrerer forholdet mellom markedsverdien på egenkapitalen til et selskap og årsresultatet til selskapet. Eller med andre ord; forholdet mellom aksjeprisen og resultat generert per aksje. P/E-multiplikatoren er mye anvendt blant investorer fordi den gir et raskt bilde på hvordan et selskap er priset i forhold til overskuddet deres. Forholdstallet er derfor anvendbart for å sammenligne prisingen av ulike selskaper. Teoretisk sett skal to selskap med like overskudd (altså årsresultat eller resultat per aksje) handles til samme aksjepris. I virkeligheten er dette usannsynlig da aksjepriser i stor grad styres av forventninger om fremtidig overskuddsvekst. Å sammenligne selskapers P/E multiplikator kan derfor være hensiktsmessig for å få et overblikk over hvor høyt selskapene er priset på fremtidige forhåpninger om vekst i forhold til den fundamentale verdien i dag. En høy P/E verdi betyr at aksjen er høyt priset i forhold til resultatene den genererer, noe som kan bety at aksjens markedsverdi består av store vekst-forhåpninger. En lav P/E betyr at selskapet er priset nærmere den teoretiske verdien som overskuddet tilsier at selskapet er verdt. En lav P/E-multiplikator kan derfor vurderes som attraktivt, men kan samtidig bety at selskapets ledelse, bedriftsmodell eller annet vurderes svakt av investorer.

P/E – multiplikatoren tar ikke hensyn til selskapers ulike kapitalstruktur, noe som er en svakhet. I praksis kan derfor selskaper med tilsvarende driftsresultat få ulike P/E-rater. Denne

multiplikatoren kan også variere mye mellom ulike bransjer, da markedet vekter fundamentale verdier og vekst-utsikter ulikt bransjer imellom.

P/E – multiplikatoren beregnes slik:

$$P/E = \frac{\text{Pris per aksje}}{\text{Resultat per aksje}}$$

	Mowi	Grieg	NRS	SalMar	Lerøy
Aksjekurs	182,7	102,3	179	428	65,94
EPS (Resultat per aksje)	14,21	10,63	16,54	28,55	5,88
P/E	12,86	9,62	10,82	14,99	11,21

Tabell 35: P/E

Som tabellen uttrykker er P/E raten til selskapene som sammenlignes noe varierende, men samtidig relativ lik. Bransjesnittet på P/E-multiplikatoren er 12,07, hvor vi har ekskludert Lerøy sin P/E fra beregningen. Ved å benytte bransjesnittet på P/E – multiplikatoren kan vi estimere aksjeverdien til Lerøy. Gjennom å multiplisere bransjesnittet med Lerøy sitt resultat per aksje oppnår vi et kurs-estimat basert på bransjens P/E-snitt.

$$\text{Estimert aksjekurs Lerøy} = 12,07 * 5,88 = \underline{71}$$

9.2 P/B

Multiplikatoren pris/bok er et forholdstall som forteller hvor høyt markedet priser et selskaps bokførte egenkapitalverdi. En lav P/B-rate kan indikere at et selskap er underverdsatt, og en høy P/B-rate kan indikere at et selskap er overpriset. Et viktig moment i anvendelsen av P/B-multiplikatoren er at markedsverdien av egenkapitalen reflekterer forventninger om fremtidige kontantstrømmer, mens den bokførte egenkapitalverdien reflekterer historiske inntjeningsnivåer (Kaldestad & Møller, 2016). En fordel med P/B- multiplikatoren sammenlignet med P/E er at pris til bok forholdet også er anvendbart for selskaper som har positiv bokført egenkapital men som generer negative overskudd. På lik linje med P/E-raten kan også P/B- multiplikatoren variere mye mellom bransjer.

Ulemper med P/B- multiplikatoren er at selskapets bokførte egenkapital endres dersom selskapet gir utbytte eller kjøper tilbake utestående aksjer i eget selskap. I vurderingen av en

P/B-rate bør derfor investorer ta hensyn til dette. I tillegg kan variasjoner i bokføringsmetoder av egenkapitalen gi utslag på multiplikatoren, noe som er en svakhet.

P/B- multiplikatoren beregnes slik:

$$P/B = \frac{\text{Pris per aksje}}{\text{Bokført verdi per aksje}}$$

	Mowi	Grieg	NRS	SalMar	Lerøy
Aksjekurs	182,7	102,3	179	428	65,94
Antall utestående aksjer	516 039 719	111 662 000	43 572 191	113 299 999	595 773 680
Markedsverdi EK	94 280 456 661	11 423 022 600	7 799 422 189	48 492 399 572	39 285 316 459
Bokført verdi EK	27 659 992 500	3 858 595 000	2 320 785 000	9 139 800 000	17 134 291 000
P/B	3,41	2,96	3,36	5,31	2,29

Tabell 36: P/B

Bransjesnitt på P/B er lik 3,76, mens Lerøy sin bokførte egenkapital er priset lavere på 2,29. Dette kan indikere at Lerøy er underpriset, men kan samtidig bety at investorer mener Lerøy har dårligere fremtidige kontantstrømutsikter sammenlignet med eksempelvis Mowi (P/B = 3,41) eller SalMar (P/B = 5,31).

Estimert aksjekurs Lerøy = $3,76 * 17\,134\,291\,000 / 595\,773\,680 = 108,1$

9.3 EV/EBIT

EV/EBIT er en populær multippel når det kommer til oppkjøp, fordi denne gjør det mulig å vurdere forskjellige selskapers underliggende drift opp mot hverandre. EV står for enterprise value, som er et mål på selskapets totale verdi, mens EBIT er driftsresultatet før skatter og finansposter. En ulempe med denne multiplikatoren er at den mangler viktige komponenter som inngår i en kontantstrøm, den tar for eksempel ikke hensyn til risiko og eventuelle kapitalbehov som måtte komme i framtiden. Denne multiplikatoren bør derfor ikke sees på i et vakuum, men i sammenheng med andre multiplikatorer (Kaldestad & Møller, 2016).

Multiplikatoren beregnes slik:

$$\frac{EV}{EBIT} = \frac{\text{Markedsverdi av EK} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{EBIT}$$

	Mowi	Grieg	NRS	SalMar	Lerøy
Virksomhetsverdi (EV)	109 700 000 000	13 200 000 000	9 700 000 000	48 300 000 000	38 500 000 000
EBIT (Driftsresultat)	7 232 526 000	1 098 818 000	641 726 000	3 460 800 000	3 569 000 000
EV/EBIT	15,17	12,01	15,12	13,96	10,79

Tabell 37: EV/EBIT

Lerøy får en EV/EBIT på 10,79 som er noe under bransjesnittet. Dette bidrar til å dra opp Lerøys aksjekurs. Basert på denne multiplikatoren får Lerøy en estimert aksjekurs på 79,97, noe som er over vår estimerte aksjekurs i den fundamentale analysen.

$$\text{Estimert aksjekurs Lerøy} = [(14,06 * 3\,569\,000\,000) - 2\,546\,000\,000] / 595\,773\,680 = \underline{79,97}$$

9.4 EV/EBITDA

EV/EBITDA sammenlikner selskapets underliggende drift på samme måte som EV/EBIT, men her tas det ikke hensyn til avskrivninger og nedskrivninger, som gjør at investeringsbehovet ikke blir vurdert. Denne multiplikatoren bør derfor heller ikke sees for seg selv, men i sammenheng med andre (Kaldestad & Møller, 2016).

EV/EBITDA beregnes slik:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Markedsverdi av EK} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{EBITDA}$$

	Mowi	Grieg	NRS	SalMar	Lerøy
Virksomhetsverdi (EV)	109 700 000 000	13 200 000 000	9 700 000 000	48 300 000 000	38 500 000 000
EBITDA	8 706 316 500	1 334 473 000	731 024 000	3 948 600 000	4 228 000 000
EV/EBITDA	12,60	9,89	13,27	12,23	9,11

Tabell 38: EV/EBITDA

Bransjesnitt på EV/EBITDA blir 12,00. Lerøy har fått en multiplikatorverdi på 9,11, noe som er lavere enn bransjesnittet. Lerøys estimerte aksjekurs blir dermed dratt opp. Lerøys estimerte aksjekurs er 80,87 når vi legger EV/EBITDA til grunn.

$$\text{Estimert aksjekurs Lerøy} = [(12,00 * 4\,228\,000\,000) - 2\,546\,000\,000] / 595\,773\,680 = \underline{80,87}$$

9.5 EV/Sales

EV/Salg er en multiplum som viser sammenhengen mellom virksomhetsverdien og selskapets omsetning (Kaldestad & Møller, 2016). Vi har valgt å bruke EV/Sales istedenfor Price/Sales. Det har vi gjort fordi Price/Sales ikke tar hensyn til et selskaps gjeldsandel. EV/Sales gir et grovt overslag ved sammenligning av selskaper. Siden alle selskapene har sitt hovedområde innenfor lakseoppdrett mener vi at denne multiplikatoren kan benyttes i den komparative analysen av Lerøy.

Multiplikatoren beregnes slik:

$$\frac{EV}{SALES} = \frac{\text{Markedsverdi av EK} + \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Omsetning}}$$

	Mowi	Grieg	NRS	SalMar	Lerøy
Virksomhetsverdi (EV)	109 700 000 000	13 200 000 000	9 700 000 000	48 300 000 000	38 500 000 000
Omsetning	36 647 808 750	7 552 326 000	5 080 806 000	11 342 600 000	19 838 000 000
EV/Sales	2,99	1,75	1,91	4,26	1,94

Tabell 39: EV/Sales

Vi ser at Lerøy, NRS og Grieg har relativt lave forholdstall sammenlignet med Mowi og spesielt SalMar. Med bransjesnitt på 2,73 settes estimert kurs på Lerøy til 86,53.

$$\text{Estimert aksjekurs Lerøy} = [(2,73 * 19\,838\,000\,000) - 2\,546\,000\,000] / 595\,773\,680 \equiv \underline{86,53}$$

9.6 Oppsummering komparativ analyse

Vi har valgt å vekte de ulike multiplikatorene likt da vi ikke anser en av dem for å ha særlig grad mindre eller større betydning.

	Kursmål
P/E	70,99
P/B	108,1
EV/EBIT	79,97
EV/EBITDA	80,87
EV/SALES	86,53
Snitt	85,3

Tabell 40: Oppsummering komparativ analyse

Vi finner høyeste estimering av Lerøy på 108,10 ved P/B og laveste på 70,99 ved P/E. Men det er likevel en tydelig tendens på at de fleste kursmålene på de ulike multiplene er priset omkring 80 kr.

Basert på den komparative analysen av bransjen Lerøy opererer innenfor, får Lerøy et gjennomsnittlig kursmål på 85,30 kroner per aksje.

10. Sensitivitetsanalyse

I sensitivitetsanalysen ønsker vi å undersøke og illustrere hvor sårbar vår estimerte aksjekurs er for endringer i avkastningskravet, samt for vekst- og andelsratene for konkrete estimerte poster i den fundamentale verdsettelsen. Først ser vi på hva endringer i de underliggende faktorene i beregningen av avkastningskravet på egenkapitalen, vil utgjøre for total kapitalens avkastningskrav og aksjekurs-estimatet. Deretter ser vi på hvordan endringer i gjeldskostnaden påvirker total kapitalens avkastningskrav og den estimerte aksjekursen. For å gi et overordnet innblikk på hvor sårbare våre beregninger er for en endring i avkastningskravet på total kapitalen, oppsummerer vi dette i en tabell opp mot estimert aksjekursverdi.

I tillegg til å se på betydningen av endringer i avkastningskravet når vi neddiskonterer kontantstrømmene vil vi illustrere hvordan konkrete endringer i våre kontantstrøm-estimerer kan påvirke aksjekurs-estimatet. Her undersøker vi hvordan endringer i omsetningsutvikling, og endringer i netto investeringsnivå kan få på estimert aksjekurs.

I sensitivitetsanalysen forutsetter vi at alle andre forhold holdes konstant ved endringer på en konkret post. Endringer i omsetningsutvikling vil naturligvis påvirke poster som estimeres på bakgrunn av andel av omsetning. Disse postene er varekostnad, lønnskostnad, andre driftskostnader og netto investeringsnivå. Dette er poster som korrelerer tett med omsetningsutviklingen og vi har derfor vurdert disse opp mot årlig omsetning. Ved alle andre konkrete endringer i predikerte regnskapsposter (foruten omsetningsutvikling) vil alle andre forhold holdes konstante.

10.1 Endringer i avkastningskravet og evig vekstrate (g)

I denne delen undersøker vi sårbarheten til vår estimerte aksjekurs opp mot de underliggende faktorene i beregningen av avkastningskravet på total kapitalen (WACC).

10.1.1 Risiko-fri-rente

Først vurderer vi den risiko frie renten.

Risk-free rate	1 %	1,20 %	1,40 %	1,50 %	1,60 %	1,70 %	1,75 %	1,80 %	1,90 %	2,00 %	2,10 %	2,20 %	2,30 %	2,40 %	2,50 %
WACC	5,20 %	5,39 %	5,58 %	5,67 %	5,77 %	5,86 %	5,90 %	5,95 %	6,05 %	6,14 %	6,23 %	6,33 %	6,42 %	6,51 %	6,61 %
Aksjekurs	81,54	76,69	72,35	70,35	68,44	66,53	65,87	64,9	63,26	61,69	60,18	58,75	57,37	56,05	54,79

Tabell 41: Risikofri-rente

Som tabellen uttrykker får potensielle endringer i renten stor virkning på vår estimerte aksjekurs. En nedjustert risikofri-rente til eksempelvis 1,5% vil direkte senke WACC-kravet med 0,25% (de små utslagene skyldes at vi avrundet vår WACC til 5,9%, og avrundinger langt ut i beregningene). Med en risikofri-rente på 1,5% oppnår vi en estimert aksjekurs på 70,35 kroner. Det økte aksje-estimatet skyldes at de predikerte kontantstrømmene og terminalverdien neddiskonteres med en lavere WACC. På den annen side; oppjusterer vi den risikofrie renten til 2% blir WACC-kravet på 6,14% og aksjekurs-estimatet blir 61,69. Med andre ord ser vi at en endring i den risikofrie-renten på +/- 0,25% gir en endring i aksjekurs på ca. 6,5%. Vår modell anses derfor som marginalt sårbar for endringer i den risiko-frie renten.

10.1.2 Beta

En annen viktig faktor i beregningen av avkastningskravet på egenkapitalen, og derav total Kapitalkostnaden, er Lerøy sin beta.

Beta	0,4	0,5	0,6	0,7	0,8	0,85	0,9	1	1,1	1,2	1,3	1,4
WACC	3,80 %	4,27 %	4,74 %	5,20 %	5,67 %	5,90 %	6,14 %	6,61	7,08 %	7,54	8,01 %	8,48 %
Aksjekurs	150,16	117,84	96,58	81,54	70,35	65,87	61,69	54,79	49,17	44,5	40,56	37,19

Tabell 42: Beta

Som tabellen uttrykker er vårt aksjekurs-estimat svært sårbart mot endringer i Lerøy sin betaverdi. En beta på 0,7 gir en estimert aksjeverdi på 81,54. På en annen side gir en beta på 1 (samme som markedet) en estimert aksjeverdi på 54,79. Med andre ord har betaen en markant påvirkningsfaktor på vår modell og aksjekurs-estimatet.

10.1.3 Markedets risiko-premie

Markedets risikopremie er en faktor som er tett knyttet opp mot betaverdien vi beregnet for Lerøy.

Markedets Risiko Premie	3,00 %	3,50 %	4,00 %	4,50 %	5,00 %	5,50 %	6,00 %	6,50 %	7,00 %	7,50 %	8,00 %
WACC	4,31 %	4,71 %	5,11 %	5,51 %	5,90 %	6,30 %	6,70 %	7,1	7,50 %	7,9	8,29 %
Aksjekurs	115,32	97,47	84,19	73,93	65,87	59,1	53,58	48,91	44,93	41,48	38,48

Tabell 43: Markedets risikopremie

Som vi ser av tabellen gjør en endring i markedets risikopremie på kun 0,5% i begge veier, store utslag på total kostnaden og aksjekurs-estimatet. Vi vurderer endringer i risikopremien til markedet som lite sannsynlig da denne har ligget stabilt på 5% i mange år. På bakgrunn av

dette vurderer vi modellen sin sårbarhet mot markedets risikopremie som lav, selv om utslagene i tabellen overfor er markante.

10.1.4 Gjeldskostnad

Gjeldskostnaden til Lerøy er en faktor som kan variere, og som derav kan ha en sentral innvirkning på total kapitalens avkastningskrav og aksjekurs-estimatet.

Gjeldskostnaden	4,00 %	4,30 %	4,60 %	4,90 %	5,20 %	5,50 %	5,80 %	6,10 %	6,40 %	6,70 %	7,00 %	7,30 %	7,60 %
WACC	5,82 %	5,83 %	5,85 %	5,86 %	5,88 %	5,89 %	5,90 %	5,92 %	5,94 %	5,95 %	5,97 %	5,98 %	6,00 %
Aksjepris	67,44	67,16	66,87	66,59	66,31	66,03	65,87	65,48	65,21	64,94	64,68	64,41	64,15

Tabell 44: Gjeldskostnad

Som tabellen uttrykker får endringer i gjeldskostnaden svært lav, og tilnærmet ingen signifikant betydning for total kapitalens avkastningskrav og aksjekurs-estimatet. Dette skyldes at Lerøy sin markedsverdi på gjeld er svært lav i forhold til markedsverdien på egenkapitalen. På bakgrunn av dette vurderer vi endringer i gjeldskostnaden til å være en minimal sårbarhet for modellen vår og aksjekursestimatet.

10.1.5 Vekstrate g

Den evige vekstraten, g, er en faktor som har stor betydning i beregningen av terminalverdien til et selskap. Som vi drøftet i delkapittel 8.1 satt vi vekstraten lik inflasjonsmålet på 2%.

Tabellen nedenfor illustrerer hvor sårbar vår estimerte aksjekurs i DCF-modellen er for endringer i vekstraten g.

Vekst-faktor g	1,30 %	1,40 %	1,50 %	1,60 %	1,70 %	1,80 %	1,90 %	2,00 %	2,10 %	2,20 %	2,30 %	2,40 %	2,50 %
Aksjepris	56,32	57,49	58,71	60,00	61,33	62,73	64,21	65,87	67,39	69,11	70,92	72,84	74,87

Tabell 45: Vekstrate g

Som tabellen uttrykker har vekstraten relativ stor innflytelse på aksjekursen. Vi ser at endringene ikke utgjør så stor prosentvis utslag på kursen. Vi mener sannsynlige endringer i vekstraten er på +/- 0,2%, noe som gir marginale utslag i kursen.

10.1.6 Oppsummert WACC

WACC	3,5 %	4,0 %	4,5 %	5,0 %	5,5 %	5,9 %	6,5 %	7,0 %	7,5 %	8,0 %	8,5 %	9,0 %
Aksjekurs	181,41	134,45	106,28	87,51	74,11	65,87	56,26	50,01	44,91	40,66	37,07	34,00

Tabell 46: WACC

Denne tabellen legger vi ved for overordnet å illustrere hvor sårbar modellen vår og aksjekurs-estimatet vårt er for endringer i avkastningskravet på totalkapitalen. Som tabellen uttrykker er modellen svært sårbar for en endring i WACC-kravet begge veier, og dette vurderes samlet sett som den største sårbarheten i vår modell.

10.2 Endringer i vekst- og andelsrater for konkrete poster

10.2.1 Omsetningsutvikling

Vi besluttet å sette omsetningsutviklingen i vår DCF-analyse til 5,5% i de første to årene, 5% i de neste to, og 4,5% i det siste året av perioden. I denne analysen skal vi undersøke og illustrere hvor sårbar aksjekursestimatet vårt er for endringer i omsetningsutviklingen.

For å illustrere dette best mulig forutsetter vi at omsetningsvekst-raten er konstant lik for alle predikerte perioder. Virkningen blir følgende:

Omsetningsutvikling	1,50 %	2,00 %	2,50 %	3,00 %	3,50 %	4,00 %	4,50 %	5,00 %	5,50 %	6,00 %	6,50 %	7,00 %
Aksjepris	66,84	66,55	66,23	65,88	65,49	65,07	64,61	64,11	63,57	63,00	62,37	61,70

Tabell 47: Omsetningsutvikling

Som vi ser av tabellen oppnår vi faktisk et lavere aksjekurs-estimat når omsetningsveksten øker. Dette har to hovedårsaker: (1) Kostnadene er i stor grad knyttet opp som andeler av omsetning, og (2) i vår modell vil endring arbeidskapital få økt negativ påvirkning når omsetningen øker. Dette er en klar svakhet ved vår modell. Dersom Lerøy klarer å stabilisere seg på en omsetning over flere år, vil delta arbeidskapital negative påvirkning på kontantstrømmene vannes ut.

10.2.2 Netto investeringsnivå

Netto investeringsnivå har vi beregnet som en andel av omsetning. For å forenkle analysen har vi satt ett konstant netto investeringsnivå-andel av omsetning for alle predikerte perioder. Virkningen blir følgende:

Netto investeringsnivå	2,00 %	3,00 %	4,00 %	5,00 %	6,00 %	7,00 %	8,00 %	9,00 %	10,00 %	11,00 %	12,00 %	13,00 %
Aksjepris	136,67	126,65	116,63	106,61	96,59	86,57	76,55	66,53	56,51	46,49	36,47	26,45

Tabell 48: Netto investeringsnivå

Som vi ser av tabellen får andelen netto investeringsnivå av omsetning svært stor innvirkning på aksjekurs-estimatet. Dette er en post hvor estimatene våre er tilknyttet stor usikkerhet, og vi har derfor vært konservative i våre vurderinger og lagt andelen på noe over 9% i snitt for alle perioder. Som vi ser ville utslagene blitt store ved valg av 8%- eller 10% over hele perioden. Dog, underbygger vi vårt valg med at Lerøy har kommunisert at investeringsnivået vil reduseres. Oppsummert vurderer vi endringer i netto investeringsnivå som en markant sårbarhetsfaktor på estimert aksjekurs.

11. Konklusjon

Formålet med denne oppgaven har vært å estimere verdien av egenkapitalen til Lerøy. Vi har brukt to verdsettelsesmetoder for å estimere dette. I tillegg har vi gjort en strategisk analyse som har lagt føring for våre vurderinger i verdsettelsesprosessen. For å verdsette Lerøy sin egenkapital har vi benyttet en fundamental- og en komparativ analyse. Hovedvekten vår har ligget på den fundamentale analysen, da denne tar for seg kontantstrømmen til selskapet. Den fundamentale analysen er supplert med en komparativ analyse som indirekte verdsetter Lerøy sin aksjekurs basert på hvordan markedet verdsetter sammenlignbare selskaper i bransjen.

I kontantstrømanalysen estimerte vi de årlige kontantstrømmene samt terminalverdien til Lerøy. For å kunne beregne aksjeprisen til Lerøy må disse kontantstrømmene neddiskonteres ved hjelp av totalkapitalens avkastningskrav. Her har vi blant annet måtte sette estimater på risikofri rente, Lerøy sin beta, markedets risikopremie og kredittrisikopremien. For å estimere de fremtidige kontantstrømmene har vi sett på historiske tall, trender, samt trukket inn momenter fra strategisk analyse og gjort skjønnsmessige vurderinger. Som drøftet i sensitivitetsanalysen vil disse beslutningene utgjøre forskjeller i det sluttproduktet vi ender på. Resultatet er derfor ikke basert kun på eksakt vitenskap men også på våre vurderinger og tanker om fremtiden.

I den fundamentale analysen kom vi frem til en virksomhetsverdi på 41 789 MNOK. Ved å trekke fra netto rentebærende gjeld på 2 546 MNOK får vi en egenkapitalverdi på 39 243 MNOK og en aksjepris på 65,87 NOK. I den komparative analysen fikk vi en aksjepris på 85,3 NOK etter å ha beregnet et snitt av fem utvalgte multiplikatorer. Multiplikatorene varierte i verdi fra 70,99 til 108,1, og vi vektet alle disse likt.

For å sette aksjeprisen har vi valgt å vekte den fundamentale analysen med $\frac{2}{3}$ og den komparative analysen med $\frac{1}{3}$. Dette med grunnlag i at den fundamentale analysen er basert på fundamentale forhold i Lerøy. Den komparative analysen gir en indirekte verdsettelse av Lerøy basert på selskapene vi har valgt å sammenligne Lerøy med i bransjen. Etter sammenstilling av de to metodene får vi en aksjepris på 72,35. Fra dagens kurs (05.04.2019) på 62,90 gir det en oppside på 15%.

Gjennom strategisk-, regnskaps- og finansiell analyse har vi sett at Lerøy er et solid selskap i en bransje i utvikling. Gjennom våre vurderinger mener vi at Lerøy er noe underpriset og anbefaler derfor kjøp.

12. Oppgavekritikk

Som nevnt i delkapittel 1.3 har vi gjort en rekke avgrensinger som har bidratt til at vi sitter igjen med det resultatet vi har fått. Vi har benyttet kvartalsrapporter som eneste kilde knyttet til regnskapstall for 2018, så det kan forekomme avvik i våre regnskapstall for 2018 og de faktiske regnskapstallene for 2018 når årsrapportene slippes. Siden alle kildene våre er offentlig tilgjengelig sekundærdata må man være kritiske til informasjonen som kommer fram. Det kan hende kildene ikke er upartiske, og sådan vil dette svekke oppgavens validitet.

Underveis i oppgaven har vi også måtte gjøre ulike valg og vurderinger som også har bidratt til vårt resultat.

Kontantstrømanalysen vår er i all hovedsak basert på historiske tall og trender/antagelser om framtiden. Resultatet vi får i analysen vil dermed utelukkende være avhengig av hvilke forutsetninger vi har lagt til grunn.

En faktor som også er grunnlag for diskusjon er det at vi har benyttet samme diskonteringsrente for alle kontantstrømmene. Ideelt sett burde vi utformet et eget avkastningskrav for hver enkelt kontantstrøm. Særlig terminalverdien, er sårbar for endringer i avkastningskravet.

Vi har heller ikke tatt hensyn til forskjellen mellom betalbar og utsatt skatt, vi har kun sett på total skattekostnad. Dette kunne hatt et utslag i vår fundamentale verdsettelsesanalyse.

Litteraturliste

Faglitteratur:

Boye, K. & Keeping, D., 2018. Finansielle emner 15. utg., Oslo: Cappelen Damm akademisk.

Brealey, R.A., Myers, S.C. & Allen, F., 2017. Principles of corporate finance 12th ed., New York: McGraw-Hill Education.

Erichsen, M., Solberg, F. & Stiklestad, T., 2015. Ledelse i små og mellomstore virksomheter, Bergen: Fagbokforl.

Jacobsen, D.I., 2015. Hvordan gjennomføre undersøkelser?: innføring i samfunnsvitenskapelig metode 3. utg., Oslo: Cappelen Damm akademisk.

Kaldestad, Y. & Møller, B., 2016. Verdivurdering : teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper 2. utg., Bergen: Fagbokforl.

Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D., (2015). Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies. (6th ed.). New Jersey: John Wiley & Sons.

Kristoffersen, T., 2016. Årsregnskapet : en grunnleggende innføring 5. utg., Bergen: Fagbokforl.

Fagartikler:

Ergo, T. (2010, 17.09) Dagbladet. Hentet 27.03.2019. Tilgjengelig fra: <https://www.dagbladet.no/nyheter/forskere---norsk-lakse-virus-la-chilensk-oppdrett-i-ruiner/64644420>

EY. (2017) The Norwegian Aquaculture Analysis 2017. Hentet 20.02.2019. Tilgjengelig fra: [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_-_The_Norwegian_Aquaculture_Analysis_2017/\\$FILE/EY-Norwegian-Aquaculture-Analysis-2017.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_-_The_Norwegian_Aquaculture_Analysis_2017/$FILE/EY-Norwegian-Aquaculture-Analysis-2017.pdf)

Fiskeridirektoratet, Biomasseregisteret [Reported fish feed used in Norway from 2005 to 2016. Numbers are in million tons. Source: Directorate of Fisheries Biomass Statistics; Hentet 20.03.2019. Tilgjengelig fra: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Statistikk-akvakultur/Biomassestatistikk>

Fiskeridirektoratet. (2018, 14.08). Utviklingstillatelser. Hentet 27.02.2019. Tilgjengelig fra: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Saertillatelser/Utviklingstillatelser>

FN. (2018, 02.07). Befolkning, migrasjon og urbanisering. Hentet 27.02.2019. Tilgjengelig fra: <https://www.fn.no/Tema/Fattigdom/Befolkning>

Grieg Seafood, «Kvartalsrapport Q4 2018». Tilgjengelig fra: <https://www.griegseafood.no/wp-content/uploads/2019/02/GSF-Q4-2018-Report.pdf>

- Havforskningsinstituttet. (2018, 20.02). Lus og rømt oppdrettsfisk er de største miljøutfordringene. Hentet 27.02.2019. Tilgjengelig fra: <https://www.hi.no/hi/nyheter/2018/februar/lus-og-romt-oppdrettsfisk-er-de-storste-miljoutfordringene>
- Helsenorge. (2018, 20.11) Kostråd om fisk og sjømat. Hentet 27.02.2019. Tilgjengelig fra: <https://helsenorge.no/kosthold-og-ernaring/kostrad/spis-fisk-oftere>
- Kolberg, M. (2016, 08.08). NRK. Hentet 27.02.2019. Tilgjengelig fra: <https://www.nrk.no/urix/slik-vil-trump-skape-flere-jobber-og-okonomisk-vekst-1.13078549>
- Laksefakta. (2018). Norske regler for miljø og oppdrett. Hentet 28.02.2019. Tilgjengelig fra: <https://laksefakta.no/laks-og-miljo/norske-regler-for-miljo-og-oppdrett/>
- Lerøy Seafood Group ASA, «Foreløpige Finansielle Tall, 2018». Tilgjengelig fra: <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/kvartalsrapporter/q4-2018-rapport.pdf>
- Lerøy Seafood Group ASA, «Årsrapport 2017». Tilgjengelig fra: <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport-2017>
- Lerøy Seafood Group ASA, «Kvartalsrapport Q4 2018». Tilgjengelig fra: <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02documents/rapporter/kvartalsrapporter/q4-2018-rapport.pdf>
- Lysold, S.S. (2015, 18.03). NRK Nordland. Hentet 27.02.2019. Tilgjengelig fra: <https://www.nrk.no/nordland/kina-innforer-nye-restriksjoner-pa-import-av-norsk-laks-1.12267803>
- Marine Harvest. (2018). Salmon farming industry handbook. Hentet 28.03.2019. Tilgjengelig fra: <http://hugin.info/209/R/2200061/853178.pdf>
- Marine Harvest. (2018). Annual report 2018. Hentet 03.04.2019. Tilgjengelig fra: <http://hugin.info/209/R/2239765/882920.pdf>
- Norges bank. Styringsrenten. Hentet 27.02.2019. Tilgjengelig fra: <https://www.norges-bank.no/pengepolitikk/Styringsrenten/>
- Norges Sjømatråd. (2019) Hentet 05.04.2019. Tilgjengelig fra: <https://nokkeltall.seafood.no>
- Norges Sjømatråd, 2017, «Nøkkeltall». Tilgjengelig fra: <https://seafood.no/markedsinnsikt/nokkeltall/>
- Norway Royal Salmon. (2014). Fremtiden ligger i havet. Hentet 27.02.2019. Tilgjengelig fra: <https://norwayroyalsalmon.com/no/Baerekraft>
- Norway Royal Salmon, «Kvartalsrapport Q4 2018». Tilgjengelig fra: <https://mb.cision.com/Main/15973/2735808/989356.pdf>

NTB. (2019, 15.03). Hegnar.no. Hentet 23.03.2019 Tilgjengelig fra:
<https://www.hegnar.no/Nyheter/Naeringsliv/2019/03/Lakseskatt-kan-gi-opptil-7-milliarder-kroner-i-statskassa?fbclid=IwAR1g1CDXOeswo8ZpMt1vj-ySBIRLbo8QjjpEXkdDshOq4WPW2j2raxa4u-s>

Petterson. E, «Skal bygge verdens største gjennomstrømningsanlegg». Tilgjengelig fra:
<https://www.vol.no/nyheter/andoy/2018/11/22/Skal-bygge-verdens-storste-gjennomstromningsanlegg-17924708.ece>

Regjeringen. (2018, 21.12). Konsesjonssystemet i deltakerloven. Hentet 28.02.2019.
Tilgjengelig fra: <https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/fiskeri-og-havbruk/rad-1/fiskeri-ny/reglar-og-reguleringar/konsesjonssystemet--generelt/id418041/>

SalMar (2018). Kvartalsrapport Q4 2018. Hentet 03.04.2019. Tilgjengelig fra:
<http://hugin.info/138695/R/2234949/879655.pdf>

Smarte Penger (2019, 05.02) Lønnsstatistikk. Hentet 03.04.2019. Tilgjengelig fra:
<https://www.smartepenger.no/jobb/2584-lonnsutvikling>

SSB. (2019, 27.03). Eksport av laks, uketall. Hentet 28.03.2019. Tilgjengelig fra:
<https://www.ssb.no/utenriksokonomi/statistikker/laks/uke>

Stavrum, G. (2018, 31.03). Nettavisen. Hentet 28.02.2019. Tilgjengelig fra:
<https://www.nettavisen.no/na24/satser-fire-milliarder-pa-lakserevolusjon-i-florida/3423425637.html>

Tekna. (2018, 05.09). Norsk oppdrett i endring. Hentet 28.03.2019. Tilgjengelig fra:
https://www.tekna.no/kurs/innhold/norsk-oppdrett-i-endring/?fbclid=IwAR2wOyUZ08fiviwP2V4UbdCUVDcWb7w0Yh_VUV1qwmXpiCnPZw6WTQPXP4Y

Veterinærinstituttet. Lakselus. Hentet: 25.03.2019. Tilgjengelig fra:
<https://www.vetinst.no/sykdom-og-agens/lakselus>

Ytreberg, R. (2018, 07.10). DN. Hentet 28.02.2019. Tilgjengelig fra:
<https://www.dn.no/havbruk/oppdrett/atlantic-sapphire/laks/bygger-laksefarm-i-alligatorland/2-1-420306>

Ytreberg, R. (2018, 12.12) Hentet 04.04.2019. Tilgjengelig fra:
<https://www.dn.no/havbruk/lakselus/laks/lakseoppdrett/rekordhoye-lonnskostnader-i-lakseoppdrett/2-1-497924>

Ytreberg, R. (2018, 05.07). DN. Hentet 27.02.2019 Tilgjengelig fra:
<https://www.dn.no/havbruk/laks/kina/per-sandberg/kina-apner-for-laks-fra-nord/2-1-374042>

Ytreberg, R. (2018, 08.02) DN. Hentet 27.02.2019. Tilgjengelig fra:
<https://www.dn.no/havbruk/lakseoppdrett/norges-sjomatrad/kina/kan-na-en-milliard-i-host/2-1-270271>