

UNIVERSITETET FOR MILJØ- OG BIOVITENSKAP



Sammendrag

Denne masteroppgaven foretar en verdsettelse av Lerøy Seafood Group sett fra en langsiktig investors perspektiv. Oppgaven verdsetter selskapet ved hjelp av fundamental med støtte i en komparativ verdsettelse.

Den fundamentale verdsettelsen bygges opp ved hjelp av FCFE som blir neddiskontert ved CAPM. Modellen er en tre stegs modell, hvor vekst og avkastningskrav endres. Veksten beregnes fra forventet reinvesteringsbehov for selskapet.

De to forskjellige teknikkene gir forskjellige indikasjoner på verdien til selskapet. Relative verdsettelsen indikerer en overprising, mens den fundamentale indikerer en underprising.

Med bakgrunn i denne utredningen gir jeg en nøytralt/hold investeringsanbefaling på Lerøy Seafood Group.

Innhold

| | |
|--|----|
| Sammendrag | 2 |
| Forord | 4 |
| Innledning | 5 |
| Bakgrunn | 6 |
| Rammeverk for verdsettelsen av Lerøy Seafood | 8 |
| Neddiskontert fri kontantstrømsanalyse | 8 |
| FCFE | 9 |
| Egenkapitalkostnaden | 11 |
| Vekst | 19 |
| Verdsetting av Lerøy med den fundamentale modellen | 21 |
| Komparativ verdsettelse med multipler | 23 |
| Price-Earnings Ratio (PE) | 23 |
| Price to Book value (PBV) | 24 |
| Komparativ verdsettelse konklusjon | 25 |
| Konklusjon / investeringsanbefaling | 26 |
| Figurer | 27 |
| Litteraturliste | 28 |
| Vedlegg | 29 |
| Vedlegg 1 resultatregnskap | 29 |
| Vedlegg 2 balanseregnskap | 30 |
| Vedlegg 3 fundamental verdsetting resultater | 31 |

Forord

Jeg har valgt å skrive en masteroppgave som omhandler verdivurdering, da dette fagfeltet er det som har interessert meg mest i min studietid ved Høyskolen i Oslo og Universitetet for Miljø og Biovitenskap. Bakgrunnen for valget av Lerøy Seafood Group var min lave kunnskap om en så viktig norsk næring som havbruk er. Valget av Lerøy var ikke nøyere overveid kontra andre selskaper i næringen.

Oppgaven har vært morsom og lærerik å skrive. Grunnet private ting har det blitt litt lite tid og skulle gjerne utnyttet bedre Atle Guttormsen sine kunnskaper i denne prosessen.

Jeg vil rette en stor takk til min kjære for at hun har støttet meg denne våren, uten deg ville jeg ikke fått det til!

Oslo, Våren 2012

Terje Skaaland

Innledning

Oppgaven er skrevet med tanke på en langsiktig investor i Lerøy Seafood Group.

Først presenterer jeg kort historien til Lerøy Seafood Group og kort om lakseprisen. Deretter legger jeg premissene for min fundamentale verdsettingsmodell og beregner inndata for modellen. Før jeg presenterer resultatene fra den fundamentale modellen. Tilslutt gjennomfører jeg en komparativ verdsettelse.

Oppgaven avsluttes med en konklusjon hvor jeg drar sammen resultatene fra den fundamentale og komparative verdsettelsen. Jeg gir til slutt min anbefaling om kjøp eller salg av Lerøy Seafood Group

Bakgrunn

Konsernet Lerøy har sine spor helt tilbake til 1800 tallet. Det var fiskebonden Ole Mikkel Lerøyen som startet salg av levende fisk på torget i Bergen. Fisken var delvis fisket selv, og delvis kjøpt av andre fiskere for videre salg. Han videreutviklet denne handelen helt frem til 1930, da to av hans ansatte Hans Lerøy st og Elisa Fjelstad startet det som i dag er Lerøys største salgsselskap- Halvard Lerøy AS.

Frem til 1997, var konsernet en familiedrevet bedrift. Emisjon rettet mot finansielle investorer, ble først iverksatt i 1997. I forbindelse med dette, ble selskapet da gjort om til et allmennaksjeselskap. I juni 2002 ble selskapet for første gang børsnotert. Forutsetning for å kunne utvikle konsernet videre til det det er i dag, har vært tilgang på kapital, senest i 2007 gjennomførte selskapet kontantemisjoner.

Siden begynnelsen har konsernet investert i både nasjonale og internasjonale virksomheter, med fokus på kvalitets sjømat, og ikke minst å kommersialisere nye fiskesorter. Lerøy Midnor AS, ble overtatt ved slutten av 2003, Lerøy Aurora AS i 2005, Lerøy Hydrotec AS og Lerøy Fossen AS i 2006 og Lerøy Vest AS i 2007. Havbruksvirksomheten ble betydelig økt i 2010, da konsernet kjøpte 50,71 % av aksjene i Sjøtroll Havbruk AS. Konsernet har i samme periode investert i nedstrøms aktivitet, som har gjort dem til ledende distributører av fersk fisk, internasjonalt og nasjonalt. Dette gjør at Lerøy i dag med sine 1.828 ansatte(2010), frem står som et «helintegrert» sjømat selskap, med gode muligheter for å vokse seg enda større.

Distribusjon, salg og markedsføring av sjømat, videreforedling av sjømat, egen produksjon av laks og ørret, samt andre arter og ikke minst produktutvikling er selskapets kjernevirksomhet.

Virksomheten utøves gjennom datterselskap i Norge, Sverige, Frankrike og Portugal. Utover dette er det etablert salgskontorer, som igjen sikrer den tilstedeværelsen selskapet trenger både internasjonal og nasjonalt. (Lerøy Seafood)

Lakseprisene har vært veldig volatile siste ti årene, prisene har svingt mellom nesten 45 kr kiloen og 18 kr kiloen. Denne volatiliteten skyldes i hovedsak et sykdomsutbrudd av ISA viruset i Chile 2007. I 2005 produserte Chile 400 000 tonn av laks, i 2010 hadde produksjonen falt til 100 000 tonn (Asche, Havard, Tveteras, & Tveteras, 2010).

Sett i sammenheng med at sjøbruksnæringen er en syklisk næring vil jeg prøve å normalisere tallene jeg bruker i den fundamentale verdsettingen. Med dette vil jeg prøve å fange denne volatiliteten i mine estimater uten å måtte ta stilling til hvordan lakseprisene vil utvikle seg i den nære fremtid.

Rammeverk for verdsettelsen av Lerøy Seafood

I min oppgave har jeg verdsatt Lerøy Seafood ved hjelp av to forskjellige metoder. Metodene er neddiskontert fri kontantstrøm til egenkapitalen (FCFE) analyse og komparativ verdsettelse med multipler.

Neddiskontert fri kontantstrømsanalyse

I FCFE modellen ser jeg på selskapets fremtidige kontantstrøm til egenkapitalen for å finne verdien på Lerøys Seafood Group. Tanken er å måle hvor mye kontanter som er tilgjengelig til å betales ut til aksjonærene etter at reinvesteringsbehov er møtt. For deretter å neddiskontere disse kontantstrømmene ved hjelp av CAPM. Damodaran gir på side 352 følgende formel for kontantstrømmen:

$$\text{FCFE} = \text{årsresultat} - (\text{investeringer} - \text{avskrivninger}) - (\text{endring i non-cash arbeidskapital}) + (\text{nye lån} - \text{lån nedbetalinger})$$

Damodaran gir tre alternative måter å diskontere FCFE. Den første antar stabil vekst mindre eller lik den nominelle veksten i økonomien som helhet. Det medfører at vi må anta at selskapet er modent og det ikke utbetales utbytte større enn hva som er mulig og opprettholde inn i evigheten. Lerøy har de siste årene kjøpt opp flere selskaper og de relativt store endringene i årsresultat medfører at dette ikke er en god modell for Lerøy.

Det andre alternativet antar en periode med høy vekst i starten før veksten faller rett ned til en stabil status i andre delen slik som alternativ 1. Dette er en approksimasjon for å bedre feilene ved første alternativ, men er heller ikke et godt alternativ, da et slikt dropp fra høy vekst til stabil vekst er lite sannsynlig.

Siste og antatt beste alternativet er en tre delt modell. Her beregner man først en vekst basert på historiske regnskapstall for en start periode. Deretter er det en gradvis reduksjon (eventuelt økning om veksten er negativ i starten) frem til terminal leddet som har en stabil vekst.

FCFE

Som bakgrunn for utarbeidelsen av FCFE har jeg brukt resultatregnskap og balanseregnskap (vedlegg 1 og 2) for Lerøy Seafood Group, hentet fra de respektive års årsrapporter. Lerøy Seafood Group innførte bruken av IFRS regnskapsstandard i 2005. Jeg har derfor valgt å ikke bruke eldre tall enn fra 2005 siden dette ville medført at jeg måtte omgruppert tidligere års regnskaper til IFRS standarden. Dette ville medført mulige store feilkilder.

| Free cash flow to equity | 2011 | 2010 | 2009 | 2008 | 2007 | 2006 |
|------------------------------------|---------------|---------------|--------------|----------------|----------------|---------------|
| Årsresultat | 378 677 000 | 1 429 569 000 | 729 488 000 | 124 730 000 | 277 014 000 | 651 516 000 |
| + Avskrivninger | 271 899 000 | 219 624 000 | 204 007 000 | 197 023 000 | 153 846 000 | 84 707 000 |
| - Investeringer | 274 824 000 | 810 289 000 | -64 620 000 | 263 558 000 | 1 366 203 000 | 1 478 255 000 |
| - Endring i noncash arbeidskapital | -432 644 000 | 868 452 000 | 192 232 000 | 1 608 179 000 | -1 032 712 000 | 746 303 000 |
| + Netto ny langsiktig gjeld | 207 664 000 | 716 994 000 | -168 054 000 | -51 938 000 | 146 702 000 | 1 082 078 000 |
| FCFE | 1 016 060 000 | 687 446 000 | 637 829 000 | -1 601 922 000 | 244 071 000 | -406 257 000 |

Figur 1

Figur 1 viser FCFE hvor jeg har linket rett fra balansen og resultatregnskapet. Eneste endringen gjort her er å korrigere raden for investeringer. Damodaran påpeker at her skal man kun ha kapital investeringsbehovet, ikke eventuelle oppkjøp av andre selskaper. Jeg har derfor korrigert for kjøp av Sjøtroll i 2010.

Fra figuren ser vi hvordan FCFE har endret seg fra -1,6 milliarder til 1 milliard i pluss. Dette gjør det vanskelig og predikere hvordan FCFE vil se ut i fremtiden. For å jevne ut en FCFE og konstruere et bedre estimat for fremtiden er det flere grep vi kan gjøre. For det første antar jeg at Lerøys Seafood Group kommer til å ha en tilsvarende miks for finansiering av noncash arbeidskapital og nyinvesteringer i fremtiden som i denne perioden. Fra denne perioden beregnet jeg derfor en gjennomsnittlig gjeldsratio (DR) på 39,1 %. Netto egenkapitalkontantstrøm fra kravene om å møte kapital kostandene blir da = - (Kapital kostnader – avskrivninger) (1 – DR). Og tilsvarende for arbeidskapital kravene = - (endring arbeidskapital) (1 - DR) (Damodaran, 2002, s. 352).

| Justert free cash flow to equity | 2011 | 2010 | 2009 | 2008 | 2007 | 2006 | Gjennomsnitt |
|--|--------------|---------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| Årsresultat | 378 677 000 | 1 429 569 000 | 729 488 000 | 124 730 000 | 277 014 000 | 651 516 000 | 598 499 000 |
| - Netto capital expenditure * (1-DR) | 1 781 866 | 359 824 144 | -163 643 487 | 40 532 111 | 738 549 466 | 848 928 270 | 304 328 728 |
| - Endring i noncash working capital * (1-DR) | -263 560 152 | 529 047 765 | 117 104 814 | 69 475 091 | 281 090 663 | 454 636 450 | 197 965 772 |
| FCFE | 640 455 286 | 540 697 091 | 776 026 673 | 14 722 798 | -742 626 129 | -652 048 720 | 96 204 500 |

Figur 2

Figur 2 viser den nye justerte FCFE. Fortsatt er det relativt store endringer fra år til år, men dette må være forventet i en syklisk industri. Mitt mål i denne oppgaven er ikke og predikere hvert enkelt år i fremtiden, men finne en verdi for selskapet. Så et kompromiss for å finne en kontantstrøm å bruke i verdsettingen blir her å bruke et gjennomsnitt over årene. Dette tallet skal i teorien da fange opp både de negative periodene i en syklus, men også de positive. For videre verdsetting av Lerøys Seafood Group vil jeg bruke en FCFE på 96 204 500.

Egenkapitalkostnaden

Diskonteringsrente for egenkapitalkostnaden finner jeg via CAPM. Denne modellen trenger tre inputs: risikofrirente, markedsrisikopremie og selskapets beta.

Risikofri rente

Alle modeller i finans er bygd rundt en tanke om at en investor kan velge å investere i en risikofri eiendel og at en risikopremie kreves for å investere i noe annet. Knappt nok noe kan sies å være risikofritt i dagens samfunn noe finanskrisen har vist. Her ser vi at statsobligasjoner som tidligere ble regnet som risikofrie i realiteten ikke var det. Norske statsobligasjoner er antatt og ikke ha den risikoen obligasjoner fra de fleste andre land har. Damodaran skriver at man bør bruke den risikofrie renten i det landet selskapet man verdsetter operer, siden det vil være en landsspesifikk risiko spesielt i voksende land, men også i en del i-land. Lerøy har hoveddelen av sin produksjon i Norge og i denne oppgaven bruker jeg norske statsobligasjoner for å finne den risikofrie renten.

Figur 3 viser hvilken risikofrie rente de forskjellige statsobligasjonene listet på Oslo bør gir. Damodaran påpeker at man bør bruke en statsobligasjon med løpetid med tilsvarende tidshorisont verdsettingen man skal gjøre. For verdsettingen av Lerøy vil jeg har ti år med kontantstrøm, pluss et terminalt ledd, ideelt ville jeg da hatt en statsobligasjon med ti års gjenstående løpetid. Siden det ikke finnes, bruker jeg NST474 og antar at den risikofrie renten på 2,24 % også vil være gjeldende for terminalleddet. Et mulig problem knyttet til NST474 er den lave likviditeten i denne obligasjonen, og sett i forhold til NST473 er det mulig at den risikofrie renten vil falle marginalt når likviditeten øker nærmere forfall. Jeg velger likevel å bruke 2,24% i denne oppgaven siden det syntes å være det mest fornuftige estimatet per dags dato.

| Ticker | Utløpsdato | Rentetermin | Kupong | Kurs (25.04.2012) | Dirtyprice | Nominell risikofri rente |
|--------|------------|-------------|--------|-------------------|------------|--------------------------|
| NST470 | 15.05.2013 | 15.05 | 6,5 | 105,05 | 111,19 | 1,63 % |
| NST471 | 15.05.2015 | 15.05 | 5 | 109,97 | 114,69 | 1,63 % |
| NST472 | 19.05.2017 | 19.05 | 4,25 | 111,8 | 115,77 | 1,79 % |
| NST473 | 22.05.2019 | 22.05 | 4,5 | 115,6 | 119,76 | 2,10 % |
| NST474 | 25.05.2021 | 25.05 | 3,75 | 112,25 | 115,74 | 2,24 % |

Figur 3

Markedsrisikopremie

To forskjellige syn på risikoaversjon er at den ikke endrer seg, eller at den endres over tid. Implikasjonene for risikopremie blir ved det første synet at en lengre periode for å beregne den er ønskelig. Mens det andre synet medfører at en kortere periode vil gi et mere oppdatert tall for risikopremien. Ved beregning av historisk risikopremie poengterer Damodaran de store standardfeilene som følger med estimatene, som vist i Figur 4 , gjort over historiske Amerikanske aksjepriser.

age is the best unbiased estimate of the premium. In reality, however, there are strong arguments that can be made for the use of geometric averages. First, en

TABLE 7.2 Standard Errors in Risk Premium Estimates

| Estimation Period | Standard Error of Risk Premium Estimate |
|-------------------|---|
| 5 years | $20\%\sqrt{5} = 8.94\%$ |
| 10 years | $20\%\sqrt{10} = 6.32\%$ |
| 25 years | $20\%\sqrt{25} = 4.00\%$ |
| 50 years | $20\%\sqrt{50} = 2.83\%$ |

These estimates of the standard error are probably understated, because they are based on the assumption that annual returns are uncorrelated over time. There is substantial em

Figur 4 (Damodaran, 2002, s. 161)

Som vi ser er standardfeilen knyttet til de kortere periodene høyere enn hva risikopremien er. I seg selv er dette noe som gjør estimatene ubrukelige til alle praktiske formål.

Så mitt utgangspunkt må være å bruke en lengst mulig tidsperiode for estimering av den historiske risikopremien. Da oppstår problemet at det ikke fanger opp eventuelle endringer i risikoaversjon hos den marginale investor. Jeg kan velge å se bort fra denne eller prøve å approksimere en endring i risikopremie ut fra den historiske premien.

Damodaran tar opp to punkter til som det må tas stilling til før jeg kan bestemme meg for en risikopremie. Det første er at det må være konsistens mellom valg av risikofrirente og valg av datasett for estimering av risikopremie. Siden jeg har valgt risikofrirente basert på norske statsobligasjoner må data grunnlaget være risikopremie på norske aksjer i forhold til norske

statsobligasjoner. Det andre punktet er valget mellom aritmetisk og geometrisk gjennomsnitt av de historiske avkastningene.

Det aritmetiske gjennomsnittet vil alltid være høyere enn det geometriske siden det aritmetiske viser det faktiske gjennomsnittet, mens det geometriske ser på det neddiskonterte. Mitt mål er å bruke den metoden som gir det beste estimatet for fremtiden. Det ledende synet har i mange år vært at man skal bruke aritmetiske for og predikere fremtiden, mens man skal bruke det geometriske for å beskrive fortiden (Damodaran, 2002). Dette er riktig hvis årlige avkastninger ikke er korrelert over tid. Empiriske studier indikerer at dette ikke er tilfellet, men faktisk er aksjer negativt korrelert over tid (Fama & French, 1988). Korrelasjonen er lav fra år til år, men om man ser på lengre perioder (5-10 år) er det sterk negativ seriekorrelasjon. Dette medfører at aritmetiske gjennomsnitt vil føre til ett for høyt estimat for risikopremien. Så i denne oppgaven vil jeg gjøre som Damodaran anbefaler, å bruke geometrisk gjennomsnitt for estimering av risikopremie.

Dimson, Marsh og Staunton gjorde en grundig gjennomgang av risikopremie i verden i sin artikkel "The Worldwide equity premium: a smaller puzzle" i 2006. De har tatt med tall fra 1900 – 2005 for 17 land og verdensindekser hvor også Norge er inkludert. De konkluderer med at risikopremien har ligget lavere enn hva tidligere studier har konkludert med. Vanlige lærebøker i finans har tatt utgangspunkt i datasett som startet i 1926. De påpeker da at man har utelatt en periode med en verdenskrig og andre hendelser som har gitt et for høyt estimat. Ibbotson sitt aritmetiske gjennomsnitt fra 1926 – 1999 var på 9,2%. Dimson, Marsh og Staunton poengterer at selv om vi ikke vil oppleve en verdenskrig eller hyperinflasjon som på 30-tallet, vil fremtiden bringe oss nye kriser men i andre former enn de vi har hatt. Finanskrisen i 2008 er et eksempel på dette. De anbefaler en fremtidig real risikopremie på 3 - 3,5% for en amerikansk investor. Uavhengig av dette poengterer de at "*The equity premium survives as a puzzle, however, and we have no doubt that it will continue to intrigue finance scholars for the foreseeable future*" (Dimson, Marsh, & Staunton, 7 april 2006, s. 29).

I tabellene i artikkelen er Norge listet, vi har hatt en risikopremie i perioden som har ligget konsekvent under den amerikanske med ca 2 %. Dette er også under verdensgjennomsnittet som ligger midt i mellom. Dimson, Marsh og Staunton mener denne variasjonen kan begrunnes med to ting. Det ene er forskjellig forventning om betaling for risiko og det andre

er tilfeldigheter. Jeg har ikke noe grunnlag for å konkludere at en som investerer i Norge vil ha en lavere forventning til betaling for sin risiko enn en som investerer i USA. Det må legges til grunn at i dagens globaliserte økonomi og relativ frie flyt av kapital vil denne forskjellen ikke oppstå i fremtiden og kun tilfeldigheter vil skille risikopremie i USA og Norge.

Avslutningsvis kommer Damodaran med en anbefaling om hva han syns er en fornuftig risikopremie å operere med. Han mener at en risikopremie på 4 % er den mest korrekte å bruke (Damodaran, 2002, s. 175). I denne oppgaven vil jeg bruke en real risikopremie som er litt lavere enn Damodaran sitt, men øverst i intervallet Dimson, Marsh og Staunton anbefaler, nemlig 3,5 %. Siden min verdsetting av Lerøys Seafood Group skal gjøres nominell må jeg legge til inflasjon på denne renten. Norges Bank har et inflasjonsmål på 2,5 %, jeg må anta at Norge igjen vil nå dette målet, men de siste publiserte tallene fra Norges Bank gir en inflasjon på 1,7 % (Norges Bank). Så i min verdsettelse vil jeg endre denne inflasjonen fra 1,7 % i første ledd, til og gradvis justeres opp til 2,5 % i terminalleddet. Dette gir en nominell markedsrisikopremie på 5,2 % til 6 % i verdsettelsen.

Egenkapitalbeta

Beta kan finnes på to måter i praksis. Man kan estimere beta på grunnlag av historiske børskurser ved hjelp av regresjonsanalyse. Eller man kan beregne en beta på grunnlag av komparative virksomheter, en såkalt "bottoms-up" beta.

En regresjonsbeta for Lerøys Seafood Group vil ha de samme problemene som markedsrisikopremien, nemlig store standardfeil. For å minimere disse er en lengre dataperiode ønskelig, men da vil endringer i selskapets struktur og i markedet ikke nødvendigvis fanges opp på en god måte (Damodaran, 2002).

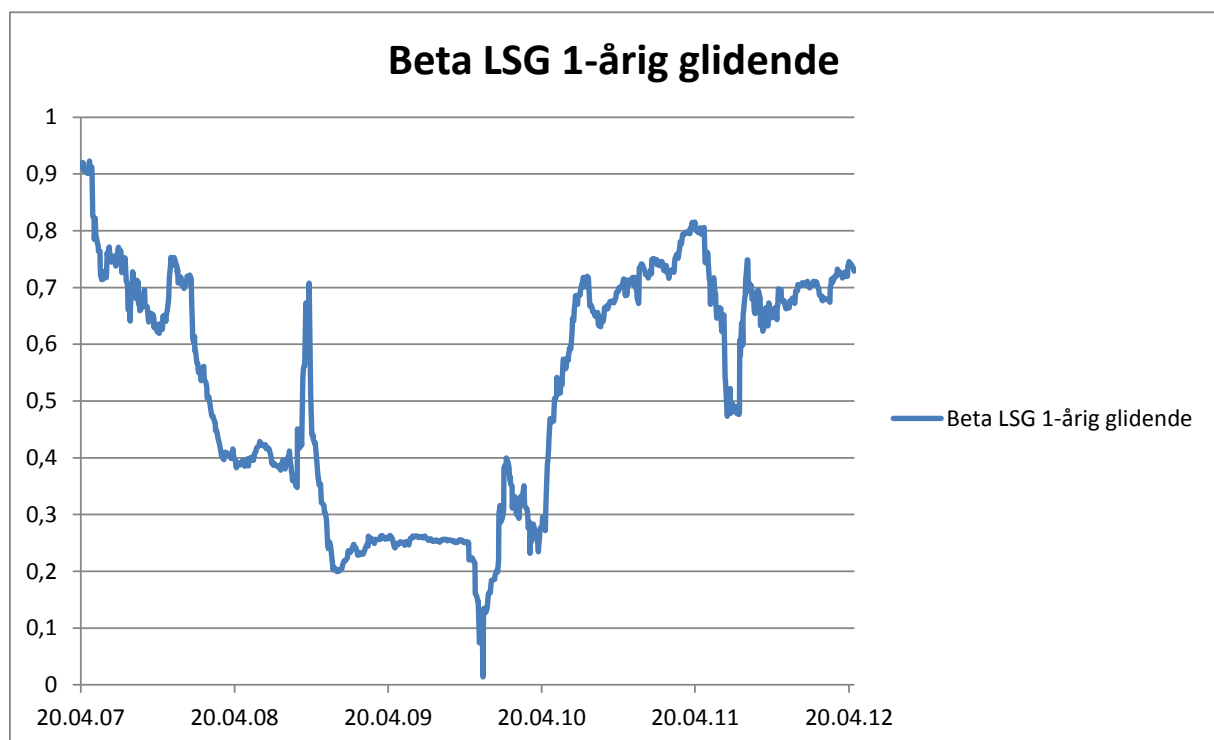
Figur 5: **Lerøys Seafood Group sin regresjonsbeta med start dato 10.04.06** viser Lerøys Seafood Group sin regresjonsbeta med talldata fra 10.04.06 til 20.04.12 for Lerøys Seafood Group og OSEAX basert på daglige avkastninger. Hvis det hadde eksistert nullavkastninger måtte disse bli korrigert siden dette ville ført til lavere beta verdier (Damodaran, 2002), ved for eksempel å gjøre de om til ukentlige avkastninger. Det finnes ikke nullavkastninger for Lerøys Seafood Group i perioden, dermed velger jeg å benytte meg av daglige kurser. Her ser jeg en endring

i betaen over denne perioden, som er veldig høy. Ut fra disse tallene er det umulig og si noe om hva den faktiske betaen til Lerøys Seafood Group er.

| | Alle år | 4år | 3år | 2år | 1år | 6mnd |
|------|---------|------|------|------|------|------|
| Beta | 0,45 | 0,39 | 0,60 | 0,77 | 0,73 | 0,85 |

Figur 5: Lerøys Seafood Group sin regresjonsbeta med start dato 10.04.06

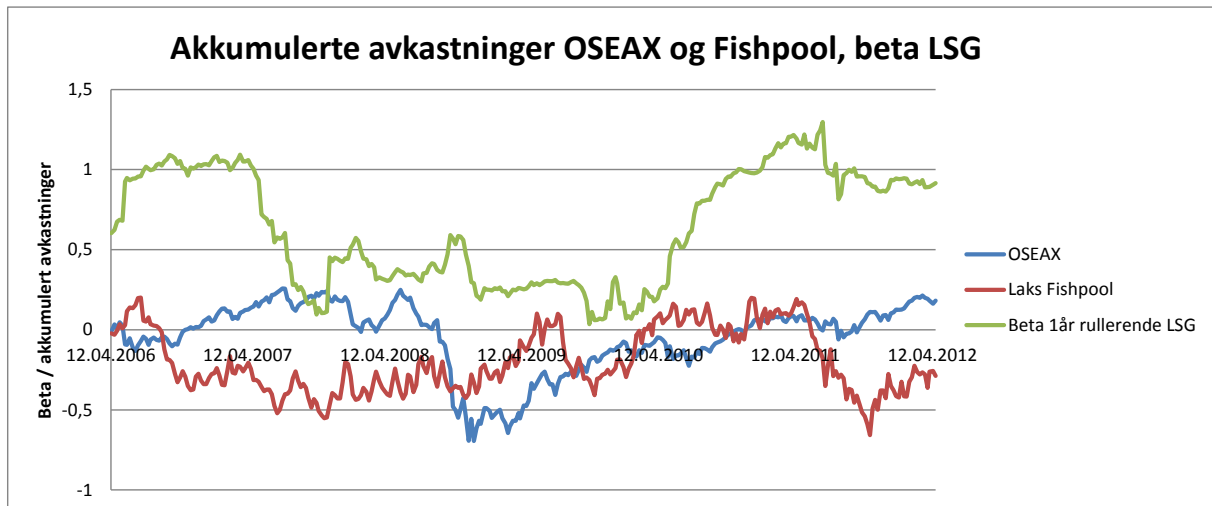
For å analysere hva disse store endringene kan skyldes startet jeg med og grafe en glidende beta for 1-årige data. Figur 5: **Lerøys Seafood Group sin regresjonsbeta med start dato 10.04.066** viser hvilken volatilitet som har ligget i Lerøys Seafood Group i data perioden basert på daglige kurser. Ut fra dette bildet kan en beta rundt 0,7 synes riktig, men det er umulig og si uten at vi vet hva de store endringene skyldes. Siden beta er en målestokk på risiko basert på historiske svingninger i forhold til markedet, må perioden med 0 – 0,5 bety at det er perioder der Lerøys Seafood Group i liten eller ingen grad svinger i takt med markedet, mens det i andre perioder følger markedet tettere. Mot slutten av perioden ser vi at Lerøys Seafood Group følger markedet tettere med unntak av en kort periode i midten av 2011.



Figur 6: basert på daglige avkastninger

Dette fikk meg til å se på svingninger i laksepriser ved Fishpool. Lerøys Seafood Group har hoveddelen av sin virksomhet knyttet til laks, så prisene på laks vil påvirke markedets prising av selskapet. Figur 7: **basert på ukentlige avkastninger** viser akkumulerte avkastninger for

OSEAX og Fishpool laksepriser satt opp mot en ettårig rullerende beta for Lerøys Seafood Group. Siden spotprisen på laks ved Fishpool settes en gang i uken fant jeg kun ukentlige kurser for laks. Dette førte til at jeg måtte gjøre om OSEAX og Lerøys Seafood Group sine daglige kurser til ukentlige avkastninger. Forskjellen på rullerende ettårig beta for Lerøys Seafood Group i Figur 7: **basert på ukentlige avkastninger** og i Figur 6: **basert på daglige avkastninger** er nettopp denne endringen.



Figur 7: basert på ukentlige avkastninger

Disse grafene gir et klarere bilde på hvorfor betaen til Lerøys Seafood Group fluktuerer så mye som den gjør. I perioder hvor betaen ikke er i området rundt 1 er det tydelig at lakseprisene har hatt en motsatt utvikling av OSEAX. Dette er veldig tydelig i perioden under finanskrisen hvor OSEAX falt mye, mens lakseprisene steg. Dette medførte også at betaen til Lerøys Seafood Group var ned mot 0 i den perioden. Dette sammenfaller med tidspunktet for problemene lakseprodusentene i Chile hadde med mye sykdom, noe markedet ikke forventet. Mot slutten av perioden ser jeg at lakseprisene har falt kraftig og OSEAX har holdt seg svakt oppadgående. Isolert skulle dette ledet til en mye lavere beta. Men siden prisfallet på laks i denne perioden var koblet mot overkapasitet i markedet og markedet hadde forventet dette. Det førte derfor ikke til større endring i betaverdien siden dette alt var priset inn i Lerøys Seafood Group prisen. Dette kan tyde på at betaen til Lerøys Seafood Group følger OSEAX ganske tett, så lenge det ikke kommer overraskende nyheter om lakseprisen slik som i 2007.

Hvilke regresjonsbeta for selskapet som virker som den mest fornuftige avhenger da om jeg bruker daglige eller ukentlige kurser. Begge grafene indikerer en stabil sektor for beta, men de legger seg litt forskjellig. Daglige kurser indikerer en beta akkurat i overkant av 0,7, ukentlige avkastninger indikerer en beta i rett rundt 1. Dagens Næringsliv 19.4.2012 oppgir en beta på 0,79 for Lerøys Seafood Group, dette er kanskje et godt estimat.

For å få et bedre beslutningsgrunnlag for hvilke beta som er mest hensiktsmessig å bruke valgte jeg å konstruere en "bottoms-up" beta. Tanken bak en slik beta er at et firma sin beta er avhengig av hvilken sektor selskapet operer i, hvor stor operasjonell og finansiell giring selskapet har (Damodaran, 2002, s. 192). Figur 8: **Bottomsup beta grunnlagsdata** viser sammenlignbare selskaper som er listet på Oslo børs som jeg har valgt ut som grunnlag for "bottoms-up" betaen. Kolonnen Beta er tall hentet fra Dagens Næringsliv 19.4.2012, regresjonsbeta for hele perioden er mine beregninger tatt over hele dataperioden jeg har fått tilgang til fra Oslo børs sine hjemmesider. Gjeldsgraden for selskapene er beregnet på bakgrunn av de respektive selskapene sine årsrapporter for 2011, alle forkortelsene er tickeren for selskapet på Oslo børs.

| Selskap | Beta | Regresjonsbeta hele perioden | Gjeldsgrad | Unlevered beta | Unlevered beta hele perioden |
|--------------|------|------------------------------|------------|----------------|------------------------------|
| AKS | 0,45 | 0,54 | 2,39 | | |
| CEQ | 0,88 | 0,88 | 0,68 | | |
| DOM | 0,39 | 0,3 | 2,46 | | |
| GSF | 0,91 | 0,85 | 1,47 | | |
| MHG | 1,07 | 0,84 | 1,10 | | |
| SALM | 0,82 | 0,18 | 1,85 | | |
| Gjennomsnitt | 0,57 | 0,45 | 1,24 | 0,41 | 0,32 |

Figur 8: Bottomsup beta grunnlagsdata

| Lerøy Seafood Group ASA | LGS |
|---------------------------|------|
| Gjeldsgrad | 0,98 |
| Levered beta | 0,70 |
| Levered beta hele periode | 0,55 |

Figur 9: Bottoms-up beta for Lerøys Seafood Group

Med bakgrunn i disse tallene konstruerte jeg en giret beta for Lerøys Seafood Group med gjeldsgraden Lerøys Seafood Group hadde ved årsskifte, dette vist i Figur 9: **Bottoms-up beta**

for Lerøys Seafood Group. Jeg ser at dette gir et lite utslag i beta beregning når jeg bruker hele data perioden eller DN sine tall for beta for de forskjellige selskapene.

I følge Damodaran vil normalt en "bottoms-up" beta være å foretrekke for tre grunner.

"

1. *They allow us to consider changes in business and financial mix, even before they occur.*
2. *They use average betas across large numbers of firms, which tend to be less noisy than individual firm betas.*
3. *They allow us to calculate betas by area of business for a firm, which is useful both in the context of investment analysis and in valuation.*

" (Damodaran, 2002, s. 204)

I tilfellet for Lerøys Seafood Group er det ikke stor forskjell på regresjonsbetaen gjort på daglige kurser og "bottoms-up" betaen gjort på bakgrunn av DN sine tall. Derfor vil jeg i denne oppgaven bruke en beta på 0,7 for Lerøys Seafood Group. For sammenligningsgrunnlag vil jeg også legge ved verdsetting gjort med beta på 0,55 og 1.

Avkastningskrav på egenkapitalen (CAPM)

$$r_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

Nominelle verdier for første ledd:

| Risikofri rente | Beta | Risikopremie | Avkastningskrav |
|-----------------|------|--------------|-----------------|
| 2,24 % | 0,55 | 5,20 % | 5,102 % |
| 2,24 % | 0,70 | 5,20 % | 5,882 % |
| 2,24 % | 1,00 | 5,20 % | 7,442 % |

Nominelle verdier for terminal ledd:

| Risikofri rente | Beta | Risikopremie | Avkastningskrav |
|-----------------|------|--------------|-----------------|
| 2,24 % | 0,55 | 6,00 % | 5,542 % |
| 2,24 % | 0,70 | 6,00 % | 6,442 % |
| 2,24 % | 1,00 | 6,00 % | 8,242 % |

Figur 10: CAPM

Figur 10: **CAPM** viser de forskjellige avkastningskravene for forskjellig Beta for første og siste ledd av verdsettelsen. Avkastningskravet for perioden verdsettelsen gjelder for vil glidende justeres fra første ledd til terminal leddet. I utgangspunktet kan et avkastningskrav i området 5,1 % til 7,44 % virke veldig lavt. Lerøys Seafood Group oppgir selv i sin årsrapport for 2011 at de har et avkastningskrav på gjennomsnittlig sysselsatt kapital på 18 % før skatt.

Vekst

Veksten til et selskap er en viktig input for en verdsetting. Hvis et selskap ikke vokser vil det implisitt si at selskapet vil slutte å eksistere om vi ser på et evighetsperspektiv, siden inflasjon og veksten i økonomien vil gjøre selskapet relativt mindre for hver periode. I det motsatte tilfellet, hvor veksten blir estimert for høyt, vil selskapet i et uendelighetsperspektiv ende opp med å være økonomien som helhet. Dette forutsetter en vekstrate over den nominelle veksten i økonomien i evigheten. Så med det som utgangspunkt vil jeg prøve å estimere en vekst for Lerøys Seafood Group som best mulig predikerer hvordan fremtidens kontantstrøm vil utvikle seg.

Å beregne en fremtidig vekst basert på historiskvekst kan i utgangspunktet være både intuitiv og enkelt. Men det er noen åpenbare fallgruver. Et gjennomsnitt av historisk vekst kan være forskjellig avhengig hvordan vi regner ut dette gjennomsnittet. Et aritmetisk gjennomsnitt vil gi et forskjellig svar i forhold til et geometrisk. Om det er negative data i utvalget vil det også slå forskjellig ut etter som hvordan vi regner det ut. Damodaran anbefaler sterkt å bruke kun geometrisk gjennomsnitt når man beregner vekst basert på historiske tall.

Jeg har valgt å gjøre to beregninger på historiske tall for veksten. En på bakgrunn av bidrag til egenkapitalen og en fra hvordan salgsinntektene har utviklet seg.

| Vekst basert på bidrag til EK | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|--------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------|-------------|
| Bidrag til egenkapitalen: | 348 616 000 | 736 223 000 | 430 860 000 | 321 753 000 | 933 495 000 | 1 649 193 000 | 650 576 000 |
| Årlig vekst | | 74,8 % | -53,6 % | -29,2 % | 106,5 % | 56,9 % | -60,6 % |
| Gjennomsnittlig årlig vekst | | 10,4 % | | | | | |

| Vekst basert på salgsinntekter | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Salgsinntekter | 4 014 454 000 | 5 616 592 000 | 6 290 898 000 | 6 057 053 000 | 7 473 807 000 | 8 887 671 000 | 9 176 873 000 |
| Årlig vekst | | 33,6 % | 11,3 % | -3,8 % | 21,0 % | 17,3 % | 3,2 % |
| Gjennomsnittlig årlig vekst | | 13,8 % | | | | | |

Figur 11: vekst basert på historiske tall

Figur 11: **vekst basert på historiske tall** viser en enorm svingning fra år til år, med et gjennomsnitt som gir henholdsvis 10,4 % og 13,8 % årlig vekst. Begge disse tallene kan i utgangspunktet synes som greie estimater for fremtidig vekst. Hvis jeg tar for meg det som ligger bak tallene, ser jeg at svingningene har vært fra -60 % til 106 %, det dermed ikke like tiltalende å benytte seg av disse tallene.

Hvis man bruker historiske salgstall eller tilsvarende for å beregne fremtidig vekst sier man implisitt at man tror historien vil gjenta seg. Man sier ingenting om hva som skaper vekst og hva som skal til for å vedlikeholde en slik vekst. For å kunne vedlikeholde driften i et selskap kreves det et nivå av reinvesteringer i driften. Verdien av disse investeringene kan variere fra år til år, noen selskaper kjøper inn store anleggsmidler det ene året som er tenkt å vare i mange år. Derfor kan reinvesteringsbehovet variere veldig fra år til år, men det er viktig å linke vekst til investeringene. Damodaran anbefaler å beregne vekst og kvaliteten på veksten basert på avkastningen av investeringene som er gjort. Firmaer som har høyere avkastning for egenkapitalen vil generere høyere vekst og veksten vil øke verdien av selskapet (Damodaran, 2002, s. 301).

I denne delen av oppgaven vil jeg derfor prøve å estimere Lerøys Seafood Group sin vekst basert på egenkapital reinvesteringsrate. Siden de historiske tallene fra Lerøys Seafood Group har vært veldig volatile vil jeg normalisere disse for å jobbe meg rundt problemet med en syklisk næring.

"Normalisert reinvesteringsrate = investeringer – avskrivninger + normaliserte endringer i noncash arbeidskapital"

Forventet vekst i høyvekst periode over 5 år = egenkapital reinvestings rate x forventet ROE + ((forventet ROE – dagens ROE)/dagens ROE)^{1/5} - 1" (Damodaran, 2002, s. 370)

Dagens avkastning på egenkapitalen (ROE) er beregnet fra årets resultat og egenkapital. Som en substitutt for fremtidig forventet ROE bruker jeg et gjennomsnitt av ROE for 2005 – 2011. Forutsetningen for denne perioden er en syklus, og dermed bør dette være målet for driften videre. Figur 12: **forventet vekst i høyvekst perioden** viser svarene fra beregningene og her finner jeg en vekstrate på 17,41 %.

| | |
|--|-------------|
| Investeringer | 688 084 833 |
| Avskrivninger | 271 899 000 |
| Normalisert noncash working capital | 90 315 817 |
| Normalisert reinvesteringsbehov | 506 501 650 |
| Gjeldsgrad | 49 % |
| Egenkapital reinvesteringsbehov | 256 204 611 |
| Egenkapital reinvestering i 2011 som % av net income | 68 % |
| Avkastning på egenkapitalen 2011 | 6,53 % |
| Avkastning på egenkapitalen gjennomsnitt 2005-2011 | 15,62 % |
| Forventet vekst rate høy vekst periode | 17,41 % |

Figur 12: forventet vekst i høyvekst perioden

Som nevnt i innledningen på dette kapitelet, er en vekst så høy som 17,41 % ikke troverdig å vedlikeholde inn i evigheten. Jeg setter derfor veksten til 17,41 % i en start periode på fem år, før jeg gradvis justerer denne nedover til den når Norges Bank sitt inflasjonsmål på 2,5 % i terminalleddet.

Verdsetting av Lerøy med den fundamentale modellen

Modellen for selve verdsettingen er utledet fra følgende formel:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n1} \frac{FCFE_t}{(1+k_e)^t} + \sum_{t=n1+1}^{t=n2} \frac{FCFE_t}{(1+k_e)^t} + \frac{P_{n2}}{(1+k_e)^{n2}}$$

Hvor P_0 = Verdien på aksjen i dag

$FCFE_t$ = FCFE i år t

k_e = Egenkapitalkostnaden

P_{n2} = Terminalleddet i slutten av overgangsperioden

$n1$ = Slutt på høy vekst perioden

$n2$ = Slutt på overgangsperioden

(Damodaran, 2002, s. 367)

Som jeg viste i kapitelet om vekst må også andelen av egenkapital som må reinvesteres tas med. Denne summen trekker jeg fra i hvert enkelt ledd. I denne oppgaven har jeg et hovedscenario med en egenkapitalbeta på 0,7 og en vekst på 17,41 % i høyvekst delen av verdsettingen. Figur 13: **Verdsetting med beta 0,7 og vekst 17,41 %** viser dette scenarioet.

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--------------------------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Forventet kontantstrøm til EK | 96 204 500 | 112 953 703 | 132 618 943 | 155 707 901 | 182 816 647 | 214 645 025 |
| Vekst | | 17,4 % | 17,4 % | 17,4 % | 17,4 % | 17,4 % |
| EK reinvesteringsbehov | | 76 422 016 | 89 727 089 | 105 348 575 | 123 689 761 | 145 224 149 |
| Nåverdi (2011) | | 34 502 265 | 38 213 804 | 42 274 951 | 46 712 871 | 51 556 222 |
| Avkastningskrav for egenkapita | 5,9 % | 5,9 % | 5,9 % | 6,0 % | 6,1 % | 6,1 % |

| 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | Terminal år | Verdi: |
|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------|---------------|
| 245 614 009 | 273 726 989 | 296 895 241 | 313 171 038 | 321 000 314 | 329 025 322 | |
| 14,4 % | 11,4 % | 8,5 % | 5,5 % | 2,5 % | 2,5 % | |
| 142 766 232 | 133 016 790 | 115 976 570 | 92 484 307 | 64 200 063 | 65 805 064 | |
| 71 716 130 | 92 017 496 | 110 826 476 | 126 486 598 | 137 551 453 | 5 925 469 426 | 6 677 327 692 |
| 6,2 % | 6,3 % | 6,3 % | 6,4 % | 6,4 % | 6,44 % | |

Figur 13: Verdsetting med beta 0,7 og vekst 17,41 %

For andre kombinasjoner av beta og vekst basert på historiske tall har jeg oppsummert verdiene i Figur 14: **Verdsetting verdi matrise (Vedlegg 3 for fulle utregninger)**. For fullstendige kontantstrømmer, se vedlegg 3.

| Vekst / Beta | 0,55 | 0,7 | 1 |
|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 17,4 % | 8 652 868 429 | 6 677 327 692 | 4 584 121 519 |
| 13,8 % | 6 932 932 439 | 5 350 071 151 | 3 672 932 859 |
| 10,4 % | 5 594 518 040 | 4 317 230 816 | 2 963 866 924 |

Figur 14: Verdsetting verdi matrise (Vedlegg 3 for fulle utregninger)

| Vekst / Beta | 0,55 | 0,7 | 1 |
|--------------|--------|--------|-------|
| 17,4 % | 158,54 | 122,35 | 83,99 |
| 13,8 % | 127,03 | 98,03 | 67,30 |
| 10,4 % | 102,51 | 79,10 | 54,31 |

Figur 15: Verdsetting verdi som aksjekurs

Figur 15: **Verdsetting verdi som aksjekurs** viser hvilke aksjekurs de forskjellige verdiene i Figur 14: **Verdsetting verdi matrise (Vedlegg 3 for fulle utregninger)** ville gitt. Hovedscenarioet mitt med en vekst på 17,4 % og beta på 0,7 gir en aksjekurs på 122,35. Dette impliserer at Lerøys Seafood Group er 33 % underpriset med dagens kurs.

Komparativ verdsettelse med multipler

Komparative verdsettelse ved multipler er mye brukt i den daglige verdsetting av selskaper. Dette er mye på grunn av enkelheten i analysen, samt den intuitive appell til investorer som ikke nødvendigvis har dypere finansiell forståelse (Damodaran, 2002). I denne oppgaven verdsetter jeg Lerøys Seafood Group med to forskjellige multipler, PE (price to earnings ratio) og PBV (price to bookvalue).

Ved verdsetting med multipler er det essensielt å finne selskaper en kan sammenligne Lerøys Seafood Group med. Her har jeg valgt å bruke de samme selskapene som ble brukte for å beregne "bottoms-up" betaen. Dette siden de operer i samme sektor som Lerøys Seafood Group og de er børsnoterte i samme marked. Det er optimalt å velge selskaper for sammenligningen som er mest mulig lik Lerøys Seafood Group, derfor har jeg valgt og ikke ta med store selskaper som Codfarmers, men fokusert på lakseprodusenter. Austevoll Seafood ASA er utelatt siden de eier 62,56 % i Lerøys Seafood Group.

Price-Earnings Ratio (PE)

PE blir definert forskjellig av forskjellige analytikere, enigheten ender ved definisjonen at PE er markedsprisen til et selskap dividert på earning per share (EPS). Det vanligste å bruke i telleren er dagens markedspris, men noen analytikere bruker en gjennomsnittspris over de siste seks månedene eller året. I nevneren brukes EPS siste finansår (current PE), de siste fire kvartalsrapportene (trailing PE) eller forventet EPS for neste finansår (forward PE) (Damodaran, 2002, s. 456). Det er derfor viktig å bruke konsistente tall for de selskapene man skal sammenligne med. I denne oppgaven har jeg valgt å bruke current PE hvor jeg bruker årsrapporten for 2011 for EPS, samt aksjekursen 20.04.2012 for å beregne PE.

Figur 16: PE viser PE for de respektive selskapene. De to nederste radene viser Lerøys Seafood Group sin aksjekurs, om Lerøys Seafood Group hadde hatt PE tilsvarende gjennomsnittet og medianen til de sammenlignende selskapene. Median er tatt med for å fjerne ekstremverdiene, spesielt Salmar har en veldig høy PE i forhold til de andre selskapene.

| Selskap | EPS | Aksjekurs | PE |
|--------------|-------|-----------|-------|
| AKS | 0,96 | 6,5 | 6,77 |
| CEQ | 8,5 | 73,45 | 8,64 |
| DOM | -0,26 | 0,8 | -3,08 |
| GSF | -1,11 | 5,5 | -4,95 |
| MHG | 0,31 | 2,77 | 8,94 |
| SALM | 1,41 | 28,8 | 20,43 |
| Gjennomsnitt | | | 6,12 |
| Median | | | 7,71 |
| LSG | 7,01 | 91,75 | 13,09 |
| Gjennomsnitt | | 42,93 | |
| Median | | 54,02 | |

Figur 16: PE

Lerøys Seafood Group sin PE på 13,09 ligger høyt over alle andre selskaper enn Salmar. Gjennomsnitt og median PE til utvalget indikerer at Lerøys Seafood Group er kraftig overpriset ved en aksjekurs på 91,75.

Price to Book value (PBV)

Som for PE er det viktig med konsistente tall for PBV. Jeg bruker de samme firmaene som over som sammenligningsgrunnlag. Bokverdien for egenkapital henter jeg fra årsrapportene for 2011, som er den mest brukte metoden. Noen analytikere bruker et snitt av tidligere års eller kvartalers bokførte egenkapital. Jeg velger å bruke total bokverdi og ikke per aksje for å unngå mulige fallgruver med tanke på forskjellige aksjeklasser (Damodaran, 2002).

Markedsverdien for selskapene er hentet fra Oslo børs 20.4.2012.

| Selskap | Bokverdi EK | PBV | Markedsverdi |
|--------------|----------------|------|---------------|
| AKS | 858 000 000 | 0,64 | 550 200 000 |
| CEQ | 6 159 019 000 | 1,10 | 6 794 000 000 |
| DOM | 127 228 000 | 0,48 | 61 560 000 |
| GSF | 1 690 150 000 | 0,36 | 614 100 000 |
| MHG | 10 842 200 000 | 0,92 | 9 934 000 000 |
| SALM | 2 214 610 000 | 1,34 | 2 966 400 000 |
| Gjennomsnitt | | 0,81 | |
| Median | | 0,78 | |
| LSG | 5 797 766 000 | 0,86 | 5007500000 |
| Gjennomsnitt | | | 4 683 875 850 |
| Median | | | 4 514 991 296 |

Figur 17: PBV

Figur 17: **PBV** viser PBV beregnet for de forskjellige selskapene. Lerøys Seafood Group sin PBV på 0,86 er veldig nærme henholdsvis gjennomsnittet og medianen til referanseselskapene. PBV indikerer at Lerøys Seafood Group er marginalt overpriset med dagens aksjekurs.

Komparativ verdsettelse konklusjon

Som vist i avsnittene over gir PE og PBV vidt forskjellige svar på verdien til Lerøys Seafood Group. Det eneste begge metodene viser er en overprising. Dette er noe av svakheten til en komparativ verdsettelse, en analytiker kan bruke de multiplene som viser det bildet han ønsker å selge til sine kunder. Forskning som er gjort på multiplers forklaringskraft indikerer at forklaringskraften til PBV går opp når et selskaps verdi går ned, og motsatt for PE (Barth, Beaver, & Landsman, 1998). For Lerøys Seafood Group som har en halvert aksjekurs de siste 12 månedene, kan dette passe veldig godt. PE som viser en overprising på 50 % gir intuitivt ikke mening, det ville vært et veldig spesielt tilfelle om selskapet var så overpriset tatt i betraktning at selskapet er relativt stort og markedet er modent. Vi må forutsette at det ikke er et tilfelle av kreativ bokføring eller svindel involvert.

Et tilsvarende funn er gjort i forskning på hvordan multiplers forklaringskraft har utviklet seg siste 40 år. Her viser funnene at inntekt- og bokverdi- multiplers forklaringskraft har økt marginalt. Bunnlinje multipler har svekket seg marginalt, mens bokverdi multiplers forklaringskraft har økt signifikant (Collins, Maydew, & Weiss, 1997). Dette gjør at jeg forkaster verdien PE multiplene gir meg, men har retningen på verdivurderingen av Lerøys Seafood Group i bakhodet når jeg konkluderer. PBV resultatet som konkluderer med at Lerøys Seafood Group er marginalt overpriset ser ut som det mest korrekte anslaget for Lerøys Seafood Group sin verdi fra multiplene.

Konklusjon / investeringsanbefaling

Etter mine beregninger på bakgrunn av teori om fundamental analyse har jeg funnet en verdi på Lerøy Seafood Group på 6 677 327 692 kroner. Dette tilsvarer en aksjekurs på 122,35, kursen i dag var på 91,75. Mitt estimat er dermed 33 % høyere en dagens kurs. Dette isolert vil gi en kjøpsanbefaling.

Det er relativt store endringer i verdien på Lerøy Seafood Group ved å gjøre relativt små endringer i modellen på henholdsvis beta og vekstestimer. Fire av ni utfall fra matrisen i Figur 15: **Verdsetting verdi som aksjekurs** gir en verdsetting som er under dagens kurs. Så min anbefaling, kun basert på fundamental analysen vil være svak kjøp.

Når jeg ser fundamental analysen i sammenheng med den komparative analysen som indikerer en svak overprising. Vil min endelige anbefaling for investorer i Lerøy Seafood Group være hold.

Figurer

| | |
|---|----|
| Figur 1..... | 9 |
| Figur 2..... | 9 |
| Figur 3..... | 11 |
| Figur 4 (Damodaran, 2002, s. 161)..... | 12 |
| Figur 5: Lerøys Seafood Group sin regresjonsbeta med start dato 10.04.06..... | 15 |
| Figur 6: basert på daglige avkastninger..... | 15 |
| Figur 7: basert på ukentlige avkastninger..... | 16 |
| Figur 8: Bottomsup beta grunnlagsdata..... | 17 |
| Figur 9: Bottoms-up beta for Lerøys Seafood Group..... | 17 |
| Figur 10: CAPM..... | 18 |
| Figur 11: vekst basert på historiske tall..... | 19 |
| Figur 12: forventet vekst i høyvekst perioden..... | 21 |
| Figur 13: Verdsetting med beta 0,7 og vekst 17,41 %..... | 22 |
| Figur 14: Verdsetting verdi matrise (Vedlegg 3 for fulle utregninger)..... | 22 |
| Figur 15: Verdsetting verdi som aksjekurs..... | 22 |
| Figur 16: PE..... | 24 |
| Figur 17: PBV..... | 24 |

Litteraturliste

- Asche, F., Havard, H., Tveteras, R., & Tveteras, S. (2010). The Salmon Disease Crisis in Chile. *Marine Resource Economics*, 24, ss. 405-411.
- Barth, E. M., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (1998). Relative valuation roles of equity book value and net income as a function of financial health. *Journal of Accounting and Economics* 25, ss. 1-34.
- Collins, D. W., Maydew, E. L., & Weiss, I. S. (1997). Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of Accounting and Economics* 24, ss. 39-67.
- Dagens Næringsliv. (2012, 4 19). Dagens Næringsliv.
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset 2nd ed.* Wiley finance.
- Dimson, E., Marsh, P., & Staunton, M. (7 april 2006). *THE WORLDWIDE EQUITY PREMIUM: A SMALLER PUZZLE*. London Business School.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1988). Permanent and Temporary Components of Stock Prices. *Journal of Political Economy* 96, ss. 246-273.
- Lerøy Seafood . (u.d.). *Rapporter og presentasjoner: Webområde for Lerøy Seafood Group*. Hentet 4 19, 2012 fra http://www.leroy.no/Documents/Aasrapporter/%c3%85rsrapport-Ler%c3%b8y-2011_norsk_web.pdf
- Norges Bank. (u.d.). *Norges Bank*. Hentet 5 7, 2012 fra <http://www.norges-bank.no/no/prisstabilitet/inflasjon/indikatorer-for-prisvekst/>
- Oslo Børs. (u.d.). Hentet 4 20, 2012 fra <http://www.oslobors.no/>

Vedlegg

Vedlegg 1 resultatregnskap

LERØY SEAFOOD GROUP

RESULTATREGNSKAP

| | 2011 | 2010 | 2009 | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 |
|---------------------------------|--------------------|----------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Konsernregnskap | Ja | Ja | Ja | Ja | Ja | Ja | Ja |
| Valutakode | NOK | NOK | NOK | NOK | NOK | NOK | NOK |
| Sum salgsinntekter | 9 176 873 000 | 8 887 671 000 | 7 473 807 000 | 6 057 053 000 | 6 290 898 000 | 5 616 592 000 | 4 014 454 000 |
| Andre driftsinntekter | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Sum driftsinntekter | 9 176 873 000 | 8 887 671 000 | 7 473 807 000 | 6 057 053 000 | 6 290 898 000 | 5 616 592 000 | 4 014 454 000 |
| Vareforbruk | 5 866 180 000 | 5 612 160 000 | 5 042 424 000 | 4 279 152 000 | 4 698 675 000 | 4 105 186 000 | 3 254 686 000 |
| Beholdningsendring | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | -69 412 000 |
| Lønnskostnader | 967 789 000 | 777 845 000 | 690 477 000 | 664 377 000 | 579 004 000 | 399 999 000 | 245 819 000 |
| Ordinære avskrivninger | 271 899 000 | 219 624 000 | 204 007 000 | 197 023 000 | 153 846 000 | 84 707 000 | 48 214 000 |
| Nedskrivning | - | - | - | - | - | - | - |
| Andre driftskostnader | 858 107 000 | 691 791 000 | 526 260 000 | 615 664 000 | 472 158 000 | 257 005 000 | 191 625 000 |
| Driftsresultat | 597 131 000 | 1 884 787 000 | 1 010 639 000 | 300 837 000 | 387 215 000 | 769 695 000 | 343 522 000 |
| Sum finansinntekter | 19 741 000 | 122 006 000 | 77 687 000 | 51 917 000 | 111 055 000 | 145 266 000 | 74 193 000 |
| Nedskrivning fin. anleggsmidler | - | - | - | - | - | - | - |
| Sum finanskostnader | 81 884 000 | 66 272 000 | 101 048 000 | 188 708 000 | 129 444 000 | 56 578 000 | 26 749 000 |
| Resultat før skatt | 534 988 000 | 1 940 521 000 | 987 278 000 | 164 046 000 | 368 826 000 | 858 383 000 | 390 966 000 |
| Sum skatt | 156 311 000 | 510 952 000 | 257 137 000 | 36 994 000 | 89 262 000 | 205 938 000 | 90 019 000 |
| Ordinært resultat | 378 677 000 | 1 429 569 000 | 730 141 000 | 127 052 000 | 279 564 000 | 652 445 000 | 300 947 000 |
| Ekstraordinære inntekter | - | - | - | - | - | - | - |
| Ekstraordinære kostnader | - | - | - | - | - | - | - |
| Skatt ekstraordinært | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Årsresultat | 378 677 000 | 1 429 569 000 | 729 488 000 | 124 730 000 | 277 014 000 | 651 516 000 | 300 402 000 |
| Utbytte | - | - | - | - | - | - | - |
| Konsernbidrag | - | - | - | - | - | - | - |
| Skattesats | 29,22 % | 26,33 % | 26,05 % | 22,55 % | 24,20 % | 23,99 % | 23,02 % |

Vedlegg 2 balanseregnskap

BALANSEREGNSKAP

| | 2011 | 2010 | 2009 | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 |
|---|-----------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Valutakode | NOK | NOK | NOK | NOK | NOK | NOK | NOK |
| Goodwill | 1 897 147 000 | 1 875 521 000 | 1 669 634 000 | 1 668 302 000 | 1 649 216 000 | 1 157 761 000 | 134 508 000 |
| Sum immaterielle midler | 3 878 873 000 | 3 847 760 000 | 2 964 072 000 | 2 959 927 000 | 2 832 305 000 | 1 922 348 000 | 443 908 000 |
| Tomter, bygninger og annen fast eiendom | 1 836 384 000 | 1 586 334 000 | 381 683 000 | 1 294 818 000 | 1 149 128 000 | 252 492 000 | 93 885 000 |
| Maskiner/anlegg/biler | - | - | - | - | - | - | - |
| Driftsløsøre/ inventar/ verktøy | - | 1 116 878 000 | 843 716 000 | - | - | 442 570 000 | 190 947 000 |
| Sum varige driftsmidler | 1 836 834 000 | 1 586 334 000 | 1 225 399 000 | 1 294 818 000 | 1 149 128 000 | 695 062 000 | 284 832 000 |
| Sum finansielle anleggsmidler | - | 369 982 000 | 308 013 000 | 307 359 000 | 317 113 000 | 314 933 000 | 325 348 000 |
| Sum anleggsmidler | 6 082 597 000 | 5 807 773 000 | 4 497 484 000 | 4 562 104 000 | 4 298 546 000 | 2 932 343 000 | 1 054 088 000 |
| Sum varelagre | 2 698 983 000 | 2 997 112 000 | 2 094 873 000 | 1 899 322 000 | 265 008 000 | 189 326 000 | 95 337 000 |
| Kundefordringer | 934 443 000 | 1 013 932 000 | 876 127 000 | 772 440 000 | 690 800 000 | 752 676 000 | 594 752 000 |
| Sum fordringer | 1 082 838 000 | 1 190 214 000 | 1 006 861 000 | 932 284 000 | 910 685 000 | 922 215 000 | 677 817 000 |
| Sum investeringer | 148 395 000 | 176 282 000 | 0 | 0 | 1 494 133 000 | 0 | 810 000 |
| Kasse/Bank/Post | 1 597 429 000 | 1 357 096 000 | 707 989 000 | 388 486 000 | 537 738 000 | 509 872 000 | 191 157 000 |
| Sum omløpsmidler | 5 379 250 000 | 5 544 422 000 | 3 809 723 000 | 3 220 092 000 | 3 207 564 000 | 2 673 732 000 | 1 493 244 000 |
| SUM EIENDELER | 11 461 847 000 | 11 352 195 000 | 8 307 207 000 | 7 782 196 000 | 7 506 110 000 | 5 606 075 000 | 2 547 332 000 |
| Aksje/selskapskapital | 54 577 000 | 54 577 000 | 53 577 000 | 53 577 000 | 53 577 000 | 42 777 000 | 39 377 000 |
| Sum innskutt egenkapital | 2 765 788 000 | 2 773 912 000 | 2 642 612 000 | 2 642 612 000 | 2 646 280 000 | 1 286 322 000 | 855 967 000 |
| Sum opptjent egenkapital | 2 497 047 000 | 2 671 798 000 | 1 639 076 000 | 1 101 073 000 | 1 111 733 000 | 1 054 397 000 | 419 979 000 |
| Sum egenkapital | 5 297 766 000 | 5 994 274 000 | 4 300 256 000 | 3 764 343 000 | 3 778 843 000 | 2 340 719 000 | 1 275 946 000 |
| Sum avsetninger til forpliktelser | 1 098 673 000 | 1 269 053 000 | 849 867 000 | 682 538 000 | 655 541 000 | 460 041 000 | 158 428 000 |
| Pant/gjeld til kredittinstitusjoner | 2 429 365 000 | 2 221 701 000 | 1 504 707 000 | 1 672 761 000 | 1 724 699 000 | 1 577 997 000 | 495 919 000 |
| Langsiktig konserngjeld | - | - | - | - | - | - | - |
| Ansvarlig lån | - | - | - | - | - | - | - |
| Sum langsiktig gjeld | 3 528 038 000 | 3 492 066 000 | 2 355 400 000 | 2 359 449 000 | 2 380 240 000 | 2 038 038 000 | 616 973 000 |
| Leverandør gjeld | 705 165 000 | 638 213 000 | 615 996 000 | 544 757 000 | 508 294 000 | 468 529 000 | 373 030 000 |
| Skylldig offentlige avgifter | 62 386 000 | 74 312 000 | 55 671 000 | 49 014 000 | 37 743 000 | 32 963 000 | 12 182 000 |
| Utbytte | - | - | - | - | - | - | - |
| Kortsiktig konserngjeld | - | - | - | - | - | - | - |
| Sum kortsiktig gjeld | 2 136 043 000 | 1 865 855 | 1 651 551 000 | 1 658 404 000 | 1 347 027 000 | 1 227 318 000 | 654 413 000 |
| Sum gjeld | 5 664 081 | 5 357 921 000 | 4 006 951 000 | 4 017 853 000 | 3 727 267 000 | 3 265 356 000 | 1 271 386 000 |
| SUM EGENKAPITAL OG GJELD | 11 461 847 000 | 11 352 195 000 | 8 307 207 000 | 7 782 196 000 | 7 506 110 000 | 5 606 075 000 | 2 547 332 000 |

Vedlegg 3 fundamental verdsetting resultater

| | |
|-----------------|--------|
| Egenkapitalbeta | 0,55 |
| Vekst | 17,4 % |

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--------------------------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Forventet kontantstrøm til EK | 96 204 500 | 112 953 703 | 132 618 943 | 155 707 901 | 182 816 647 | 214 645 025 |
| Vekst | | 17,4 % | 17,4 % | 17,4 % | 17,4 % | 17,4 % |
| EK reinvesteringsbehov | | 76 422 016 | 89 727 089 | 105 348 575 | 123 689 761 | 145 224 149 |
| Nåverdi (2011) | | 34 758 318 | 38 792 604 | 43 254 913 | 48 185 746 | 53 628 870 |
| Avkastningskrav for egenkapita | 5,1 % | 5,1 % | 5,2 % | 5,2 % | 5,2 % | 5,3 % |

| 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | Terminal år | Verdi: |
|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------|---------------|
| 245 614 009 | 273 726 989 | 296 895 241 | 313 171 038 | 321 000 314 | 329 025 322 | |
| 14,4 % | 11,4 % | 8,5 % | 5,5 % | 2,5 % | 2,5 % | |
| 142 766 232 | 133 016 790 | 115 976 570 | 92 484 307 | 64 200 063 | 65 805 064 | |
| 75 244 649 | 97 403 801 | 118 386 202 | 136 382 711 | 149 741 523 | 7 857 089 092 | 8 652 868 429 |
| 5,3 % | 5,4 % | 5,4 % | 5,5 % | 5,5 % | 5,54 % | |

| | |
|-----------------|--------|
| Egenkapitalbeta | 0,7 |
| Vekst | 17,4 % |

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--------------------------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Forventet kontantstrøm til EK | 96 204 500 | 112 953 703 | 132 618 943 | 155 707 901 | 182 816 647 | 214 645 025 |
| Vekst | | 17,4 % | 17,4 % | 17,4 % | 17,4 % | 17,4 % |
| EK reinvesteringsbehov | | 76 422 016 | 89 727 089 | 105 348 575 | 123 689 761 | 145 224 149 |
| Nåverdi (2011) | | 34 502 265 | 38 213 804 | 42 274 951 | 46 712 871 | 51 556 222 |
| Avkastningskrav for egenkapita | 5,9 % | 5,9 % | 5,9 % | 6,0 % | 6,1 % | 6,1 % |

| 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | Terminal år | Verdi: |
|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------|---------------|
| 245 614 009 | 273 726 989 | 296 895 241 | 313 171 038 | 321 000 314 | 329 025 322 | |
| 14,4 % | 11,4 % | 8,5 % | 5,5 % | 2,5 % | 2,5 % | |
| 142 766 232 | 133 016 790 | 115 976 570 | 92 484 307 | 64 200 063 | 65 805 064 | |
| 71 716 130 | 92 017 496 | 110 826 476 | 126 486 598 | 137 551 453 | 5 925 469 426 | 6 677 327 692 |
| 6,2 % | 6,3 % | 6,3 % | 6,4 % | 6,4 % | 6,44 % | |

| | |
|-----------------|--------|
| Egenkapitalbeta | 1 |
| Vekst | 17,4 % |

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--------------------------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Forventet kontantstrøm til EK | 96 204 500 | 112 953 703 | 132 618 943 | 155 707 901 | 182 816 647 | 214 645 025 |
| Vekst | | 17,4 % | 17,4 % | 17,4 % | 17,4 % | 17,4 % |
| EK reinvesteringsbehov | | 76 422 016 | 89 727 089 | 105 348 575 | 123 689 761 | 145 224 149 |
| Nåverdi (2011) | | 34 001 310 | 37 094 400 | 40 402 072 | 43 932 144 | 47 691 999 |
| Avkastningskrav for egenkapita | 7,4 % | 7,4 % | 7,5 % | 7,6 % | 7,7 % | 7,8 % |

| 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | Terminal år | Verdi: |
|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------|---------------|
| 245 614 009 | 273 726 989 | 296 895 241 | 313 171 038 | 321 000 314 | 329 025 322 | |
| 14,4 % | 11,4 % | 8,5 % | 5,5 % | 2,5 % | 2,5 % | |
| 142 766 232 | 133 016 790 | 115 976 570 | 92 484 307 | 64 200 063 | 65 805 064 | |
| 65 221 927 | 82 234 433 | 97 280 979 | 108 999 642 | 116 315 439 | 3 910 947 173 | 4 584 121 519 |
| 7,9 % | 8,0 % | 8,1 % | 8,2 % | 8,2 % | 8,24 % | |

| | |
|-----------------|--------|
| Egenkapitalbeta | 0,55 |
| Vekst | 13,8 % |

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--------------------------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Forventet kontantstrøm til EK | 96 204 500 | 109 480 721 | 124 589 060 | 141 782 351 | 161 348 315 | 183 614 383 |
| Vekst | | 13,8 % | 13,8 % | 13,8 % | 13,8 % | 13,8 % |
| EK reinvesteringsbehov | | 74 072 271 | 84 294 245 | 95 926 851 | 109 164 756 | 124 229 492 |
| Nåverdi (2011) | | 33 689 606 | 36 443 768 | 39 386 462 | 42 527 249 | 45 875 891 |
| Avkastningskrav for egenkapita | 5,1 % | 5,1 % | 5,2 % | 5,2 % | 5,2 % | 5,3 % |

| 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | Terminal år | Verdi: |
|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------|---------------|
| 204 803 483 | 223 809 246 | 239 520 655 | 250 921 838 | 257 194 884 | 263 624 756 | |
| 11,5 % | 9,3 % | 7,0 % | 4,8 % | 2,5 % | 2,5 % | |
| 119 044 600 | 108 759 416 | 93 564 262 | 74 101 144 | 51 438 977 | 52 724 951 | |
| 62 742 211 | 79 640 927 | 95 508 235 | 109 273 836 | 119 977 309 | 6 267 866 945 | 6 932 932 439 |
| 5,3 % | 5,4 % | 5,4 % | 5,5 % | 5,5 % | 5,54 % | |

| | |
|-----------------|--------|
| Egenkapitalbeta | 0,7 |
| Vekst | 13,8 % |

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--------------------------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Forventet kontantstrøm til EK | 96 204 500 | 109 480 721 | 124 589 060 | 141 782 351 | 161 348 315 | 183 614 383 |
| Vekst | | 13,8 % | 13,8 % | 13,8 % | 13,8 % | 13,8 % |
| EK reinvesteringsbehov | | 74 072 271 | 84 294 245 | 95 926 851 | 109 164 756 | 124 229 492 |
| Nåverdi (2011) | | 33 441 425 | 35 900 014 | 38 494 141 | 41 227 335 | 44 102 880 |
| Avkastningskrav for egenkapita | 5,9 % | 5,9 % | 5,9 % | 6,0 % | 6,1 % | 6,1 % |

| 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | Terminal år | Verdi: |
|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------|---------------|
| 204 803 483 | 223 809 246 | 239 520 655 | 250 921 838 | 257 194 884 | 263 624 756 | |
| 11,5 % | 9,3 % | 7,0 % | 4,8 % | 2,5 % | 2,5 % | |
| 119 044 600 | 108 759 416 | 93 564 262 | 74 101 144 | 51 438 977 | 52 724 951 | |
| 59 799 981 | 75 236 886 | 89 409 416 | 101 344 779 | 110 210 266 | 4 720 904 027 | 5 350 071 151 |
| 6,2 % | 6,3 % | 6,3 % | 6,4 % | 6,4 % | 6,44 % | |

| | |
|-----------------|--------|
| Egenkapitalbeta | 1 |
| Vekst | 13,8 % |

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--------------------------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Forventet kontantstrøm til EK | 96 204 500 | 109 480 721 | 124 589 060 | 141 782 351 | 161 348 315 | 183 614 383 |
| Vekst | | 13,8 % | 13,8 % | 13,8 % | 13,8 % | 13,8 % |
| EK reinvesteringsbehov | | 74 072 271 | 84 294 245 | 95 926 851 | 109 164 756 | 124 229 492 |
| Nåverdi (2011) | | 32 955 874 | 34 848 389 | 36 788 761 | 38 773 151 | 40 797 298 |
| Avkastningskrav for egenkapita | 7,4 % | 7,4 % | 7,5 % | 7,6 % | 7,7 % | 7,8 % |

| 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | Terminal år | Verdi: |
|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------|---------------|
| 204 803 483 | 223 809 246 | 239 520 655 | 250 921 838 | 257 194 884 | 263 624 756 | |
| 11,5 % | 9,3 % | 7,0 % | 4,8 % | 2,5 % | 2,5 % | |
| 119 044 600 | 108 759 416 | 93 564 262 | 74 101 144 | 51 438 977 | 52 724 951 | |
| 54 384 837 | 67 237 894 | 78 481 567 | 87 333 716 | 93 195 347 | 3 108 136 026 | 3 672 932 859 |
| 7,9 % | 8,0 % | 8,1 % | 8,2 % | 8,2 % | 8,24 % | |

| | |
|-----------------|--------|
| Egenkapitalbeta | 0,55 |
| Vekst | 10,4 % |

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--------------------------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Forventet kontantstrøm til EK | 96 204 500 | 106 209 768 | 117 255 584 | 129 450 165 | 142 912 982 | 157 775 932 |
| Vekst | | 10,4 % | 10,4 % | 10,4 % | 10,4 % | 10,4 % |
| EK reinvesteringsbehov | | 71 859 216 | 79 332 574 | 87 583 162 | 96 691 811 | 106 747 759 |
| Nåverdi (2011) | | 32 683 062 | 34 298 640 | 35 960 639 | 37 668 171 | 39 420 177 |
| Avkastningskrav for egenkapita | 5,1 % | 5,1 % | 5,2 % | 5,2 % | 5,2 % | 5,3 % |

| 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | Terminal år | Verdi: |
|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------|---------------|
| 171 691 769 | 184 122 253 | 194 543 573 | 202 480 950 | 207 542 974 | 212 731 548 | |
| 8,8 % | 7,2 % | 5,7 % | 4,1 % | 2,5 % | 2,5 % | |
| 99 798 000 | 89 473 644 | 75 994 806 | 59 795 792 | 41 508 595 | 42 546 310 | |
| 52 598 330 | 65 518 593 | 77 573 741 | 88 178 336 | 96 815 485 | 5 033 802 865 | 5 594 518 040 |
| 5,3 % | 5,4 % | 5,4 % | 5,5 % | 5,5 % | 5,54 % | |

| | |
|-----------------|--------|
| Egenkapitalbeta | 0,7 |
| Vekst | 10,4 % |

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--------------------------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Forventet kontantstrøm til EK | 96 204 500 | 106 209 768 | 117 255 584 | 129 450 165 | 142 912 982 | 157 775 932 |
| Vekst | | 10,4 % | 10,4 % | 10,4 % | 10,4 % | 10,4 % |
| EK reinvesteringsbehov | | 71 859 216 | 79 332 574 | 87 583 162 | 96 691 811 | 106 747 759 |
| Nåverdi (2011) | | 32 442 296 | 33 786 892 | 35 145 932 | 36 516 783 | 37 896 666 |
| Avkastningskrav for egenkapita | 5,9 % | 5,9 % | 5,9 % | 6,0 % | 6,1 % | 6,1 % |

| 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | Terminal år | Verdi: |
|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------|---------------|
| 171 691 769 | 184 122 253 | 194 543 573 | 202 480 950 | 207 542 974 | 212 731 548 | |
| 8,8 % | 7,2 % | 5,7 % | 4,1 % | 2,5 % | 2,5 % | |
| 99 798 000 | 89 473 644 | 75 994 806 | 59 795 792 | 41 508 595 | 42 546 310 | |
| 50 131 787 | 61 895 499 | 72 620 156 | 81 779 997 | 88 933 987 | 3 786 080 821 | 4 317 230 816 |
| 6,2 % | 6,3 % | 6,3 % | 6,4 % | 6,4 % | 6,44 % | |

| | |
|-----------------|--------|
| Egenkapitalbeta | 1 |
| Vekst | 10,4 % |

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--------------------------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Forventet kontantstrøm til EK | 96 204 500 | 106 209 768 | 117 255 584 | 129 450 165 | 142 912 982 | 157 775 932 |
| Vekst | | 10,4 % | 10,4 % | 10,4 % | 10,4 % | 10,4 % |
| EK reinvesteringsbehov | | 71 859 216 | 79 332 574 | 87 583 162 | 96 691 811 | 106 747 759 |
| Nåverdi (2011) | | 31 971 252 | 32 797 167 | 33 588 886 | 34 343 009 | 35 056 250 |
| Avkastningskrav for egenkapita | 7,4 % | 7,4 % | 7,5 % | 7,6 % | 7,7 % | 7,8 % |

| 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | Terminal år | Verdi: |
|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------|---------------|
| 171 691 769 | 184 122 253 | 194 543 573 | 202 480 950 | 207 542 974 | 212 731 548 | |
| 8,8 % | 7,2 % | 5,7 % | 4,1 % | 2,5 % | 2,5 % | |
| 99 798 000 | 89 473 644 | 75 994 806 | 59 795 792 | 41 508 595 | 42 546 310 | |
| 45 592 139 | 55 314 929 | 63 744 333 | 70 473 794 | 75 203 827 | 2 485 781 339 | 2 963 866 924 |
| 7,9 % | 8,0 % | 8,1 % | 8,2 % | 8,2 % | 8,24 % | |