

**Bacheloroppgave ved
Universitetet i Stavanger**



**Verdsettelse av
Lerøy Seafood Group ASA**

«Hva er verdien av Lerøy Seafood Group ASA våren 2023?»



BØKBAO: Bacheloroppgave innen regnskap og finans

Innleveringsdato: 10. mai 2023

Skrevet av Emil Fjulsrud og Ådne Otto



Universitetet
i Stavanger

HANDELHØGSKOLEN VED UIS
BACHELOROPPGAVE

STUDIUM:

Økonomi og Administrasjon

OPPGAVEN ER SKREVET INNEN
FØLGENDE TEMATISKE RETNING:

Regnskap og Finans

TITTEL:

Verdsettelse av Lerøy Seafood Group ASA

ENGELSK TITTEL:

Valuation of Lerøy Seafood Group ASA

FORFATTERE:

Kandidatnr:

2221

.....

2150

.....

Navn:

Emil Fjulrud

.....

Ådne Otto

.....

VEILEDER:

Tom Sanne

Forord

Denne bacheloroppgaven markerer avslutningen av vår bachelorgrad innen økonomi og administrasjon ved Handelshøyskolen på Universitetet i Stavanger. Vi har helt siden ungdomskolen hatt en interesse for finans, en interesse som ble ytterligere forsterket gjennom ulike finansfag gjennom studieløpet. I løpet av vårt femte semester valgte vi Finansregnskap og Verdsettelse som valgfag, noe som ga oss en dypere forståelse av emnet. Vi ønsker å takke foreleser i Finansregnskap og Verdsettelse, Marius Sikveland, for et lærerikt kurs.

Gitt vår interesse og planer om videre studie innen finans, var det naturlig for oss å velge verdsettelse som tema for vår bacheloroppgave. Vi vil gjerne benytte anledningen til å rette en stor takk til vår eminente veileder Tom Sanne som har vært til stor hjelp. Han har vært tilgjengelig og hjelpsom helt siden vi først tok kontakt med han i november 2022 og frem til leveringen av oppgaven. Tom har vært tilgjengelig over videomøte hvor vi har hatt flere fine faglige diskusjoner om emnet. Han har også bidratt med konstruktive tilbakemeldinger som har vært til stor hjelp i arbeidet med oppgaven.



Emil Fjulsrud



Ådne Otto

Sammendrag

I denne bacheloroppgaven utfører vi en verdsettelse av Lerøy Seafood Group ASA, heretter omtalt som Lerøy, et ledende konsern innen sjømatnæringen. Vi gjennomfører en fundamental verdsettelse og benytter total kapitalmetoden, som innebærer å bergene nåverdien av fremtidig fri kontantstrøm til total kapitalen, samt terminalverdien.

For å få et helhetlig bilde av selskapet og næringen, presenterer vi først Lerøy og havbruksnæringen generelt. Deretter redegjør vi for relevant verdsettelsesteori og metodevalg. For å kunne si noe om Lerøys fremtidsutsikter, samt deres posisjon i bransjen, gjennomfører vi en strategisk analyse og en regnskapsanalyse. Ved bruk av PESTEL-analyse og Porter's Five Forces ser vi på forhold knyttet til makroomgivelsene og konkurransen i næringen. Funnene oppsummeres så i en SWOT-analyse. I regnskapsanalysen vurderer vi Lerøys finansielle posisjon i forhold til konkurrentene og undersøker driverne bak inntekter og kostnader. Disse analysene danner grunnlaget for å kunne predikere Lerøys fremtidige kontantstrømmer.

Med utgangspunkt i fremtidsprognosen gjennomfører vi en fundamental verdsettelse, hvor vi diskonterer kontantstrømmene med Lerøys vektete gjennomsnittlige kapitalkostnad (WACC) og beregner verdien av egenkapitalen. Gitt usikkerheten rundt enkelte av våre antakelser, utfører vi også en sensitivitetsanalyse, der vi vurderer hvordan endringer i laksepris, slaktevolum, terminalvekst og WACC påvirker verdsettelsen. For å få et ytterligere perspektiv på Lerøys verdi i forhold til konkurrentene, gjennomfører vi en relativ verdsettelse. Vi vurderer også hvordan endringer i skattestruktur påvirker verdsettelsen av Lerøy, ved hjelp av en scenarioanalyse.

Etter å ha vektet resultatene fra scenarioanalysen, basert på våre forventninger til fremtidig beskatning, kommer vi frem til en endelig aksjekurs på 42,83 NOK. Det er verdt å merke seg at verdsettelsen er basert på en rekke antakelser og usikkerheter, og at det alltid vil være rom for diskusjon rundt valg av tall og metoder.

Innholdsfortegnelse

Forord	III
Sammendrag	IV
Figurer, formler og tabeller.....	IX
1. Innledning.....	1
1.1 Valg av oppgave.....	1
1.2 Problemstilling	1
1.3 Avgrensninger	1
2. Presentasjon av selskapet.....	2
2.1 Lerøys historie	2
2.2 Visjon, mål og verdier	3
2.3 Organisasjonsstruktur	3
2.4 Aksjonærer.....	5
2.5 Verdikjeden.....	6
3. Presentasjon av bransjen.....	7
3.1 Tilbud, etterspørsel og fremtidsutsikter	8
3.2 Konkurrenter.....	8
3.3. Bærekraft og miljø.....	9
3.4 Statlig regulering	10
4. Teori og metodevalg	10
4.1 Fundamental verdsettelse	11
4.1.1 Kontantstrøm til egenkapitalen.....	12
4.1.2 Kontantstrøm til totalkapitalen	12
4.1.3 Terminalverdi.....	13
4.1.4 Avkastningskrav til egenkapitalen	14
4.1.5 Avkastningskravet til totalkapitalen.....	18
4.2 Relativ verdsettelse.....	19
4.2.1 Price/Earnings.....	20
4.2.2 Price/Book	20
4.2.3 Enterprise value/EBITDA	21
4.2.4 Sektorspesifikke multipler.....	22
4.3 Valg av metode	22
5. Strategisk analyse	22
5.1 PESTEL-analyse.....	23

5.1.1 Politiske og juridiske forhold	23
5.1.2 Økonomiske forhold	25
5.1.3 Sosiale forhold	28
5.1.4 Teknologiske forhold	29
5.1.5 Miljømessige forhold	30
5.1.6 Oppsummering av PESTEL-analyse	32
5.2 Porter's Five Forces	32
5.2.1 Rivalisering	33
5.2.2 Inngangsbarrierer	34
5.2.3 Substitutter	34
5.2.4 Kjøperens makt	35
5.2.5 Leverandørens makt	36
5.2.6 Oppsummering av Porter's Five Forces	36
5.3 Oppsummering av strategisk analyse – SWOT	37
6. Regnskapsanalyse	38
6.1 Regnskap	39
6.1.1 Resultatregnskapet	39
6.1.2 Balanseregnskap	40
6.1.3 Justering av regnskap	41
6.2 Analyse	41
6.3 Likviditetsanalyse	42
6.4 Soliditetsanalyse	43
6.5 Lønnsomhetsanalyse	44
6.5.1 Driftsmargin	44
6.5.2 Egenkapitalrentabilitet	45
6.5.3 EBIT/KG	46
6.6 Drivere	47
6.6.1 Inntektsdrivere	47
6.6.2 Kostnadsdrivere	49
6.7 Oppsummering av regnskapsanalyse	50
7. Fremtidsprognose	50
7.1 Driftsinntekter	51
7.1.1 Fiskepriser	51
7.1.2 Fiskekvoter	52
7.1.3 Havbruk	52

7.1.4 Villfangst	54
7.1.5 VAP S&D.....	55
7.1.6 Oppsummering av driftsinntekter	55
7.2 Driftskostnader	56
7.2.1 Havbruk	56
7.2.2 Villfangst	58
7.2.3 VAP S&D.....	59
7.2.4 Avskrivninger.....	59
7.2.5 Oppsummering av driftskostnader	60
7.3 EBIT	61
7.4 Inntekt fra tilknyttede selskaper	61
7.5 Skattekostnad og avgifter	62
7.5 Investeringer	63
7.6 Arbeidskapital.....	63
7.7. Fri kontantstrøm til total kapitalen	64
7.8 Terminalvekst	65
8. Avkastningskrav.....	66
8.1 Avkastningskrav til egenkapitalen	66
8.1.1 Risikofri rente	66
8.1.2 Markedets risikopremie	67
8.1.3 Beta.....	67
8.1.4 Konklusjon avkastningskrav til egenkapitalen	68
8.2 Avkastningskrav til total kapitalen	68
8.2.1 Markedsverdi av egenkapitalen	68
8.2.2 Bokført verdi av gjeld.....	68
8.2.3 Gjeldskostnad	69
8.2.4 Konklusjon avkastningskrav til total kapitalen	69
9. Fundamental verdsettelse	70
9.1 Nåverdi av fri kontantstrøm til total kapitalen.....	70
9.2 Nåverdi av terminalverdi	70
9.3 Verdien av total kapitalen	71
9.4 Verdien av egenkapitalen.....	71
10. Sensitivitetsanalyse.....	72
10.1 Avkastningskrav og terminalvekst.....	72
10.2 Laksepris og slaktevolum	73

10.3 Oppsummering sensitivitetsanalyse	74
11. Relativ verdsettelse	74
11.1 P/E.....	75
11.2 P/B	75
11.3 EV/EBITDA	76
11.4 Konklusjon av relativ verdsettelse	76
12. Scenarioanalyse	77
12.1 Scenario 1	78
12.2 Scenario 2	78
12.3 Scenario 3	79
12.4 Scenario 4	80
12.5 Konklusjon scenarioanalyse	81
13. Konklusjon	81
14. Kritikk til oppgaven.....	82
Referanseliste.....	84
Vedlegg	88

Figurer, formler og tabeller

Figurer

Figur 1: Lerøys lokaliteter i Norge	4
Figur 2: Lerøys lokaliteter i verden	5
Figur 3: Lerøys aksjonærer	6
Figur 4: Lerøys verdikjede	7
Figur 5: Utvikling i salg av laks (målt i tonn)	7
Figur 6: Miljøpåvirkning fra ulike proteinkilder	9
Figur 7: Historisk laksepris (NOK/KG)	26
Figur 8: Utvikling i styringsrenten	27
Figur 9: Utvikling i USD/NOK og EUR/NOK	27
Figur 10: Rømt oppdrettsfisk.....	30
Figur 11: Kart over Lerøys lokasjoner og lakseluspåvirkning	31
Figur 12: SWOT-analyse	37
Figur 13: Likviditetsgrad 1	42
Figur 14: Egenkapitalandel i prosent.....	43
Figur 15: Driftsmargin.....	44
Figur 16: Egenkapitalrentabilitet før skatt.....	46
Figur 17: EBIT/KG.....	47
Figur 18: Historiske driftsinntekter, laksepris og slaktevolum.....	48
Figur 19: Fordeling av kostnader per kg produsert laks	49

Formler

Formel 1: Nåverdi.....	11
Formel 2: Terminalverdi	14
Formel 3: Kapitalverdimodellen.....	14
Formel 4: Regresjonslikning	16
Formel 5: Historisk beta	16
Formel 6: Unlevered beta for sammenlignbare selskaper	17
Formel 7: Unlevered beta for selskapets virksomhetsområder	17
Formel 8: Levered beta for selskap	17
Formel 9: Markedets risikopremie	18
Formel 10: WACC	18
Formel 11: Gjeldskostnad.....	19
Formel 12: P/E.....	20
Formel 13: P/B	21
Formel 14: EV/EBITDA	21
Formel 15: EBIT/KG.....	22
Formel 16: Likviditetsgrad 1	42
Formel 17: Egenkapitalandel i prosent.....	43
Formel 18: Driftsmargin.....	44
Formel 19: Egenkapitalrentabilitet før skatt.....	45
Formel 20: EBIT/KG.....	46

Formel 21: WACC	66
Formel 22: CAPM	66
Formel 23: Justert beta	68
Formel 24: Nåverdi av kontantstrøm.....	70

Tabeller

Tabell 1: Lerøys aksjonærer	5
Tabell 2: Oversikt over selskaper, slaktevolum og markedsverdi	8
Tabell 3: Hvordan beregne fri kontantstrøm til egenkapitalen	12
Tabell 4: Hvordan beregne fri kontantstrøm til egenkapitalen	13
Tabell 5: Lerøys resultatregnskap.....	39
Tabell 6: Lerøys balanseregnskap.....	40
Tabell 7: EBIT før verdijustering	41
Tabell 8: Historiske driftsinntekter, laksepris og slaktevolum	48
Tabell 9: Fremtidig laksepris	51
Tabell 10: Lerøys fremtidige laksepris	52
Tabell 11: Estimerte driftsinntekter Lerøy Aurora.....	53
Tabell 12: Estimerte driftsinntekter Lerøy Midt.....	53
Tabell 13: Estimerte driftsinntekter Lerøy Sjøtroll.....	54
Tabell 14: Estimerte driftsinntekter havbruk segmentet.....	54
Tabell 15: Estimerte driftsinntekter villfangst segmentet.....	54
Tabell 16: Vekst i VAP S&D.....	55
Tabell 17: Estimerte driftsinntekter VAP S&D segmentet	55
Tabell 18: Estimerte driftsinntekter Lerøy.....	55
Tabell 19: Historiske driftskostnader per 1000 tonn Lerøy Aurora.....	56
Tabell 20: Estimerte driftskostnader Lerøy Aurora	56
Tabell 21: Historiske driftskostnader per 1000 tonn Lerøy Midt	57
Tabell 22: Estimerte driftskostnader Lerøy Midt	57
Tabell 23: Historiske driftskostnader per 1000 tonn Lerøy Sjøtroll	57
Tabell 24: Estimerte driftskostnader Lerøy Sjøtroll	58
Tabell 25: Estimerte driftskostnader Havbruk segmentet.....	58
Tabell 26: Historiske driftskostnad per 1000 tonn Villfangst segmentet.....	58
Tabell 27: Estimerte driftskostnader Villfangst segmentet	59
Tabell 28: Historisk forhold mellom driftskostnader og inntekter i VAP S&D segmentet. .	59
Tabell 29: Estimerte driftskostnader VAP S&D segmentet	59
Tabell 30: Estimert utvikling i anleggsmidler og avskrivninger	60
Tabell 31: Fremtidsprognose driftskostnader	60
Tabell 32: Fremtidsprognose EBIT	61
Tabell 33: Historisk inntekt fra tilknyttede selskaper	62
Tabell 34: Estimert skattekostnad.....	62
Tabell 35: Estimert produksjonsavgift.....	62
Tabell 36: Estimert skatt og avgift.....	62
Tabell 37: Fremtidsprognose investeringer	63
Tabell 38: Historisk modifisert arbeidskapital.....	64
Tabell 39: Historisk verdi av biologiske eiendeler og volum av fisk i sjø	64

Tabell 40:Fremtidsprognosen for fri kontantstrøm til totalkapitalen (FCFF).....	65
Tabell 41 : Beta beregning for bransjen.....	67
Tabell 42: Nåverdi av fri kontantstrøm til totalkapital	70
Tabell 43: Sensitivitetsanalyse WACC / Terminalvekst	72
Tabell 44: Laksepris, Lerøys pris og volum	73
Tabell 45: Laksepris / Slaktevolum	73
Tabell 46: P/E beregning for sammenlignbare selskaper	75
Tabell 47: P/B beregning for sammenlignbare selskaper	75
Tabell 48: EV / EBITDA beregning for sammenlignbare selskaper	76
Tabell 49: Resultat fra relativ verdsettelse	77
Tabell 50: Fri kontantstrøm til totalkapitalen Scenario 1	78
Tabell 51: Fri kontantstrøm til totalkapitalen Scenario 2	79
Tabell 52: Fri kontantstrøm til totalkapitalen Scenario 3	80
Tabell 53: Fri kontantstrøm til totalkapitalen Scenario 4	80
Tabell 54: Oppsummering av Scenarioanalyse	81

1. Innledning

1.1 Valg av oppgave

Vi har valgt verdsettelse som tema i vår bacheloroppgave. Gjennom vårt studieløp ved UiS har vi fått en introduksjon til mange spennende fag. Ved å gjennomføre en verdsettelse vil vi få muligheten til å anvende kunnskap vi har tilegnet oss i fag som regnskap, strategi, organisasjon og ressurser, og ikke minst verdsettelse. Dermed håper vi at denne oppgaven vil gi oss verdifull erfaring i å anvende og integrere ulike fagområder, samtidig som det utfordrer oss til å tenke helhetlig når vi vurderer Lerøys økonomiske verdi.

Valget av et havbruksselskap som Lerøy skyldtes hovedsakelig relevansen knyttet til forslaget om grunnrenteskatt på havbruk. Da forslaget ble lagt fram høsten 2022, observerte vi et betydelig fall i aksjekursen for samtlige selskaper i bransjen. Siden den gang har det kommet endringer i forslaget, men essensen er den samme. Dette vekket vår nysgjerrighet angående forslagets betydning for selskapenes verdier og fremtidsutsikter, samt årsaken til de store endringene i aksjekurser. I denne oppgaven vil vi ikke gå grundig inn i hvordan grunnrenteskatten er utformet, men arbeidet med oppgaven har likevel gitt oss verdifull innsikt i forslaget og hvordan det påvirker selskapene i praksis.

28. september 2022, dagen forslaget om grunnrenteskatt ble fremlagt, falt aksjekursen til Lerøy 33,4% fra den foregående dagen. Lerøy var det selskapet som hadde størst prosentvis nedgang av, SalMar, MOWI og Grieg Seafood. På grunn av dette, samt deres store markedsandel, valgte vi å skrive om Lerøy.

1.2 Problemstilling

Problemstillingen for vår bacheloroppgave er dermed følgende:

«Hva er verdien av Lerøy Seafood Group ASA våren 2023?»

1.3 Avgrensninger

Vi har satt 31. mars 2023 som vår cut-off dato, all aksjekursinformasjon og data om utstedte aksjer er hentet fra denne datoen om ikke annet er opplyst. Regnskapsinformasjonen for Lerøy er imidlertid begrenset til 31. desember 2022. På denne måten får vi sikret en konsistent og rettferdig analyse som baserer seg på den samme tidsperioden.

Lerøy driver med oppdrettsvirksomhet av både ørret og laks. Ettersom at ørret utgjør en relativt liten andel av deres totale slaktevolum, har vist høy samvariasjon med lakseprisen og er en del av laksefamilien, har vi for enkelthetens skyld besluttet å ikke skille mellom de to produktkategoriene i oppgaven. Vi er allikevel klar over at det kan være forskjeller i etterspørsel, prisutvikling og produksjonskostnader mellom disse artene. Om ikke annet er opplyst, vil ørret omtales som laks videre i oppgaven.

En annen avgrensning er at vi ikke vil hensynta valutaendringer i fremtidsprognosen for Lerøy. Når vi analyserer ulike forhold i Lerøys makroomgivelser, under den strategiske analysen i kapittel 5, vil vi redegjør for valutarisiko og i hvilken grad selskapet vil kunne påvirkes av endringer i valutakurser. Lerøy er et internasjonalt selskap, så endringer i valuta vil kunne påvirke deres inntekter, kostnader og resultat, men for fremtidsprognosen vil vi ikke spekulere i disse svingningene.

Til slutt vil vi avklare hvordan vi har beregnet Lerøys skattekostnad i fremtidsprognosen. Som nevnt innledningsvis vil vi ikke redegjør for utformingen av grunnrenteskatten på detaljnivå. Lerøy opererer innen tre segmenter; havbruk, villfangst og VAP, salg og distribusjon. I utgangspunktet vil grunnrentebeskatningen kun ramme segmentet havbruk, mens villfangst og VAP, S&D vil beskattes med 22%. Historisk sett har resultatet fra de to andre segmentene utgjort en relativt liten andel av det totale resultatet, i forhold til havbruk-segmentet. Å estimere de nødvendige tallene for å beregne en helt presis skattekostnad for hvert av årene frem til terminal året vil være svært omfattende og kreve et høyt kunnskapsnivå. I beregningen av Lerøys skattekostnad har vi derfor simplifisert beregningen ved å sette skattesatsen til 56%, for å kompensere for at de andre segmentene beskattes med en høyere sats. Dette skal også kompensere for at vi ikke tar hensyn til bunnfradraget på 70 millioner NOK for havbruks-segmentet.

2. Presentasjon av selskapet

2.1 Lerøys historie

Selskapets røtter kan spores helt tilbake til slutten av 1800-tallet. Det ble den gangen solgt levende fisk på fisketorget i Bergen. Selskapet utviklet seg gradvis videre innenfor mottak av pelagisk fisk og hvitfisk, det ble også forsøkt med havbruk uten at dette ble en lønnsom affære. På 90-tallet begynte selskapet å posisjonere seg for konsolideringen av havbruk, og

børsnoteringen i 2002 var en viktig faktor for å sikre den nødvendige kapitaltilgangen. Gjennom en rekke oppkjøp og fusjoner, har selskapet utviklet seg til å bli det vi kjenner det som i dag. Lerøy er i dag et verdensledende sjømatelskap. Havbruk, villfangst, videreforedling, produktutvikling, salg og distribusjon av sjømat er selskapets kjernevirksomhet. Selskapet har rundt 6000 ansatte, som er med på å levere fisk som tilsvarer 1,75 milliarder måltider hvert år. Lerøys produkter distribueres ut i hele verden. De har også fabrikker og salgskontorer lokalisert rundt i store deler av verden.

2.2 Visjon, mål og verdier

Lerøys visjon er at de skal bli den mest lønnsomme globale leverandøren av bærekraftig kvalitetssjømat. For å nå målet om å skape verdens mest effektive og bærekraftige verdikjede for sjømat, har de følgende verdier: ærlig, åpen, ansvarlig og skapende. Det er viktig for Lerøy at alle konsernets ansatte, i alle operative land, kjenner til verdiene, og at disse skal danne grunnlaget for alt som gjøres. Verdiene er derfor blitt oversatt til lokalt språk i alle operative land. De er også lett tilgjengeliggjort slik at ansatte kan finne de både på web, intranett og i brosjyrer. Selskapet har også et stort fokus på miljø, og har utarbeidet en miljøvisjon som sier “Handle i dag – gjør en forskjell i morgen”.

2.3 Organisasjonsstruktur

Som vist i figur 1 har Lerøy drift langs hele Norges kyst. Hver av prikkene representerer Lerøys lokaliteter og båtene illustrerer områder hvor Lerøy driver med villfangst. De blå prikkene er havbruks anlegg, de hvite er mottak for villfangst og de røde er anlegg for VAP S&D. Hva som inngår i VAP S&D diskuteres nedenfor.



*Figur 1: Lerøys lokaliteter i Norge
(Kilde: Lerøy årsrapport 2021, 2022, s. 16)*

Havbrukssegmentet innebærer Lerøys produksjon av laks, ørret og rensefisk frem til og med slakt. Segmentet består av tre virksomheter med hver sin helintegrerte verdikjede for produksjon av laks og ørret; Lerøy Aurora (Nord), Lerøy Midt (Midt) og Lerøy Sjøtroll (Vest). De er også deleier av Scottish Seafarm, sammen med SalMar, som driver havbruk i Skottland.

Lerøys Villfangst segment består av virksomheter som ble kjøpt opp i 2016. Disse virksomhetene driver aktivitet knyttet til fangst og bearbeiding. Ifølge Lerøy drives fangstaktiviteten i dag effektivt, og det har blitt investert i fornyelse og utvikling av deres flåte. De leverer fangst til egne anlegg, hvor den så videreforedles via VAP S&D segmentet.

VAP S&D står for Value Added Product, Salg og Distribusjon. Dette segmentet har et globalt nedslagsfelt og driver med enkel bearbeiding av sjømat, som leveres av konsernets egne virksomheter, samt samarbeidspartnere. Samtidig har segmentet aktivitet knytte til salg, markeds- og produktutvikling og distribusjon. Lerøy har grossister, fabrikker og «fish-cuts» i en rekke ulike markeder. Dette er som nevnt illustrert i figur 2.



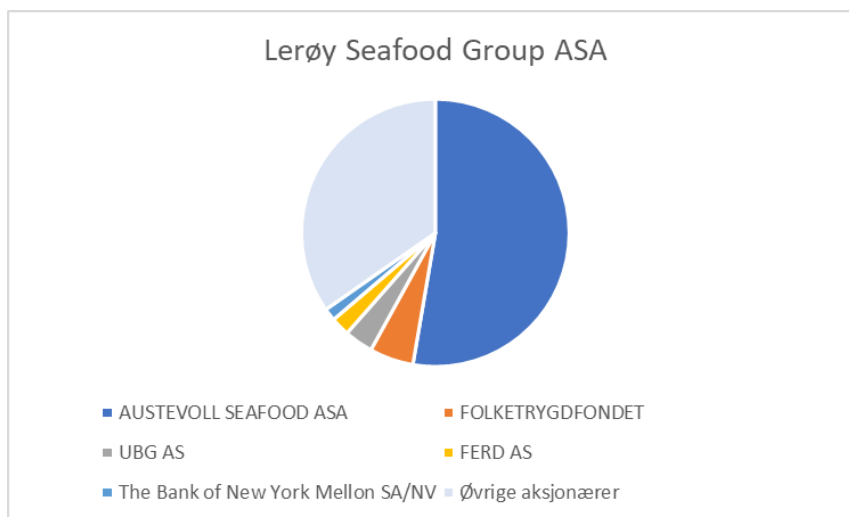
Figur 2: Lerøys lokaliteter i verden
(Kilde: Lerøys årsrapport 2021, 2022, s. 17)

2.4 Aksjonærer

I tabell 1 vises de fire største aksjonærene i Lerøy Seafood Group ASA per 31.12.2022, som til sammen eier 65,3% av selskapet. Austevoll Seafood besitter den største aksjeposten som utgjør 52,7%, etterfulgt av Folketrygdfondet med en andel på 5,3%, UBS AG med 3,5%, og The Bank of New York Mellon SA/NV med 1,51%. De øvrige aksjonærene eier til sammen 34,7% av aksjene i selskapet, denne gruppen består av institusjonelle investorer og privatpersoner. Fordelingen er fremstilt i et diagram nedenfor (Lerøy, 4. kvartalsrapport, s. 30).

Selskap	Andel	Antall askjer
AUSTEVOLL SEAFOOD ASA	52,7 %	313 942 810
FOLKETRYGDFONDET	5,3 %	31 690 298
UBG AS	3,5 %	20 772 025
FERD AS	2,3 %	13 502 548
The Bank of New York Mellon SA/NV	1,5 %	9 023 530
Øvrige aksjonærer	34,7 %	206 843 469
Sum	100,0 %	595 774 680

Tabell 1: Lerøys aksjonærer
(Kilde: Lerøy delårsrapport 2022, 4. kvartal)



*Figur 3: Lerøys aksjonærer
(Kilde: Lerøy delårsrapport 2022, 4. kvartal)*

2.5 Verdikjeden

Lerøy har over de 20 siste årene utviklet en helintegret verdikjede, det vil si at de kontrollerer alle stegene i verdikjeden. Fordelen med dette er at det sikrer tilgjengelighet, sporbarhet og muligheten til å kontrollere produksjonsflyten. Det gjør at selskapet har full kontroll over driften og i utgangspunktet er relativt uavhengige av leverandører. Lerøy produserer ikke fiskefôr selv, som er en sentral del av oppdrettsprosessen, så dette blir den største leverandørposten.

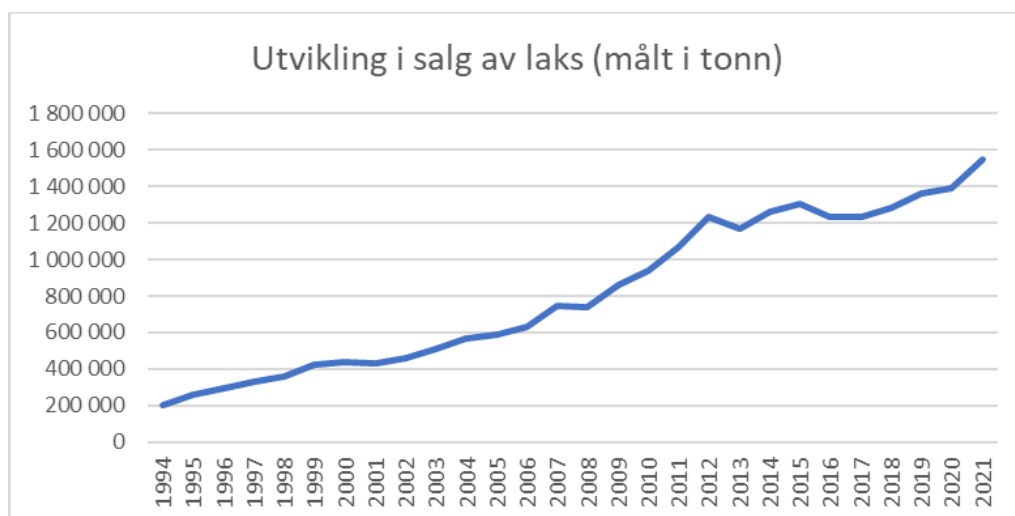
Lerøy har en helintegret verdikjede både for havbruk og villfangst. I Havbruk starter verdikjeden på egne fabrikker ved at rognen befruktes, hvor den ligger rundt 60 dager før den på et klekkeri blir til yngel. Yngelen utvikler seg til smolt, som etter 10 til 16 måneder settes ut i merder. Laksen fôres opp i merdene til den veier 4 til 6 kilo. Dette tar som regel 14 til 22 måneder. Deretter fraktes laksen via brønnbåter videre til et slakteri. Etter å ha slaktet laksen fraktes den videre til et VAP anlegg hvor den videreføres til det formatet forbruker måtte ønske. Videre selges og distribueres fisken, frem til den til slutt havner hos en sluttforbruker (Laks.no, u.å.).



Figur 4: Lerøys verdikjede
(Kilde: Lerøy delårsrapport 2022 4. kvartal, 2023, s. 3)

3. Presentasjon av bransjen

I dette kapitlet vil vi kort presentere oppdrettsbransjen. Vi vil gå enda mer i dybden under kapittel 5.1, når vi analyserer forholdene i Lerøys makroomgivelser. Lakseoppdrett på den måten vi ser i dag har sitt opphav fra da Ove og Sivert Grøtvedt fra Hitra satte ut den første laksesmolten i sjø på slutten av 1960- tallet. De var også de som utviklet den åttekantede merden som fortsatt brukes den gang i dag. Den første oppdrettslaksen ble slaktet i 1971 (Misund, 2023). Dette har i Norge utviklet seg videre til å bli en enorm bransje og i 2021 ble det solgt 1,55 millioner tonn norskprodusert laks (Fiskeridirektoratet, u.å.). Noe som utgjør over halvparten av verdens oppdrettslaks.



Figur 5: Utvikling i salg av laks (målt i tonn)

3.1 Tilbud, etterspørsel og fremtidsutsikter

I 2022 passerte vi 8 milliarder mennesker på jorden, og ifølge FN forventes det at dette tallet vil vokse til 8,5 milliarder innen 2030. Videre forventes de at verdens befolkning vil vokse til 9,7 milliarder i 2050 og 10,4 milliarder i 2100. Ifølge FAO (Food and Agriculture Organization of the United Nations) har akvakultur et stort potensial for å føre en økende verdensbefolkning.

Laks selges ikke lenger kun som hel fisk, næringen har i de siste årene lykket med markeds- og produktutvikling. De når ut til nye markeder med nye bearbeidede produkter. Eksempel på dette er brett-pakkede filetprodukter i europeisk dagligvarehandel, røykelaks og rått konsum i form av sushi og sashimi. Dette har bidratt til økt etterspørsel de siste årene, men vil etter all sannsynlighet fortsette å øke etterspørselen i årene som kommer. Bransjen har uforløst potensial i store markeder som for eksempel USA. Økning i middelklassen i Asia vil også kunne være med å øke etterspørselen. Konsumentene har et stadig økt fokus på helse og miljø. Laks er en sunn proteinkilde, som produseres på en mer klimavennlig måte enn alternativer som storfe og kylling.

Dersom bransjen ikke klarer å tilby laks i samme volum som det etterspørres, er det en mulighet for at lakseprisene kan øke betydelig.

3.2 Konkurrenter

Konkurransen har mye å si for prisene i en bransje. Det har også mye betydning for hvor stor grad av markedsføring og produktutvikling som er nødvendig. Når vi skal se på konkurransen i bransjen har vi valgt å fokusere på de tre største norske konkurrenten til Lerøy, målt i slaktevolum. Som vist i tabell 2 er Mowi det største oppdrettsselskapet, både når det kommer til slaktevolum og markedsverdi. SalMar er nummer to, deretter kommer Lerøy, og til slutt kommer Grieg Seafood.





Selskap	Slaktevolum 2022 (tonn)	Markedsverdi (mNOK)
MOWI	464 000	100 009
SalMar	194 000	66 154
Lerøy	175 000	32 351
Grieg	85 000	9 128

Tabell 2: Oversikt over selskaper, slaktevolum og markedsverdi
(Kilde: selskapenes kvartalsrapporter, Yahoo Finance)

Grunnen til vi velger disse selskapene er at de utsettes for de samme omgivelsene, og av den grunn er egnet til å bruke i sammenligning i resten av oppgaven.

3.3. Bærekraft og miljø

Figur 6 viser at laks er en mer miljøvennlig proteinkilde enn konkurrenter som kylling, svin og storfe. Oppdrettslaks har et lavere karbonavtrykk og vannforbruk, enn alle de andre kildene. Samtidig har laks en lavere fôrkonverteringsrate, som vil si at det krever mindre fôr for at den skal vokse. Dette har miljømessige fordeler ved at det reduserer ressursbruken og avfallsmengden.

				
Protein retention	28%	37%	21%	13%
Feed conversion ratio ("FCR")	1.3	1.9	3.9	8.0
Edible meat per 100 kg feed	56 kg	39 kg	19 kg	7 kg
Carbon footprint (kg CO ₂ / kg edible meat)	5.1	8.4	12.2	39.0
Water consumption (litre / kg edible meat)	2 000*	4 300	6 000	15 400

Figur 6: Miljøpåvirkning fra ulike proteinkilder
(Kilde: Mowi årsrapport 2022, 2023, s. 73)

Det er allikevel utfordringer knyttet til bærekraft og miljø i oppdrettsnæringen. Disse utfordringene dreier seg i hovedsak om lakselus, rømming av oppdrettslaks og utslipp av næringsstoffer, medisiner og fôr. Lakselus kan skade oppdrettslaksen, men kan også bli et stort problem om det spres til ville bestander. Det er krevende å behandle og er en sentral utfordring i næringen. Når oppdrettslaks rømmer kan det påvirke genetikken til villaks ved at de formerer seg. Utslipp knyttet til produksjonen av oppdrettslaks er skadelig for økosystemet og fiskelivet generelt.

For å redusere næringens negative påvirkning på omgivelsene, samt sikre en bærekraftig utvikling, reguleres næringen nøye av staten. Når det gjelder villfangst må selskapene bidra til en bærekraftig fremtid med å unngå overfiske. For å forhindre dette reguleres fiske gjennom fiskekvoter, som begrenser hvor mye fisk selskapene kan hente opp. Begge disse temaene utdypes videre i delkapittel 3.4.

3.4 Statlig regulering

Oppdrettsbransjen har flere bransjespesifikke statlige reguleringer. Disse er innført blant annet for å sikre en bærekraftig utvikling, og bidra til verdiskapning på kysten. Noen av reguleringene kommer som følge av at oppdrettsselskapene bruker Norges felles ressurser til verdiskapning, og dermed må de betale litt tilbake til felleskapet gjennom skatter og avgifter. Dette er for eksempel hensikten med den nye grunnrentebeskatningen.

Fiskeoppdrett i Norge har vært konsesjonsbelagt siden 1973. Selskapene må altså ha tillatelse fra offentlig myndighet for å kunne drive med fiskeoppdrett. Dette reguleres i Akvakulturloven. Formålet med loven er å fremme akvakulturnæringens lønnsomhet og konkurransekraft innenfor rammene av en bærekraftig utvikling, og bidra til verdiskapning på kysten (Akvakulturloven, 2005, §1).

Oppdrettsnæringen er en strengt regulert næring og det stilles strenge krav knyttet til miljøovervåkning, forurensning, fiskehelse og fiskevelferd. Det er Nærings- og Fiskeridepartementet som har hovedansvaret for å regulere oppdrettsvirksomheten. Trafikklyssystemet, som ble innført i 2017 av Nærings- og Fiskeridepartementet, er et eksempel på en regulering. Systemet skal sørge for forutsigbar og bærekraftig vekst i havbruksnæringen og legger opp til vekst innenfor en moderat risikoprofil.

Lerøy driver som nevnt også med villfangst. For å sikre at fiskebestanden ikke utrykkes som følge av overfiske, reguleres fiske gjennom kvoteordninger. Fiskekvoter regulerer hvor mye fisk som kan fiskes i løpet av en gitt periode. Disse kvotene er utstedt av Nærings- og fiskeridepartementet, og er en begrensende faktor når det kommer til produksjonen i havfangst. Kvotene reguleres etter anbefaling fra ICES basert på deres bestandsundersøkelser som gjøres hvert år.

4. Teori og metodevalg

I dette kapitlet vil vi presentere de ulike tilnærmingene innenfor verdsettelse og teorien bak. Generelt sett skiller vi mellom tre ulike hovedtilnærminger til verdsettelse; fundamental verdsettelse, relativ verdsettelse og opsjonsbasert verdsettelse. En fundamental verdsettelse bygger på å verdsette en eiendel i forhold til nåverdien av forventede fremtidige kontantstrømmer. Ved relativ verdsettelse estimerer man verdien av en eiendel gjennom å se hvordan sammenlignbare eiendeler er priset i forhold til en felles variabel. Opsjonsbasert

verdsettelse går ut på å bruke opsjonsprisinde modeller til å estimere verdien av en eiendel. (Damodaran, 2012, s. 11) Vi vil i denne oppgaven ha fokus på fundamental og relativ verdsettelse, dermed vil vi ikke gå lenger inn på opsjonsbasert verdsettelse.

4.1 Fundamental verdsettelse

Fundamental verdsettelse er fundamentet som alle andre verdsettelsesmetoder bygger på. For å kunne gjøre en relativ verdsettelse på en korrekt måte, er man nødt til å forstå de grunnleggende aspektene av en diskontert kontantstrøm verdsettelse (DCF). Denne tilnærmingen baserer seg altså på at enhver eiendels verdi er nåverdien av dens forventede fremtidige kontantstrøm. For å beregne nåverdien av en kontantstrøm er man nødt til å diskontere den med en diskonteringsfaktor. Verdien man sitter igjen med hensyntar også kontantstrømmens forventede vekst og risikoen som er forbundet med eiendelen (Damodaran, 2012, s. 11). Formelen for beregningen av diskontert kontantstrøm er vist under.

$$Nåverdi = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad \begin{array}{l} CF_t = \text{kontantstrøm i periode } t \\ n = \text{Eiendels levetid} \\ r = \text{avkastningskrav} \end{array}$$

Formel 1: Nåverdi

Når man skal verdsette et selskap ved å gjøre en fundamental verdsettelse finnes det to metoder; egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden. Selv om begge tilnærmingene innebærer å diskontere fremtidige kontantstrømmer, vil både kontantstrømmene og diskonteringsfaktoren variere under hver metode. På tross av dette vil man allikevel få samme estimater av kapitalen så lenge man har konsistente antakelser i verdsettelsen (Damodaran, 2012, s. 12). For selskaper som er på deres ønskede gjeldsnivå, hvor investeringer og arbeidskapital behov finansieres med en kombinasjon av gjeld og egenkapital, og nye gjeldsutstedelser brukes til å betale avdrag, vil totalkapitalmetoden være bedre egnet enn egenkapitalmetoden (Damodaran, 2012, s. 381). Av den grunn har vi vurdert det som mest hensiktsmessig å benytte totalkapitalmetoden i vår verdsettelse av Lerøy.

4.1.1 Kontantstrøm til egenkapitalen

For å estimere verdien av egenkapitalen må man diskontere fri kontantstrøm til egenkapitalen (FCFE) med avkastningskravet til egenkapitalen, altså den avkastningen egenkapitalinvestorene i selskapet krever på sin investering (Damodaran, 2012, s. 13). Teorien bak avkastningskravet til egenkapitalen kommer vi innpå senere i kapitlet. Beregningen for fri kontantstrøm til egenkapitalen, eller FCFE, er vist i tabell 3.

Resultat etter skatt
- Investeringer
+ Avskrivninger
+/- Δ Non-cash arbeidskapital
+/- Δ Gjeld
= Fri kontantstrøm til egenkapitalen

Tabell 3: Hvordan beregne fri kontantstrøm til egenkapitalen

For å beregne fri kontantstrøm til egenkapitalen tar vi utgangspunkt i resultatet etter skatt for perioden. Deretter trekker vi ifra investeringer ettersom at de representerer negative kontantstrømmer. Avskrivninger behandles som en kostnad i regnskapet, men det innebærer ingen form for kontantstrøm, derfor adderer vi avskrivninger. En økning i arbeidskapital binder opp mer av selskapets kapital, mens en reduksjon frigjøre kapital, derfor er det endringen i arbeidskapital som er interessant. Ettersom det er effekten på kontantstrømmen vi er interessert i, er det endringen i non-cash arbeidskapital vi må hensynta. Til slutt må vi se på endringen i gjeldsnivå. Å betale tilbake penger til kreditorer innebærer en negativ kontantstrøm, mens å ta opp ny gjeld er en positiv kontantstrøm. Etter å ha gjort disse beregningen sitter vi igjen med fri kontantstrøm til egenkapitalen (Damodaran, 2012, s. 351-352).

En annen modell for å beregne verdien av egenkapitalen er Dividend Discount Model. Denne modellen går ut på å verdsette egenkapitalen ut ifra nåverdien av forventede fremtidig utbytter (Damodaran, 2012, s. 13). Ettersom denne modellen ikke vil bli benyttet i oppgaven vil vi ikke diskutere denne ytterligere.

4.1.2 Kontantstrøm til totalkapitalen

Ved å bruke totalkapitalmetoden diskonterer man fremtidig kontantstrøm til totalkapitalen (FCFF), med weighted average cost of capital, eller WACC, som er avkastningskravet til

totalkapitalen (Damodaran, 2012, s. 13). Teorien, samt beregningene, bak WACC vil vi også ta for oss senere i kapitlet. Beregningen av fri kontantstrøm til totalkapitalen er vist i tabell 4.

Driftsresultat (EBIT)
- Skatt
+ Avskrivninger
- Investeringer
+/- Δ Non-cash arbeidskapital
= Fri kontantstrøm til totalkapitalen

Tabell 4: Hvordan beregne fri kontantstrøm til egenkapitalen

Ved beregningen av fri kontantstrøm til totalkapitalen tar vi utgangspunkt i driftsresultatet og trekker fra skatt. Begrunnelsen for hvorfor vi legger til avskrivninger og trekker fra investeringer, samt hvordan vi behandler endring i non-cash arbeidskapital, ble diskutert ovenfor i delkapittel 4.1.1. Fra tabell 4 ser vi at fri kontantstrøm til totalkapitalen ikke tar hensyn til skattefordeler som følge rentekostnader. Bakgrunnen for dette er at det allerede blir hensyntatt i beregningen av WACC ved hjelp av komponenten gjeldskostnad etter skatt (Damodaran, 2012, s. 381).

4.1.3 Terminalverdi

Ettersom at man ikke kan estimere kontantstrømmer for hvert år ut i evigheten, vil man på et stadium avslutte estimatet av kontantstrømmene med en terminalverdi. Terminalverdien representerer verdien av selskapet på dette tidspunktet. Denne verdien kan estimeres ved hjelp av tre ulike metoder (Damodaran, 2012, s. 304). Den første metoden går ut på å bruke multipler for inntekter eller bokverdier for å estimere verdien i terminalåret. Den andre metoden går ut på å anta at alle selskapets verdier likvideres i terminal året, og terminalverdien settes da til hva andre ville vært villige til å betale for eiendelene på det tidspunktet. Dette er en hensiktsmessig metode dersom man forventer at selskapet etter hvert vil gå konkurs, eller avslutte driften (Damodaran, 2012, s. 305). Dersom man forventer at selskapet vil fortsette å vokse ut i evigheten er den tredje metoden, stabil vekst modellen, mer hensiktsmessig (Damodaran, 2012, s. 306). Dette er modellen vi vil benytte i vår verdsettelse av Lerøy, og bygger som nevnt, på antakelsen om at selskapets kontantstrøm vil vokse i all tid med en stabil vekstrate. Formelen for beregningen av terminalverdien etter stabil vekst modellen, er vist nedenfor.

$$Terminalverdi_t = \frac{CF_{t+1}}{r - g_n}$$

$CF_t =$ kontantstrøm året etter terminalåret
 $r =$ avkastningskrav
 $g_n =$ Stabil vekstrate

Formel 2: Terminalverdi

4.1.4 Avkastningskrav til egenkapitalen

Når man verdsetter en eiendel eller et selskap trenger vi en diskonteringsfaktor som reflekterer risikoen i kontantstrømmene. Avkastningskravet til egenkapitalen er et mål på den avkastningen investorer krever for å investere i et selskap, og reflekterer risikoen. Dersom en investering anses som usikker og risikofylt vil den investorer ha et høyere avkastningskrav, og omvendt. Den mest brukte modellen for å måle markedsrisikoen innen finans er kapitalverdimodellen, også kjent som CAPM (Capital Asset Pricing Model) (Damodaran, 2012, s. 65). Formelen består av flere ulike komponenter og er illustrert nedenfor.

$$E(R_i) = R_f + \beta_i * (E(R_m) - R_f)$$

$E(R_i) =$ Forventet avkastning for eiendel i
 $R_f =$ Risikofri rente
 $\beta_i =$ Beta til eiendel i
 $E(R_m) =$ Forventet avkastning i markedet

Formel 3: Kapitalverdimodellen

4.1.4.1 Risikofri rente

I kapitalverdimodellen representerer den risikofrie renten avkastningen på en investering som er garantert og uten risiko. For at en investering skal anses som risikofri må den forventede avkastningen være lik den faktiske avkastningen (Damodaran, 2012, s. 154). Dette fordrer at det er ingen misligholds risiko eller reinvesteringsrisiko. Når man gjennomfører en verdsettelse med lang tidshorisont bør man bruke renten på en langsiktig statsobligasjon som referansepunkt for risikofri rente. Statsobligasjoner anses som den investeringen med lavest misligholds risiko. For at det ikke skal være noen form for reinvesteringsrisiko må statsobligasjonen være en null-kupongobligasjon. Den risikofrie renten som brukes i beregningen for avkastningskravet burde måles konsistent i forhold til hvordan kontantstrømmene måles. Det burde altså tas hensyn til valuta og om det brukes nominelle eller reelle termer. (Damodaran, 2012, s. 156).

4.1.4.2 Beta

I kapitalverdimodellen er betaen til en investering den risikoen som investeringen tillegger en markedsportefølje, og et mål på den systematiske risikoen, eller markeds risikoen. Betaen til et selskap viser hvor sensitivt aksjen er i forhold til endringer i markedet og angir hvor mye risiko den tilfører markedsporteføljen. En beta på over 1 betyr at aksjekursen vil bevege seg mer enn markedet, mens en beta på under 1 vil bety at aksjen beveger seg mindre. Dersom et selskap har en beta på nøyaktig 1, vil aksjen bevege seg sammen med markedet (Damodaran, 2012, s. 67). I Damodarans bok, *Investment Valuation*, legges det mest vekt på to tilnærminger til hvordan man beregner betaen (Damodaran, 2012, s. 183). Den første, historisk markeds beta, går ut på å benytte historisk data for markeds priser på individuelle selskaper. Den andre, fundamental beta, tar utgangspunkt i å estimere en beta basert på selskapets fundamentale egenskaper. Damodaran presenterer en tredje tilnærming til estimering av beta, accounting beta, men ettersom at dette er en tilnærming som brukes lite i praksis, vil vi ikke diskutere denne videre. I vår oppgave vil vi estimere Lerøys beta, ved bruk av historisk data og regresjon, dermed vil vi ha mest fokus på denne tilnærmingen.

Historisk beta

Den konvensjonelle tilnærmingen til å estimere betaen til en investering er ved hjelp av en regresjon av avkastningen på investeringen, mot avkastningen på en markedsindeks. For å estimere en beta så presist som mulig bør avkastningen på investeringen, sees opp mot avkastningen i en markedsportefølje som inkluderer alle eiendeler i det aktuelle markedet (Damodaran, 2012, s. 183).

Når man skal estimere en beta ved hjelp av en regresjonsanalyse er det tre sentrale beslutninger som må tas; periode, avkastningsintervall og valg av referanseindeks (Damodaran, 2012, s. 188). En lengre tidsperiode vil gi mer data til regresjonen, men samtidig kan selskapets egenskaper knyttet til risiko ha forandret seg i løpet av perioden. De fleste estimatene bruker en tidsperiode på 5 år, men det finnes også estimater hvor det bare brukes perioder på 2 år. Når det gjelder avkastningsintervaller, har man gjerne muligheten til å benytte årlige, månedlige, ukentlige, daglige, eller til og med intradaglige intervaller. Ved bruk av daglig eller intradaglig avkastning vil antall observasjoner i regresjonen øke betydelig og åpne opp for en skjevhet i estimatet, på grunn av dager hvor aksjen ikke handles. Ved å bruke ukentlige eller månedlige intervaller, reduseres denne skjevheten. Når man skal velge en referanseindeks til å estimere betaen til et selskap, er det normalt å benytte indeksen av markedet selskapets aksje handles på. Hvilken indeks man benytter bør sees i

sammenheng med hvem som verdsetter selskapet. For en internasjonal investor er det ikke gitt hvilken indeks som bør benyttes.

For å estimere betaen ved hjelp av en regresjon ser man, som nevnt, på avkastningen til aksjen mot avkastningen til referanseindeksen. Fra regresjonen vil man få følgende formel:

$$R_j = a + bR_m$$

$R_j =$ Avkastning på aksje
 $a =$ Skjæringspunktet fra regresjonen
 $b =$ Helning på regresjonen
 $R_m =$ Avkastning på referanseindeks

Formel 4: Regresjonslikning

Helningen på regresjonen måler risikoen og tilsvarer aksjens beta. Beregningen av betaen finner man ved å dividere kovariansen mellom avkastningen på eiendelen og indeksen i tidsintervallet, med variansen til indeksen (Damodaran, 2012, s. 183). Formelen er illustrert nedenfor.

$$\beta = \frac{\text{Kovarians} (R_j, R_m)}{\text{Varians} (R_m)}$$

Formel 5: Historisk beta

Når man gjennomfører en regresjonsanalyse vil man også sitte igjen med et mål for regresjonens forklaringssevne, som uttrykkes gjennom R^2 . I sammenheng med beregning av beta for et selskap, er R^2 et estimat på hvor mye av risikoen som kan anses som markedsrisiko (Damodaran, 2012, s. 184). Dermed vil man også få et mål på hvor mye av risikoen som er selskapsspesifikk risiko ($1-R^2$).

Fra regresjonsanalysen er det også verdt å merke seg standardfeilen i beta estimatet. Standardfeilen illustrer hvor mye feil det potensielt kan være i estimatet, og kan brukes til å gi et konfidensintervall for den «riktige» betaen fra estimatet (Damodaran, 2012, s. 184).

Fundamental beta

Den andre tilnærmingen for å estimere beta, er fundamental beta. I en slik tilnærming legger man mindre vekt på historisk beta, og fokuserer mer på de fundamentale faktorene til selskapet. I følge Damodaran er det tre variabler som avgjør et selskaps beta; hvilket virksomhetsområde, eller -områder, selskapet operer i, deres kostnadsstruktur og deres finansieringsstruktur (Damodaran, 2012, s. 193).

For å estimere den fundamentale betaen for et selskap må man først identifisere hvilket forretningsområde eller -områder selskapet operer i. Man beregner så den gjennomsnittlige regresjonsbetaen, skattesatsen og gjeld/egenkapital-forholdet av andre sammenlignbare børsnoterte selskaper som opererer innenfor samme virksomhetsområde. Deretter benytter man formelen, som er vist nedenfor, til å beregne en unlevered beta for virksomhetsområdet.

$$Unlevered \beta_j = \frac{\beta_j}{\left(1 + (1 - t_j) * \frac{Gjeld}{EK}_j\right)} \quad \begin{array}{l} j = \text{gjennomsnitt av sammenlignbare selskaper} \\ t = \text{skattesats} \end{array}$$

Formel 6: Unlevered beta for sammenlignbare selskaper

Man beregner så et vektet gjennomsnitt for hvert av virksomhetsområdene det aktuelle selskapet operer innen, ved å beregne hvor stor verdi hvert område utgjør av den totale verdien av selskapet. Deretter benytter man formelen nedenfor, som inneholder unlevered beta for virksomhetsområdet og vektingen, til å beregne en bottom-up unlevered beta for selskapet.

$$Unlevered \beta_{selskap} = \sum_{j=1}^{j=k} (Unlevered \beta_j * Vektet \ verdi_j)$$

Formel 7: Unlevered beta for selskapets virksomhetsområder

Til slutt beregner man selskapet gjeld/egenkapital-forholdet og estimerer selskapets levered beta ved å bruke formelen nedenfor.

$$Levered \beta_{selskap} = Unlevered \beta_j * \left(1 + (1 - t) * \frac{Gjeld}{EK}\right)$$

Formel 8: Levered beta for selskap

Ettersom den fundamentale betaen kan, blant annet, by på en lavere standardfeil og tar hensyn til endringer i et selskaps forretnings-mix og gjeld/egenkapital-forhold, mener Damodaran at den fundamentale betaen er en forbedring fra regresjonsbetaen (Damodaran, 2012, s. 198). Samtidig er det å beregne en bottom-up beta en avansert og tidkrevende prosess, og det mye informasjon som skal innhentes. Ingen selskaper er helt like, og det er ikke gitt at det er lett å finne sammenlignbare selskaper som operer innenfor samme virksomhetsområde.

4.1.4.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er det siste leddet i beregningen av avkastningskravet til egenkapitalen ved bruk av kapitalverdimodellen. Denne risikopremien skal representere hva investorer i gjennomsnitt krever for å investere i markedsporteføljen, fremfor en risikofri eiendel (Damodaran, 2012, s. 161). Ved å beregne differansen mellom markedsrisikoen og den risikofrie renten, finner man markedets risikopremie. Formelen er vist nedenfor.

$$\text{Markedets risikopremie} = (E(R_m) - R_f) \quad \begin{array}{l} E(R_m) = \text{Forventet avkastning i markedet} \\ R_f = \text{Risikofri rente} \end{array}$$

Formel 9: Markedets risikopremie

4.1.5 Avkastningskravet til totalkapitalen

Som nevnt tidligere krever totalkapitalmetoden et annet avkastningskrav enn egenkapitalmetoden. I totalkapitalmetoden brukes avkastningskravet weighted average cost of capital, eller WACC. Gjennom WACC, hensyntar man forholdet mellom hvor mye av totalkapitalen som er egenkapital, og hvor mye som er gjeld, ved å vekte egenkapitalkostnaden og gjeldskostnaden ut ifra dette forholdet (Damodaran, 2012, s. 211). Nedenfor vises formelen for WACC.

$$WACC = \text{Avkastningskrav EK} * \frac{EK}{EK + Gjeld} + \text{Gjeldskostnad} * \frac{Gjeld}{EK + Gjeld}$$

$$EK = \text{Egenkapital}$$

Formel 10: WACC

Ettersom at kapitalkostnaden skal illustrere kostnaden ved å utstede verdipapirer, som utstedes til markedsverdi og ikke bokverdi, er det markedsverdien av både egenkapital og gjeld som skal benyttes (Damodaran, 2012, s. 217). Markedsverdien av egenkapitalen kan estimeres ved å multiplisere antall utestående aksjer med aksjekursen. Å estimere markedsverdien av gjeld er vanligvis litt mer problematisk ettersom at veldig få selskaper har all gjelden deres i form av utestående obligasjoner i et marked hvor de kan handles. Derfor benyttes gjerne den bokførte verdien av gjeld (Damodaran, 2012, s. 219).

Hvordan man beregner avkastningskravet til egenkapitalen har blitt gjennomgått i delkapittel 4.1.4, og estimeringen av gjeldskostnad vil bli diskutert i delkapittel 4.1.5.1.

4.1.5.1 Gjeldskostnad

Gjeldskostnaden skal måle selskapets nåværende kostnad for å låne finansieringsmidler. Generelt sett er det tre faktorer som avgjør gjeldskostnaden. Den første faktoren er den risikofrie renten. Dersom den risikofrie renten skulle øke, vil også selskapets gjeldskostnad øke. Den andre faktoren er selskapets misligholds risiko. Dersom det er høy sannsynlighet for at et selskap vil misligholde et lån, vil kostnaden knyttet til belåning øke. Den siste faktoren omhandler skattefordeler forbundet med gjeld. Siden rentekostnader er fradragsberettiget, vil gjeldskostnaden etter skatt påvirkes av selskapets skattesats. En høyere skattesats vil isolert sett redusere gjeldskostnaden, mens en lavere skattesats vil øke den. Formelen for beregning av gjeldskostnad før, og etter, skatt er vist nedenfor.

$$\text{Gjeldskostnad før skatt} = \text{risikofri rente} + \text{risikopåslag}$$

$$\text{Gjeldskostnad etter skatt} = \text{Gjeldskostnad før skatt} * (1 - t)$$

$$t = \text{skattesats}$$

Formel 11: Gjeldskostnad

4.2 Relativ verdsettelse

I en relativ verdsettelse er målet å verdsette en eiendel basert på hvordan lignende eiendeler er priset i markedet. I følge Damodaran bygger relativ verdsettelse på to hovedkomponenter. For at man skal kunne verdsette eiendeler i forhold til hverandre er man nødt til å standardisere priser ved å konvertere dem til inntekter, bokførte verdier eller omsetning. Samtidig er man avhengig av å finne sammenlignbare selskaper, noe som kan være utfordrende ettersom at ingen selskaper er identiske. Selskaper i samme bransje er ikke nødvendigvis sammenlignbare ettersom at vil kunne ha varierende risiko, vekst potensiale og kontantstrømmer (Damodaran, 2012, s. 453).

Bruken av relative verdsettelse er svært utbredt, og de fleste analyser, samt mange oppkjøps verdsettelse, baseres på å sammenligne et selskap med lignende selskaper. Det finnes flere grunner til hvorfor relative verdsettelse er så mye brukt. Først og fremst, vil man kunne gjøre verdsettelse som baseres på multipler og sammenlignbare selskaper mye raskere enn en fundamental verdsettelse, samtidig som man ikke er nødt til å gjøre like mange antakelser. En relativ verdsettelse vil også ha høyere sannsynlighet til å kunne reflektere markedets «stemningen» i markedet (Damodaran, 2012, s. 453).

Samtidig finnes det flere potensielle fallgruver ved bruk av relativ verdsettelse. Som nevnt, vil man kunne gjøre en relativ verdsettelse på relativt kort tid. Dette gjør at når man beregner multipler og velger sammenlignbare selskaper, kan det resultere i inkonsistente estimater av verdier, hvor sentrale faktorer som risiko og vekst ikke blir hensyntatt. Ettersom at multiplene vil reflektere «stemningen» i markedet vil man gjerne få for høye verdier dersom de sammenlignbare selskapene er overpriset, og for lave verdier dersom de er underpriset. Ved bruk av relative verdsettelses er det også lett å manipulere resultatet ved å velge multipler og sammenlignbare selskaper som gir det aktuelle selskapet en høy pris (Damodaran, 2012, s. 454).

4.2.1 Price/Earnings

P/E viser forholdet mellom markedsverdi per aksje og resultat per aksje. Denne multippelen indikerer med andre ord hva en investor er villig til å betale per krone fortjeneste. Formelen til P/E-multippelen er vist nedenfor.

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

Formel 12: P/E

En høy P/E kan indikere at investorene har høy forventning til fremtidig vekst, mens en lav P/E kan indikere at de har lavere forventninger. Den største utfordringen med P/E-forhold er variasjonen i resultat per aksje. Når man beregner dette tallet er det flere ulike tall som kan legges til grunn; resultat for siste kvartal eller år, resultat siste 12 måneder, eller fremtidig resultat. Spesielt høy-vekst selskaper kan ha svært varierende P/E-forhold, alt etter hvilket resultat per aksje som benyttes (Damodaran, 2012, s. 468).

4.2.2 Price/Book

P/B multippelen ser på forholdet mellom markedsverdien av egenkapitalen og den bokførte verdien av egenkapitalen. Markedsverdien av egenkapitalen reflekterer markedets forventninger til selskapets inntjening og kontantstrømmer, mens den bokførte verdien er forskjellen mellom selskapets bokførte eiendeler og gjeld (Damodaran, 2012, s. 512). Formelen for P/B er vist nedenfor.

$$P/BV = \frac{\text{Markedsverdi egenkapital}}{\text{Bokført verdi egenkapital}}$$

Formel 13: P/B

P/B multippelen er mye brukt av analytikere og investorer, og det er flere grunner til dette. Dette forholdet gir en relativt stabil og intuitiv verdi som kan sammenlignes med markedsprisen. En annen fordel er at selv selskaper som går med underskudd kan evalueres med P/B, noe de ikke kan med P/E multippelen. Så lenge selskaper operer med rimelig lignende regnskapsstandarder vil P/B-forholdet kunne sammenlignes på tvers av sammenlignbare selskaper. Samtidig betyr det at for selskaper som operer med forskjellige standarder vil det være problematisk å sammenligne P/B. Hvordan selskaper velger å avskrive enkelte eiendeler kan variere, dermed er dette også en utfordring. (Damodaran, 2012, s. 511).

4.2.3 Enterprise value/EBITDA

Enterprise value/EBITDA multippelen ser på forholdet mellom den totale markedsverdien av selskapet (EV) og resultat før rentekostnader, skatt, avskrivning og amortering (EBITDA). Siden renteinntekter fra betalingsmidler ikke regnes med i beregningen av EBITDA, er man nødt til å trekke disse fra i beregningen av EV/EBITDA (Damodaran, 2012, s. 501). Formelen er vist nedenfor.

$$EV/EBITDA = \frac{(\text{Markedsverdi av EK} + \text{Markedsverdi av gjeld} - \text{betalingsmidler})}{EBITDA}$$

Formel 14: EV/EBITDA

Det er hovedsakelig tre grunner til hvorfor EV/EBITDA-multippelen er så mye brukt. Den første er at det er færre selskaper med negativ EBITDA, enn selskaper med negativt resultat per aksje, dermed faller færre selskaper bort i analysen. Den andre grunnen er at det kan være store forskjeller i hvordan ulike selskaper avskriver sine eiendeler, men siden vi benytter EBITDA, påvirkes ikke tallet av disse ulikhetene. Denne multippelen vil også lettere kunne sammenlignes med selskaper med ulik kapitalstruktur (Damodaran, 2012, s. 500).

4.2.4 Sektorspesifikke multipler

Et selskaps verdi kan standardiseres ved hjelp av ulike sektorspesifikke multipler, og det er flere grunner til at analytikere benytter disse type multiplene. Ved hjelp av sektorspesifikke multipler kan man koble et selskaps verdi til output og detaljer i selskapets drift. Dette gir gjerne en mer intuitiv måte å estimere en verdi. Multiplene kan også estimeres i tilfeller hvor man ikke har tilgang til regnskapsrapporter og informasjon eller i tilfeller hvor denne dataen er upresis eller ikke sammenlignbar (Damodaran, 2012, s. 571). En sektorspesifikk multiplere som gjerne brukes i oppdrettsnæringen går ut på å måle resultat før rentekostnader og skatt i forhold til produksjonsvolum. Dette forholdet vil vi se nærmere på i kapittel 6. Formelen er vist nedenfor.

$$EBIT/KG = \frac{EBIT}{Slaktevolum}$$

Formel 15: EBIT/KG

4.3 Valg av metode

For å besvare vår problemstilling har vi besluttet å gjennomføre en fundamental verdsettelse, hvor vi vil estimere fremtidige kontantstrømmer, samt en terminalverdi. Som nevnt, vil vi benytte totalkapitalmetoden i verdsettelsen, og derfor er det fri kontantstrøm til totalkapitalen som vil beregnes. Deretter vil vi beregne avkastningskravet til totalkapitalen og diskontere kontantstrømmene for å beregne nåverdien av kontantstrømmene. Vi vil så trekke fra gjelden og dividere verdien på antall utestående aksjer for å estimere en aksjekurs. Vi vil også gjennomføre en relativ verdsettelse for å få et nyttig og relevant perspektiv av Lerøy og de sammenlignbare selskapene. Den vil også kunne hjelpe med å bekrefte eller utfordre resultatene fra den fundamentale verdsettelsen. Den nødvendige informasjonen vi trenger for å estimere verdien av Lerøy, vil vi hente fra aktuelle kvartals- og årsrapporter, samt andre kilder.

5. Strategisk analyse

For å kunne si noe om Lerøys fremtidsutsikter og estimere vekst og fremtidige kontantstrømmer, er vi nødt til å gjennomføre en strategisk analyse. Ved hjelp av denne

analysen vil vi kartlegge Lerøys omgivelser og posisjon i markedet. Vi vil gjennomføre en PESTEL-analyse for å identifisere og kartlegge risikofaktorer i selskapets makroomgivelser, samt Porter's five forces, for å få et bedre bilde av både av næringen, og Lerøys posisjonering. Til slutt vil vi oppsummere funnene i en SWOT-analyse.

5.1 PESTEL-analyse

En PESTEL-analyse er et strategisk rammeverk som brukes til å identifisere og analysere selskapets makroomgivelser. Rammeverket består av politiske (P), økonomiske (E), sosiale (S), teknologiske (T), miljømessige (E) og juridiske (L) forhold (Whittington, Regnér, Angwin, Johnson & Scholes, 2020, s. 36). Ved å se på de ulike forholdene i PESTEL ønsker vi å kartlegge ulike eksterne faktorer, som kan påvirke Lerøys fremtidsutsikter knyttet til inntekter, kostnader og vekst.

5.1.1 Politiske og juridiske forhold

Ettersom at politiske og juridiske forhold henger tett sammen, velger vi å se på de politiske og juridiske forholdene sammen i denne analysen. Politiske forhold i PESTEL-analysen undersøker hvordan staten og andre politiske organ påvirker Lerøys makroomgivelser (Whittington, et al., 2020, s. 37). Det juridiske elementet undersøker virkningen, for eksempel lover knyttet til skatt og rapporteringskrav, har på Lerøy (Whittington, et al., 2020, s. 47). Som en verdensledende aktør innen sjømatnæringen vil politikk knyttet til for eksempel fiskeri og oppdrett, miljø, handel eller skatt kunne ha en stor påvirkning på Lerøys inntjening, og dermed vekstmuligheter.

Som nevnt tidligere, er fiskeoppdrett i Norge har vært konsesjonsbelagt siden 1973. Det vil si at alle som ønsker å drive fiskeoppdrett må ha konsesjon, eller akvakulturtillatelse. Selskaper som Lerøy må altså ha tillatelse fra offentlig myndighet for å kunne drive med fiskeoppdrett. Dette reguleres i Akvakulturloven. Formålet med loven er, som nevnt, å fremme akvakulturnæringens lønnsomhet og konkurransekraft innenfor rammene av en bærekraftig utvikling, og bidra til verdiskapning på kysten (Akvakulturloven, LovData, §1). Politikernes oppfatning av hva som fremmer lønnsomhet og konkurransekraft innenfor disse rammene er en betydelig faktor for Lerøy og resten av oppdrettsnæringen, og det vil kunne ha en stor påvirkning på selskapenes vekstmuligheter.

Oppdrettsnæringen er en strengt regulert næring og det stilles strenge krav knyttet til miljøovervåkning, forurensning, fiskehelse og fiskevelferd. Det er Nærings- og Fiskeridepartementet som har hovedansvaret for å regulere oppdrettsvirksomheten. Endringer i reguleringer kan ha betydelig innvirkning på Lerøys inntjening og produksjonskapasitet. Trafikklyssystemet, som ble innført i 2017 av Nærings- og Fiskeridepartementet, er et eksempel på dette. Systemet skal sørge for forutsigbar og bærekraftig vekst i havbruksnæringen og legger opp til vekst innenfor en moderat risikoprofil. Gjennom å farge områder langs Norskekysten, ut ifra hvordan lakselusa påvirker villaksen i området, vil det regulere om oppdretterne i området får lov til å vokse, eller om de får sin produksjonskapasitet redusert.

I 2022 kom 83% av Lerøys totale driftsinntekter kommer av eksport av varer til utlandet. Av denne andelen utgjorde EU-land 65,7%, og den resterende andelen var fordelt på resten av Europa, Asia, USA, Canada og andre land (Lerøy, 2023, s. 20). Dermed er handelspolitikk og -hindringer en betydelig risiko for Lerøy. En handelspolitikk som fremmer eller problematiserer eksport og import mellom Norge og EU-land vil kunne påvirke etterspørselen og dermed prisdannelsen for Lerøys produkter.

Den russiske importstoppen av norsk laks i 2014, som var knyttet til konflikten deres med Ukraina, er et eksempel på hvordan politisk uro kan påvirke oppdrettsnæringen. Opptrappingen av denne konflikten i fjor vinter har skapt en rekke indirekte og direkte konsekvenser for Lerøy. De direkte konsekvensene er at Lerøys salg til Hviterussland er stoppet, og at salget til Ukraina ikke er mulig. I 2021 utgjorde omsetningen til Hviterussland NOK 316 millioner og Ukraina NOK 493 millioner (Lerøy, 2022, s. 188). Den viktigste indirekte konsekvensen er økt pris på innsatsfaktorer i Lerøys produksjon, herunder både drivstoff og råmaterialer til fôr.

I 2022 var Lerøys totale inntekter innenfor segmentet Villfangst på ca. 3,12 milliarder, med et fangstvolum på ca. 72 700 tonn (Lerøy, 2023, s. 6). Lerøys villfangst virksomhet er basert på offentlig tillatelser for fangst av norske fiskeressurser, altså kvoter. Biologisk bærekraft er svært sentralt når det kommer til forvaltningen av ressurser i norsk fiskerinæring. Dette går ut på å utnytte marine ressurser, som fiskebestander, på en måte som gjør at vi kan fortsette å fiske i fremtiden. For å unngå overfiske, og dermed sikre at fremtidige generasjoner er i stand til å høste av ressursene i havet, forvaltes ressursene gjennom fiskekvoter. Fiskekvotene baseres på bestandsundersøkelser som gjennomføres hvert år. Råd

og anbefalinger fra ICES (International Council for the Exploration of the Sea) danner hovedgrunnlaget for fastsettelsen av fiskekvoter. Fiskekvotene, som bestemmes av Fiskeridirektoratet, er altså en svært sentral faktor når det kommer til Lerøys fangstvolum og dermed de totale inntektene for segmentet Villfangst.

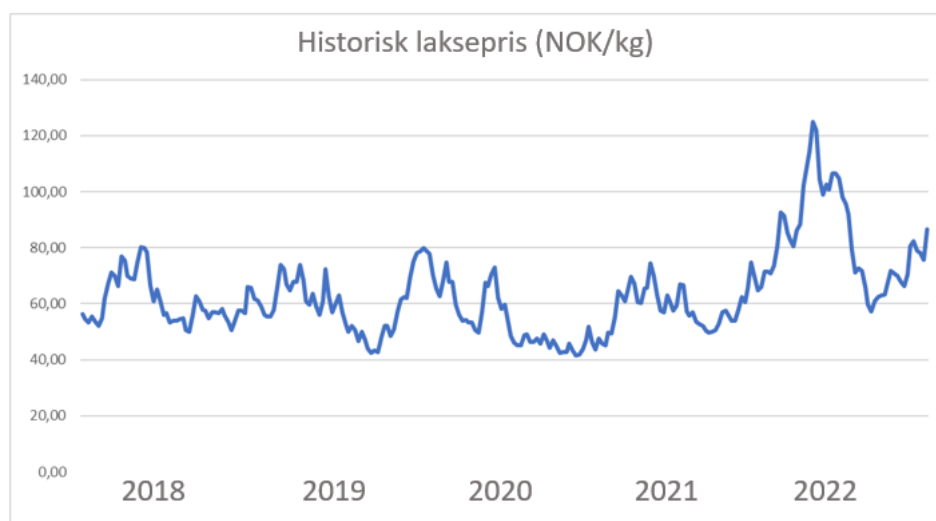
En sentral faktor å trekke frem når man diskuterer politiske og legale forhold i makroomgivelsene for store selskaper som Lerøy er skatt og avgifter. I 2021 ble det innført en produksjonsavgift som gjør at oppdrettsselskapene må betale en avgift per kg slaktet laks, ørret eller regnbueørret, som produseres i akvakulturanlegg i norsk farvann. I 2023 er denne satsen på 0,56 kr (Skatteetaten, u.å). I september 2022 kom regjeringen med et forslag om å innføre grunnrenteskatt på havbruk fra 1. januar 2023. Som produksjonsavgiften, gjelder dette også for produksjon av laks, ørret og regnbueørret. Grunnrenteskatt på havbruk ble innført fra 1. januar. En grunnrenteskatt som dette vil ha betydelig påvirkning på både Lerøy og resten av næringen. Denne faktoren vil være avgjørende i vår verdsettelse, og hvordan dette vil påvirke Lerøy vil bli diskutert senere i oppgaven.

5.1.2 Økonomiske forhold

Under økonomiske forhold vurderer man sentrale makroøkonomiske faktorer som kan påvirke organisasjonens ytelse (Whittington, et al., 2020, s. 40). Det er mange økonomiske faktorer som påvirker et selskap, men for Lerøy, et sjømat-selskap, er det spesielt tre faktorer som vi mener er sentrale; prisendringer, renter og valutakurser. Disse faktorene vil kunne påvirke forbrukernes pengebruk, etterspørsel etter produkter eller tjenester og generelle forretningsresultater.

I 2022 har vi vært vitne til en høy inflasjon og økte priser. Krigen i Ukraina har ført til forsyningsproblemer og betydelig usikkerhet knyttet til levering av mat- og energiforsyninger både i og utenfor Europa. Misforhold mellom tilbud og etterspørsel har presset prisene på internasjonale råvarer, fraktrater og produktpriser. Dette har ført til den høyeste prisveksten siden 80-tallet i Norge (Statistisk sentralbyrå, 2023, s. 3). Den økte prisen på importvarer har smittet over til økte priser på norske varer og tjenester. Svekkelsen av den norske kronen har bidratt i samme retning. Økningen i prisene på importerte varer, elektrisitet, drivstoff og matvarer, bidro særlig sterkt til å øke konsumprisindeksen. For Lerøys del har denne utviklingen ledet til en økning i, nær sagt, alle innsatsfaktorer. De mest sentrale driverne har vært høyere førkost, bunkerskost, energikost og emballasjekost.

Lerøys resultat er naturlig nok sterkt knyttet til utviklingen i prisen på laks, ørret og annen hvitfisk. I 2022 utgjorde disse produktområdene 67,1%, 7,6% og 17% av de totale driftsinntektene, dermed er lakseprisen mest avgjørende for Lerøys inntekter (Lerøy, 2023, s. 20). Positiv etterspørselseffekt etter pandemien, høye kontraktsandeler og betydelige sesongsvingninger i eksportvolum av laks og ørret har gitt en ekstrem volatil utvikling i spotprisene for laks og ørret gjennom 2022. Figur 7 illustrerer de siste fem årenes laksepriser hentet fra Fish Pool. Det er tydelig at lakseprisene historisk har vist seg å være svært volatile. For å redusere risikoen til disse svingningene sikres en varierende andel av omsetningen gjennom finansielle kjøps- og salgskontrakter for laks.

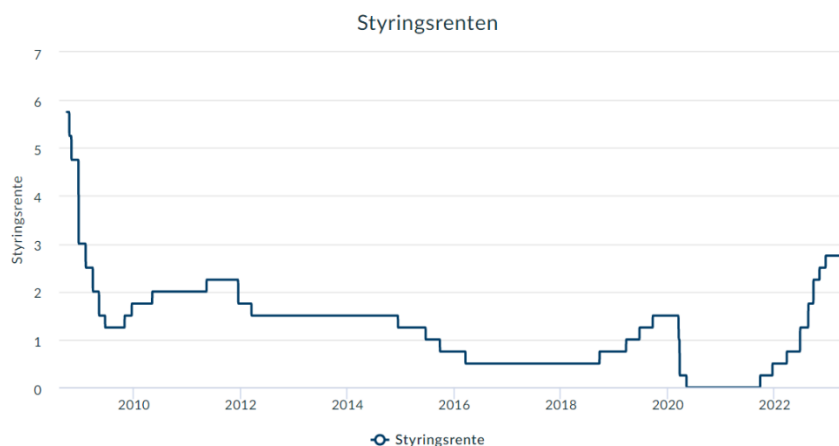


Figur 7: Historisk laksepris (NOK/KG)

Som nevnt tidligere er fiskeri- og oppdrettsnæringen en kapitalintensiv næring. Ettersom at Lerøy er delvis finansiert med lån som har flytende rente, vil utviklingen i styringsrenten ha en direkte innvirkning på Lerøys kapitalkostnader og investeringsbeslutninger. En heving av renten vil lede til at selskapets rentekostnader øker, som vil kunne påvirke lønnsomheten og gjøre nye lånefinansierte investeringer mindre attraktive. En lavere rente vil gi Lerøy tilgang til mer gunstig finansiering og dermed kunne åpne opp for vekstmuligheter. Et lavere rentenivå kan også stimulere økonomisk vekst og etterspørsel etter Lerøys produkter, som vil kunne øke selskapets inntekter.

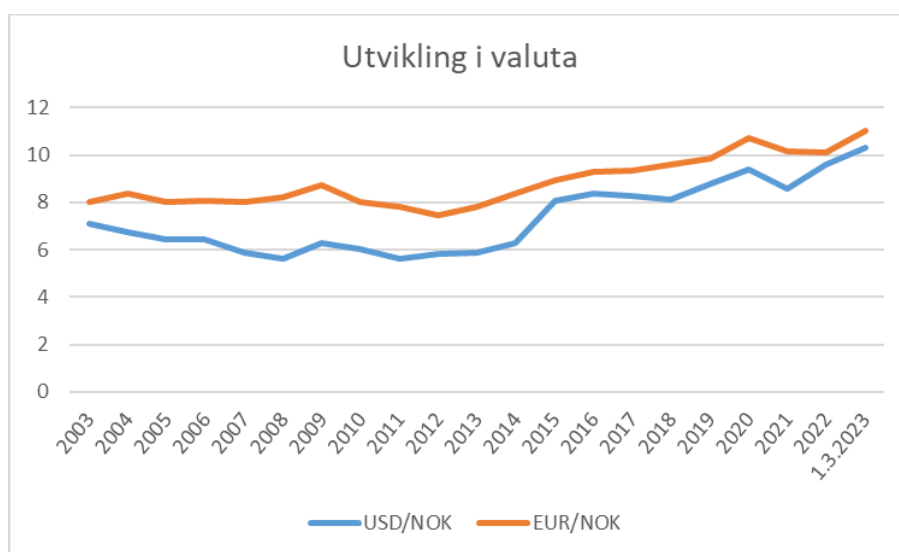
Figur 8 viser utviklingen i styringsrenten over de siste 15 årene. Sentralbanken bruker styringsrenten som et virkemiddel for å stabilisere prisveksten og utviklingen i norsk økonomi. Etter Covid-19-pandemien var styringsrenten lenge lav, for å redusere de negative effektene pandemien hadde på økonomien i Norge. Siden høsten 2021 har det vært en økning

av styringsrenten (3,00% fra 24.03.2023), og markedets forventning er at den vil øke ytterligere.



Figur 8: Utvikling i styringsrenten
(Kilde: Norges Bank)

Lerøy driver handel med ulike land over hele verden. En konsekvens av dette er valutarisikoen slik virksomhet medbringer. Når det kommer til eksport av Lerøys produkter vil, isolert sett, en svak NOK i forhold til valutaen produktet handles til sett være gunstig for dem, mens en sterk krone vil være ugunstig. Dette er også en risiko i tilfeller hvor Lerøy importerer varer. I 2021 var 82,2% av de totale driftsinntektene solgt gjennom en annen valuta enn NOK. Av denne andelen var 59,6% solgt gjennom EUR og 22,3% gjennom USD (Lerøy, 2022, s. 130). En svak eller sterk NOK i forhold til EUR og USD vil dermed kunne ha stor betydning for driftsinntektene.



Figur 9: Utvikling i USD/NOK og EUR/NOK

Grafen ovenfor viser verdien av NOK i forhold til USD og EUR fra 31.12.2003 frem til 01.03.2023 (Norges Bank, u.å.). Som man ser, har det de siste årene vært en trend hvor den norske kronen har blitt svakere i forhold til USD og EUR.

5.1.3 Sosiale forhold

Under sosiale forhold undersøkes faktorer som endringer i demografi, forbruket og verdier og kulturelle og sosiale trender (Whittington, et al., 2020, s. 41). Å få en forståelse for slike samfunnsendringer vil kunne hjelpe Lerøy å identifisere muligheter og utfordringer i markedet.

Som diskutert tidligere, forventes det en betydelig vekst i verdensbefolkningen. Ifølge FAO (Food and Agriculture Organization of the United Nations) har akvakultur et stort potensial for å føre verdens økende befolkning. I 2020 konsumerte hver innbygger i snitt 20,2 kg sjømat per år. Økende inntekt og urbanisering, forbedringer i post-høsting metoder og endringer i kostholdstrender er forventet å drive en økning på 15% i forbruket av mat knyttet til akvakultur. Dermed er det forventet at konsum av sjømat per innbygger vil være på 21,4 kg i snitt i 2030 (Food and Agriculture Organization of the United Nations, 2022).

En forutsetning for Lerøys eksistens er at de over tid lykkes med å løse deres kunders problemer. Derfor er det viktig at Lerøy tilpasser seg i forhold til endringer i forbrukernes atferd og verdier, samtidig som de holder seg oppdatert på mat-trender. Økt fokus på sunnere mat som produseres på en miljøvennlig og bærekraftig måte vil kunne påvirke etterspørselen etter Lerøys produkter. Basert på forskning vet vi at fisk er sunt og inneholder flere essensielle næringsstoffer som kroppen trenger. Allikevel er de fleste nordmenns inntak av fisk for lavt, ifølge Folkehelseinstituttet. I Regjeringens nasjonale handlingsplan for bedre kosthold er det satt et mål om at forbruket av grønnsaker, frukt og bær, grove kornvarer og fisk skal øke med 20% innen 2023 (Folkehelseinstituttet, 2023). En økt andel av befolkningen som velger å spise mer fisk vil kunne påvirke etterspørselen etter Lerøys produkter.

Økt fokus hos forbrukerne på at maten skal produseres på en miljøvennlig og bærekraftig måte, samtidig som dyrevelferden ivaretas, vil gjøre at Lerøy må sikre at deres aktiviteter tilfredsstiller dette "kravet". Dersom forbrukerne får inntrykket av at Lerøys aktiviteter ikke er bærekraftige eller ikke ivaretar dyrevelferden, vil det kunne gjøre at forbrukerne velger produkter fra andre produsenter, som gjerne har mer fokus på dette.

En annen faktor som vil kunne påvirke etterspørselen etter Lerøys produkter, er konsumentens kjøpekraft. Økonomisk nedgang fører ofte med seg økende arbeidsledighet og enten fallende eller sterkt økende priser. I slike tilfeller vil gjerne konsumentenes kjøpekraft reduseres og dette kan føre til et fall i etterspørsel etter fisk, ettersom at konsumentene benytter seg av rimeligere substitutter. I tider med økonomisk oppgang vil dette kunne øke etterspørselen. Slike faktorer i makroomgivelsene vil dermed kunne påvirke Lerøys driftsinntekter og lønnsomhet.

5.1.4 Teknologiske forhold

Under teknologiske forhold undersøkes det hvordan utvikling innen teknologi og innovasjon vil kunne påvirke Lerøy (Whittington, et al., 2020, s. 43). Endringer i disse forholdene vil kunne påvirke selskapets drift og konkurranseposisjon. Faktorer som forskning og utvikling, automatisering og teknologisk innovasjon kan skape både nye markedsmuligheter og trusler.

Oppdrettsnæringen utvikler og tester kontinuerlig ny produksjonsteknologi. Teknologiske innovasjoner kan åpne opp for mer effektive og bærekraftige metoder. Landbasert og havbasert (offshore) oppdrett er to produksjonsmetoder som vil åpne opp store muligheter for oppdrettsselskapene. Ved bruk av lukkede anlegg på land vil aktørene unngå lakselus og rømming, og forhindre negative effekter fra slam i det ytre miljøet. Samtidig vil dette kreve betydelige økonomiske investeringer og avansert teknologi. Det utvikles også lukkede anlegg i sjø, noe som også vil kunne håndtere problemer knyttet til lakselus, rømming og miljø. Ved havbasert oppdrett flyttes oppdrettsanleggene lenger unna kysten for å redusere sykdom, lus og areal-utfordringer. På grunn av større vanngjennomstrømning vil anlegg i eksponerte farvann fordele avfallsstoffer på en annen måte enn anlegg i fjordene. Gjennom å flytte oppdrettslaksen lenger bort fra villaksen sine områder vil problemene knyttet til lus og rømming reduseres. Slike anlegg krever at operasjoner, strukturer og utstyr må tilpasses svært krevende værmessige forhold. Slik innovasjon hos konkurrenter fører til økt konkurranse og press på Lerøys markedsposisjon (Barentswatch, Teknologi for lakseoppdrett).

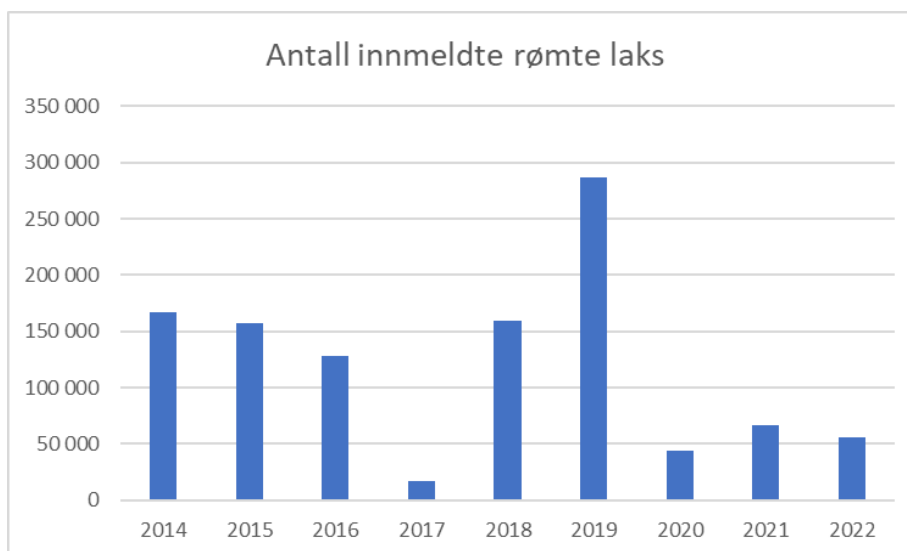
Teknologi og innovasjon knyttet til digitalisering og automatisering i produksjonsprosesser kan ha stor innvirkning på Lerøy. Gjennom slik teknologi vil selskaper kunne redusere kostnader, øke effektiviteten og kvaliteten i produksjonen. For å opprettholde konkurransekraften og deres posisjon i markedet er det viktig at Lerøy har høyt fokus på å

ikke havne bak konkurrentene sine innen teknologi og innovasjon. Lerøys fabrikk, Lerøy Seafood Center Urk, er en av Europas mest moderne fabrikker innen produksjon av røkte og fersk-pakkede produkter. Fabrikken ble bygget i Nederland i 2018 med fokus på svært høy grad av automatisering og teknologiske innovasjoner.

5.1.5 Miljømessige forhold

Under miljømessige forhold undersøkes det hvordan faktorer i makroomgivelsene knyttet til miljø kan påvirke Lerøy (Whittington, et al., 2020, s. 45). For eksempel kan strengere krav knyttet til miljøpåvirkning og bærekraft føre til økte kostnader. På en annen side kan et økt fokus på miljø styrke konkurransekraften for et selskap som allerede har en miljøvennlig og bærekraftig produksjonsprosess.

Oppdrettsnæringen er, som nevnt, en viktig næring langs kysten, men også en trussel for miljøet i fjordene og villaksen. Myndighetene ønsker å legge til rette for at næringen skal bli en lønnsom og livskraftig distriktsnæring samtidig som driften er miljømessig bærekraftig. Ifølge Naturvernforbundet er de største problemene med oppdrett; rømming, lakselus og utslipp fra anleggene.

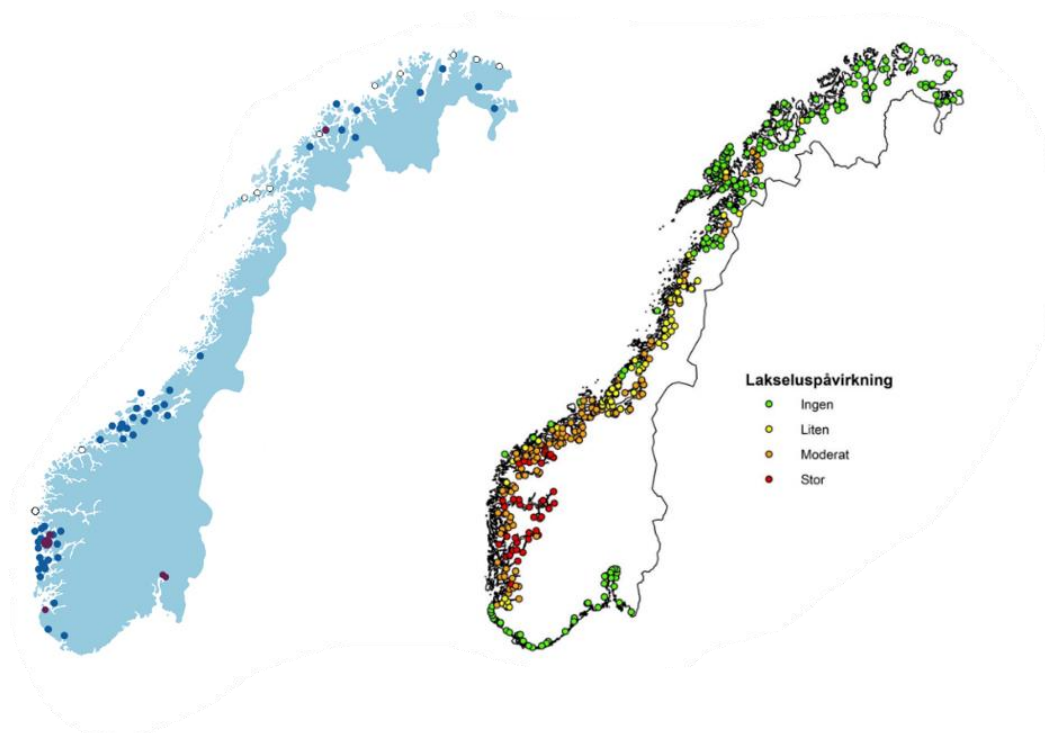


Figur 10: Rømt oppdrettsfisk

Figuren ovenfor viser statistikk over innmeldte rømte laks i perioden 2014 til 2022 (Fiskeridirektoratet, u.å.). Oppdrettslaks som rømmer skaper negative konsekvenser for villaksstammer. Rømt oppdrettslaks kan konkurrere med villaks om mat og leveområder, som kan føre til en reduksjon i vekst og overlevelse til villaks. Oppdrettslaksen kan også

bære med seg sykdommer og parasitter som kan smitte over på villaks og andre fiskearter. Den rømte laksen kan også gyte sammen med villaksen, som fører til en negativ genetisk påvirkning på fisken.

Lakselus utgjør også en stor trussel mot villaks. Den høye tettheten av oppdrettslaks fører til at lakselusa formerer seg i store mengder, og sprer seg enkelt ut fra de åpne anleggene og gjennom rømt laks. Store oppblomstringer av lakselus langs norskekysten fører til massedød av ulike villfisker i omgivelsene. Om det ikke blir håndtert raskt, kan lus og annen sykdom føre til dyre behandlinger, redusert fiskevelferd og økte kostnader for oppdretterne. Figur 11 viser Lerøys lokaliteter sett i sammenheng med Havforskningsinstituttets kart over områders grad av påvirkning av lakselus (Miljødirektoratet, 2023). Fra figuren ser vi at Lerøy har en stor andel av sine anlegg (blå prikker) på Vestlandet og i Trøndelag, hvor det også er stor lakselus påvirkning.



Figur 11: Kart over Lerøys lokasjoner og lakseluspåvirkning
(Kilde: Lerøys årsrapport 2021 og Miljødirektoratet)

Den største kilden til utslipp av næringssalter langs norskekysten skyldes fiskeoppdrett. Selv om mengden næringssalter per tonn fisk produsert har blitt halvert de siste årene, har produksjonsvolumet økt betydelig. Slike utslipp kan gi økt algevekst og føre til overgjødning i innelukkede fjordområder. Fiskefôr kan inneholde flere uønskede stoffer, og over tid kan spillfôr og fiskeekskremitter som slippes ut i sjøen påvirke bunnsedimenter og

næringskjeden i havet. Medisiner som brukes for å bekjempe lakselus påvirker også dyre- og plantelivet på sjøbunnen og krepsdyr i området rundt oppdrettsanleggene.

Naturvernforbundet mener at dagens oppdrettsnæring ikke er bærekraftig og at det er uforsvarlig å øke kapasiteten i norske oppdrettsanlegg med åpne merder. Ifølge forbundet kan kun kapasiteten økes i lukkede anlegg, og produksjonen i åpne merder bør nedjusteres. Næringen jobber kontinuerlig med å utvikle teknologi og produksjonsmetoder som sikrer at produksjonen foregår på en bærekraftig måte. En bærekraftig produksjon vil være avgjørende for ethvert oppdrettsselskap i kommende år.

5.1.6 Oppsummering av PESTEL-analyse

Gjennom å kartlegge makroomgivelsene til Lerøy har vi fått et bilde av både muligheter og trusler i de kommende årene. Fiskeri- og oppdrettsnæringen har et stort potensial for å føre en økende verdensbefolkning, og med konsumenter som etterspør sunne og miljøvennlige proteinkilder kan Lerøys produkter være et godt alternativ. Et gjennomgående tema i analysen, er fokuset på miljø og bærekraft. Reguleringer og krav fra myndighetene, kombinert med konsumenters og interessenters forventninger til en miljøvennlig og bærekraftig produksjonsprosess, legger press på Lerøy og resten av næringen. De mest sentrale miljømessige problemene er knyttet til rømming, lakselus og utslipp fra anleggene. Som diskutert tidligere er landbasert og havbasert oppdrett, samt lukkede anlegg i sjø, innovative produksjonsmetoder som vil kunne løse flere av problemene knyttet til disse problemstillingene. For at Lerøy skal være konkurransedyktig er det avgjørende at de henger med i utviklingen av ny teknologi og er i en posisjon til å kunne utnytte den når den er tilgjengelig. Dette vil kreve betydelige økonomiske investeringer og usikkerheten knyttet til den foreslåtte grunnrenteskatten har gjort at store investeringer er satt på hold. Om regjeringen fortsetter å beskatte næringen slik de gjør nå, eller om det vil skje endringer i utformingen gjennom en ny regjering ved neste valg, vil spille en stor rolle for Lerøys og resten av næringens fremtidsutsikter.

5.2 Porter's Five Forces

Vi bruker Porter's Five Forces til å få et bilde av attraktiviteten til havbruksnæringen, samt Lerøys posisjonering. Rammeverket er utviklet av Michael Porter, og tar for seg fem

“krefter”; rivalisering, inngangsbarrierer, substitutter, kjøperens makt, og leverandørens makt. Målet med analysen er at vi skal få en oversikt over konkurransesituasjonen i bransjen. Porter ytret at en bransje hvor de fem nevnte “kreftene” utgjør en høy grad av trussel, er en bransje det ikke vil være attraktivt å være en del av (Whittington, et al., 2020, s. 64).

5.2.1 Rivalisering

Det første punktet ser på konkurransen mellom aktørene som allerede eksisterer i bransjen. Naturligvis vil en høyere grad av rivalisering gi mer utfordrende forhold for å operere lønnsomt. Spesielt i en bransje som havbruk hvor konkurrentene jobber om å nå ut til den samme kundegruppen, med i utgangspunktet relativt tilsvarende produkter. Kjennetegn på en bransje med høy grad av rivalisering er lav vekst, høye utgangsbarrierer og en liten grad av differensiering mellom de ulike aktørene (Whittington, et al., 2020, s. 66-67).

Sjømatindustrien er en bransje som er preget av høy rivalisering, både lokalt, men og på internasjonalt nivå. Rivalisering oppstår av at aktørene konkurrerer om den samme kundegruppen, med et relativt tilsvarende produkt. Det er i utgangspunktet vanskelig å konkurrere på differensiering i dette markedet, men det går an å argumentere for at Lerøy gjør dette med at de har deler av sitt sortiment bestående av hvitfisk. Det skal nevnes at hvitfisk utgjør en såpass liten del av Lerøys drift at konkurranse situasjonen deres er tilnærmet lik konkurrentene i næringen.

I en slik type næring blir pris en viktig konkurransefaktor, og da blir kostnadseffektivitet en avgjørende faktor. Lerøy har over tid opparbeidet seg et robust merkevarenavn, dette vil være en fordel og drøftes videre i oppgaven, men dette endrer ikke situasjonen nok til å argumentere for at Lerøy er mindre utsatt enn resten av næringen for rivaliseringen i bransjen.

For videre vekst er innovasjon og utvikling viktig. Dette er noe som alle de store aktørene har fokus på, og er ikke spesifikt for Lerøy. Imidlertid har Lerøy tilpasset seg utviklingen i markedet ved å investere i bærekraftige og miljøvennlige løsninger, noe som kan gi dem et konkurransefortrinn på sikt.

Etter å ha vurdert ulike faktorer relatert til rivaliseringen i bransjen, konkluderer vi med at rivaliseringen i bransjen er høy. Dette skyldes blant annet at produktene er relativt like og at det er utfordrende å differensiere produktene fra konkurrentene. Selv om Lerøy som nevnt

ovenfor har noen konkurransefortrinn, konkluderer vi med at de fortsatt er utsatt for den samme graden av rivalisering som resten av næringen.

5.2.2 Inngangsbarrierer

Konkurranspunktet inngangsbarrierer baserer seg på hvor utfordrende det er for nye aktører å etablere seg i bransjen, og dermed i hvor stor grad dette er en trussel for de allerede etablerte aktørene i bransjen. En bransje er attraktiv å være en del av når det er store inngangsbarrierer, noe som gjør at trusselen for etableringen av nye konkurrenter er lav (Whittington, et al., 2020, s. 67).

Sjømatindustrien er en bransje med relativt høye inngangsbarrierer. Dette skyldes blant annet at det er en svært kapitalintensiv bransje ettersom at det kreves store investeringer i infrastruktur, teknologi og utstyr. Som nevnt tidligere, er oppdrettsnæringen konsesjonsbelagt, dette byr på utfordringer for aktører som ønsker å etablere seg i næringen. En annen utfordring er at det også kreves kompetente ansatte, kunnskap og ekspertise. Man må også ha tilgang til oppdrettsområder og fiskekvoter som er begrenset og kontrollert av myndighetene. Dette begrenser nye aktører i markedet og gir et visst beskyttelsesnivå for selskapene som allerede er etablerte, som Lerøy. I tillegg er det flere store og allerede veletablerte selskaper i bransjen som det er vanskelig å konkurrere med for et ny-opplastet selskap.

Dette er faktorer som bidrar til at industrien har høye inngangsbarrierer, som igjen gjør at trusselen for nyetableringer er lav. Det skal nevnes at de etablerte aktørene fortsatt må være oppmerksomme på muligheten for nyetableringer, da de potensielt kan finne innovative veier rundt inngangsbarrierene.

Basert på forholdene diskutert ovenfor, konkluderer vi med at dette er en bransje som det er utfordrende for en ny aktør å etablere seg i. Av den grunn kan vi si at nyetableringer utgjør en lav trussel for aktørene i bransjen.

5.2.3 Substitutter

Substitutter er produkter som dekker det samme behovet som bransjens produkt. Produktene skiller seg ut fra andre ved at de ikke har de samme egenskapene og kjennetegnene.

Substitutter kan redusere etterspørselen etter bransjens produkt om de er fullgode alternativer (Whittington, et al., 2020, s. 69).

Substitusjonstrusselen i sjømatindustrien er moderat. I bunn og grunn er laks en kilde til protein. Alternative proteinkilder som kylling, storfe og svin er direkte konkurrenter når det kommer til å erstatte fisk og sjømat i kostholdet. Helse og miljømessig fordeler som fisk og sjømat medbringer gir derimot havbruksselskapene et konkurransefortrinn. Ifølge World Resources Institute, er utslippet knyttet til produksjon av sjømat, sammenlignet med de andre nevnte proteinkildene betydelig lavere.

Vegetariske og veganske alternativer, i tillegg til nye teknologier som lab-dyrket kjøtt og plantebaserte proteiner, utgjør også en voksende trussel som reelle substitutter på lengre sikt.

En økning i megatrender knyttet til helse og miljø som gjør at etterspørselen etter bærekraftige og etiske matvalg øker. For å møte denne etterspørselen er Lerøy nødt til å fortsette å fokusere på produktinnovasjon, kvalitet og bærekraft. Det er også viktig at de lykkes med å få frem helsefordelen ved sjømat gjennom sine markedsføringskanaler.

På bakgrunn av de diskuterte punktene ser vi at substituttene er tilstedeværende, men på grunn av fokus på helse og miljø er alternativene ikke fullgode til å erstatte laks i kostholdet. Av den grunn konkluderer vi med at substitusjons trusselen er moderat.

5.2.4 Kjøperens makt

Kjøperne er de som selskapene selger til. I en situasjon hvor kjøperne har mye makt kan de presse prisene ned, og kreve dyre produktforbedringer eller tjenester. Det er derfor fra bransjen sitt perspektiv ønskelig at kjøperne har så lite makt som mulig (Whittington, et al., 2020, s. 69).

Større kunder som dagligvarekjeder, restauranter og lignende kunder har forhandlingsmakt på grunn av deres kjøpsvolum, og evne til å bytte mellom leverandører. Denne kundegruppen har i utgangspunktet en enkel mulighet til å bytte leverandør om leverandøren ikke tilpasser seg kjøperens behov. På grunn av denne gruppens store kjøpsvolum får den naturligvis en ganske stor makt, da Lerøy er avhengig av å få solgt produktene sine.

På den andre siden er Lerøy et velkjent varemerke og etterspørselen etter sjømat er generelt høy. Forbrukerne verdsetter kvalitet, smak og bærekraft. Ved å fortsette å bygge sterke

merkevarer, utvikle differensierte produkter og engasjere seg i samarbeidsprosjekter med kjøper, kan Lerøy redusere noe av kjøperens makt. Selskapet tilbyr en rekke ulike produkter, noe som også kan være en fordel da kjøper trenger å forholde seg til færre leverandører.

Ettersom at Lerøy konkurrerer i en bransje med høy rivalisering og relativt liten differensiering mellom de største aktørene, vurderer vi kjøpernes makt som relativt høy. Kjøperne har flere alternativer til leverandører, og dermed vil de ha et sterkt forhandlingsgrunnlag. Ved å hensynta kjøpernes behov og krav, samtidig som de investerer i produktutvikling og merkevarebygging, vil Lerøy holde en sterk posisjon i forhold til kjøperne.

5.2.5 Leverandørens makt

Leverandørene er de aktørene som bedriften kjøper det de trenger for å produsere av. Dette innebærer alt som inngår i produksjon, alt fra finansiering til drivstoff. Leverandørene har en høy makt i tilfeller hvor det er få leverandører av produktet, dyrt å skifte leverandør eller de tilbyr en unik tjeneste eller produkt (Whittington, et al., 2020, s. 70).

I og med at de fleste av de største havbruksselskapene har en helintegrert verdikjede, er fiskefôr den innsatsfaktoren som utgjør den største delen av kjøp fra eksterne leverandører. I Norge er det få tilbydere av fiskefôr, noe som gir leverandørene en stor makt. De er få leverandører, som tilbyr et relativt unikt produkt som havbruk selskapene er helt avhengige av. Noen av oppdrettsselskapene har integrert produksjon av fiskefôr som en del av sin verdikjede. Dette kutter en leverandør som har mye makt og reduserer deres avhengighet av eksterne leverandører. For Lerøy er ikke dette tilfelle, de må kjøpe fiskefôr fra eksterne leverandører. Vi kan dermed konkludere med at leverandørens makt er høy, både i bransjen og ovenfor Lerøy isolert sett.

5.2.6 Oppsummering av Porter's Five Forces

Vi har nå analysert og kartlagt konkurransesituasjonen for Lerøy og havbruksnæringen ved hjelp av Porters Five Forces. Vi har sett på de fem «kreftene»: rivalisering, inngangsbarrierer, substitutter, kjøperens makt og leverandørens makt. Konklusjonen vår er at næringen er preget av høy rivalisering, høye inngangsbarrierer og høy leverandørmakt. Fisk og sjømat konkurrerer med andre proteinkilder som ikke er fullgode alternativer på grunn av helse og

miljø aspektet. Vegetariske og veganske alternativer, samt lab-dyrket kjøtt og plantebaserte proteiner, er også å anses som potensielle substitutter, men utgjør ikke en reel trussel per i dag. Vi har derfor ansett trusselen knyttet til substitutter som moderat. Kjøpernes makt er relativt høy, men ved å hensynta kjøpernes behov og krav, samtidig som Lerøy investerer i produktutvikling og merkevarebygging, vil de holde en sterk posisjon i forhold til kjøperne. Lerøy står i hovedsak ovenfor de samme utfordringene som resten av næringen, men kan oppnå konkurransefortrinn gjennom produktinnovasjon, kvalitet, bærekraft og godt samarbeid med kunder.

5.3 Oppsummering av strategisk analyse – SWOT

Vi har besluttet å oppsummere de mest sentrale funnene fra den strategiske analysen ved hjelp av en SWOT-analyse. I en SWOT-analyse ser vi på et selskaps (S) styrker, (W) svakheter, (O) muligheter og (T) trusler (Whittington, et al., 2020, s. 112). Denne analysen har, som nevnt, til hensikt å oppsummere funnene fra PESTEL-analysen og Porter's Five Forces, og fremstilles i figur 12.

<p style="text-align: center;">Styrker (S)</p> <ul style="list-style-type: none"> • Helintegrert verdikjede • Sunn og bærekraftig proteinkilde • Etablert i bransjen • Kjent varemerke 	<p style="text-align: center;">Svakheter (W)</p> <ul style="list-style-type: none"> • Statlig reguleringer • Kapitalintensiv bransje • Høy rivalisering • Avhengig av fôrprodusent
<p style="text-align: center;">Muligheter (O)</p> <ul style="list-style-type: none"> • Befolkningsvekst • Teknologisk utvikling • Økt helsefokus 	<p style="text-align: center;">Trusler (T)</p> <ul style="list-style-type: none"> • Politisk risiko • Biologisk risiko • Volatil laksepris • Valutarisiko

Figur 12: SWOT-analyse

Lerøy er et modent og etablert selskap med et kjent varemerke. Selskapet har en helintegrert verdikjede, noe som blant annet skaper forutsigbarhet, effektivitet og kostnadsbesparelse. Lerøy er allikevel avhengig av eksterne leverandører til å levere fiskefôr, som er en sentral

innsatsfaktor i bransjen. Fisk er i utgangspunktet både en sunn og miljøvennlig proteinkilde. Lerøy har et stort potensial for å føre en økende verdensbefolkning, med konsumenter som etterspør sunne og miljøvennlige proteinkilder. For at Lerøy skal klare å møte den økte etterspørselen, samtidig som de opptrer på en bærekraftig og miljøvennlig måte, er det avgjørende at de henger med i utviklingen av ny teknologi. Landbasert og havbasert (offshore) oppdrett er to produksjonsmetoder som potensielt vil kunne åpne opp for dette, på lengre sikt. De største miljømessige utfordringene i havbruk er knyttet til rømming, lakselus og utslipp fra anleggene, noe disse metodene vil kunne bekjempe. Oppdrettsnæringen er en konsesjonsbelagt og en strengt regulert næring og det stilles strenge krav knyttet til miljøovervåkning, forurensning, fiskehelse og fiskevelferd. Det er en bransje med høy grad av rivalisering, men på den andre siden er inngangsbarrierene høye. En av grunnen til dette er at det er svært kapitalintensiv bransje, noe som gjør det krevende for nye selskaper å etablere seg. Volatile laksepriser og valutaendringer er trusler som vil kunne påvirke Lerøys inntekter betydelig. For å redusere noe av risikoen knyttet til laksepris sikres en varierende andel av salget gjennom finansielle kjøps- og salgskontrakter. Grunnrenteskatten som ble innført i år er et eksempel på den politiske risikoen Lerøy er eksponert for, og vil ha stor påvirkning for selskapet.

6. Regnskapsanalyse

I denne delen av oppgaven vil vi gjennomføre en grundig og systematisk analyse av Lerøys foreliggende regnskapsinformasjon. Formålet med en slik analyse er å få en bedre forståelse av selskapets finansielle posisjon og utvikling. En slik forståelse, sett i sammenheng med den strategiske analysen, vil gi oss et bedre grunnlag for å predikere Lerøys fremtidige utvikling.

Regnskapsanalysen vil undersøke sentrale nøkkeltall for å gi oss en helhetlig forståelse av Lerøy og deres nåværende finansielle situasjon. Vi vil også legge frem nøkkeltallene for de siste fem årene. Bakgrunnen for å analysere nøkkeltallene over tid er for å se utviklingen i Lerøys økonomiske stilling og forsøke å identifisere positive og negative trender. For å få en innsikt i selskapets konkurransevne og å kunne identifisere områder der Lerøy kan forbedre seg, vil vi benytte nøkkeltallene som et verktøy for å sammenligne selskapet med andre selskaper som opererer i samme bransje.

6.1 Regnskap

Oversikten over regnskapet som legges frem i denne oppgaven er et forenklet resultat- og balanseregnskap, som er basert på regnskapet fra Lerøys årsrapporter. Denne forenkling innebærer kun en samling av ulike regnskapsposter. Dette gjør vi for at regnskapet skal fremstå enda mer oversiktlig, både for leseren og oss selv, samtidig som det gir en tilfredsstillende grad av informasjon og detaljer. Det er viktig å være klar over at dette skaper begrensninger og at man ikke kan trekke konklusjoner kun basert på det forenklede regnskapet.

6.1.1 Resultatregnskapet

RESULTAT

<i>I MNOK</i>	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter	19 880	20 454	19 967	23 136	26 652
Kostnader	15 653	16 707	16 857	19 359	22 132
EBIDTA*	4 228	3 746	3 109	3 778	4 521
Av- og nedskrivninger	660	1 012	1 160	1 258	1 326
EBIT*	3 569	2 734	1 950	2 519	3 195
Verdijustering knyttet til bio-eiendeler	755	-334	-827	1 085	1 088
EBIT	4 323	2 401	1 123	3 604	4 289
Inntekt fra tillnyttede selskaper	287	180	105	122	66
Netto finansposter	-161	-215	-241	-194	-282
Resultat før skatt*	3 694	2 699	1 814	2 440	2 979
Resultat før skatt	4 449	2 366	987	3 532	4 067
Berenede skatter	-851	-496	-197	-751	-902
Periodens resultat	3 598	1 870	790	2 781	3 165

Tabell 5: Lerøys resultatregnskap
(* før verdijustering)

6.1.2 Balanseregnskap

BALANSE

<i>I MNOK</i>	2018	2019	2020	2021	2022
EIENDELER					
Immaterielle eiendeler	8 180	8 154	8 325	8 594	8 643
Bruksretteieendeler	0	2 378	2 429	2 661	2 864
Varige driftsmidler	6 607	6 230	6 797	7 297	7 487
Finansielle anleggsmidler	1 091	1 035	1 150	1 457	1 565
Sum anleggsmidler	15 878	17 797	18 702	20 010	20 559
Biologiske eiendeler	5 564	5 575	4 914	5 955	7 618
Andre varer	1 315	1 031	1 095	1 257	2 308
Kundefordringer	2 152	2 244	1 868	2 174	2 717
Andre fordringer	427	511	619	595	555
Betalingsmidler	3 036	3 031	2 966	4 203	3 305
Sum omløpsmidler	12 495	12 393	11 461	14 184	16 503
Sum eiendeler	28 373	30 189	30 163	34 194	37 062
EGENKAPITAL OG GJELD					
Inskutt egenkapital	4 838	4 838	4 838	4 838	4 838
Opptjent egenkapital	11 315	12 013	11 919	13 359	14 868
Ikke-kontrollerende eierinteresser	981	913	876	1 126	1 318
Sum egenkapital	17 134	17 763	17 633	19 323	21 024
Kortsiktig gjeld	4 177	4 409	4 279	4 876	6 007
Langsiktig gjeld	7 061	8 017	8 251	9 994	10 031
Sum gjeld	11 238	12 426	12 530	14 871	16 038
Sum egenkapital og gjeld	28 373	30 189	30 163	34 194	37 062

Tabell 6: Lerøys balanseregnskap

6.1.3 Justering av regnskap

Fra resultatregnskapet ser vi regnskapsposten “Verdijustering knyttet til bio-eiendeler”. Ettersom at denne posten er betydelig stor, og spiller en stor rolle når det kommer til beregning av årsresultatet, finner vi det hensiktsmessig å oppklare litt rundt denne justeringen.

Regnskapsføringen av biologiske eiendeler under IFRS reguleres av IAS 41 Landbruk. Utgangspunktet i IAS 41 er at målingen av levende fisk som hovedregel skal skje til virkelig verdi, og alle endringer i virkelig verdi skal føres løpende over resultatregnskapet. Dermed vil enhver endring i virkelig verdi påvirke periodens resultat, uavhengig av årsaken til verdiendringen.

I Lerøys årsrapport fra 2021 opplyser de i regnskapsnotene at denne verdijusterings-posten omfatter: (1) Endring i verdijustering på biologiske eiendeler, (2) endring i verdi på tapskontrakter og (3) endring i urealisert gevinst/tap på finansielle salgs- og kjøpskontrakter for fisk på Fish Pool.

Oppdrettsselskapene presenterer ofte posten knyttet til verdijustering på en egen linje i resultatregnskapet. På den måten holdes de øvrige inntekts- og kostnadspostene atskilt fra verdijusteringen. Ettersom at prisene på fisk er svært volatile, byr dette på store svingninger i verdijustering posten og dermed svært varierende resultater. På bakgrunn av dette vil de fleste brukerne av regnskapet i stor grad se bort fra denne posten. Dette gjelder både investorer og långivere, men også oppdrettsselskapenes ledelse (Bernhoft & Fardal, 2007, s. 8). Vi vil dermed også se bort fra posten “Verdijustering knyttet til bio-eiendeler”.

<i>I MNOK</i>	2018	2019	2020	2021	2022
EBIT	4 323	2 401	1 123	3 604	4 289
Verdijustering knyttet til bio-eiendeler	755	-334	-827	1 085	1 088
EBIT før verdijustering	3 569	2 734	1 950	2 519	3 195

Tabell 7: EBIT før verdijustering

6.2 Analyse

Som nevnt har vi gjennomført en regnskapsanalyse for å undersøke noen av Lerøys sentrale nøkkeltall, som vil kunne hjelpe oss med å få et bedre overblikk over deres finansielle stilling. Dette vil gi oss et bilde av selskapets likviditet, lønnsomhet og soliditet. Ved å se på utviklingen i nøkkeltallene over de siste årene, vil vi identifisere trender og sammenligne

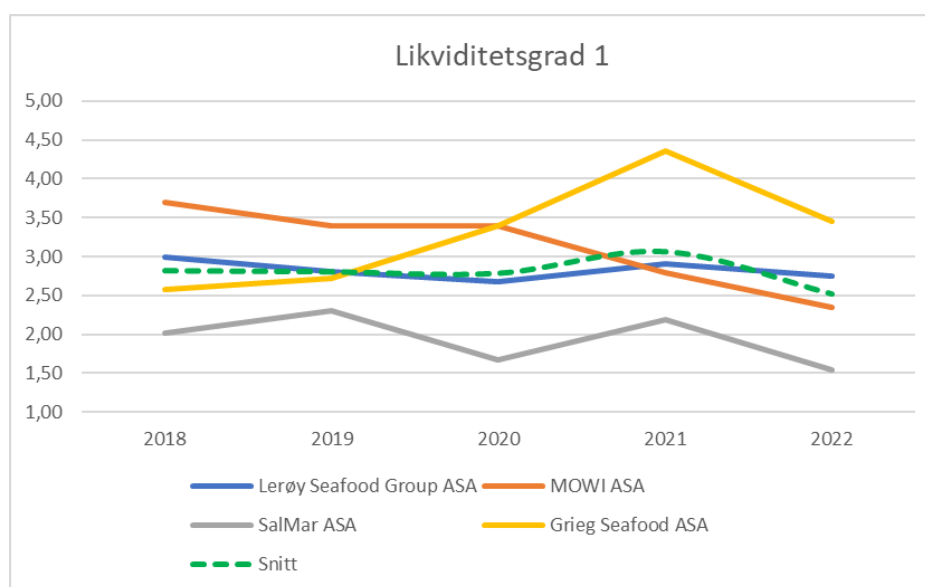
disse tallene med andre aktører i industrien. Dette vil gi oss et bilde av hvordan Lerøy er posisjonert finansielt i forhold til deres konkurrenter. Basert, hovedsakelig på markedsverdi og operasjonelle aktiviteter, har vi valgt å bruke selskapene MOWI, SalMar og Grieg Seafood som sammenlignbare selskaper. Selv om det er noen forskjeller knyttet til størrelse, produksjonsmetoder og geografisk spredning, mener vi at utvalget av selskaper er sammenlignbart på bakgrunn av deres lignende virksomhet. Nøkkeltallene er basert på regnskapstall som er hentet fra selskapenes kvartals- og årsrapporter.

6.3 Likviditetsanalyse

Likviditetsanalyser omhandler analyser av bedriftens evne til å kunne dekke sine løpende betalingsforpliktelser. Dersom en bedrift får betalingsproblemer, vil det overskygge de fleste positive forhold i bedriften. Likviditetsgrad 1 vurderer omløpsmidlenes størrelse i forhold til den kortsiktige gjelden.

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

Formel 16: Likviditetsgrad 1



*Figur 13: Likviditetsgrad 1
(Kilde: selskapenes kvartals- og årsrapporter)*

Det alminnelige kravet til likviditetsgrad 1 er at det skal være over 2, men det er ikke et absolutt krav. Hva som er et tilfredsstillende nivå, kan variere fra industri til industri (Hoff & Pedersen, 2019, s. 238). De siste fem årene har Lerøy hatt en jevn likviditetsgrad 1 uten

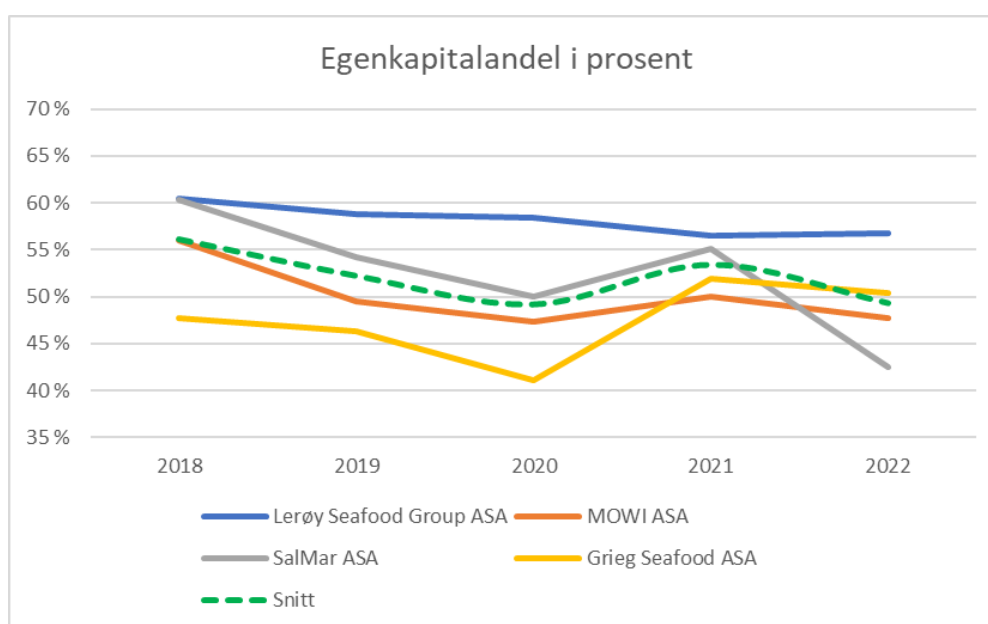
noen store endringer og ligget på 2,83 i snitt. Fra grafen ser man at Lerøy har fullt gjennomsnittet av de sammenlignbare selskapene tett.

6.4 Soliditetsanalyse

En soliditetsanalyse handler om å vurdere en virksomhets evne til å møte sine økonomiske forpliktelser på sikt. Den skal hjelpe å vurdere virksomhetens soliditet, altså evne til å tåle tap og vanskelige tider. Et sentralt nøkkeltall her er egenkapitalandel, som måler hvor mye av virksomhetens totale eiendeler som er finansiert av egenkapital og hvor mye som er finansiert av gjeld, i prosent. Den uttrykker altså hvor robust eller solid bedriften er til å tåle tap. Vi finner egenkapitalandelen ved å dele egenkapitalen på totalkapitalen, som består av egenkapital og gjeld.

$$\text{Egenkapitalandel i prosent} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}} * 100\%$$

Formel 17: Egenkapitalandel i prosent



Figur 14: Egenkapitalandel i prosent
(Kilde: selskapenes kvartals- og årsrapporter)

Hva som er en tilfredsstillende egenkapital andel er vanskelig å si ettersom at det vil variere fra industri til industri. To faktorer som er med på å avgjøre hva som er et tilfredsstillende nivå er hvor kapitalintensiv virksomheten er, og hvor stor den generelle forretningsmessige risikoen er (Hoff & Pedersen, 2019, s. 276). Lerøy har de siste fem årene hatt en

gjennomsnittlig egenkapitalandel på 58,2%, uten at de har hatt noen store svingninger i dette tallet. De har i denne perioden ligget over gjennomsnittet av de sammenlignbare selskapene.

6.5 Lønnsomhetsanalyse

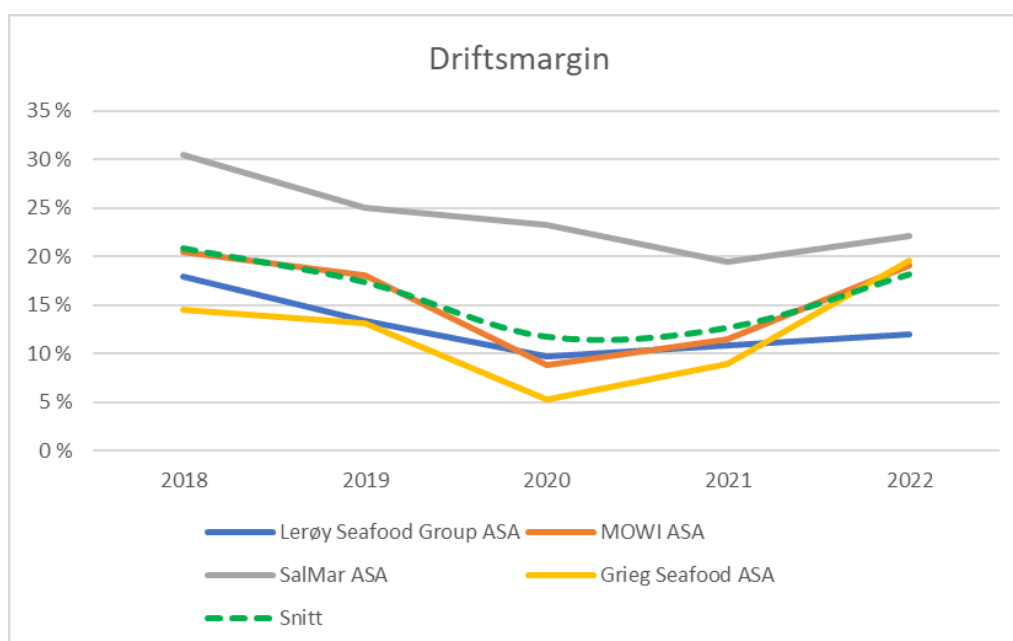
Gjennom en lønnsomhetsanalyse vil man kunne få en bedre innsikt i en virksomhets lønnsomhet og evne til å skape avkastning på investert kapital. Gjennom en slik analyse vil man kunne identifisere hvor godt en virksomhet utnytter sine ressurser og kapital, og om de genererer tilstrekkelig avkastning på investeringene. Ved å sammenligne nøkkeltallene med tilsvarende virksomheter i samme industri, kan man få et inntrykk av en virksomhets konkurransedyktighet i forhold til andre aktører i industrien.

6.5.1 Driftsmargin

Driftsmarginen er et nøkkeltall som uttrykker driftsresultatet i prosent av driftsinntektene. Den viser hvor stor andel av driftsinntektene virksomheten har igjen før finansielle forhold trekkes inn, altså hvordan selve driften har gått uavhengig av finansieringsstruktur.

$$\text{Driftsmargin} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Driftsinntekter}} * 100\%$$

Formel 18: Driftsmargin



Figur 15: Driftsmargin
(Kilde: selskapenes kvartals- og årsrapporter)

Grafen ovenfor viser at Lerøys driftsmargin har de siste fem årene ligget under gjennomsnittet. SalMar har hatt en svært sterk driftsmargin i forhold til de andre selskapene, noe som har trukket snittet betydelig opp.

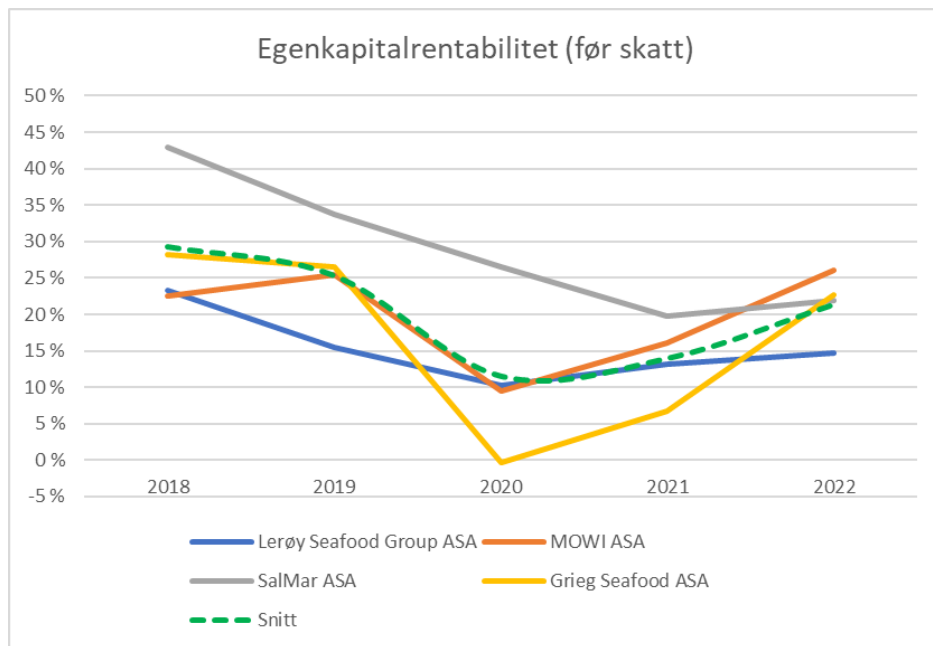
6.5.2 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabiliteten før skatt viser avkastningen en virksomhet generer på egenkapitalen som er investert i selskapet før skatt. Det viser altså hvor godt et selskap kan generere profitt til sine investorer, og indikerer selskapets lønnsomhet og potensial for vekst. En høy egenkapitalrentabilitet viser at det er en god avkastning på egenkapitalen, som vil være tiltrekkende for investorer og reflekteres i en høyere aksjekurs. Egenkapitalrentabiliteten før skatt finner vi ved å dividere det ordinære resultatet før skatt på gjennomsnittlig egenkapital.

I utgangspunktet vil det være mest interessant å se på egenkapitalrentabiliteten etter skatt. Ettersom at vi ser på det som mest hensiktsmessig å se bort i fra posten verdijustering knyttet til biologiske eiendeler, kompliserer dette egenkapitalrentabiliteten etter skatt. Siden denne posten påvirker selskapets resultat, ville vi måtte reversere verdijusteringen og beregne en ny skatt. For enkelthetens skyld har vi dermed valgt å se på egenkapitalrentabiliteten før skatt.

$$\text{Egenkapitalrentabilitet før skatt} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}}$$

Formel 19: Egenkapitalrentabilitet før skatt



Figur 16: Egenkapitalrentabilitet før skatt
(Kilde: Selskapenes kvartals- og årsrapporter)

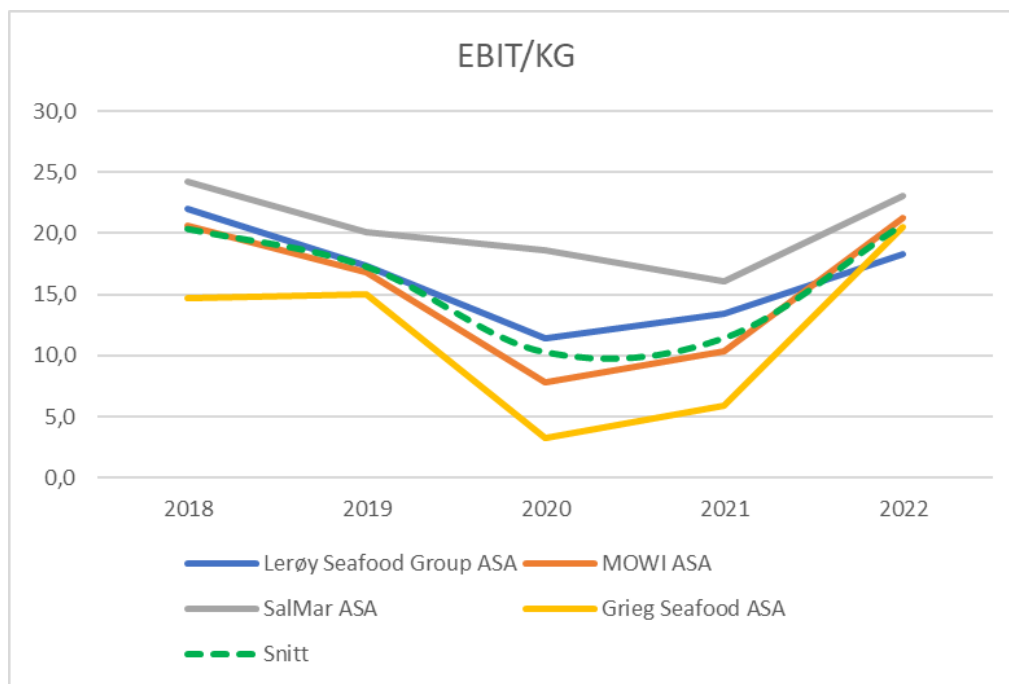
Det er vanskelig å gi et svar på hvor høy egenkapitalrentabiliteten bør være. Siden egenkapitalen er en risikoutsatt kapital som kun får avkastning dersom selskapet har overskudd, stilles det høyere krav til avkastningens størrelse. Investorer vil alltid ha et risikofritt alternativ. Dermed bør det være en risikopremie, på toppen av den risikofrie renten, som vil avhenge av selskapets forretningsmessige risiko (Hoff & Pedersen, 2019, s. 227). I de siste fem årene har Lerøys egenkapitalrentabilitet før skatt variert en del. Dette har også vært tilfelle for de andre sammenlignbare selskapene. Det er tydelig at pandemien i 2020, og ettervirkningene av den i 2021, har påvirket næringen, men fra 2022 ser man en forbedring for næringen som en helhet.

6.5.3 EBIT/KG

EBIT/KG gir en indikasjon på lønnsomheten til et oppdrettsselskap målt i forhold til produksjonsvolumet, som ofte måles i tonn fisk. Dette forteller noe om lønnsomheten ved hver produserte KG.

$$EBIT/KG = \frac{EBIT \text{ før verdijustering}}{Slaktevolum}$$

Formel 20: EBIT/KG



Figur 17: EBIT/KG
(Kilde: Selskapenes kvartals- og årsrapporter)

Grafen viser at i forhold til de sammenlignbare selskapene har Lerøy historisk sett hatt en god lønnsomhet relativt til produksjonsvolum. I 2022 ser vi at de ligger litt under de andre selskapene. SalMar utmerker seg som det selskapet med jevnt over best EBIT/KG.

6.6 Drivere

Enkelt sagt, vil et selskaps resultat avhenge av forholdet mellom deres inntekter og kostnader. Når vi skal estimere Lerøys utvikling i resultater og fri kontantstrøm vil det være avgjørende å forstå hva som driver inntektene og kostnadene i selskapet. Vi må altså identifisere og forstå de ulike inntekts- og kostnadsdriverne i Lerøy, for å kunne si noe om selskapets fremtidsutsikter.

6.6.1 Inntektsdriverne

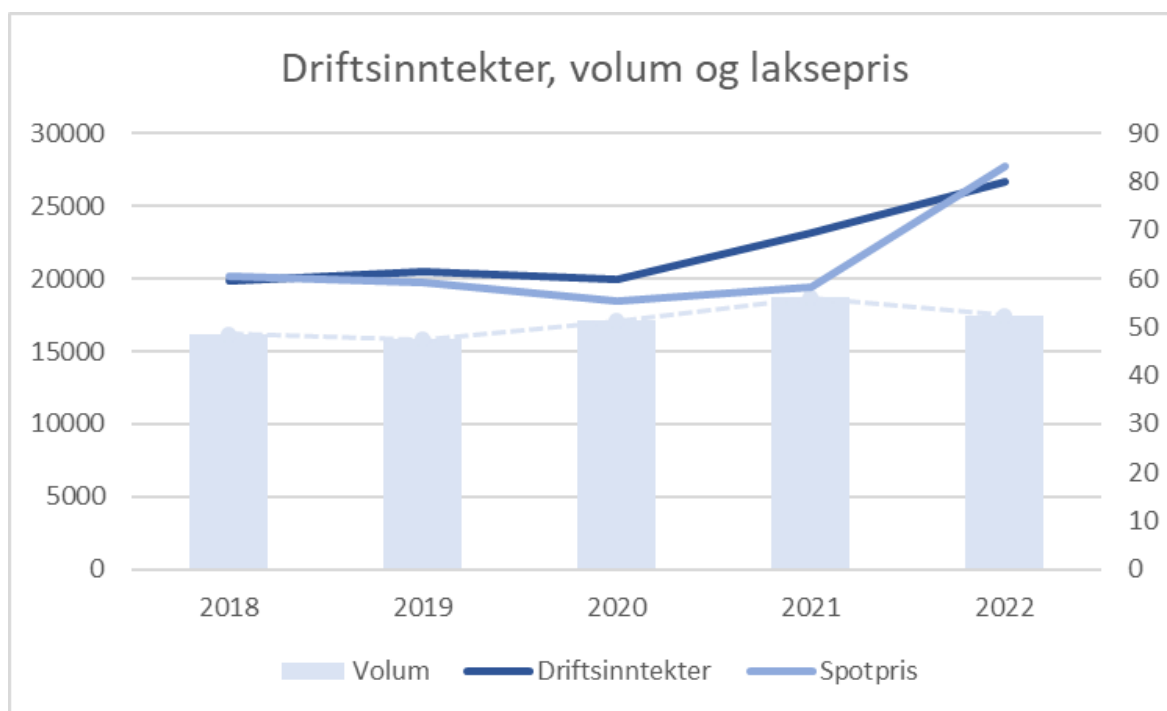
For et selskap som Lerøy er naturligvis prisen på deres produkter, samt volumet, de viktigste inntektsdriverne. Som nevnt opererer Lerøy innenfor flere segmenter, men ettersom produktene fra Havbruk segmentet sto for omtrent 75% av de totale driftsinntektene i 2022, er lakseprisen og slaktevolumet de mest sentrale inntektsdriverne (Lerøy, 2023, s. 20). For å illustrere hvor sentral prisen og volumet for laks er for inntektene til Lerøy, har vi vist

driftsinntektene, historisk spotpris for laks og slaktevolumet for de fem foregående årene i tabell 8.

År	2018	2019	2020	2021	2022
Driftsinntekter (mNOK)	19 880	20 454	19 967	23 116	26 652
Laksepris	60,6	59,2	55,5	58,3	83,2
Volum (i 1000 tonn)	162	158	171	187	175

Tabell 8: Historiske driftsinntekter, laksepris og slaktevolum
(Kilde: Lerøy årsrapporter og Fish Pool)

I tabellen ovenfor er Lerøys driftsinntekter oppgitt i mNOK og slaktevolumet i 1000 tonn. Når det gjelder lakseprisen, har vi brukt den gjennomsnittlige historiske spotprisen per kg laks fra Fish Pool, for hvert av årene. Siden Lerøy selger en andel av sin laks gjennom langsiktige kontrakter, er det ikke gitt at spotprisen er den prisen Lerøy faktisk får for sine produkter. Allikevel er prisen Lerøy får og spotprisen naturligvis sterkt korrelert. Figur 18, på neste side, illustrerer tallene fra tabellen og sammenhengen mellom driftsinntekter, volum og pris i en graf. Her er volumet vist i 100 tonn.



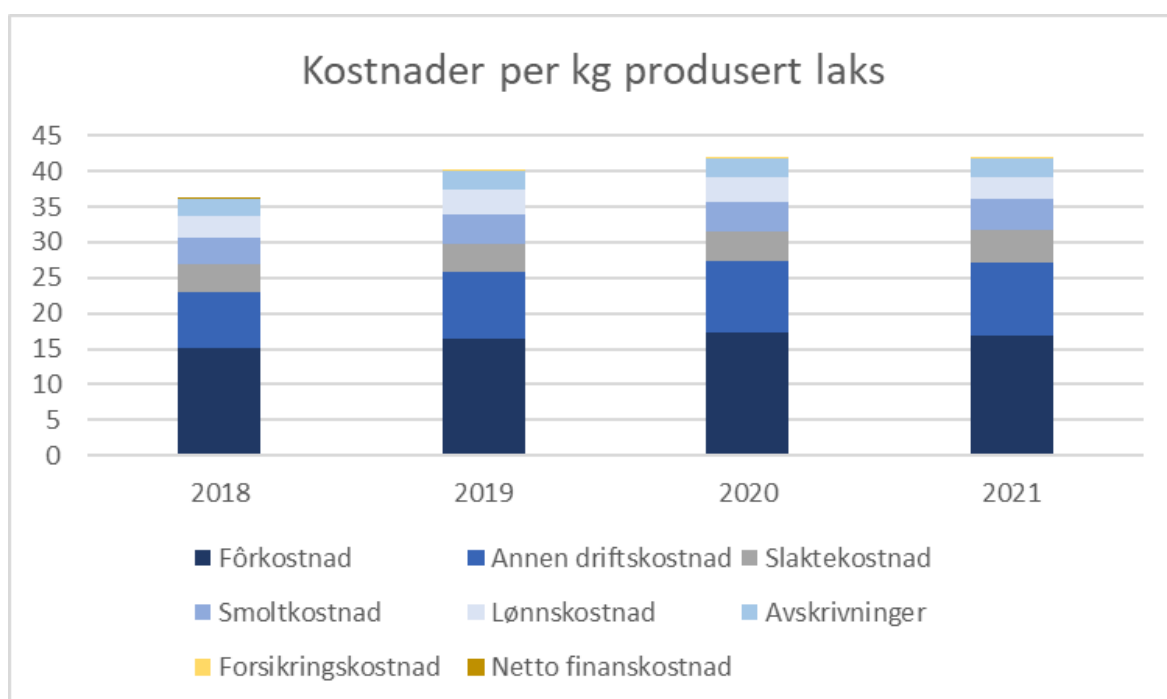
Figur 18: Historiske driftsinntekter, laksepris og slaktevolum
(Kilde: Lerøys årsrapporter og Fish Pool)

Fra tabellen og figuren ser vi hvordan endringer i pris og volum påvirker driftsinntektene. Dersom vi sammenligner årene 2019 og 2021, var lakseprisen kun 0,9 NOK per kg lavere i 2021, men slaktevolumet var nesten 30 000 tonn høyere. Driftsinntektene i 2021 var over 2,6 milliarder høyere enn i 2019. Dersom vi ser på endringen fra 2021 til 2022 ser vi hvor

avgjørende lakseprisen er for driftsinntektene. Grafen viser at selv om det var en nedgang i slaktevolum på omtrent 12 000 tonn, resulterte den høye prisen per kg i en økning i driftsinntekter på 3,5 milliarder NOK.

6.6.2 Kostnadsdrivere

Ifølge nettstedet Bærekraft i Havbruk, som er utviklet av Nofima, SINTEF Ocean og BarentsWatch, er det spesielt kostnader til førkostnader, samt kostnader knyttet til lus og sykdom som har økt de siste årene. Som en prosentandel av kostnader per kg fisk produsert, holder de nevnte faktorene seg stabile, men i kronebeløp har det vært en økning. Figur 19 er basert på data fra Fiskeridirektoratet og SSB, og viser den gjennomsnittlige totale kostnaden per kg produsert laks for oppdrettsnæringen i Norge fra 2018 til 2021. Annen driftskostnad innebærer kostnader knyttet til lakselus og sykdom. Basert på den generelle prisveksten vi har vært vitne til i løpet av de siste året, ser vi det som rimelig å anta at kostnadene per kg produsert laks har økt betydelig i 2022.



Figur 19: Fordeling av kostnader per kg produsert laks
(Kilde: BarentsWatch)

I Lerøys kvartalsrapport fra fjerde kvartal 2022, kommer det frem at det har vært en kostnadsinflasjon i bortimot alle av Lerøys innsatsfaktorer. Den viktigste driveren er høyere førkostnader, men de har også sett en økning i bunker-, energi- og emballasjekostnader. For havbruks segmentet byr biologiske utfordringer, som høyt lusepress og sykdom, på økte

kostnader knyttet til behandling. Et økt produksjonsvolum i kommende år vil naturligvis øke både førkostnader og kostnader knyttet til behandling av lakselus og annen sykdom.

6.7 Oppsummering av regnskapsanalyse

Ved hjelp av regnskapsanalyse har vi undersøkt sentrale nøkkeltall, som har hjulpet oss med å få et bedre overblikk over Lerøys finansielle stilling i forhold til de utvalgte sammenlignbare selskapene. Lerøy har en stabil likviditetsgrad og egenkapitalandel, som i utgangspunktet gir de en god evne til å tåle tap og vanskelige tider. Jevnt over har Lerøy hatt en lavere driftsmargin og egenkapitalrentabilitet, enn SalMar og MOWI. Grieg har stort sett hatt en svakere driftsmargin i forhold til Lerøy og en varierende egenkapitalrentabilitet. Ved hjelp av det sektorspesifikke nøkkeltallet EBIT/KG, ser vi at Lerøy, frem til 2022, har hatt en sterk lønnsomhet per produserte kg. I 2022 har de hatt en litt svakere lønnsomhet enn de sammenlignbare selskapene. Basert på analysen ser vi at Lerøy er i en stabil finansiell stilling, men har det siste året vist en svakere lønnsomhet enn de sammenlignbare selskapene. Allikevel har de historisk sett hatt en sterk EBIT/KG.

Som diskutert tidligere er de mest sentrale inntektsdriverne for Lerøy, laksepris og slaktevolum. Endringer i disse faktorene vil kunne utgjøre betydelige endringer i driftsinntekter. Når det kommer til kostnadsdriverne, er førkostnader og kostnader knyttet til lakselus og sykdom hovedfaktorene. Ved en økning i produksjonsvolum er det naturlig å forvente en økning i begge disse kostnadene.

7. Fremtidsprognose

Ved å legge den strategiske analysen, regnskapsanalysen og annen informasjon til grunn, vil vi i dette kapitlet forsøke å sette opp en prognose for utviklingen i Lerøys frie kontantstrøm til total kapitalen, samt terminalveksten. Om ikke annet er oppgitt vil beløpene i de kommende tabellene være oppgitt i mNOK og slaktevolumet i 1000 tonn. Når vi diskuterer slaktevolum innen havbruk, refererer vi til "guttet weight tons" (GWT), mens i konteksten av villfangst, angir fangstvolumet vekten som "head on gutted" (HOG), om ikke det er oppgitt noe annet.

7.1 Driftsinntekter

Som diskutert tidligere er de mest sentrale inntektsdriverne i Lerøy volum og pris. Hvor høyt slaktevolum og til hvilken pris Lerøy selger produktene sine vil derfor være avgjørende for deres inntekter. I 2022 sto segmentene Havbruk og VAP, salg og distribusjon for omtrent 46,7 og 41,6 prosent av de totale driftsinntektene, men Villfangst kun sto for 11,7 prosent (Lerøy, 2023, s. 22). Dermed er de to førstnevnte segmentene som er hovedkildene for Lerøys driftsinntekter, men Villfangst segmentet er naturligvis også en viktig del av Lerøy. I dette delkapittelet vil vi forsøke å estimere driftsinntektene for hvert av segmentene frem til terminalåret.

7.1.1 Fiskepriser

Lakseprisen er helt essensiell når det kommer til verdsettelsen av Lerøy. For å estimere fremtidig inntjening er vi helt avhengige av å ha en forventning til fremtidige priser. For å predikere fremtidige spotpriser er det vanlig å bruke forward priser fra Fish Pool. Fish Pool er en elektronisk børs der kjøpere og selgere av laks møtes, denne metoden gir en gjennomsiktighet og sikkerhet knyttet til prissetting og levering av laks. Forward prisene settes av tilbud og etterspørsel av laks i fremtiden, og brukes vanligvis til å inngå kontrakter om salg/kjøp i fremtiden. Denne forwardprisen kan også brukes til prisoppdagelse som vil si at den brukes til å få en forventning om fremtidige spotpriser, og det er det vi skal bruke den til. Vi har hentet ut forwardprisene fra Fish Pool og tatt gjennomsnittspris for laks NOK/kg for hvert år. Funnene fremstilles under i tabell 10.

År	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Laksepris (NOK/KG)	94,8	87,0	80,5	80,0	80,0

*Tabell 9: Fremtidig laksepris
(Kilde: Fish Pool)*

De tre første årene er basert på Fish Pool sine prognoser. Som diskutert i den strategiske analysen tror vi at et økt fokus på helse og miljø vil gi en økt etterspørsel etter sunne proteinkilder, produsert på en bærekraftig måte. Samtidig tror vi at et økt tilbud av laks vil ha en motvirkende kraft på prisen. Basert på dette estimerer vi at prisen vil stabilisere seg rundt 80 kroner per kg fra 2025 og utover.

Prisene i tabell 9 er kun estimerer på fremtidige spotpriser i markedet. Dette er ikke nødvendigvis prisen oppdretterne vil få for laksen. Dette kommer av at oppdretterne inngår kontrakter knyttet til fremtidig levering av laks, som gjør at prisene i noen tilfeller vil avvike fra spotpris. Basert på tidligere år og fremtidsprognoser ser vi for oss at Lerøy vil ha en prisopptilnær på 90% i de kommende årene. Vårt estimat for Lerøys laksepris frem til 2027 er vist i tabell 10.

År	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Laksepris (NOK/KG)	94,8	87,0	80,5	80,0	80,0
Prisopptilnær	90 %	90 %	90 %	90 %	90 %
Lerøys pris (NOK/KG)	85,3	78,3	72,5	72,0	72,0

Tabell 10: Lerøys fremtidige laksepris

Innenfor Villfangst segmentet er prisutviklingen til torsk, sei og hyse den mest sentrale. I 2022 utgjorde disse produktene til sammen omtrent 66 prosent av Lerøys totale fangstvolum (Lerøy, 2023, s. 5). På bakgrunn av økt inflasjon og etterspørsel etter sjømatprodukter gjennom 2022 har det vært en sterk utvikling i prisene på torsk, sei og hyse. Som følge av dette var 2022 et usedvanlig bra år for Villfangst segmentet, men fremover forventer vi at prisene på hvitfisk ikke vil holde samme prisnivå.

7.1.2 Fiskekvoter

Hensikten med å regulere fiske gjennom kvoteordninger er å sikre at fiskebestanden ikke utrykkes som følge av overfiske. Disse kvotene vil være med på å regulere hvor mye fisk som kan hentes opp av havet, og endringer i disse vil påvirke volumet og dermed driftsinntektene for Lerøys villfangst segment. For Lerøys trålflåte i 2023 forventes det flere endringer i de mest sentrale fiskekvotene (Lerøy, 2023, s.13). Det forventes en reduksjon i torskekvoten med om lag 20 prosent sammenlignet med kvotene i 2022. For hyse er reduksjonen om lag 5 prosent. Kvotene for sei nord for 62 grader og i Nordsjøen forventes å øke med 15% i forhold til 2022. Kvotene for øvrige fiskearter forventes å være på om lag samme nivå som i 2022.

7.1.3 Havbruk

Segmentet Havbruk består av Lerøys tre havbruks regioner i Norge: Lerøy Aurora, Lerøy Midt og Lerøy Sjøtroll. Driftsinntektene i dette segmentet er et produkt av faktorene volum

og pris. Prisestimatet for de kommende årene har allerede blitt diskutert i delkapittel 7.1.1. Vi vil nå forsøke å estimere volumet og driftsinntektene for de kommende årene i de ulike regionene.

Lerøy Aurora har hatt noen svært krevende år, men har i 2022 forbedret driften betydelig. I 2020 og 2021 hadde regionen en EBIT/KG på 12,5 og 10,1. I 2022 endte de på en EBIT/KG på 18,5. Hovedutfordringen tidligere har vært vintersår, som gjør fisken mer utsatt for infeksjoner av ulike bakterier. Dette skyldes en kombinasjon av lave vanntemperaturer og høy tetthet av fisk i anleggene. Regionen har nå god kontroll på vintersår-situasjonen, god overlevelse, biologi og biomasse. Disse faktorene gjør at Lerøy forventer et slaktevolum på 47 000 tonn for Lerøy Aurora i 2023 (Lerøy, 2023, 14:40). Lerøy sier at regionen nå er kommet opp i det volumnivået som er planlagt, og dermed vil volumet ikke øke noe betydelig i de kommende årene. I tabell 11 ser du vårt estimat av Lerøy Auroras driftsinntekter de kommende årene.

År	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Lerøys pris (NOK/KG)	85,3	78,3	72,5	72,0	72,0
Slaktevolum	47	48	50	52	52
Driftsinntekter	4 010	3 758	3 623	3 744	3 744

Tabell 11: Estimerte driftsinntekter Lerøy Aurora

Lerøy Midt hadde gode resultater i første halvår av 2022, men grunnet høyt lusepress og mye behandling har tilveksten ikke vært som ønsket. I Q1 og Q2 var gjennomsnittlig EBIT/KG 29,0, mens i Q3 og Q4 var den på 16,6. Den dårlige tilveksten i slutten av 2022 gjør at det estimerte slaktevolumet for 2023 ligger på 64 000 tonn (Lerøy, 2023, 14:40). På grunn av utfordringer knyttet til settefiskanlegget Belsvik II, ble det ikke satt ut fisk før utpå høsten 2022, men med full utnyttelse gjennom 2023 vil det føre til et betydelig løft inn i 2024 og videre. Basert på denne informasjonen og Lerøys forventninger har vi kommet med et estimat som viser god vekst i slaktevolumet for Lerøy Midt. Dette er vist i tabell 12.

År	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Lerøys pris (NOK/KG)	85,3	78,3	72,5	72,0	72,0
Slaktevolum	64	75	80	85	90
Driftsinntekter	5 460	5 873	5 796	6 120	6 480

Tabell 12: Estimerte driftsinntekter Lerøy Midt

Lerøy Sjøtroll viste samme trend som Lerøy Midt i 2022. Gjennomsnittlig EBIT/KG i Q1 og Q2 var på 21,45, mens Q3 og Q4 var på 8,3. Et generelt krevende år med utfordringer knyttet til biologi og mye lusebehandling ga lite tilvekst og gjorde høsten utfordrende for

Lerøy Sjøtroll. Dette gjør at Lerøy forventer et slaktevolum på 64 000 tonn i 2023, men samtidig forventes det at veksten vil ta seg opp i de kommende årene (Lerøy, 2023, 14:40). Vårt estimat for Lerøy Sjøtroll viser en god vekst i slaktevolum i årene etter 2023.

År	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Lerøys pris (NOK/KG)	85,3	78,3	72,5	72,0	72,0
Slaktevolum	64	72	75	80	85
Driftsinntekter	5 460	5 638	5 434	5 760	6 120

Tabell 13: Estimerte driftsinntekter Lerøy Sjøtroll

Basert på disse estimatene vil de totale driftsinntektene for Lerøys havbruk segment for de kommende årene bli som vist i tabell 14.

År	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Lerøys pris (NOK/KG)	85,3	78,3	72,5	72,0	72,0
Slaktevolum	175	195	205	217	227
Driftsinntekter	14 931	15 269	14 852	15 624	16 344

Tabell 14: Estimerte driftsinntekter havbruk segmentet

7.1.4 Villfangst

Fiskepris og volum er naturligvis også inntektsdriveren i Villfangst segmentet. Som tidligere nevnt, er torsk, sei og hyse segmentets hovedprodukter. 2022 var et ekstraordinært år for villfangst segmentet grunnet høye prisnivåer. Driftsinntektene for 2022 var MNOK 3 116, mens driftsinntektene i 2021 var på MNOK 2 695. Samtidig var det totale fangstvolumet for begge årene på omtrent 72 000 tonn (Lerøy, 2023, s. 22).

Reduksjoner i fiskepriser og sentrale kvoter, som torsk og hyse, gjør at vi forventer en betydelig nedgang i driftsinntekter det neste året. Reduksjonen i sentrale kvoter vil gi en endring i produktmiksen, og volumet for arter med lavere lønnsomhet vil øke. Dette vil redusere driftsinntektene, og for 2023 estimerer vi en nedgang til et tilsvarende nivå som i 2021. Fra 2023 og frem til terminalåret forventer vi en årlig vekst i driftsinntekter på 1 prosent. Veksten skyldes en svak økning i priser, som følge av økt etterspørsel etter hvitfisk.

År	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Driftsinntekter	2 722	2 749	2 777	2 804	2 832

Tabell 15: Estimerte driftsinntekter villfangst segmentet

7.1.5 VAP S&D

Når det kommer til estimering av driftsinntektene i VAP, salg og distribusjon segmentet, mener vi at det vil være hensiktsmessig å estimere veksten i driftsinntektene i sammenheng med veksten i fangst- og slaktevolum. Samtidig forventer vi en økning i etterspørsel og pris, som følge av økt fokus på helse og bærekraft. Etableringer i nye markeder, som ble diskutert i den strategiske analysen, vil også bidra til økt etterspørsel i årene som kommer. Disse faktorene gjør at vi har valgt å sette en 3 prosent vekstfaktor i tillegg til den prosentvise veksten i fangst- og slaktevolum. Estimatenes er vist i tabellene nedenfor.

År	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Slaktevolum havbruk	175	195	205	217	227
Fangstvolum villfangst	72	72	72	72	72
Total volum	247	267	277	289	299
Volumvekst i prosent	0,0 %	8,1 %	3,7 %	4,3 %	3,5 %
Pris og etterspørselsvekst	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
Vekstfaktor	3,0 %	11,1 %	6,7 %	7,3 %	6,5 %

Tabell 16: Vekst i VAP S&D

År	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Driftsinntekter	11 419	12 686	13 541	14 534	15 473
Vekstfaktor	3,0 %	11,1 %	6,7 %	7,3 %	6,5 %

Tabell 17: Estimerte driftsinntekter VAP S&D segmentet

7.1.6 Oppsummering av driftsinntekter

I tabell 18 ser man fremtidsprognosen for driftsinntektene fra hvert av Lerøys segmenter, og de totale driftsinntektene, frem til terminalåret.

År	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Havbruk	14 931	15 269	14 852	15 624	16 344
Villfangst	2 722	2 749	2 777	2 804	2 832
VAP S&D	11 419	12 686	13 541	14 534	15 473
Sum driftsinntekter	29 072	30 703	31 170	32 963	34 650

Tabell 18: Estimerte driftsinntekter Lerøy

Fra tabellen ser vi at driftsinntektene for Havbruk segmentet vil øke for de to neste årene før vi ser en liten nedgang i 2025, for å så fortsette med god vekst frem til terminalåret. Dette kommer av at vi estimerer en høyere pris for 2023 og 2024, enn årene som følger. Som nevnt, stabiliserer prisen seg på et lavere nivå i 2025, men god vekst i slaktevolum gjør at inntektene vil øke betydelig fram til terminalåret. For Villfangst segmentet er det estimert en vekst i driftsinntekter på 1 prosent frem til terminalåret. Dette er basert på at volumet vil holdes

stabilt, men prisnivået vil ha en svak økning som følge av økt etterspørsel etter hvitfisk. På bakgrunn av veksten i volum og global etterspørsel estimerer vi en betydelig vekst i driftsinntekter, for VAP, salg og distribusjon segmentet. Fremtidsprognosen viser altså en god vekst i Lerøys totale inntekter frem til terminalåret.

7.2 Driftskostnader

Ved estimeringen av fremtidige driftskostnader for segmentene Havbruk og Villfangst, har vi sett det som mest hensiktsmessig å relatere økningen i driftskostnader direkte til økningen i volum. Ved å beregne driftskostnader per 1000 tonn slakte- og fangstvolum for de fem foregående årene vil vi kunne få en bedre forståelse for driftskostnadene i begge segmentene. For fremtidsprognosen av driftskostnader knyttet til VAP, salg og distribusjon benyttes det historiske gjennomsnittlige forholdet mellom driftsinntekter og driftskostnader, med noen modifikasjoner. Her benyttes altså det totale volumet indirekte og reflekteres gjennom effekten det har på driftsinntektene.

7.2.1 Havbruk

Tabell 19 viser at Lerøy Aurora har i løpet av de siste årene hatt en økende trend i driftskostnader per 1000 tonn slaktet laks.

År	2018	2019	2020	2021	2022
Driftskostnader	1 391	1 432	1 542	2 096	2 058
Slaktevolum	37	33	35	44	40
Driftskostnader per 1000 tonn	37,6	43,4	44,1	47,6	51,5

Tabell 19: Historiske driftskostnader per 1000 tonn Lerøy Aurora

Drevet av høyere førkostnader, forventer Lerøy at uttakskostnaden i Lerøy Aurora vil øke i 2023. På bakgrunn av dette har vi økt driftskostnadene per 1000 tonn slaktet laks i 2023 med 3,5 prosent fra 2022. Fra 2024 og utover, estimerer vi at kostnaden vil stabilisere seg på dette nivået. Fremtidsprognosen for de kommende årene er vist i tabell 20.

År	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Driftskostnader per 1000 tonn	53,3	53,3	53,3	53,3	53,3
Slaktevolum	47	48	50	52	52
Driftskostnader	2 505	2 559	2 665	2 772	2 772

Tabell 20: Estimerte driftskostnader Lerøy Aurora

Tabell 21 viser utviklingen i driftskostnader per 1000 tonn slaktet laks for Lerøy Midt de siste årene.

År	2018	2019	2020	2021	2022
Driftskostnader	2 574	2 873	2 946	3 305	3 544
Slaktevolum	67	65	68	73	69
Driftskostnader per 1000 tonn	38,4	44,2	43,3	45,3	51,4

Tabell 21: Historiske driftskostnader per 1000 tonn Lerøy Midt

Lerøy Midt hadde, som tidligere nevnt, et krevende år i 2022 når det kom til tilvekst grunnet høyt lusepress og mye behandling. Kostnadene knyttet til behandling og biologi har dermed økt driftskostnadene for 2022, men allikevel forventer Lerøy en høyere uttakskost i 2023. Basert på Lerøys egne forventninger og at ekstra kostnader knyttet til biologi økte driftskostnadene i 2022, estimerer vi at driftskostnadene per 1000 tonn slaktet laks i 2023 kun vil øke med 1,5 prosent, fra 2022, før de vil stabilisere seg på samme nivå. Dermed estimerer vi at driftskostnadene for Lerøy Midt vil bli som vist i tabell 22.

År	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Driftskostnader per 1000 tonn	52,2	52,2	52,2	52,2	52,2
Slaktevolum	64	75	80	85	90
Driftskostnader	3 339	3 913	4 174	4 435	4 695

Tabell 22: Estimerte driftskostnader Lerøy Midt

Tabell 23 viser utviklingen i driftskostnader per 1000 tonn slaktet laks for Lerøy Sjøtroll de siste årene.

År	2018	2019	2020	2021	2022
Driftskostnader	2 636	2 810	3 295	3 435	3 765
Slaktevolum	59	61	68	70	66
Driftskostnader per 1000 tonn	44,7	46,1	48,5	49,1	57,0

Tabell 23: Historiske driftskostnader per 1000 tonn Lerøy Sjøtroll

Lerøy Sjøtroll har også slitt med biologi i 2022, som resulterte i mye lusebehandling. Kostnadene knyttet til dette har økt driftskostnader per 1000 tonn slaktet laks, men historisk sett har dette tallet allerede ligget en del høyere for Sjøtroll enn Aurora og Midt. Lerøy forventer at den dårlige tilveksten i 2022 vil gi økt uttakskostnad for Lerøy Sjøtroll gjennom 2023. På bakgrunn av dette estimerer vi at driftskostnadene per 1000 tonn slaktet laks i 2023, også her, kun vil øke med 1,5 prosent fra 2022, før de vil stabilisere seg på samme nivå. Vi estimerer dermed at driftskostnadene for Lerøy Sjøtroll for de neste årene vil bli som vist i tabell 24.

År	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Driftskostnader per 1000 tonn	57,9	57,9	57,9	57,9	57,9
Slaktevolum	64	72	75	80	85
Driftskostnader	3 703	4 166	4 339	4 628	4 918

Tabell 24: Estimerte driftskostnader Lerøy Sjøtroll

På bakgrunn av beregningene gjort ovenfor kommer vi frem til at Lerøys driftskostnader innenfor havbruk segmentet for de kommende årene vil bli som vist i tabell 25. Dette vil innebære økte kostnader knyttet til fiskefôr, medisinsk behandling og energi.

År	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Driftskostnader Aurora	2 505	2 559	2 665	2 772	2 772
Driftskostnader Midt	3 339	3 913	4 174	4 435	4 695
Driftskostnader Sjøtroll	3 703	4 166	4 339	4 628	4 918
Driftskostnader Havbruk	9 547	10 637	11 178	11 835	12 385

Tabell 25: Estimerte driftskostnader Havbruk segmentet

7.2.2 Villfangst

Tabell 26 viser et relativt stabilt historisk nivå for driftskostnader per 1000 tonn fangst i Lerøys Villfangst segment. Det er viktig å merke seg at selv om fangstvolumet i 2021 og 2022 var på samme nivå, var driftskostnadene betydelig høyere i 2022. Dette skyldes høyere mannskaps- og bunkerkostnader.

År	2018	2019	2020	2021	2022
Driftskostnader	2 318	2 264	2 374	2 358	2 769
Fagstvolum	66	62	68	72	72
Driftskostnader per 1000 tonn	35,1	36,5	34,9	32,8	38,5

Tabell 26: Historiske driftskostnad per 1000 tonn Villfangst segmentet

For fremtidsprognosen estimerer vi at uroen i markedet for energi, som er driveren for høye bunkerkostnader, vil gradvis reduseres. Mannskapskostnader er en faktor som vi ser for oss vil fortsette å gradvis øke kostnadene, men reduksjonen i bunkerkostnader vil motvirke denne økningen. Vi estimerer derfor at driftskostnadene per 1000 tonn fangst vil gradvis reduseres med en prosentvis reduksjon på 1,3 prosent frem til terminalåret, for å så stabilisere seg på dette nivået. Fremtidsprognosen for driftskostnadene i Villfangstsegmentet er vist i tabell 27.

År	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Driftskostnader per 1000 tonn	38,0	37,5	37,0	36,5	36,0
Fangstvolum	72	72	72	72	72
Driftskostnader	2 733	2 697	2 661	2 626	2 592

Tabell 27: Estimerte driftskostnader Villfangst segmentet

7.2.3 VAP S&D

Det historiske forholdet mellom driftsinntekter og driftskostnader i VAP, salg og distribusjon segmentet, er vist i tabell 28. Tabellen viser et gjennomsnittlig forhold mellom driftskostnader og driftsinntekter på 96,6 prosent.

År	2018	2019	2020	2021	2022	Gj.snitt
Driftsinntekter	7 706	8 823	8 296	9 874	11 086	
Driftskostnader	7 455	8 449	7 934	9 516	10 930	
DK % av inntekter	96,7 %	95,8 %	95,6 %	96,4 %	98,6 %	96,6 %

Tabell 28: Historisk forhold mellom driftskostnader og inntekter i VAP S&D segmentet.

Vi har estimert en fremtidig vekst i volum, og det gjør at vi forventer en økning i driftskostnadene. Denne økningen innebærer økte kostnader knyttet til arbeidskraft, logistikk og strøm. Ettersom at vi estimerer at lakseprisen vil være betydelig høyere i 2023 og 2024, enn resten av årene frem til terminalåret, har vi valgt å justere ned forholdet mellom driftsinntekter og driftskostnader i disse to årene. I 2023 benytter vi 95 prosent, mens i 2024 benytter vi 96 prosent. Dette gjør vi for å illustrere at marginene vil være bedre når lakseprisen er høy. Fra 2025 og frem til terminalåret vil vi benytte det gjennomsnittlige historiske forholdet mellom driftsinntekter og driftskostnader på 96,6 prosent, på bakgrunn av at lakseprisen vil stabilisere seg på et lavere nivå. Fremtidsprognosen er vist i tabell 29.

År	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Driftsinntekter	11 419	12 686	13 541	14 534	15 473
DK % av inntekter	95,0 %	96,0 %	96,6 %	96,6 %	96,6 %
Driftskostnader	10 848	12 178	13 081	14 040	14 947

Tabell 29: Estimerte driftskostnader VAP S&D segmentet

7.2.4 Avskrivninger

Som nevnt tidligere, er oppdrettsnæringen en kapitalintensiv næring. Det kreves investeringer i store anlegg og anleggsmidler, og dermed vil denne balanseposten være stor. Utgiften kommer når de utfører investeringen, men for at regnskapet skal gi et mest mulig

riktig bilde av den økonomiske driften så avskrives disse investeringene over antatt levetid. For å finne et representativt forholdstall har vi beregnet avskrivningene i prosent av anleggsmidler. Vi bruker samme forholdstall som i 2022 i årene fremover. Avskrivningene påvirkes dermed av utviklingen i anleggsmidler.

Anleggsmidlene har siden 2018 hatt en gjennomsnittlig årlig vekst på 7%. I og med at Lerøy varsler en reduksjon i investeringer de kommende årene, og at dette også er en naturlig konsekvens av økt skattekostnad, reduserer vi forventet vekst i anleggsmidler. Endring i anleggsmidler skyldes ikke bare investeringer, men de utgjør en stor del av endringene. Vi estimerer derfor en videre vekst på 5%. Dette skyldes at noen av investeringene er knyttet til vedlikehold og disse er selskapet avhengig av å gjennomføre. De er også nødt til å investere noe i videre vekst for å holde seg konkurransedyktige.

I terminalåret har vi estimert at avskrivninger vil være på samme nivå som investeringer. Dette gjør vi for at kapitalbasen skal holde seg konstant, slik at terminalverdien ikke påvirkes av investeringer ut i evigheten.

År	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Avskrivninger	1 392	1 462	1 535	1 612	1 237
Anleggsmidler	21 587	22 666	23 800	24 990	26 239

Tabell 30: Estimert utvikling i anleggsmidler og avskrivninger

7.2.5 Oppsummering av driftskostnader

I tabell 31 ser man fremtidsprognosen for driftskostnadene fra hvert av Lerøys segmenter, de samlede driftskostnadene samt avskrivninger, frem til terminalåret.

År	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Havbruk	9 547	10 637	11 178	11 835	12 385
Villfangst	2 733	2 697	2 661	2 626	2 592
VAP S&D	10 848	12 178	13 081	14 040	14 947
Driftskostnader	23 127	25 512	26 920	28 501	29 924
Avskrivninger	1 392	1 462	1 535	1 612	1 237

Tabell 31: Fremtidsprognose driftskostnader

Fra tabellen ser vi at driftskostnadene for havbruk segmentet vil øke for hvert av årene frem til terminalåret. Som diskutert i regnskapsanalysen, er den mest sentrale kostnadsdriveren i havbruk førkostnader. Ettersom at vi estimerer en betydelig vekst i volum for de kommende årene vil det være naturlig at driftskostnadene øker i takt med volumet. Bakgrunnen for

nedgangen i driftskostnader i villfangst segmentet skyldes vår forventning om en gradvis reduksjon i bunkerskostnader frem til terminalåret. På bakgrunn av den høye veksten i volum, forventer vi at driftskostnadene i VAP, salg og distribusjon segmentet vil øke. Veksten i volum gjør at vi forventer en økning i kostnader knyttet til arbeidskraft, logistikk og strøm. Økningen i avskrivninger kommer av forventningen om en videre vekst i investeringer i anleggsmidler på 5 prosent. Hvorfor denne kostnaden settes lik investeringer i terminalåret er forklart i delkapittel 7.2.4. Fremtidsprognosen for driftskostnadene viser økte kostnader for hvert av årene frem til terminalåret. Hovedfaktoren for denne økningen er veksten i slaktevolum.

7.3 EBIT

Basert på fremtidsprognosen av Lerøys driftsinntekter, driftskostnader og avskrivninger kan vi nå estimere EBIT for de kommende årene. Dette er vist i tabell 32.

År	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Driftsinntekter	29 072	30 703	31 170	32 963	34 650
Driftskostnader	23 127	25 512	26 920	28 501	29 924
EBITDA	5 944	5 191	4 250	4 461	4 726
Avskrivninger	1 392	1 462	1 535	1 612	1 237
EBIT	4 552	3 729	2 715	2 850	3 489

Tabell 32: Fremtidsprognose EBIT

Fra tabellen ser vi en markant høy EBIT, både i 2023 og 2024, i forhold til 2025 og 2026. Den gode marginen skyldes hovedsakelig den høye lakseprisen for hvert av årene. Som nevnt tidligere, forventer vi at lakseprisen vil stabilisere seg på et lavere nivå i 2025. Allikevel vil driftsinntektene i 2025 være høyere enn i de foregående årene på bakgrunn av høyt volum. Samtidig fører høyere volum til høyere driftskostnader, og dermed vil marginen være dårligere i årene fra 2025 til terminalåret.

7.4 Inntekt fra tilknyttede selskaper

Inntekter fra tilknyttede selskaper innebærer inntekter fra selskaper som Lerøy har en betydelig innflytelse over, men ikke kontroll over. Normalt innebærer dette 20-50% av stemmeberettiget kapital. De mest vesentlige tilknyttede selskapene er Norskott Havbruk AS, Seistar Holding AS og Seafood Danmark AS. Fra tabell 33 ser man at denne inntektsposten har hatt stor variasjon historisk. Dermed har vi valgt å bruke gjennomsnittet

av inntekten de siste fem årene, som har vært MNOK 152, i de kommende årene i fremtidsprognosen.

År	2018	2019	2020	2021	2022	Gj. Snitt
Inntekt fra tilknyttede selskaper	287	180	105	122	66	152

Tabell 33: Historisk inntekt fra tilknyttede selskaper

7.5 Skattekostnad og avgifter

I beregningen av skattekostnaden for de fremtidige årene er vi nødt til å hensynta at Lerøy operer innenfor tre ulike segmenter. Grunnrentebeskatningen, som gir en effektiv skattesats på 57%, vil kun ramme havbrukssegmentet, mens villfangst og VAP, S&D vil beskattes med 22%. For havbruk segmentet er det også innført et bunnfradrag på 70 millioner NOK. VAPS&D og villfangst utgjør en såpass liten del av Lerøys EBIT at vi finner det hensiktsmessig å regne ut skattekostnaden av hele EBIT. Vi bruker av den grunn en skattesats på 56%, istedenfor 57%. Dermed får vi delvis kompensert for det fraværende bunnfradraget og den 34 prosentpoeng for høye skattesatsen på Villfangst og VAPSD. Bunnfradraget vil uansett ikke ha like stor effekt for et så stort konsern som Lerøy som det får for et mindre selskap der EBIT er mye nærmere bunnfradraget. Produksjonsavgiften har vi valgt å holde konstant på 0,56 øre per kg for hele fremtidsprognosen. Utrekningen av skattekostnad og produksjonsavgift for de kommende årene vises nedenfor.

År	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
EBIT	4 552	3 729	2 715	2 850	3 489
Inntekt fra tilknyttede selskaper	152	152	152	152	152
Resultat før skatt	4 704	3 881	2 867	3 002	3 641
Skattekostnad	2 634	2 174	1 606	1 681	2 039

Tabell 34: Estimert skattekostnad

År	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Slaktevolum	175	195	205	217	227
Sats (øre pr. KG)	0,56	0,56	0,56	0,56	0,56
Produksjonsavgift	98	109	115	122	127

Tabell 35: Estimert produksjonsavgift

År	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Skattekostnad	2 634	2 174	1 606	1 681	2 039
Produksjonsavgift	98	109	115	122	127
Skatt og avgift	2 732	2 283	1 720	1 802	2 166

Tabell 36: Estimert skatt og avgift

7.5 Investeringer

Selskapet har to typer investeringer, investeringer i vedlikehold og investeringer som skal bidra til videre vekst. Som følge av økt skattekostnad vil selskapet naturligvis få mindre kapital til å allokere til sine investeringer. Dette er også signalet som Lerøy selv har sendt ut. Investeringer i anlegg som skulle skje i de kommende årene er lagt på is og enkelte vil ikke finne sted.

Investeringene i vedlikehold vil holde det samme nivået. Investeringer knyttet til videre vekst vil fortsatt finne sted, men i en lavere grad enn før. Vi estimerer derfor at investeringene reduseres med 20% i de kommende årene.

Dette er en post som varierer fra år til år, avhengig av når investeringer tar plass. Av den grunn vil det være misvisende å bruke en prosentvis utvikling fra de foregående årene. Vi bruker derfor heller gjennomsnittlig investert beløp de siste 5 årene. Vi ser for oss en reduksjon i investeringer på 20% som følge av den nye skattesatsen. Dermed estimerer vi en konstant årlig investering på 1 237 for hvert av de kommende årene.

År	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Investeringer	1 237	1 237	1 237	1 237	1 237

Tabell 37: Fremtidsprognose investeringer

7.6 Arbeidskapital

For å beregne Lerøys frie kontantstrøm til totalkapitalen er vi nødt til å ta hensyn til endringen i arbeidskapital. Ved en økning i arbeidskapital binder Lerøy opp kapital, mens ved en reduksjon frigjør de kapital. For beregningen må vi dermed legge til eller trekke fra endringen i arbeidskapital fra år til år. Arbeidskapital defineres vanligvis som differansen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld, men når den skal brukes i sammenheng med verdsettelse bør man modifisere begrepet. Betalingsmidler investeres gjerne i statskasseveksler og statsobligasjoner. Dermed vil betalingsmidlene, i motsetning til varelager, kundefordringer og andre eiendeler, generere en avkastning, og derfor velger vi å utelate denne posten i beregningen av arbeidskapital. Vi vil også utelate den rentebærende delen av den kortsiktige gjelden. Denne delen av gjelden vil bli tatt hensyn til i beregningen av avkastningskravet, og dermed unngår vi å telle den to ganger. Den modifiserte arbeidskapitalen for de siste fem årene er vist i tabell 38.

År	2018	2019	2020	2021	2022
Omløpsmidler	12 495	12 393	11 461	14 184	16 503
Betalingsmidler	3 036	3 031	2 966	4 203	3 305
Non-cash OM	9 459	9 362	8 495	9 981	13 198
Kortsiktig gjeld	4 177	4 409	4 876	4 876	6 007
Kortsiktig rentebærende gjeld	1 032	1 205	1 452	1 182	1 834
Kortsiktig ikke rentebærende gjeld	3 145	3 204	3 424	3 694	4 173
Modifisert arbeidskapital	6 314	6 158	5 071	6 287	9 025

Tabell 38: Historisk modifisert arbeidskapital

Fra tabellen ser vi at grunnet endringer i non-cash omløpsmidler, har den modifiserte arbeidskapitalen vært bemerkelsesverdig lav i 2020 og høy i 2022. Dette skyldes i stor grad svingningen i verdsettelsen av biologiske eiendeler, altså fisk i sjø, som utgjør en stor del av omløpsmidlene. Hvordan biologiske eiendeler skal verdsettes ble diskutert nærmere i delkapittel 6.1.3, men vi kan oppsummere med at markedsprisen for laks er sentral.

År	2018	2019	2020	2021	2022
Biologiske eiendeler	5 564	5 575	4 913	5 955	7 618
Fisk i sjø	110	111	119	107	98

Tabell 39: Historisk verdi av biologiske eiendeler og volum av fisk i sjø

Tabell 39 viser verdien av Lerøys biologiske eiendeler, samt volumet av fisk i sjø på balansedagen 31.12 for hvert av årene. Selv om volumet i 2022 var over 21 000 tonn lavere enn i 2020, var verdien av de biologiske eiendelene allikevel nesten tre milliarder høyere i 2022. På bakgrunn av den betydelige variasjonen i disse tallene har vi valgt å se bort ifra endringen i arbeidskapital, og satt den til null i vår fremtidsprognose.

7.7. Fri kontantstrøm til totalkapitalen

Fremtidsprognosen for fri kontantstrøm til totalkapitalen er vist i tabell 40.

År	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Driftsinntekter	29 072	30 703	31 170	32 963	34 650
Driftskostnader	23 127	25 512	26 920	28 501	29 924
EBITDA	5 944	5 191	4 250	4 461	4 726
Avskrivninger	1 392	1 462	1 535	1 612	1 237
EBIT	4 552	3 729	2 715	2 850	3 489
Inntekt fra tilknyttede selskaper	152	152	152	152	152
Resultat før skatt	4 704	3 881	2 867	3 002	3 641
Skattekostnad	2 634	2 174	1 606	1 681	2 039
Produksjonsavgift	98	109	115	122	127
Resultat etter skatt	1 972	1 599	1 147	1 199	1 475
Avskrivninger	1 392	1 462	1 535	1 612	1 237
Investeringer	1 237	1 237	1 237	1 237	1 237
Endring i AK	0	0	0	0	0
FCFF	2 127	1 824	1 445	1 574	1 475

Tabell 40: Fremtidsprognosen for fri kontantstrøm til totalkapitalen (FCFF)

7.8 Terminalvekst

Når vi skal beregne terminalverdien er vi nødt til å estimere den stabile vekstraten som vi forventer at Lerøy opprettholder ut i evigheten, etter terminalåret. Faktumet at den stabile vekstraten holdes konstant ut i evigheten skaper begrensninger i forhold til hvor høy den kan være. Ingen selskaper kan ha en stabil vekstrate som er høyere enn vekstraten til økonomien i landet de opererer i. Lerøy er et internasjonalt selskap og har aktiviteter i flere land utenfor Norge, og basert på den strategiske analysen forventer vi at de vil fortsette å etablere seg i flere land. Vi ser det derfor som hensiktsmessig å sette den gjennomsnittlige historiske årlige veksten i verdensøkonomien, som måles i BNP, som den øvrige grensen for Lerøys stabile vekstrate. Ifølge data fra International Monetary Fund, har den reell veksten i verdensøkonomien vært i underkant av 3,4 prosent per år fra 1980 til 2022.

I den strategiske analysen ble det argumentert for at Lerøy er et modent og etablert selskap med et kjent varemerke. Selskapet, sammen med resten av næringen, har et stort potensial for å føre en økende verdensbefolkning, med konsumenter som etterspør sunne og miljøvennlige proteinkilder. Allikevel vil biologiske faktorer og reguleringer knyttet til miljø og bærekraft kunne begrense mulighetene for videre vekst i tradisjonelle oppdrettsmetoder. Samtidig viste analysen at havbasert og landbasert oppdrett kan åpne opp nye muligheter for vekst. Lerøy har over mange år bygget betydelig kompetanse innenfor begge disse områdene og har et aktivt forhold til dette. På bakgrunn av forholdene diskutert ovenfor, samt den strategiske analysen, har vi estimert en terminalvekst på 2 prosent. Ettersom at den stabile

vekstraten er vanskelig å estimere og har stor betydning for verdsettelsen, vil vi se nærmere på hvordan endringer i denne påvirker verdsettelsen, i sensitivitetsanalysen.

8. Avkastningskrav

Når vi skal beregne Lerøys fundamentale verdi er vi nødt til å diskontere de fremtidige kontantstrømmene med et avkastningskrav. Dette gjør vi for å beregne nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene. I dette kapitlet vil vi estimere avkastningskravet til egenkapitalen for Lerøy ved hjelp av kapitalverdimodellen. Deretter vil vi ved hjelp av dette tallet, og andre faktorer, beregne avkastningskravet til totalkapitalen. Avkastningskravet vi bruker til totalkapitalen er Weighted Average Cost of Capital (WACC).

$$WACC = \text{Avkastningskrav til EK} * \left(\frac{EK}{EK + Gjeld} \right) + \text{Gjeldskostnad} * \left(\frac{Gjeld}{EK + Gjeld} \right)$$

Formel 21: WACC

8.1 Avkastningskrav til egenkapitalen

Den første komponenten i formelen for WACC, som vist ovenfor, er avkastningskravet til egenkapitalen (CAPM). Den består igjen av tre komponenter; risikofri rente, beta og markedets risikopremie. Vi vil nå beregne disse tre komponentene.

$$\text{Avkastningskrav til EK (CAPM)} = \text{Risikofri rente} + \beta * \text{Markedets risikopremie}$$

Formel 22: CAPM

8.1.1 Risikofri rente

Risikofri rente skal gjenspeile renten man får ved å binde opp kapital som ikke eksponeres for risiko. Dette vil si at forventet avkastning skal være helt lik faktisk avkastning. Når vi estimerer den risikofrie renten i en verdsettelseskontekst, er det viktig å ta hensyn til tidshorisonen til kontantstrømmene. Standarden for verdsettelsesteori er å bruke en statsobligasjon med like lang løpetid som den estimerte kontantstrømmen. Likevel finner vi det hensiktsmessig å benytte en 10-årig statsobligasjon for å reflektere den langsiktige risikoen i renten. I vår analyse bruker vi en langsiktig og likvid statsobligasjon med minst mulig risiko for mislighold. Vi har valgt å bruke den tiårige statsobligasjonen i Norge. Denne er AAA-rated som er tilfredsstillende overfor kravene vi stiller til statsobligasjonen vi skal bruke. Ifølge World Government Bonds sin nettside, er yelden på denne obligasjonen

3,171%, per 31.03. Renten har vært synkende i en lang periode, men har etter pandemien tatt seg betydelig opp. Vi vil bruke denne yielden som risikofri rente videre i beregningen av avkastningskravet.

8.1.2 Markedets risikopremie

Hvert år utfører PwC i samarbeid med Foreningen for finansfag Norge (FFN) en undersøkelse på risikopremien i det norske markedet. Resultatet baserer seg på svar fra 140 av FFNs rundt 1000 medlemmer. De ferskeste resultatene viser at nivået på markedsrisiko i det norske markedet for 2022 ligger på 5%. FFNs medlemmer er utelukkende folk med økonomisk utdanning og erfaring fra bransjen. Vi konkluderer derfor med at dette er en analyse fra et representativt utvalg, og har valgt å bruke en markedsrisikopremie på 5% i beregning av avkastningskravet.

8.1.3 Beta

For beregningen av betaen har vi gjort en regresjonsanalyse av Lerøy og de sammenlignbare selskapene i Excel (se vedlegg). Vi har valgt å bruke en 5 års periode når vi skal beregne betaen til selskapene. Grunnen til at vi velger dette intervallet er at det er en lang nok periode til å plukke opp svingninger, men samtidig er intervallet ikke så langt at dataen blir utdatert. I tillegg vil intervallet vise en liten periode før pandemien, pandemien og perioden etter, som har vært preget av store svingninger. Tabell 41 oppsummerer funnene fra regresjonsanalysen. Den inneholder betaen, samt R-Square som viser regresjonens forklaringssevne. I denne sammenhengen er dette et estimat på hvor mye av risikoen som kan anses som markedsrisiko.

Selskap	Regresjonsbeta	R-square
Lerøy	0,78	0,16
MOWI	0,74	0,21
SalMar	0,58	0,07
Grieg	1,05	0,18
Gjennomsnitt	0,79	0,16

Tabell 41 : Beta beregning for bransjen

Videre i beregning av kapitalverdimodellen (CAPM) brukes justert beta. Vi bruker Bloomberg sin metode for å regne ut justert beta. Denne metoden går ut på å justere betaen mot 1. Dette gjøres på bakgrunn av at over tid så tendenserer selskaper mot gjennomsnittsbetaen, som er 1 (Damodaran, 2012, s. 187). Utrekningen av justert beta for Lerøy er vist nedenfor.

$$\text{Justert beta} = \text{Regresjonsbeta} * 0,67 + 1,00 * 0,33$$

Formel 23: Justert beta

$$\text{Justert beta} = 0,78 * 0,67 + 1,00 * 0,33 = 0,85$$

8.1.4 Konklusjon avkastningskrav til egenkapitalen

Basert på funnene ovenfor kan vi nå beregne avkastningskravet til egenkapitalen til Lerøy. Utrekningen er vist nedenfor.

$$\text{Avkastningskrav til EK (CAPM)} = 0,0317 + 0,85 * 0,05 = 0,0742$$

Utrekningen viser et avkastningskrav til egenkapitalen på 7,42%, og er det vi vil benytte videre i beregningen av WACC.

8.2 Avkastningskrav til totalkapitalen

Ved bruk av avkastningskravet til egenkapitalen, og andre komponenter, vil vi nå beregne avkastningskravet til totalkapitalen. De resterende komponentene beregnes nedenfor.

8.2.1 Markedsverdi av egenkapitalen

Markedsverdien til egenkapitalen beregnes ved å multiplisere aksjeprisen med antall aksjer. Beregningen nedenfor viser at egenkapitalen til Lerøy har per 31.03.2023 en markedsverdi på 32 351 mNOK.

$$54,30 * 595\,773\,680 = 32\,351\,mNOK$$

8.2.2 Bokført verdi av gjeld

Ettersom at Lerøy har flere alternativer når det kommer til å skaffe finansiering, er det vanskelig å estimere markedsverdien av gjelden. Dermed har vi valgt å benytte den bokførte

verdien av gjelden i beregningen av WACC. Som et børsnotert selskap må Lerøy følge regnskapsstandarden IFRS. Basert på dette forutsetter vi, at vi kan stole på at den oppførte gjelden er basert på best estimert markedsverdi. Per 31.12.2022 var den bokførte verdien av gjelden 16 038 mNOK (Lerøy, 2022, s. 15).

8.2.3 Gjeldskostnad

Gjeldskostnaden måler Lerøys nåværende kostnad ved å låne midler. Generelt sett er det tre faktorer som avgjør gjeldskostnaden: risikofri rente, misligholds risiko og skattefordeler forbundet med gjeld.

I våren 2023 gjennomførte Lerøy en vellykket plassering av tre nye grønne obligasjonslån på 500 millioner kroner hver, med tenorer på fem, syv og ti år. Lånene har en rente på tre måneder NIBOR + 1,50 prosent for fem års transjen, fast rente på 5,10 prosent for syv års transjen og en fast rente på 5,315 prosent for ti års transjen (Berge, 2023). Informasjonen fra obligasjonene gir oss en viktig indikator på selskapets faktiske gjeldskostnad fordi obligasjonsrenten reflekterer avkastningskravet til investorene som er villige til å låne penger til Lerøy. Med tanke på at vi har brukt yielden til en 10 årig statsobligasjon for å beregne den risikofrie renten, har vi valgt å benytte fast renten på Lerøys 10 årige obligasjonslån som deres gjeldskostnad før skatt. Dermed estimerer vi Lerøys gjeldskostnad til 5,315 prosent før skatt, og 4,146 prosent etter skatt. Beregningen er vist nedenfor.

$$\text{Gjeldskostnad etter skatt} = 0,05315 * (1 - 0,22) = 0,04146$$

Som nevnt i delkapittel 4.1.5.1, er rentekostnader fradragsberettiget og dermed påvirkes gjeldskostnad etter skatt av selskapets skattesats. Bakgrunnen for at vi benytter en skattesats på 22%, og ikke 56% slik som tidligere i oppgaven, kommer av at grunnrenteskatten i utgangspunktet kun skal beskatte havbruk, og ikke Lerøys andre segmenter. Det vil dermed bli feil å benytte denne skattesatsen i sammenheng med rentekostnader.

8.2.4 Konklusjon avkastningskrav til totalkapitalen

Etter å ha beregnet de nødvendige komponentene, kan vi nå benytte disse til å estimere en WACC for Lerøy.

$$WACC = 0,0742 * \left(\frac{32\,351}{32\,351 + 16\,038} \right) + 0,04146 * \left(\frac{16\,038}{32\,351 + 16\,038} \right) = 0,0633$$

Beregningen ovenfor gir oss en WACC på 6,33 prosent, som er diskonteringsfaktoren vi vil bruke i beregningen av nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene.

9. Fundamental verdsettelse

På bakgrunn av fremtidsprognosen fra kapittel 7 og avkastningskravet fra kapittel 8, vil vi nå gjennomføre en fundamental verdsettelse av Lerøy. Teorien knyttet til fundamental verdsettelse er allerede presentert i kapittel 4. Formålet med beregningen som gjøres i dette kapitlet, er å beregne verdien av egenkapitalen, og dermed aksjekursen, gjennom å beregne nåverdien av kontantstrømmene frem til terminalåret 2027 og terminalverdien.

9.1 Nåverdi av fri kontantstrøm til totalkapitalen

Beregningen av fri kontantstrøm til totalkapitalen er som nevnt vist i kapittel 7, og avkastningskravet til totalkapitalen (WACC) har blitt estimert til 5,6 prosent. Formel 24 viser hvordan vi har beregnet nåverdien av kontantstrømmen og tabell 42 viser resultatet av beregningene.

$$Nåverdi_{CF} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1 + WACC)^t}$$

Formel 24: Nåverdi av kontantstrøm

År	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Fri kontantstrøm til totalkapitalen	2 127	1 824	1 445	1 574	1 475
WACC	6,33 %	6,33 %	6,33 %	6,33 %	6,33 %
Nåverdi av kontantstrøm	2 001	1 613	1 202	1 231	1 085

Tabell 42: Nåverdi av fri kontantstrøm til totalkapital

9.2 Nåverdi av terminalverdi

Den stabile vekstraten ble estimert i delkapittel 7.8, og ble estimert til 2 prosent. Ettersom at terminalverdien skal representere nåverdien av all kontantstrøm etter terminalåret 2027 er dette den mest utslagsgivende faktoren i vår fundamentale verdsettelse. Formlene for beregning av terminalverdi og nåverdi av terminalverdi, samt beregningene, er vist nedenfor.

$$\text{Terminalverdi} = \frac{CF_{2027} * (1 + g_{TV})}{WACC - g_{tv}} = \frac{1475 \text{ mNOK} * (1 + 0,02)}{0,0633 - 0,02} = 34\,746 \text{ mNOK}$$

$$\text{Nåverdi av terminalverdi} = \frac{TV}{(1 + WACC)^t} = \frac{34\,746 \text{ mNOK}}{(1 + 0,0633)^5} = 25\,564 \text{ NOK}$$

9.3 Verdien av totalkapitalen

Ved å summere nåverdien av kontantstrømmene og terminalverdien, beregner vi verdien av totalkapitalen til Lerøy. Dette er vist nedenfor. Verdien av totalkapitalen representerer verdien av både egenkapitalen og gjelden.

Nåverdi av kontantstrøm	7 132
Nåverdi av terminalverdi	25 564
Verdi av totalkapitalen	32 696

9.4 Verdien av egenkapitalen

Ved å fjerne gjelden beregner vi verdien av egenkapitalen til Lerøy. Deretter deler verdien av egenkapitalen på antall utestående aksjer. Dette gir oss en verdi per aksje.

Verdi av totalkapitalen	32 696 423 170
Gjeld	16 037 967 000
Verdi av egenkapitalen	16 658 456 170
Antall aksjer	595 773 680
Fundamental verdi per aksje	27,96

Beregningen viser at vi får en estimert aksjekurs på 27,96 NOK. Aksjekursen per 31. mars 2023, som var vår cut-off dag, var 54,30 NOK. Avviket mellom vår fundamentale verdi per aksje og aksjekursen viser en betydelig nedside fra den reelle kursen på omtrent 48,5 prosent. Vi vil komme tilbake til hva som ligger bak dette avviket, og avslutningsvis oppdatere vår aksjekurs etter å ha gjennomført en komparativ verdsettelse og scenarioanalyse.

10. Sensitivitetsanalyse

En sensitivitetsanalyse er en sentral del av verdsettelsesprosessen. Gjennom tabellene i de kommende delkapitlene vil vi illustrere hvordan små endringer i våre estimater og antakelser kan ha stor påvirkning for vårt kursmål. De variablene vi har valgt å fokusere på i denne analysen er WACC, terminalvekst, laksepris og slaktevolum.

10.1 Avkastningskrav og terminalvekst

I tabell 43 har vi plassert WACC på X-aksen og terminalvekst på Y-aksen. Tabellen illustrerer hvor sensitiv aksjekursen er for endringer i WACC og/eller terminalveksten. I den fundamentale verdsettelsen i kapittel 9 benyttet vi en WACC på 6,33% og en terminal vekst på 2%. Den blå cellen i midten av tabellen viser aksjekursen vi kom frem til ved å bruke disse verdiene. Fra tabellen ser vi at aksjekursen er svært sensitiv til endringer i både WACC og terminalvekst. Alle verdier er rundet opp til nærmeste hele tall.

Aksjepris NOK		WACC						
		5,00 %	5,50 %	6,00 %	6,33 %	6,50 %	7,00 %	8,00 %
Terminal vekst	3,00 %	85	63	49	41	38	30	19
	2,50 %	65	50	39	34	31	25	16
	2,00 %	51	41	32	28	26	21	13
	1,50 %	42	33	27	23	22	17	11
	1,00 %	34	28	23	20	18	15	9

Tabell 43: Sensitivitetsanalyse WACC / Terminalvekst

Som nevnt er WACC det avkastningskravet vi bruker til å diskontere alle fremtidige kontantstrømmer, samt terminalverdien, dermed er dette en avgjørende faktor i vår verdsettelse av Lerøy. Det er mange ulike komponenter som inngår i beregningen i WACC, dermed øker sannsynligheten for at estimatet kan være upresist. Fra tabellen ser vi at en reduksjon i WACC på 0,33 prosentpoeng vil føre til en økning i kurs på over 14%.

Terminalveksten har også stor betydning for verdsettelsen, ettersom at den representerer den vekstraten et selskap vil ha ut i evigheten. Det er mye usikkerhet knyttet til denne estimeringen, og selv om vi har valgt å sette vekstraten til 2 prosent, kunne man argumentert for at den skulle vært noe høyere. Fra tabellen ser vi at en endring i terminal vekst fra 2,0% til 2,5%, vil lede til en økning i kurs på over 21%.

10.2 Laksepris og slaktevolum

Lakseprisen og slaktevolumet er avgjørende faktorer i vår verdsettelse av Lerøy. Som vist tidligere har den historiske lakseprisen vist seg å være svært volatil. Slaktevolumet vil kunne påvirkes av flere faktorer som er vanskelig å ta hensyn til i fremtidige år, som lakselus og annen sykdom. På bakgrunn av dette ser vi det som hensiktsmessig å se på hvordan endringer i pris og volum vil påvirke vår verdsettelse av Lerøy. Fremtidsprognosen for disse to faktorene er vist i tabell 44.

År	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Laksepris	94,8	87	80,5	80	80
Lerøys pris	85,3	78,3	72,5	72,0	72,0
Volum	175	195	205	217	227

Tabell 44: Laksepris, Lerøys pris og volum

I tabell 45 har vi endringen i laksepris på X-aksen og endringen i slaktevolum på Y-aksen. Den blå cellen i midten av tabellen viser aksjekursen ved å benytte tallene fra tabell 44, som er estimatet i den fundamentale verdsettelsen.

Aksjepris NOK		Endring i laksepris						
		-7,5 %	-5,0 %	-2,5 %	0,0 %	2,5 %	5,0 %	7,5 %
Endring i slaktevolum	10,0 %	13	20	27	35	42	49	56
	5,0 %	11	18	25	31	38	45	51
	2,5 %	10	16	23	30	36	43	49
	0,0 %	9	15	22	28	34	41	47
	-2,5 %	8	14	20	26	33	39	45
	-5,0 %	6	12	19	25	31	37	43
	-10,0 %	4	10	16	21	27	33	39

Tabell 45: Laksepris / Slaktevolum

Fra tabellen ovenfor ser vi at endringer i lakseprisen har stor betydning for verdsettelsen av Lerøy. I våre beregninger innebærer en endring i laksepris på 2,5 prosent, en endring på 2,5 prosent for hvert av årene. Som vist i kapittel 7, estimerer vi at Lerøy vil ha en prisoppnåelse på 90%. Dersom lakseprisen skulle falle med 2,5 prosent, vil for eksempel prisen i 2023 ligge på 92,4 NOK og Lerøys pris på 83,2 NOK. En slik endring i hvert av årene, samtidig som slaktevolum holdes konstant, ville resultere i 21,4 prosent reduksjon i aksjekurs.

Sensitivitetsanalysen i tabell 45 viser at endringer i slaktevolum ikke påvirker Lerøy i like stor grad som endringer i laksepris. Også her innebærer en endring i slaktevolum, en endring i volum for hvert av årene. For eksempel vil en økning i slaktevolum på 2,5 prosent, samtidig som lakseprisen holdes konstant, innebære en økning på 7,1 prosent i aksjekurs. En økning

i slaktevolum vil lede til økte inntekter, men også økte kostnader, derfor er effekten av endring i volum svakere enn effekten av økt laksepris.

10.3 Oppsummering sensitivitetsanalyse

I sensitivitetsanalysen har vi sett på hvordan endringer i WACC, terminalvekst, laksepris og slaktevolum påvirker verdsettelsen av Lerøy. Analysen viser at aksjekursen er svært sensitiv til endringer i både WACC og terminalvekst, noe som illustrerer viktigheten av å være nøyaktig i beregningen av disse, og deres innflytelse på verdsettelsen. Endringer i lakseprisen hadde stor betydning for verdsettelsen, endringer slaktevolum hadde imidlertid en noe svakere påvirkning. Bakgrunnen for dette er at ved en endring i laksepris vil driftsinntektene endre seg betydelig, mens driftskostnadene påvirkes ikke av endringer i pris. Et økt slaktevolum vil føre til høyere driftsinntekter, akkurat som ved en endring i laksepris, men en endring i volum vil også føre til økte kostnader.

Som nevnt, illustrerer sensitivitetsanalysen hvordan små endringer kan være utslagsgivende for verdsettelsen og hvor viktig det er å vurdere usikkerhet og risiko knyttet til estimater og antakelser i den fundamentale verdsettelsen.

11. Relativ verdsettelse

I en relativ verdsettelse verdsetter man et selskap basert på hvordan sammenlignbare selskaper er priset i markedet. En slik verdsettelse kan gi et nyttig og relevant perspektiv av Lerøy og de sammenlignbare selskapene. Den vil også kunne hjelpe med å bekrefte eller utfordre resultatene fra den fundamentale verdsettelsen vi har gjort. Tidligere har vi brukt MOWI, SalMar og Grieg som sammenlignbare selskaper, dette gjør vi også i denne delen av oppgaven. For MOWI, som rapporter sitt regnskap i euro, har vi sett det som hensiktsmessig å bruke EUR/NOK valutakursen fra 31.12.2022, som var balansedagen for årsregnskapet. Da var kursen på 10,51 NOK per EUR.

For multipler som innebærer bruk av aksjekurs, har vi besluttet å bruke gjennomsnittlig aksjekurs fra 30. september 2022 til 31. mars 2023. Bakgrunnen for dette er at en periode på 6 måneder kan gi en balanse mellom å ta med tilstrekkelig historisk data samtidig som vi tar hensyn til endringer i markedsforholdene som påvirker aksjekursen.

11.1 P/E

Tabell 46 viser at Lerøys P/E ligger litt under snittet for de sammenlignbare selskapene. Vi ser SalMar drar snittet opp med en relativt høy P/E, mens Grieg drar snittet ned. Ifølge P/E-multippelen er Lerøy dermed isolert sett underpriset.

Selskap	Lerøy	MOWI	SalMar	Grieg	Gj.snitt
Aksjekurs	50,52	162,88	385,34	74,66	
Periodens resultat	3 165	7 970	3 715	1 154	
Antall aksjer	595 773 680	517 111 091	145 138 920	112 095 231	
Resultat per aksje	5,31	15,41	25,60	10,29	
P/E	9,51	10,57	15,05	7,25	10,60

Tabell 46: P/E beregning for sammenlignbare selskaper

$$\text{Aksjekurs} = \frac{P}{E} * \text{Resultat per aksje} = 10,60 * 5,31 = 56,29 \text{ NOK}$$

Ved å multiplisere den gjennomsnittlige P/E-multippelen med Lerøys resultat per aksje, får vi en aksjekurs på 56,29 NOK.

11.2 P/B

Fra tabell 47 ser vi at Lerøy, også her, ligger under snittet for de sammenlignbare selskapene. Basert på P/B-multippelen alene, er Lerøy underpriset i forhold til MOWI og SalMar.

Selskap	Lerøy	MOWI	SalMar	Grieg	Gj.snitt
Aksjekurs	50,52	162,88	385,34	74,66	
Antall aksjer	595 773 680	517 111 091	145 138 920	112 095 231	
Sum eiendeler (1000)	37 061 660	79 153 963	62 501 000	12 875 365	
Sum gjeld (1000)	16 037 967	40 401 491	32 734 000	6 389 657	
Bokverdi per aksje	35,29	74,94	205,09	57,86	
P/B	1,43	2,17	1,88	1,29	1,69

Tabell 47: P/B beregning for sammenlignbare selskaper

$$\text{Aksjekurs} = \frac{P}{B} * \text{Bokverdi per aksje} = 1,69 * 35,29 = 59,64$$

Ved å multiplisere den gjennomsnittlige P/B-multippelen med Lerøys bokverdi per aksje, får vi en aksjekurs på 59,64 NOK.

11.3 EV/EBITDA

Tabell 48 viser at det er stor variasjon i EV/EBITDA for Lerøy og Grieg til MOWI og SalMar. Utfra EV/EBITDA-multippelen er Lerøy og Grieg underpriset.

Selskap	Lerøy	MOWI	SalMar	Grieg	Gj.snitt
Aksjekurs	50,52	162,88	385,34	74,66	
Antall aksjer	595 773 680	517 111 091	145 138 920	112 095 231	
Markedsverdi av egenkapital	30 100	84 227	55 927	8 369	
Markedsverdi av gjeld	16 038	40 401	32 734	6 390	
Betalingsmidler	3 305	1 796	2 713	643	
verdi av selskap	42 833	122 833	85 948	14 116	
EBITDA	4 521	7 255	5 502	2 191	
EV/EBITDA	9,47	16,93	15,62	6,44	12,12

Tabell 48: EV / EBITDA beregning for sammenlignbare selskaper

$$\text{Aksjekurs} = \frac{\left(\frac{EV}{EBITDA} * EBITDA\right) - \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Antall utestående aksjer}}$$

$$\text{Aksjekurs} = \frac{(12,12 * 4\,521 \text{ mNOK}) - 4\,346 \text{ mNOK}}{595\,773\,680} = 84,66$$

Ved å multiplisere den gjennomsnittlige EV/EBITDA-multippelen med Lerøys EBITDA, trekke fra netto rentebærende gjeld og dividere på antall utestående aksjer, kommer vi frem til en aksjekurs på 84,66.

11.4 Konklusjon av relativ verdsettelse

En relativ verdsettelse kan, som nevnt, gi et nyttig og relevant perspektiv av Lerøy og de sammenlignbare selskapene. Ved bruk av P/E-multippelen ga beregningen en aksjekurs på 56,29 NOK og indikerer dermed at Lerøy er noe underpriset i forhold til de sammenlignbare selskapene. P/B-multippelen, som ga en aksjekurs på 59,76 NOK, antydte også at Lerøy er underpriset. Den siste multippelen vi benyttet, EV/EBITDA, ga en aksjekurs på 84,66 NOK, som vil si at Lerøy er relativt sterkt underpriset. Gjennomsnittet fra de tre multiplene gir oss en estimert aksjekurs på 66,90 NOK. Resultatet av den komparative verdsettelsen er oppsummert i tabell 49.

Multipel	Lerøy
P/E	56,29
P/B	59,76
EV/EBITDA	84,66
Gj.snittlig aksjekurs	66,90

Tabell 49: Resultat fra relativ verdsettelse

Fra tabellene vist i de foregående delkapitlene ser vi at MOWI og SalMar ligger på et høyere nivå enn Lerøy og Grieg, i hver av multiplene. Dette kan indikere at markedet har større forventninger til fremtidig vekst og inntjening hos MOWI og SalMar, og/eller at Lerøys fremtidsutsikter vurderes noe svakere. Nøkkeltallet EBIT/KG, som ble diskutert i regnskapsanalysen under delkapittel 6.5.3, kan være med på å forklare forskjellen i multipler. Figur 17 viser at MOWI, SalMar og Grieg har en høyere EBIT/KG enn Lerøy i 2022. SalMar har historisk hatt en sterk lønnsomhet i forhold til produksjonsvolum, mens MOWI har holdt et litt lavere nivå enn Lerøy. Grieg har frem til 2022 hatt en svak EBIT/KG sammenlignet med de andre selskapene. Dette kan være med på å forklare forskjellen i pris-multiplene.

Når det kommer til den endelige verdsettelsen av Lerøy, har vi sett det som mer hensiktsmessig å legge mest vekt på den fundamentale verdsettelsen i kapittel 9 og scenarioanalysen i kapittel 12, fremfor den relative verdsettelsen.

12. Scenarioanalyse

Aksjeprisen vi kommer frem til i den fundamentale verdsettelsen er betydelig lavere enn markedsverdi. Dette mener vi hovedsakelig skyldes den høye skattesatsen som er brukt i våre beregninger. I dette kapitlet vil vi, gjennom fire scenarioer, se hvordan aksjekursen påvirkes av ulike skattenivåer. Vi vekter disse ut fra hvor sannsynlig vi mener hvert scenario er. Deretter regner vi ut et vektet gjennomsnitt, som da vil gi oss vår oppdaterte kursmål.

Formålet med scenarioanalysen er å vise hvordan selskapets verdi påvirkes av endringer i skattesatsen. I den fundamentale verdsettelsen i kapittel 9 har vi benyttet en skattesats på 56%. Årsaken til dette ble diskutert i delkapittel 7.5. Om vi bruker 56% eller 57% vil i dette tilfellet få en såpass liten betydning at vi har funnet det hensiktsmessig å bruke de samme verdiene som brukes i den fundamentale verdsettelsen. Produksjonsavgiften holdes konstant i alle scenarioene. En endring i skattesats vil naturligvis også kunne ha andre følger, som endring i investeringer og en høyere vekstrate, men i denne analysen vil vi kun se på hvordan endringer i beskatning isolert sett påvirker aksjekursen til Lerøy.

12.1 Scenario 1

I det første scenarioet ser vi på hvordan verdien av Lerøy endrer seg dersom skattesatsen fra og med 2026 blir satt til 22%, slik den var før. Et slikt scenario kan bli aktuelt dersom Høyre skulle bli valgt inn i regjering høsten 2025. På landsmøtet i slutten av mars sa Høyre at de er uenige i regjeringens forslag om grunnrenteskatt på havbruk. Samtidig er de for at havbruksselskapene skal betale mer skatt, men mener en annen løsning enn dagens grunnrenteskatt er mer hensiktsmessig. Dette drøftes videre i scenario 2.

I dette scenarioet bruker vi en skattesats på 56% frem til og med 2025. Fra og med 2026, som følge av stortingsvalget i 2025, brukes det en skattesats på 22%. Dette gir oss en fundamental verdi per aksje på 66,84 NOK for Lerøy.

År	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Resultat før skatt	4 704	3 881	2 867	3 002	3 641
Skattekostnad	2 634	2 174	1 606	660	801
Produksjonsavgift	98	109	115	122	127
Resultat etter skatt	1 972	1 599	1 147	2 220	2 713
Avskrivninger	1 392	1 462	1 535	1 612	1 237
Investeringer	1 237	1 237	1 237	1 237	1 237
Endring i AK	0	0	0	0	0
FCFF	2 127	1 824	1 445	2 595	2 713

Tabell 50: Fri kontantstrøm til totalkapitalen Scenario 1

Med tanke på at Høyre i utgangspunktet er for et økt skattebidrag for havbruksselskapene, samtidig som at havbruksselskapene selv har uttalt at de er villige til å bidra mer til fellesskapet, synes vi ikke at en skattesats på 22% er veldig sannsynlig på lang sikt, og vekter derfor dette scenarioet med 10%.

12.2 Scenario 2

Som nevnt, kom det frem på Høyres landsmøte at de er imot forslaget om grunnrenteskatt. I stedet ønsker partiet å utforske forslaget fra havbruksnæringen om en produksjonsavgift, basert på modellen som brukes i Færøyene. Der er det en avgift på oppdrett som varierer ut fra markedsprisen på fisken.

Formålet er at oppdrettsselskapene skal bidra mer til fellesskapet, noe Høyre er enige i, og næringen har sagt seg villig til. Hovedpunktet i uenigheten handler om hvordan den ekstra

skattekostnaden skal komme inn, og i hvilken størrelse. Dette kan skje i form av en grunnrenteskatt som dagens forslag, men utformet på en annen måte, men det kan også komme gjennom en produksjonsavgift eller økte konsesjons kostnader. Hvordan sammensetningen blir velger vi å ikke spekulere i, men for eksempelet sin skyld velger vi en tilleggsskatt for havbruk på 18% slik at den effektive skattesatsen blir 40%.

I et slik scenario bruker vi skattesatsen på 56% frem til og med 2025, året for stortingsvalg. Fra og med 2026 bruker vi en skattesats på 40%. Dette gir oss en fundamental verdi per aksje på 46,26 NOK.

År	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Resultat før skatt	4 704	3 881	2 867	3 002	3 641
Skattekostnad	2 634	2 174	1 606	1 201	1 456
Produksjonsavgift	98	109	115	122	127
Resultat etter skatt	1 972	1 599	1 147	1 679	2 057
Avskrivninger	1 392	1 462	1 535	1 612	1 237
Investeringer	1 237	1 237	1 237	1 237	1 237
Endring i AK	0	0	0	0	0
FCFF	2 127	1 824	1 445	2 054	2 058

Tabell 51: Fri kontantstrøm til totalkapitalen Scenario 2

Basert på seneste meningsmålinger, som favoriserer en Høyre-regjering, samt muligheten for at nåværende regjering etterhvert vil inngå et kompromiss med havbruksnæringen, ser vi på dette som det mest sannsynlige utfallet. Av den grunn vekter vi dette scenarioet med 60%.

12.3 Scenario 3

I dette scenarioet bruker vi dagens regjering sitt forslag til grunnrenteskatt. Dette er en grunnrentebeskatning på 35% på alt over bunnfradraget på 70 millioner, i tillegg til selskapskatten på 22%. Dette gir altså en effektiv skattesats på 57% for alt over 70 millioner. I våre beregninger bruker vi, som nevnt, en sats på 56%.

Tallene som brukes i utregningen er de samme som blir brukt i kapittel 9. På den måten får vi et scenario som speiler den fundamentale verdsettelsen og får vektet dette inn når vi skal konkludere med et kursmål. Her får vi som kjent en fundamental verdi per aksje på 27,96 NOK.

År	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Resultat før skatt	4 704	3 881	2 867	3 002	3 641
Skattekostnad	2 634	2 174	1 606	1 681	2 039
Produksjonsavgift	98	109	115	122	127
Resultat etter skatt	1 972	1 599	1 147	1 199	1 475
Avskrivninger	1 392	1 462	1 535	1 612	1 237
Investeringer	1 237	1 237	1 237	1 237	1 237
Endring i AK	0	0	0	0	0
FCFF	2 127	1 824	1 445	1 574	1 475

Tabell 52: Fri kontantstrøm til totalkapitalen Scenario 3

Dette kan bli tilfelle dersom den rødgrønne regjeringen blir sittende, eller at de konkluderes med at dagens forslag fungerer og det blir en generell aksept knyttet til forslaget. Basert på de ferskeste meningsmålingene ser vi på dette som mindre sannsynlig. Dette kombinert med muligheten for en eventuell re-evaluering av skattesatsen, kan føre til et kompromiss mellom partene. Vi velger derfor å vekte dette scenarioet med 30%.

12.4 Scenario 4

I det siste scenarioet ser vi på hvordan verdien av selskapet ville vært med en oppjustert skattesats fra dagens nivå. Dette har SV uttalt at de er for. Vi har lagt til grunn at deres forslag vil gi en grunnrenteskatt på 45%, altså 10% poeng opp fra dagens nivå. Dette ville gitt en skattesats på 67% for alt over et bunnfradrag på 70 millioner. Vi bruker en skattesats på 56% frem til og med 2025, og 67% fra og med 2026. Vi kommer da frem til en fundamental verdi per aksje på 14,94 NOK.

År	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Resultat før skatt	4 704	3 881	2 867	3 002	3 641
Skattekostnad	2 634	2 174	1 921	2 011	2 439
Produksjonsavgift	98	109	115	122	127
Resultat etter skatt	1 972	1 599	831	869	1 074
Avskrivninger	1 392	1 462	1 535	1 612	1 237
Investeringer	1 237	1 237	1 237	1 237	1 237
Endring i AK	0	0	0	0	0
FCFF	2 127	1 824	1 130	1 244	1 075

Tabell 53: Fri kontantstrøm til totalkapitalen Scenario 4

Vi ser ikke på dette scenarioet som sannsynlig og har derfor valgt å ikke vektlegge det i vår endelige verdivurdering. Beregningene har som hensikt å gi et bilde av hvordan dette potensielt ville påvirke selskapets verdi.

12.5 Konklusjon scenarioanalyse

Scenarioanalysen har undersøkt hvordan ulike skattenivåer vil påvirke verdsettelsen av Lerøy. Utfallet, samt vektingen, av de ulike scenarioene er oppsummert i tabell 54.

Scenario	1	2	3	4
Skattesats (f.o.m. 2026)	22 %	40 %	56 %	67 %
Aksjekurs	66,84	46,26	27,96	14,94
Vekting	10 %	60 %	30 %	0 %

Tabell 54: Oppsummering av Scenarioanalyse

Som nevnt ser vi det som mest sannsynlig at regjeringen, og næringen, kommer til en enighet hvor skattesatsen justeres til et “mellomnivå” fra og med 2026, tilsvarende skattesatsen i scenario 2. Samtidig mener vi at det er en reell mulighet for at den nåværende skattesatsen forblir uendret, som vist i scenario 3. At en ny regjering velger å fjerne grunnrenteskatten i 2026, og gå tilbake til en selskapskatt på 22%, er en mulighet, men vi mener dette utfallet er lite sannsynlig. Scenarioanalysen illustrerer tydelig hvor utsatt oppdrettsnæringen er for politisk risiko.

Et vektet gjennomsnitt basert på beregningene og vurderingene gjort ovenfor gir oss en fundamental verdi per aksje på 42,83 NOK, som er vårt endelige kursmål.

13. Konklusjon

Hensikten med vår bacheloroppgave var å svare på problemstillingen:

«Hva er aksjekursen til Lerøy Seafood Group ASA våren 2023?»

Ved å gjennomføre en strategisk analyse, samt en regnskapsanalyse, har vi forsøkt å kartlegge Lerøys omgivelser, posisjon i markedet og få en forståelse av selskapet finansielle situasjon. Ved å legge disse analysene til grunn, har vi estimert selskapets fremtidige frie kontantstrøm til totalkapitalen i en fremtidsprognose. Ved å benytte prognosen i en fundamental verdsettelse, kom vi frem til en aksjekurs på 27,96 NOK. På bakgrunn av usikkerheten knyttet til fremtidig beskatning av næringen, har vi gjennomført en scenarioanalyse. I denne analysen har vi vektet de ulike scenarioene, basert på våre forventninger. Vi kom da frem til en aksjekurs på 42,83 NOK, som er vårt endelige kursmål. 31.03.2023 hadde Lerøy en aksjekurs på 54,30 NOK, som tilsvarer en differanse på 21,1%

fra vårt kursmål. Basert på vår verdsettelse konkluderer vi dermed med at Lerøy er overpriset. Grunnen til differansen kan skyldes flere faktorer, som avkastningskrav, terminalvekst, forventning til laksepris og slaktevolum. Vi tror hovedfaktoren kommer av at noen analytikere og interessenter gjerne forventer høyere marginer for Lerøy i fremtiden, enn det vi estimerer. Ved høyere marginer vil man gjerne kunne forvente høyere kontantstrøm til total kapitalen, som isolert sett vil øke verdien av selskapet. Selv om vårt kursmål ligger en del lavere enn markedsprisen, mener vi etter grundig vurdering og sammenligning av ulike scenarier, at vårt estimat gir et realistisk bilde av selskapets økonomiske fremtid.

14. Kritikk til oppgaven

Avslutningsvis vil vi diskutere noen punkter for kritikk og refleksjon knyttet til arbeidet vårt med denne bacheloroppgaven.

I innledning, under delkapittel 1.3, ble det allerede diskutert noen avgrensinger ved oppgaven knyttet til skille mellom laks og ørret, endring i valutakurs og simplificering av skatteberegning. Disse avgrensningene er verdt å nevne når vi diskuterer kritikk til oppgaven.

Det er også verdt å nevne viktigheten av å erkjenne muligheten for å bli påvirket av subjektive faktorer når man verdsetter et selskap. Ønsket om at selskapet skal fremstå som vellykket og attraktivt, eller omvendt, er et eksempel på en utilsiktet skjevhet i verdsettelsen. Vi har basert oss i stor grad på Lerøys egne kvartals- og årsrapporter i flere deler oppgaven, og det er viktig å huske på at selskapene selv naturligvis ønsker å fremstå i et positivt lys i slike rapporter. Selv om vi mener å ha opprettholdt en nøytral tilnærming gjennom hele oppgaven, vil det alltid være en risiko for at slike subjektive faktorer kan påvirke analysen.

Et annet punkt, er at vi hovedsakelig har basert oss på én fagbok som kilde til teori og metode, Aswath Damodarans tredje utgave av «Investment Valuation». Selv om dette er en anerkjent bok som inneholder mye nyttig informasjon, kan det være snevert å benytte kun én kilde. En mer omfattende oppgave kunne inkludert andre fagbøker, forskningsartikler og praktiske eksempler for å styrke og utvide det faglige grunnlaget for vår verdsettelse.

Til slutt ønsker vi å trekke frem funnene fra sensitivitetsanalysen i kapittel 10. Den viste at små endringer i avkastningskravet til totalkapitalen, terminalveksten, laksepris og slaktevolum hadde betydelig innvirkning på verdsettelsen. Dette understreker viktigheten av å være oppmerksom på usikkerheten knyttet til våre estimater. Selv om vi har gjort vår beste i å lage så nøyaktige og pålitelige estimater som mulig, vil det alltid være rom for diskusjon om enkelte parametere eller forutsetninger burde vært annerledes.

Referanseliste

Akvakulturloven. (2005). Lov om akvakultur (LOV-2005-06-17-79). Hentet fra <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-06-17-79>

BarentsWatch. (u.å). *Bærekraft i Havbruk*. Hentet fra <https://www.barentswatch.no/havbruk/Teknologi>

Berge, A. (2023, 19. april). Lerøy hentet halvannen milliard i grønne obligasjoner. *iLaks*. Hentet fra <https://ilaks.no/leroy-hentet-halvannen-milliard-i-gronne-obligasjoner-2/>

Berge, A. (2023, 16. februar). Ørretpisene passerte 100 kroner kiloet. *iLaks*. Hentet fra <https://ilaks.no/orretpisene-passerte-100-kroner-kiloet/>

Bernhoft, A. & Fardal, A. (2007). *IFRS og fiskeoppdrett*. Magma. Hentet fra: <https://nordopen.nord.no/nord-xmlui/bitstream/handle/11250/294903/Bernhoft.pdf?sequence=3&isAllowed=y>

Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation* (3. utg.). John Wiley & Sons, Inc.

Dahl, H. A. & Egeness, F. (2022, 29. mars). Nye produksjonsformer er nødvendig for å dekke en stadig økende etterspørsel etter oppdrettsfisk. *IntraFish*. Hentet fra <https://www.intrafish.no/kommentarer/nye-produksjonsformer-er-nodvendig-for-a-dekke-en-stadig-okende-etterspørsel-etter-oppdrettsfisk/2-1-1188922>

Fiskeridirektoratet. (u.å.). Kapasitetsjustering / trafikklyssystemet. Hentet fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Kapasitetsjustering-trafikklyssystemet>

Fiskeridirektoratet. (u.å.). Rømmingsstatistikk. Hentet fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tall-og-analyse/Roemningsstatistikk>

Fiskeridirektoratet. (u.å.). Salg av laks og regnbueørret. Hentet fra

<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tall-og-analyse/Akvakulturstatistikk-tidsserier/Laks-regnbueoerret-og-oerret/Salg%20av%20laks%20og%20regnbue%C3%B8rret>

Fish Pool. (u.å.). Forward prices. Hentet fra

<https://fishpool.eu/forward-prices/>

Fish Pool. (u.å.). Price history. Hentet fra

<https://fishpool.eu/price-history/>

FN. (2023, 11.januar). Befolkning, migrasjon og urbanisering. Hentet fra

<https://www.fn.no/tema/fattigdom/befolkning>

Folkehelseinstituttet. (2023, 31. mars). Kosthold i Norge. Hentet fra

<https://www.fhi.no/nettpub/hin/levevaner/kosthold/>

Food and Agriculture Organization of the United Nations. (2022). *The state of world fisheries and aquaculture 2022*. Hentet fra

<https://www.fao.org/3/cc0461en/online/sofia/2022/key-messages.html>

Heldahl, H. (2023, 13. april). Måling: Verste for Ap på 22 år – Høyre med toppnotering. *Nettavisen*. Hentet fra

<https://www.nettavisen.no/norsk-politikk/hoyre/arbeiderparti/maling-verste-for-ap-pa-22-ar-hoyre-med-topppnotering/s/5-95-1032417>

Hoff, K. G. & Pedersen, A. O. (2019). *Grunnleggende regnskap 2* (3. utg.). Universitetsforlaget.

International Monetary Fund. (u.å.). Real GDP growth. Hentet fra

https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/WEOWORLD

Laks.no. (u.å.). Lakseproduksjon. Hentet fra

<https://laks.no/lakseproduksjon/>

Lerøy Seafood Group ASA. (2022). *Årsrapport 2021*. Hentet fra

<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02--documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport-2021/lsg-aarsrapport-2021.pdf>

Lerøy Seafood Group ASA. (2023, 21. februar). *Lerøy Seafood Webcast Q4 2022* (Videoklipp). Hentet fra

https://channel.royalcast.com/hegnarmedia/#!/hegnarmedia/20230221_5?token=Y6Mhen9FTKaMGk4jQAge-PGta-FeCycPxRXeBeAWkXoN-fcTh50EaJ9uAgYM4qJOexv3LnsOzZQohK7wwaCHFayNM5XmciGMEYeexrYdg1_4Stg2ouonVVORkGw6oYFfjvuSKPT8EmJnx8pywYIdLoJEOMG28VhWTVunIs_cf3Uodk6cVUbXXvAHAvmqxnli4G9hhZsrO7HDrOOy6tf2KGX2eJgDiYwyy2l9Danz6wIVsCX06Wn_cj9WvWM94xais3iD4jdkuA&start=0

Lerøy Seafood Group ASA. (2023). *Delårsrapport 2022, 4. Kvartal*. Hentet fra

<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02--documents/rapporter/kvartalsrapporter/2022/lsg-q4-22-rapport.pdf>

Lerøy Seafood Group ASA. (u.å). *Vår historie*. Hentet fra

<https://www.leroyseafood.com/no/om-leroy/historikk/>

Lerøy Seafood Group ASA. (u.å). *Om Lerøy*. Hentet fra

<https://www.leroyseafood.com/no/om-leroy/>

Lerøy Seafood Group ASA. (u.å.). *Sustainability library 2021*. Hentet fra

<https://www.leroyseafood.com/no/barekraft/barekraftsbibliotek2021/>

Lorch-Falch, S. & Skårdalsmo, K. (2023, 25. mars). *Kystpolitikere fikk strammet opp landsmøtet – sier nei til regjeringens lakseskatt*. NRK. Hentet fra

https://www.nrk.no/norge/kystpolitikere-fikk-strammet-opp-landsmotet_--sier-nei-til-regjeringens-lakseskatt-1.16352034

Meisingset, S. (2023, 28. mars). SV «ser frem til å forhandle» om regjeringens skatteforslag: - Et skritt i feil retning. *E24*. Hentet fra

<https://e24.no/naeringsliv/i/BWz2m7/sv-ser-frem-til-aa-forhandle-om-regjeringens-skatteforslag-et-skritt-i-feil-retning>

Miljødirektoratet. (2022, 30. september). Akvakultur. Hentet fra

<https://www.miljodirektoratet.no/ansvarsomrader/vann-hav-og-kyst/Akvakultur-fiskeoppdrett/>

Miljødirektoratet. (2022, 8. juni). Fiskeoppdrett. Hentet fra

<https://miljostatus.miljodirektoratet.no/tema/hav-og-kyst/fiskeoppdrett/>

Miljødirektoratet. (2023, 13. mars). *Miljøstatus*. Hentet fra

<https://miljostatus.miljodirektoratet.no/lakselus/>

Misund, B. (2023, 21. januar) Fiskeoppdrett. Hentet fra

<https://snl.no/fiskeoppdrett>

Mowi ASA. (2023). *Annual report 2022*. Hentet fra

<https://mowi.com/wp-content/uploads/2023/03/Mowi-Integrated-Annual-Report-2022.pdf>

Norges Bank. (u.å). Styringsrenten. Hentet fra

<https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/>

Norges Bank. (u.å). Valutakurser. Hentet fra

<https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Valutakurser/>

PwC. (2022). *Risikopremien i det norske markedet*. Hentet fra

<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html>

Sagmoen, I. (2023, 3. februar). USA har blitt Norges største marked for sjømateksport: - Laks er definitivt lokomotivet. *E24*. Hentet fra

<https://e24.no/hav-og-sjoemat/i/69XQo3/usa-har-blitt-norges-stoerste-marked-for-sjoemateksport-laks-er-definitivt-lokomotivet>

Skatteetaten. (u.å.). Avgift på produksjon av fisk. Hentet fra

<https://www.skatteetaten.no/bedrift-og-organisasjon/avgifter/saravgifter/om/fisk/>

Statistisk sentralbyrå. (2023). *Økonomiske analyser 1/2023*. Hentet fra

https://www.ssb.no/nasjonalregnskap-og-konjunkturer/okonomiske-analyser/okonomiske-analyser-1-2023/_attachment/inline/b45fb6c3-b974-445b-9050-a23df214c603:fba06e073ed945ffe036a26332139d2dada62d46/OA2023-1%20Utsynet_web.pdf

Whittington, R., Regné, P., Angwin, D., Johnson, G., Scholes, K. (2020). *Exploring Strategy* (12. utg.). Pearson Education Ltd.

World Government Bonds. (u.å.). Norway Government Bonds – Yields Curve. Hentet fra <http://www.worldgovernmentbonds.com/country/norway/>

World Resource Institute. (2016, 20. april). *Protein Scorecard*. Hentet fra <https://www.wri.org/data/protein-scorecard>

Vedlegg

Lerøy

Regression Statistics	
Multiple R	0,39553
R Square	0,15645
Adjusted R Square	0,15318
Standard Error	0,04437
Observations	260

ANOVA					
	df	SS	MS	F	gnificance F
Regression	1	0,09419	0,09419	47,8489	3,6E-11
Residual	258	0,50785	0,00197		
Total	259	0,60204			

	Coefficients	Standard Err	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95,0%	Upper 95,0%
Intercept	-0,0004	0,00276	-0,1348	0,89288	-0,0058	0,00506	-0,0058	0,00506
Beta	0,78188	0,11303	6,91729	3,6E-11	0,5593	1,00446	0,5593	1,00446

MOWI

Regression Statistics	
Multiple R	0,46223
R Square	0,21365
Adjusted R Square	0,2106
Standard Error	0,03482
Observations	260

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	1	0,08497	0,08497	70,0993	3,6E-15
Residual	258	0,31275	0,00121		
Total	259	0,39772			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95,0%	Upper 95,0%
Intercept	0,00011	0,00216	0,05082	0,95951	-0,0041	0,00437	-0,0041	0,00437
Beta	0,74266	0,0887	8,37253	3,6E-15	0,56799	0,91733	0,56799	0,91733

SalMar

Regression Statistics	
Multiple R	0,27089
R Square	0,07338
Adjusted R Square	0,06979
Standard Error	0,05012
Observations	260

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	1	0,05132	0,05132	20,4321	9,4E-06
Residual	258	0,64807	0,00251		
Total	259	0,69939			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95,0%	Upper 95,0%
Intercept	0,00118	0,00311	0,37884	0,70512	-0,005	0,00731	-0,005	0,00731
Beta	0,57717	0,12769	4,52019	9,4E-06	0,32573	0,82861	0,32573	0,82861

Grieg Seafood

Regression Statistics	
Multiple R	0,42976
R Square	0,18469
Adjusted R Square	0,18153
Standard Error	0,05371
Observations	260

ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	1	0,16858	0,16858	58,4459	4,1E-13
Residual	258	0,74417	0,00288		
Total	259	0,91275			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95,0%	Upper 95,0%
Intercept	-0,0009	0,00334	-0,2685	0,78856	-0,0075	0,00568	-0,0075	0,00568
Beta	1,04604	0,13683	7,64499	4,1E-13	0,7766	1,31548	0,7766	1,31548