



**HANDELSHØGSKOLEN VED UIS
BACHELOROPPGAVE**

STUDIUM:

Økonomi og administrasjon

**OPPGAVEN ER SKREVET INNEN FØLGENDE
TEMATISKE RETNING:**

Regnskap og Finans

**ER OPPGAVEN KONFIDENSIELL?
(NB! Bruk rødt skjema ved konfidensiell oppgave)**

TITTEL:

Verdsettelse av Lerøy Seafood Group ASA

ENGELSK TITTEL:

Valuation of Lerøy Seafood Group ASA

FORFATTERE (NB! maks tre studenter pr oppgave):

Kandidatnr:

7807
.....

7803
.....

7754
.....

Navn:

Josefine Stokland
.....

Sylwia Joffcheff
.....

Solrun Bakke
.....

VEILEDER:

Bernt Arne Ødegaard

Forord

Bacheloroppgaven markerer avslutningen på vår bachelorgrad innen økonomi og administrasjon ved Handelshøyskolen på Universitetet i Stavanger. Vi har valgt å fordype oss i tema regnskap og finans, da dette er et interessant tema som oppsummerer store deler av pensum gjennomgått i studieløpet. I tillegg ønsker vi å øke vår forståelse for hvordan de ulike variablene i en verdsettelse påvirker hverandre og dermed det endelige verdiestimatet.

Bakgrunn for vårt valg av Lerøy Seafood Group ASA som verdsettelsesobjekt, er at selskapet opererer i flere segmenter enn deres konkurrenter i bransjen. Fiskeri- og oppdrettsbransjen er også en av Norges største næringer, og får mye fokus politisk og fra media rundt biologiske utfordringer og et sterkt regulert konsesjonssystem. Dette gjør næringen til dagsaktuell og interessant ettersom den gjennom innovasjon og teknologi har stort potensiale i fremtiden.

Avslutningsvis ønsker vi å benytte anledningen til å takke vår veileder Bernt Arne Ødegaard for et godt samarbeid, gjennom gode råd og konstruktive tilbakemeldinger i arbeidet med oppgaven.

Josefine Stokland

Sylwia Joffcheff

Solrun Bakke

Sammendrag

Formålet med vår bacheloroppgave er å besvare følgende problemstilling, konkretisert som:

“Hva er verdien av Lerøy Seafood Group ASA per 18. mars 2021”

Problemstillingen avgir en estimert markedsverdi på Lerøy Seafood Group ASA målt i norske kroner per aksje.

Oppgaven starter med en utredelse av Lerøy Seafood Group ASA og oppdrettsbransjen. Vi benytter fundamental verdsettelse som hovedmetode i form av DCF modellen, supplert med en relativ verdsettelse. Den strategiske analysen avdekker en oppdrettsbransje som er sterkt begrenset gjennom konsesjonssystemet og de biologiske utfordringene. Gjennom innovative, samt bærekraftige løsninger er Lerøy Seafood Group ASA i retning av å effektivisere seg, og dermed styrke sin posisjon i markedet.

I regnskapsanalysen konkluderes likviditeten og soliditeten til selskapet som tilfredsstillende. Lønnsomheten til selskapet ligger derimot under bransjenivået, som følge av høye produksjonskostnader og betydelig investeringer i Hvitfisk. Analysene bygger grunnlaget for en videre verdsettelse av selskapet.

Vi finner ved bruk av WACC (Weighted average cost of capital) et avkastningskrav på totalkapitalen på 6,32%, som senere i verdiberegningen blir brukt til å neddiskontere de frie kontantstrømmene. Dette resulterte i en aksjekurs på 72,87 NOK i den fundamentale verdsettelsen. I sensitivitetsanalysen ble det avdekket at aksjekursen er mer sensitivt mot en endring i WACC enn en endring i terminal vekst.

For å sammenligne og kontrollere vårt estimat benyttet vi oss av en relativ verdsettelse, som resulterte i en aksjekurs på 81,88 NOK. Vi vektlegger den fundamentale verdsettelsen $\frac{2}{3}$ og den relative verdsettelsen $\frac{1}{3}$. Med det konkluderer vi med en aksjekurs på 75,87 NOK. Per 18.mars 2021 var aksjekursen i markedet 72,08 NOK, og dermed legger vi til grunn en kjøpsanbefaling for Lerøy Seafood Group ASA.

Innholdsliste

FORORD	II
SAMMENDRAG	III
DEFINISJONER	VII
FIGUR-, TABELL- OG FORMELLISTE	VIII
1. INNLEDNING	1
1.1 VALG AV OPPGAVE.....	1
1.2 PROBLEMSTILLING	1
1.3 RESULTAT	1
1.4 STRUKTUR AV OPPGAVEN	2
2. PRESENTASJON AV BRANSJEN OG LERØY	3
2.1 PRESENTASJON AV LERØY SEAFOOD GROUP ASA (LERØY).....	3
2.1.1 <i>Historien</i>	3
2.1.2 <i>Visjon og verdier</i>	4
2.1.3 <i>Eierstruktur</i>	4
2.1.4 <i>Virksomhetsstruktur</i>	5
2.1.5 <i>Verdikjeden</i>	6
2.2 BRANSJEN	8
2.2.1 <i>Drivere for etterspørsel</i>	8
2.2.2 <i>Lakseprisen</i>	9
2.2.3 <i>Markedssituasjon</i>	11
2.2.4 <i>Vekst og utsikter</i>	13
2.3 HVORDAN SKILLER LERØY SEG FRA BRANSJEN?.....	13
3. VERDSETTELSESTEORI	15
3.1 VALG AV METODE	15
3.2 UTREDELSE AV VALGT METODE	16
4. STRATEGISK ANALYSE	17
4.1 EKSTERN MARKEDSANALYSE - PESTEL.....	18
4.1.1 <i>Politisk og legale forhold</i>	18
4.1.2 <i>Økonomiske forhold</i>	19
4.1.3 <i>Sosiale forhold</i>	20
4.1.4 <i>Teknologiske forhold</i>	20
4.1.5 <i>Miljømessige forhold</i>	21
4.1.6 <i>Oppsummering - PESTEL</i>	22
4.2 KONKURRANSEFORHOLD - PORTER'S FIVE FORCES	23
4.2.1 <i>Grad av rivalisering</i>	23
4.2.2 <i>Inngangsbarrierer</i>	25
4.2.3 <i>Fare for substitutter</i>	26
4.2.4 <i>Kjøpers forhandlingsmakt</i>	27
4.2.5 <i>Leverandørens forhandlingsmakt</i>	28
4.2.6 <i>Oppsummering av Porter's Five Forces</i>	28
4.3 INTERN RESSURSANALYSE - VRIO	29
4.3.1 <i>Organisasjonsstruktur og den menneskelige kapitalen</i>	30
4.3.2 <i>Geografisk Plassering</i>	30
4.3.3 <i>Teknologi og Innovasjon</i>	31

4.3.4 Hvitfisk.....	32
4.3.5 Oppsummering av VRIO.....	33
4.4 SWOT - OPPSUMMERENDE ANALYSE	33
5. REGNSKAPSANALYSE.....	35
5.1 LØNNSOMHET.....	35
5.1.1 Totalkapitalrentabilitet	35
5.1.2 Egenkapitalrentabilitet	36
5.1.3 Driftsmargin.....	38
5.2 LIKVIDITET.....	39
5.2.1 Likviditetsgrad 1	39
5.2.2 Likviditetsgrad 2	40
5.3 SOLIDITET	41
5.3.1 Egenkapitalprosent	42
5.4 OPPSUMMERING	43
6. PROGNOSE AV FREMTIDIGE KONTANTSTRØMMER.....	44
6.1 DRIFTSINNTEKTER.....	44
6.2 HISTORISK UTVIKLING I RESULTATREGNSKAP	47
6.3 DRIFTSKOSTNADER	47
6.2.1 Varekostnader	48
6.3.2 Lønnskostnader	48
6.3.3 Andre driftskostnader	48
6.3.4 Oppsummering driftskostnader.....	49
6.4 AVSKRIVNINGER	50
6.5 SKATTESATS.....	50
6.6 ARBEIDSKAPITAL	50
6.7 INVESTERINGER (CAPEX).....	52
6.8 OPPSUMMERING AV KONTANTSTRØMMER	53
6.9 TERMINALVEKST.....	53
7. AVKASTNINGSKRAV TIL EGENKAPITALEN	54
7.1 RISIKOFRI RENTE.....	54
7.2 EGENKAPITALBETA	54
7.3 MARKEDSRISIKOPREMIE	56
7.4 OPPSUMMERING AV AVKASTNINGSKRAVET TIL EGENKAPITALEN	56
8. AVKASTNINGSKRAV TIL TOTALKAPITALEN (WACC)	57
8.1 MARKEDSVERDIEN AV SELSKAPETS EGENKAPITAL	57
8.2 MARKEDSVERDIEN AV SELSKAPETS GJELD	57
8.3 EGENKAPITALKOSTNAD	58
8.4 GJELDSKOSTNAD.....	58
8.5 SELSKAPSSKATT.....	60
8.6 OPPSUMMERING AV WACC.....	60
9. VERDIBEREGNING.....	61
10. SENSITIVITETSANALYSE.....	63
11. RELATIV VERDSETTELSE	64
11.1 P/E-MULTIPLIKATOR	64
11.2 P/B-MULTIPLIKATOR.....	64
11.3 EV/EBITDA-MULTIPLIKATOR.....	65
11.4 EBIT/KG-MULTIPLIKATOR	66

11.5 OPPSUMMERING AV RELATIV VERDSETTELSE	66
12. VERDIESTIMAT	68
13. KONKLUSJON	69
LITTERATURLISTE	71
BØKER	71
DATABASE	71
NYHETSARTIKLER OG NETTSIDER	72
RAPPORTER.....	77
VEDLEGG	81

Definisjoner

Weighted average cost of capital - Vektet gjennomsnittlig kapitalkostnad	WACC
Earnings before interests and taxes - Driftsresultat før renter og skatt	EBIT
Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization - Inntjening før renter, skatt, avskrivninger og nedskrivninger	EBITDA
Pris delt på fortjeneste	P/E
Pris delt på bokført verdi	P/B
Sysselsatt kapital delt på driftsresultat før avskrivninger	EV/EBITDA
Driftsresultat per kilo	EBIT/KG
Discounted Cash Flow - Diskontert kontantstrøm	DCF
Gutted weight - Slaktet vekt uten fiskehode og innvoller	GWT
Millioner norske kroner	mNOK
Milliarder norske kroner	mrdNOK
Bruttonasjonalprodukt	BNP
Likviditetsgrad 1	LG1
Likviditetsgrad 2	LG2
Havbruk, Villfangst og Bearbeiding, salg og distribusjon	VAPSD
Arbeidskapital	AK
Capital expenditures - Kapitalutgifter	CapEx
Operating expenses - Driftskostnader	OPEX
Property, plant and equipment - Eiendom, bygninger og utstyr	PP&E
Capital Asset Pricing Model - Kapitalverdimodellen	CAPM
Lerøys Seafood Group ASA	Lerøy
Grieg Seafood ASA	Grieg
Mowi ASA	Mowi
Norway Royal Salmon ASA	NRS
SalMar ASA	SalMar
Oslo Børs indeks	OSEBX

Figur-, tabell- og formelliste

Figurer

Figur 1: Virksomhetsstruktur	5
Figur 2: Verdikjeden	6
Figur 3: Kilopris på eksportert laks 2000-2021	10
Figur 4: Eksport av fersk hel laks til Kina per uke (1-25)	11
Figur 5: Global handelsstrøm av oppdrettsalantisk laks	12
Figur 6: Avtagende vekstforventninger	13
Figur 7: Ocean Forest	14
Figur 8: Strategisk analyse	17
Figur 9: Femkraftsmodellen	23
Figur 10: Relativ prisforskjell	26
Figur 11: Oppsummering av Porter's Five Forces	29
Figur 12: SWOT analyse	33
Figur 13: Totalkapitalrentabilitet 2016-2020	36
Figur 14: Egenkapitalrentabilitet 2016-2020	37
Figur 15: Driftsmargin 2016-2020	38
Figur 16: Likviditetsgrad 2016-2020	40
Figur 17: Likviditetsgrad 2 2016-2020	41
Figur 18: Egenkapitalprosent 2016-2020	43
Figur 19: Driftsinntekter 2016-2020	44
Figur 20: Gjennomsnittspriser per år 2016-2020	45
Figur 21: Estimert fremtidig driftsinntekter 2021-2025	47
Figur 22: Oppsummering av multiplikatorene	67

Tabeller

Tabell 1: Største aksjonærer til Lerøy	4
Tabell 2: Effektivitet i oppdrett	9
Tabell 3: Oppsummering av PESTEL analysen	22
Tabell 4: Oppsummering av VRIO-analysen	33
Tabell 5: Estimert slaktevekt laks og ørret 2021-2025	45
Tabell 6: Gjennomsnittlig historisk prisvekst 2016-2020	46
Tabell 7: Historisk utvikling i resultatregnskap 2016-2020	47
Tabell 8: Oppsummering av prognose driftskostnader 2021-2025	49
Tabell 9: EBITDA prognose 2021-2025	50
Tabell 10: Prognose avskrivninger 2021-2025	50
Tabell 11: Historisk arbeidskapital 2016-2020	51
Tabell 12: Prognose av endring i arbeidskapital 2021-2025	51
Tabell 13: Investeringer 2015-2020	52
Tabell 14: Prognose av investeringer (CapEx) 2021-2025	52
Tabell 15: Oppsummering av kontantstrømmer 2021-2025	53
Tabell 16: Regresjonsanalyse av Lerøy mot OSEBX	55
Tabell 17: Lerøy og de sammenlignbare selskapenes beta mot OSEBX	56
Tabell 18: Markedsverdi av egenkapital	57
Tabell 19: Påslag av misligholdsrisiko	58
Tabell 20: Forhold mellom Z-score, gjeld og avkastning	60
Tabell 21: Fremtidig kontantstrøm til totalkapitalen	61
Tabell 22: Verdiestimering	62
Tabell 23: Verdi per aksje	62
Tabell 24: Sensitivitetsanalyse; WACC og terminal vekst	63

Tabell 25: P/E-multiplikator	64
Tabell 26: P/B-multiplikator.....	65
Tabell 27: EV/EBITDA-multiplikator	65
Tabell 28: EBIT/KG-multiplikator.....	66
Tabell 29: Gjennomsnittlig kursmål	66
Tabell 30: Endelig aksjeverdi.....	68

Formler

Formel 1: Totalkapitalrentabilitet	36
Formel 2: Egenkapitalrentabilitet	37
Formel 3: Driftsmargin.....	38
Formel 4: Likviditetsgrad 1	39
Formel 5: Likviditetsgrad 2	40
Formel 6: Egenkapitalprosent	42
Formel 7: Investering (CapEx).....	52
Formel 8: Kapitalverdimodellen (CAPM).....	54
Formel 9: Justert beta.....	55
Formel 10: Justert beta Lerøy	55
Formel 11: Estimert avkastningskrav til egenkapital	56
Formel 12: WACC.....	57
Formel 13: Nåverdi av terminalverdi	61
Formel 14: Aksjekurs med P/E-multiplikator.....	64
Formel 15: Aksjekurs med P/B-multiplikator	65
Formel 16: Aksjekurs med EV/EBITDA-multiplikator	66

1. Innledning

Innledningen benyttes til å presentere problemstilling, resultat og struktur av oppgaven.

1.1 Valg av oppgave

I oppgaven har vi valgt å verdsette selskapet Lerøy Seafood Group ASA. Ved oppgaven priser vi selskapet ut ifra våre forutsetninger og verdivurderinger, der vi sammenligner markedsprisen med vår estimerte aksjekurs. Dette vil bidra til at investorene skal kunne ta gode investeringsbeslutninger, samt gi dem forståelse for variabler som påvirker virksomhetens kontantstrømmer.

1.2 Problemstilling

Formålet med oppgaven er å estimere verdien til selskapet Lerøy Seafood Group ASA, følgende problemstilling er konkretisert som:

“Hva er verdien av Lerøy Seafood Group ASA per 18. mars 2021”

1.3 Resultat

Vi har utredet informasjon om Lerøy og oppdrettsbransjen for å gjennomføre en strategisk analyse. Analysen avdekket en oppdrettsbransje som er sterkt begrenset gjennom konsesjonssystemet og de biologiske utfordringene. Gjennom innovative, samt bærekraftige løsninger er Lerøy Seafood Group ASA i retning av å effektiviseres seg, og dermed styrke sin posisjon i markedet. Forholdene som ble avdekket i den strategiske analysen bygger et grunnlag for en verdsettelse av selskapet. Lerøy har en egenkapitalprosent på 92,4%, som er beregnet ved bruk av markedsverdi. Vi benytter oss av en fundamental verdsettelse som hovedmetode, i form av DCF modellen. Modellen er hensiktsmessig å benytte ettersom det er god tilgang på informasjon og selskapet er i en etablert bransje med stabil inntjening. Resultatet i den fundamentale verdsettelsen er en aksjeverdi per 18. mars 2021 på 72,87 NOK. Vi har supplert med en relativ verdsettelse for å sammenligne og kontrollere vårt estimat, hvor resultatet ble 81,88 NOK. Ved å vektlegge den fundamentale verdsettelsen $\frac{2}{3}$ og den relative verdsettelsen $\frac{1}{3}$, konkluderer vi med en aksjekurs på 75,87 NOK. Aksjekursen per 18.03.2021 var 72,08 NOK. Dette resulterer i en kjøpsanbefaling på Lerøys Seafood Group ASA som vår handlingsstrategi.

1.4 Struktur av oppgaven

Strukturen av oppgaven bygger på det fundamentale rammeverket til Aswath Damodaran, *Investment Valuation*, og består av 13 kapitler. Oppgaven starter med en utredning av Lerøy Seafood Group ASA og oppdrettsbransjen. I påfølgende kapittel blir valg av verdsettelsesmetode begrunnet, samt det teoretiske grunnlaget. Gjennom en strategisk analyse, analyseres de eksterne og interne faktorene som påvirker selskapet og bransjen. Deretter utføres en regnskapsanalyse for å avdekke og klargjøre selskapets økonomiske situasjon og utvikling. Videre i kapittel 6 estimeres fremtidige kontantstrømmer som danner grunnlaget for den fundamentale verdsettelse. I kapittel 7-8 estimeres avkastningskravet til egenkapital og totalkapital. Den fundamentale verdsettelsen blir avsluttet ved en verdiberegning av estimert aksjekurs i kapittel 9. I kapittel 10 utføres en sensitivitetsanalyse for å avdekke hvilken effekt endring i WACC og terminal vekst har på aksjekursen. Det er videre utført en relativ verdsettelse for å sammenligne og kontrollere estimatet vårt. Til slutt utarbeides et endelig verdiestimat, som leder til en anbefalt handlingsstrategi.

2. Presentasjon av bransjen og Lerøy

2.1 Presentasjon av Lerøy Seafood Group ASA (Lerøy)

Lerøy Seafood Group ASA, heretter kalt Lerøy, er datterselskapet til Austevoll Seafood ASA. Selskapet er verdensledende innen sjømatindustrien. I 2020 hadde Lerøy en omsetning på 5,17 mrdNOK (Lerøy, 2021d). Selskapet sysselsetter 4500 ansatte som hver dag leverer sjømat tilsvarende fem millioner måltider til over 80 ulike land. Lerøy er et multinasjonalt selskap som har hovedkontor i Bergen, men de driver med fangst og havbruk langs hele kysten av Norge. I tillegg har de fabrikker som produserer og pakker i store deler av Europa, Amerika og Asia (Lerøy, 2021a).

2.1.1 Historien

Historien til Lerøy startet på slutten av 1800-tallet i den kjente fiskebyen, Bergen. Fiskerbonden Ole Mikkel Lerøen startet det hele gjennom salg av levende fisk på fisketorget i Bergen. Da aktivitetene til Ole Mikkel Lerøen utviklet seg begynte han med detaljutsalg, med levende skaldyr og en begynnende eksportforretning.

I 1939 ble konsernets største salgsselskap etablert. To av konsernets ansatte startet selskapet Hallvard Lerøy AS, som i dag er Lerøys største datterselskap. Selv om Hallvard Lerøy investerte i nye anlegg for å kunne motta pelagisk fisk og hvitfisk, sto selskapet overfor svake resultater og en tynn kapitalisering på slutten av 1990-tallet. Dette førte til at selskapet i 1994 måtte gjennomføre en kriseemisjon, for å kunne starte arbeidet med å reetablere en sunn og sterk forretningside.

Helt frem til 1997 var Lerøy et familieeid selskap. For å kunne utvikle selskapets verdikjede og styrke sin stilling i havbruksnæringen, gjennomførte selskapet en rettet emisjon mot finansielle investorer. Lerøy ble notert på Oslo Børs i juni 2002, med visshet om at god kapitaltilgang og kompetanse er kritiske faktorer for å utvikle selskapet til å bli et globalt og helintegret sjømatkonsern. Dette skapte en strategisk finansiell handlingsfrihet for selskapet.

I senere tid har Lerøy investert betydelig i fabrikk kapasitet, samt oppkjøp av selskapene Havfisk og Norway Seafood Group. Dette var to av Europas største selskaper innen fangst og foredling av hvitfisk. Gjennom disse investeringene har Lerøy blitt et helintegret selskap som

har styring og kontroll gjennom hele verdikjeden. Ifølge årsrapporten 2020 står Lerøy i en unik posisjon for videre vekst og bærekraftig utvikling (Lerøy, 2020a, s.8-16).

2.1.2 Visjon og verdier

Lerøys visjon og verdier er med på å skape rammeverket for deres strategi. Visjonen er å «bli den ledende og mest lønnsomme globale leverandøren av bærekraftig kvalitetssjømat» (Lerøy, 2021a). I dag er Lerøy et helintegrert selskap som kontrollerer hele verdikjeden. Den vertikale verdikjeden er med på å opprettholde og utvikle et globalt konkurransedyktig fortrinn for selskapet. Lerøys verdier er; ærlig, åpen, ansvarlig og skapende. Verdiene danner grunnlaget for de daglige operasjonene, samt skaper en evigvarende strategisk forretningsutvikling som er nødvendige for å nå selskapets visjon (Lerøy, 2021b).

2.1.3 Eierstruktur

Desember 2019 hadde selskapet 10 520 aksjonærer, mot 7 027 i desember 2018. Austevoll Seafood står for 52,7% av eiersammensetningen til Lerøy, vist i tabell 1. I årsrapporten fra 2019 kommer det også frem at de 20 største aksjonærene i desember 2019 eide 73,7% av aksjene i selskapet. Videre består eiersammensetningen av flere små aksjonærer som i gjennomsnitt har 1% eller mindre eiendeler i selskapet. Lerøy eier totalt 0,05% egne aksjer (Lerøy, 2020a, s.68).

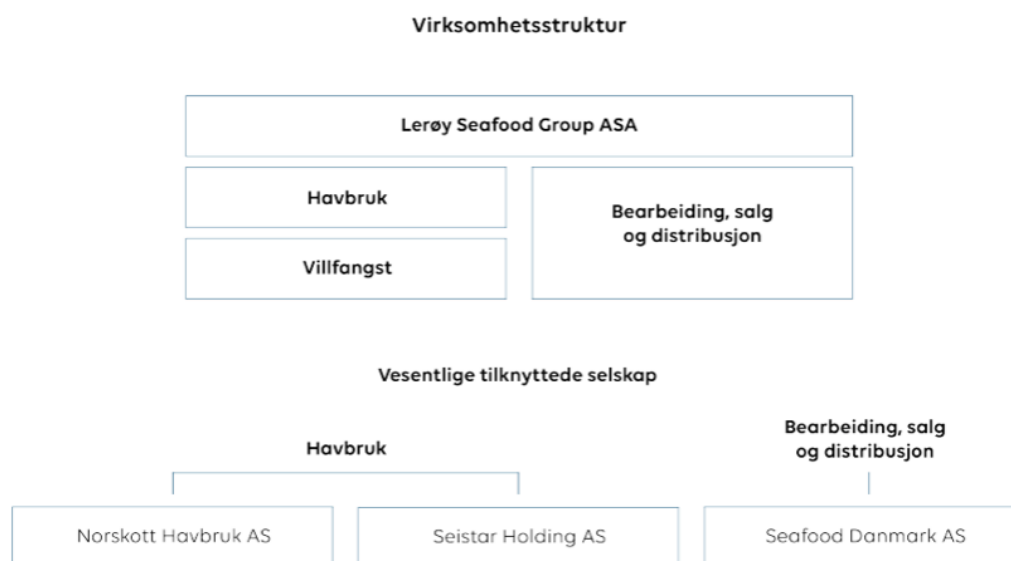
Tabell 1: Største aksjonærer til Lerøy

Investor	Antall aksjer	% av 20 største	% av total	Type	Land
AUSTEVOLL SEAFOOD ASA	313 942 810	71,29%	52,69%	Sels.	NOR
FOLKETRYGDFONDET	31 464 667	7,14%	5,28%	Sels.	NOR
STATE STREET BANK AND TRUST COMP	9 344 373	2,12%	1,57%	Nom.	USA
PARETO AKSJE NORGE VERDIPAPIRFOND	7 346 409	1,67%	1,23%	Sels.	NOR
UBS AG	7 015 019	1,59%	1,18%	Nom.	GBR
FERD AS	6 811 248	1,55%	1,14%	Sels.	NOR
THE BANK OF NEW YORK MELLON SA/NV	6 453 111	1,47%	1,08%	Nom.	IRL
BANQUE DEGROOF PETERCAM LUX. SA	6 374 111	1,45%	1,07%	Nom.	BEL
STATE STREET BANK AND TRUST COMP	6 316 748	1,43%	1,06%	Nom.	USA
BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES	5 378 087	1,22%	0,90%	Nom.	LUX
JPMORGAN CHASE BANK, N.A., LONDON	4 546 304	1,03%	0,76%	Nom.	USA
DANSKE INVEST NORSKE INSTIT. II.	4 337 211	0,98%	0,73%	Sels.	NOR
VERDIPAPIRFOND ODIN NORGE	4 263 903	0,97%	0,72%	Sels.	NOR
J.P. MORGAN BANK LUXEMBOURG S.A.	4 256 429	0,97%	0,71%	Nom.	SWE
J.P. MORGAN BANK LUXEMBOURG S.A.	4 000 000	0,91%	0,67%	Nom.	SWE
JPMORGAN CHASE BANK, N.A., LONDON	3 961 931	0,90%	0,67%	Nom.	GBR
SIX SIS AG	3 882 344	0,88%	0,65%	Nom.	CHE
THE BANK OF NEW YORK MELLON	3 727 067	0,85%	0,63%	Nom.	USA
STATE STREET BANK AND TRUST COMP	3 520 041	0,80%	0,59%	Nom.	USA
CLEARSTREAM BANKING S.A.	3 444 762	0,78%	0,58%	Nom.	LUX
Antall aksjer hos de 20 største	440 386 575	100%	73,92%		
Totalt antall aksjer	595 773 680		100%		

Tabellen viser Lerøy Seafood sine største aksjonærer. Den er basert på de 20 største aksjonærene, hvor Austevoll Seafood har den største andelen med 71,29%. Figur hentet fra Lerøys hjemmeside (2021g).

2.1.4 Virksomhetsstruktur

Lerøy har flere tilknyttede selskaper. For å gjøre fremstillingen enklere, fokuserer vi på selskapene som er mest vesentlige i forhold til den verdiskapningen de er med på å skape hos Lerøy. Figur 1 illustrerer virksomhetsstrukturen til Lerøy hvor segmentet «havbruk» består av selskapene Norskott Havbruk AS (50,0%) og Seistar Holding AS (50,0%) (Lerøy Seafood, 2019, s.64-65)



Figur 1: Virksomhetsstruktur

Figuren viser virksomhetsstrukturen til Lerøy. Selskapet opererer i tre hovedsegmenter; Havbruk, villfangst og bearbeiding, salg og distribusjon. Lerøy har eierandeler i flere tilknyttede selskaper. De største er Norskott Havbruk AS og Seistar Holding AS innenfor havbruk segmentet og Seafood Danmark AS innenfor VAPSD segmentet. Figuren er hentet fra årsrapporten til Lerøy 2018.

Lerøy og Salmar ASA kjøpte selskapet Scottish Seafarms Ltd. gjennom det felles eide datterselskapet Norskott Havbruk AS i 2001 (Salmar, 2021). I UK er Scottish Seafarms et av de største havbruksaktørene, som i 2019 slaktet hele 26 tusen tonn laks. Høsten 2019 sto selskapets nyeste RAS-anlegg for produksjon av smolt ferdig. Gjennom organisk vekst planlegger selskapet å oppnå et årlig slaktevolum mellom 35 og 40 tusen tonn fra 2021. Lerøy mener en slik investeringen vil være en stor bidragsyter til den positive utviklingen som forventes de kommende årene (Lerøy, 2020a, s.65).

Seistar Holding AS er et Brønnbåtrederi som leverer tjenestene; frakt av smolt og slaktefisk, smolttelling, sorteringsmaskiner, behandling av lus og andre parasitter, frakting av rogn og andre tjenester. Lerøy har eid 50,0% av selskapet siden 2015 (Docplayer, 2021). I 2019 hadde Seistar Holding AS et driftsresultat på 116 mNOK. Dette er en økning på hele 42 mNOK fra

2018. Seistar Holding AS er en stor og viktig leverandør for Lerøy og andre havbruksaktører på Vestlandet (Lerøy, 2020a, s.64-65).

Seafood Danmark A/S leverer ferdig produkter til røkerier, grossister og detaljhandel (Seafood Danmark, 2021). Lerøy eier per i dag 1/3 av det danske selskapet, men har gjennom en avtale blitt gitt en rett og plikt til å kjøpe de resterende utestående aksjene. Lerøy har stor tro på at alt ligger til rette for å fortsette den gode utviklingen selskapet hadde i 2019 (Lerøy, 2020a, s.65).

2.1.5 Verdikjeden

Lerøy er aktiv i alle deler av produksjonen av laks og ørret, fangst og prosessering av hvitfisk og skalldyr. Selskapet pakker og foredler fisk ved fabrikkene, samt distribuerer tusenvis av ulike sjømatprodukter til over 80 ulike land verden over. En viktig del av Lerøys strategi er å være en helintegret leverandør av selskapets hovedprodukter. Virksomheten utøves gjennom en rekke datterselskaper i Norge og internasjonalt. Figur 2 illustrerer verdikjeden til Lerøy. Videre tar vi for oss de mest sentrale delene i verdikjeden for å vise hvordan verdiskapningen oppstår i selskapet.



Figur 2: Verdikjeden

Figuren viser verdikjeden til Lerøy. Selskapet har i dag en hel vertikal integrert verdikjede innen hvitfisk og rødfisk. Havbruk segmentet består av alle prosessene fra rogn til sluttkunde. Villfangst segmentet er atskilt helt frem til VAP segmentet hvor både havbruk og villfangst blir solgt og distribuert til kunder verden over. Figuren er hentet fra årsrapporten til Lerøy 2019.

Produksjon av laks anses som en svært ressurseffektiv og klimavennlig form for matproduksjon. Lerøy produserer langs kysten fra Rogaland og helt til Finnmark. Det tar ca. to til tre år fra lakserognen blir klekket, til laksen er ferdig utvokst og spiseklar (Snl, 2021).

Oppdrettsprosessen begynner med stamfisken som opprinnelig er fra norske elver. På grunn av omfattende satsing på avlsarbeid har Lerøy forbedret egenskaper som vekst, farge og kjøttkvalitet. Befruktningen foregår i ferskvann, hvor rognen ligger til klekking i ca. 60 dager ved en vanntemperatur på maks 8°C. Etter klekking vil yngelen (også kalt for plommeseekkyngel) få næring gjennom en sekk på magen. Plommeseekkyngelen vil ikke ta til seg næring fra fôr før etter 4-6 uker. Etter hvert som yngelen vokser, blir den sortert og plassert i større kar, men det er fortsatt nødvendig at yngelen oppbevarer seg i ferskvann (Dyrevernalliansen, 2019).

Når lakseyngelen er mellom 8-15 måneder gammel går de gjennom store forandringer som kalles smoltifisering. Her går vannet i tankene de lever i fra å være rent ferskvann til brakkvann, og til slutt saltvann. Når denne prosessen er ferdig og smolten har tilpasset seg å leve i saltvann er den ca. 100 gram, og blir satt ut i merdene. Før de settes ut i sjøen vaksineres smolten slik at den er klar og robust til et liv i havet. I fremtiden ønsker Lerøy å sette ut større smolt på ca. 500-1200 gram slik at den får kortere tid i sjøen. Dette kan løse utfordringene rundt lakselus (Lerøy, 2020a).

I sjø kalles oppdrettsfisken for matfisk. Den holdes i merdene ute i sjøen i 14-22 måneder for å kunne vokse. Her er optimale vannstrømmer, overflod av kaldt, klart sjøvann med godt oksygenivå avgjørende. Lokasjonene Lerøy Sjøtroll, Lerøy Midt og Lerøy Aurora er spredt langs den norske kysten. Det gir optimale vekstforhold for laksen, samt reduserer risikoen for utbrudd av sykdom dersom det skulle oppstå (Lerøy, 2020a). Merdene inneholder 97,5% vann og maks 2,5% fisk. Dette er maks tetthet, men tettheten er ofte mindre for å gi matfisken den plassen den trenger (Dyrevernalliansen, 2019).

Når laksen er 4-6 kilo, er den klar for å bli transportert fra merdene til slakteriet. Laksen fraktes fra merdene ved hjelp av brønnbåter, som er utstyrt med store vanntanker/saltvannssystemer for å frakte levende laks i alt mellom 3-20 timer. Før laksen tas inn i fabrikken plasseres den i en ventemerde. Hensikten med dette er å frigjøre transportkapasitet, roe ned fisken og gi fabrikken kontinuerlig tilgang på laks til slakt. Her kan laksen stå fra ca. 24 timer til seks døgn før den blir ført inn i produksjonsanlegget.

Laksen bedøves før avlivning av hensyn til fiskevelferd, men også fordi kvaliteten på ferdig produkt er bedre hvis laksen ikke er stresset under slakting. Slakteprosessen skjer ved bruk av

høyteknologiske maskiner, hvor fisken blir sløyd, vasket og sortert etter størrelse og kvalitet. Etter slakting og bearbeiding kjøles laksen ned og pakkes med is for å opprettholde kvaliteten. Noe av fisken blir foredlet i Norge, men mesteparten transporteres til andre land i Europa, samt Kina og Japan i Asia.

Oppdrettsfisk må føres jevnlig. Fôret må ha et innhold som tilfredsstillende næringsbehovet fisken trenger. Det skal inneholde naturprodukter som proteiner, fett og karbohydrater, i tillegg til næringsstoffer som vitaminer og mineraler. Ingrediensene i fôret til Lerøy er nøye utvalgt, og sammensetningen er i stadig utvikling (Lerøy, 2021h). I dag består rundt 70% av fôret av vegetabiliske ingredienser, mens ca. 30 % kommer fra marine råvarer som fiskeolje og fiskemel.

Lerøy var blant de første som begynte å bruke algeolje, insektmel og planten *Camelina*, samt mye krillmel. Mikroalger har et høyt innhold av Omega-3 (Lerøy, 2020a). Ved å bruke disse algene økes andelen Omega-3 i sjømat samtidig som man løfter sjømatnæringen enda et hakk i forbindelse med bærekraft. Det er absolutt hensiktsmessig å finne nye råvarer til bruk i fôr. Samtidig må kriteriene bærekraft, ernæringsmessige kvaliteter, pris og tilgjengelighet oppfylles før det kan tas i bruk.

2.2 Bransjen

Norge er en av verdens største leverandører av oppdrettslaks og i 2019 ble det eksportert 1,1 millioner tonn laks. Samlede verdi på den eksporterte laksen var 72,5 mrdNOK, som er en økning på hele 7% fra 2018 (Norges sjømatråd, 2020a). Fiskeri-og oppdrettsnæringen satser på å femdoble produksjonen innen sjømatnæringen før 2050 (Nrk, 2019). I Norge er det produksjonsbegrensninger gjennom konsesjonssystemet¹. Til tross for dette har landet opprettholdt sin posisjon som en av de største oppdrettsprodusentene av laks i verden.





2.2.1 Drivere for etterspørsel

Ifølge sjømatbarometeret fra 2021 svarer majoriteten at bærekraftig produksjon er en av de største driverne til økt etterspørsel. Noe som har endret seg kraftig fra det første barometeret fra 2017, hvor bærekraft ble sett på som lite viktig for forbrukerne (PwC, 2020). Sjømatindustrien passer dermed godt inn i de makrotrendene vi nå står ovenfor. Laksen

¹ Konsesjonssystemet regulerer norsk oppdrettsnæringen. Reguleringene inkluderer mengde i oppdrettsanleggene, utslipp og påvirkning på miljøet, rømming, antall lakselus og lokaliteten til virksomheten (snl, 2021)

representerer et sunt, ressurseffektivt og klimavennlig produkt. Dermed reflekterer etterspørselen også konsumentenes store fokus på helse, kosthold og klima. Oppdrettslaksen er rik på Omega-3 fettsyrer, vitaminer, proteiner og mineraler. Dette er noe den fremvoksende middelklassen er spesielt opptatt av. I tillegg har vi den aldrende befolkningen, hvor et sunt kosthold er med på å redusere hjerte- og karsykdommer.

Tabell 2: Effektivitet i oppdrett

				
Carbon Footprint				
<i>Kg CO2 / Kg edible meat</i>	7.9 kg	6.2 kg	12.2 kg	39.0 kg
Water consumption				
<i>Litre / Kg edible meat</i>	2,000*	4,300	6,000	15,400

Tabellen viser karbonavtrykket til fisk, kylling, svin og storfe, i forhold til vekt og innhold av kalorier, protein og fett. Tabell hentet fra Mowi sin Salmon Industry Handbook 2019. *Totalt vannforbruk for oppdrettslaks i Skottland, i forhold til vekt og innhold av kalorier, proteiner og fett.

Oppdrettslaksen er også en klimavennlig proteinkilde. SINTEF² har gjennom sine undersøkelser funnet ut at oppdrettslaksen gir et karbonavtrykk på 7,9 kg karbon ekvivalenter per spiselig produkt. Sammenligner man dette tallet med karbonavtrykket til svinekjøtt og storfe, vil man oppdage at som forbruker vil en kunne redusere sitt daglige personlige klimagassutslipp gjennom å heller velge sjømat (Mowi, 2020, s. 19-22).

2.2.2 Lakseprisen

Prisen på de fleste produkter i verden er styrt av tilbud og etterspørsel. Ifølge flere studier gjelder dette også det globale markedet hvor laksen selges. Figur 3 under belyser hvor volatil lakseprisene historisk sett har vært. Årsakene bak disse volatile prisene er kompliserte. Ettersom laksen er bedervelig og markedsføres som fersk, må produksjonen for en periode bli forbrukt i den samme perioden. For sjømatindustrien krever dette mye kapital og planlegging. Lakseindustrien har en produksjonssyklus på to til tre år, noe som gjør tilbudssiden veldig uelastisk på kort sikt, samtidig som etterspørselssiden endres etter årstidene. Dette er hovedårsaken til den store prisvolatiliteten i sjømatmarkedet (Mowi, 2020, s.45).

² SINTEF er et av Europas største uavhengige forskningsinstitutt (SINTEF, 2021).

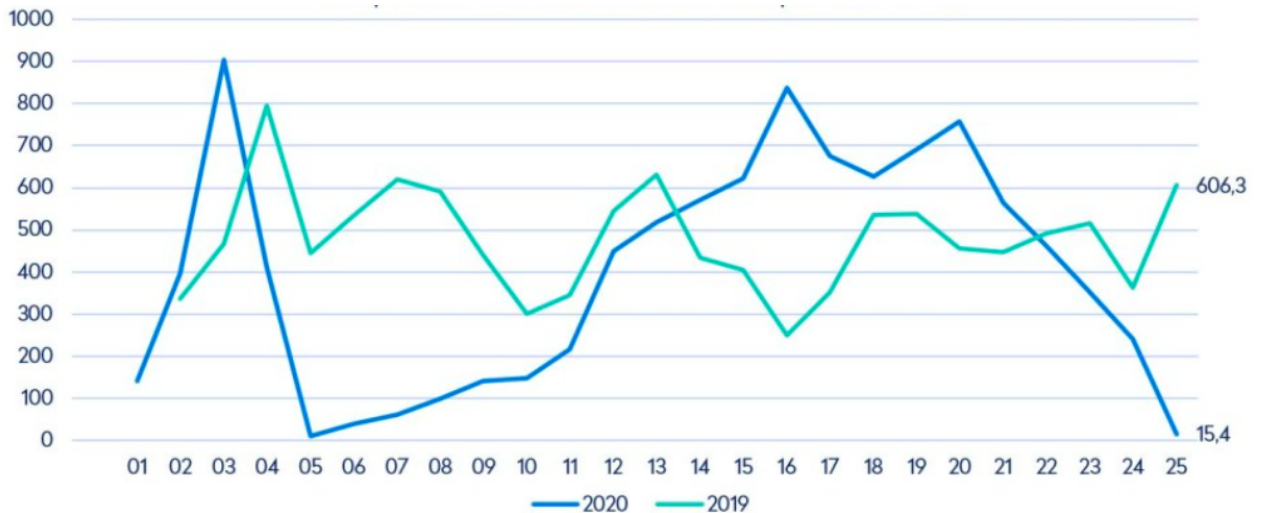


Figur 3: Kilopris på eksportert laks 2000-2021

Figuren viser kilopris på eksport av oppalen laks. Y-aksen representerer lakseprisene. X-aksen representerer perioden 2000-2021. Figuren er hentet fra SSB (2021).

Frem til år 2003 førte den økende produksjonen av laks til lave priser, etter 2003 snudde trenden seg mot økt etterspørsel etter laks. Siden 2012 har bransjen hatt en kraftig økning i prisene. Dette skyldes at tilbudssiden ikke klarte å følge den globale etterspørselen etter laks. Mye av problematikken for den lave lakseproduksjonen ligger i algeoppblomstring, lus, og lite tilgang til nye produksjonsområder. Prisen på laks blir i tillegg påvirket av utviklingen i EU-markedet, hvor Norge eksporterer mest (Intrafish, 2019). Mer om dette i kapittel 2.2.3.

Industrihåndboken til laksedrift trekker også frem andre faktorer som er med på å påvirke markedsprisen på laks. Disse er; globalisering av markedet, fiskekvaliteten, sykdomsutbrudd, og «matskrekke» hos forbrukerne (Mowi, 2020, s.45). Det siste momentet fikk den norske sjømateksporten kjenne på da koronaviruset brøt ut. Eksporten av fersk laks til Kina falt 97 % i uke 25 i 2020. Det hadde da spredt seg frykt blant befolkningen etter det ble oppdaget koronavirus på et ferskvaremarked i Kina (Norges Sjømatråd, 2020b).

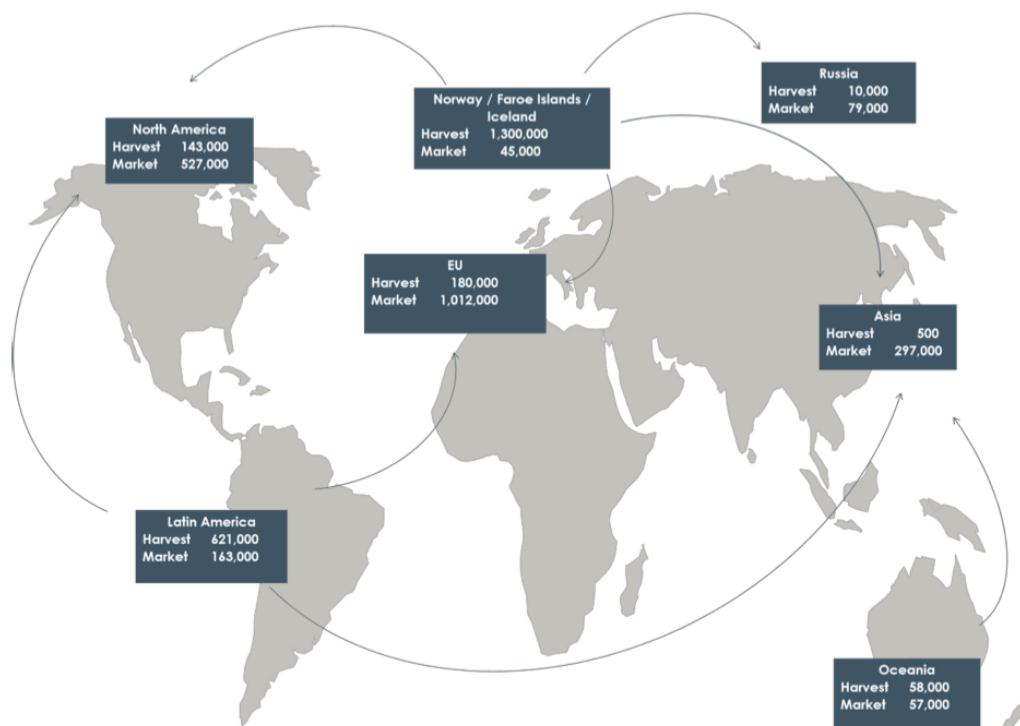


Figur 4: Eksport av fersk hel laks til Kina per uke (1-25)

Figuren viser eksport av fersk hel laks til Kina per uke (1-25) for 2019 (grønn) og 2020 (blå). Y-aksen representerer antall tonn fersk hel laks eksportert til Kina. X-aksen representerer uke 1-25. Figuren er hentet fra Norges Sjømatråd (2020b).

2.2.3 Markedssituasjon

Figuren under viser de globale handelsstrømmene av oppdrettslaks. Her ser man at laksen i størst grad blir produsert i Norge, Island, Færøyene og i Latin Amerika. Russland var i 2013 Norges viktigste marked for eksport av sjømat. Men, i 2014 svarte Russland på vestlige sanksjoner med et importforbud av den norske sjømaten. Dette førte til store tap, hvor den norske lakseindustrien tapte 20 mrdNOK på utestengelse fra det russiske markedet. Direktøren for markedsinnsikt og markedsnedgang i Norges sjømatråd sier at uten en slik handelshindring, ville den norske sjømatindustrien hatt en 28% etterspørselsvekst. Derimot førte handelshindringen til at etterspørselsveksten sank fra 28% til 10% (e24, 2019).



Figur 5: Global handelsstrøm av oppdrettsalantisk laks

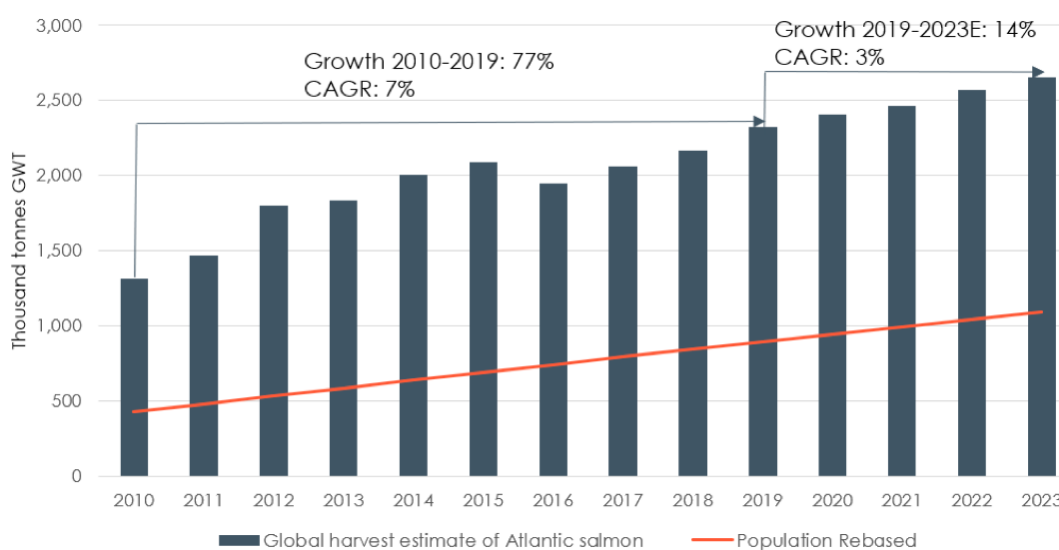
Figuren viser de globale handelsstrømmene av oppdrettsalantisk laks i tusen tonn GWT. "Harvest" er innhøstet laks i regionen. "Market" er konsumert laks i regionen. Figuren er hentet fra Mowi sin Salmon Industry Handbook 2019.

Som alle andre, har også sjømatindustrien fått kjenne på usikkerheten rundt markedssituasjonen med koronaviruset. For sjømatmarkedet har de største bekymringene rundt pandemien vært nedstengning av restauranter, kantiner og andre mattjenester, logistikkproblemer, risikoen for koronautbrudd i verdikjeden, samt risikoen for fallende etterspørsel på bakgrunn av resesjon. Før nedstengningen utgjorde mattjenestene ca. 45% av det globale laksemarkedet. Det gikk hardt ut over prisene når nesten halve markedet stengte over natten. Til tross for dette har bransjen vært svært dyktige til å flytte volumene over til detaljhandel, som har fått lakseprisene omtrent på nivå med de normale sesongmønstrene (kyst, 2020).

Vi er inne i en markedssituasjon hvor det ikke er konsumentene og deres etterspørsel som har sunket, men nedstengning av restauranter, flytrafikk og fabrikker som skaper problemer på tilbudssiden. Pandemien øker dermed usikkerheten i bransjen.

2.2.4 Vekst og utsikter

Siden 1995 har sjømatindustrien hatt en jevn årlig vekst på 8%, men fra 2010 og frem til 2019 sank denne veksten til 7%. Kontali Analyse³ har gjennomført en prognose som viser en kraftig avtagende vekst på bare 3% fra 2019 til 2023. Årsaken til denne kraftige reduksjonen i forventet vekst er at sjømatindustrien har nådd et produksjonsnivå hvor de biologiske grensene setter en stopper for videre vekst. Det kreves derfor fremgang i teknologi og bedre utvikling i de farmasøytiske produktene for, å kunne beherske de biologiske utfordringene (Mowi, 2020, s.26).



Figur 6: Avtagende vekstforventninger

Figuren viser de avtagende vekstforventningene sjømatindustrien står overfor. Y-aksen representerer antall tusen tonn GWT. X-aksen representerer perioden 2010-2023. Figuren er hentet fra Mowi sin Salmon Industry Handbook 2019.

2.3 Hvordan skiller Lerøy seg fra bransjen?

I dag er Lerøy et helintegreert selskap som har kontroll over hele verdikjeden sin fra rogn eller fangst til ferdig sluttprodukt hos forbrukerne. Det finnes ikke noe regelverk som står i veien for en vertikal integrasjon utover eventuelle skranker som er oppstilt i konkurranseregelverket i oppdrettsnæringen. Likevel har de færreste oppdrettsanleggene en helintegreert verdikjede, og er derfor avhengig av eksterne aktører. I noen tilfeller må de også bruke andre oppdretters salgsapparater (NOU 2019:18, s.42). Denne helintegreerte vertikale verdikjeden vil ifølge Lerøy være en forutsetning for å kunne opprettholde og utvikle en konkurransedyktig og global

³ Kontali Analyse er den globale referansen for havbruk og sjømat (Kontali, 2021).

verdikjede. En slik desentralisert konsernmodell innebærer at selskapet er lokalt, men likevel har et globalt perspektiv (Lerøy, 2020a, s.50-51).

Gjennom å utvikle metoder og styringsverktøy som sikrer konkurransedyktige prosesser, ønsker Lerøy å bygge en effektiv verdikjede som skaper innovasjon (Lerøy, 2020a, s.52-53). I 2014 opprettet Lerøy det integrerte havbruket Ocean Forest som er et samarbeid med miljøstiftelsen Bellona. Her dyrkes tare og blåskjell som skal fange opp CO₂ fra fisken, samt fosfor og nitrogen. Disse makroalgene er samlokalisert med lakseproduksjonen (Lerøy, 2018, s.46-47). Lerøy var en av de aller første selskapene i Norge som oppdaget det store potensialet taremøl og blåskjell har i fiskefôr. Dette vil redusere fremtidig miljøbelastning fra næringen (Lerøy, 2021c). Som det fremkommer i figur 7 har Lerøy gjennom det gode samarbeidet med Bellona skapt en sirkulær økonomi, som tar bærekraft på største alvor.



Figur 7: Ocean Forest

Figuren viser hvordan Lerøy kan gjennom Ocean Forest, dyrke mer bærekraftig mat i havet. Dette er et samarbeid mellom Lerøy og miljøorganisasjonen Bellona (Lerøy, 2021c). Dette integrerte havbruket starter med at man dyrker sukkertare og lavtropiske arter i nærheten av oppdrettsanleggene. Taren tar opp næringsstoffer fra anlegg med laks og ørret. Den skal rense sjøen, og taren vokser godt i nærheten av anleggene. Dette danner resirkuleringssystemet illustrert i figuren (Lerøy, 2021c).

3. Verdsettelsesteori

Hensikten med denne oppgaven er å utføre en verdsettelse av Lerøy, gjennom å estimere markedsverdien til selskapet målt i norske kroner per aksje. Estimater vil senere bli sammenlignet opp mot gjeldende aksjekurs, for å vurdere om den er over- eller underpriset. Avvik mellom estimatet og gjeldende aksjekurs vil danne grunnlag for en anbefalt handlingsstrategi. Hvordan vi skal estimere en mest mulig nøyaktig verdi av Lerøy, skal vi ta stilling til i dette kapitlet.

3.1 Valg av metode

Valget av verdsettelsesmetode avhenger av flere faktorer, herunder tilgang på informasjon, tid til disposisjon og krav til pålitelighet. Videre vil forhold knyttet til selve virksomheten være relevant, slik som selskapets bransje, fase i livssyklus og utsikter for fortsatt drift. (Kaldestad & Møller, 2015, s. 33-34). For å kunne gi et mest mulig nøyaktig estimat av Lerøy, er det avgjørende at vi benytter oss av en gjennomførbar modell som tar høyde for variabler og faktorer som definerer vårt selskap.

Fundamental verdsettelse danner grunnlaget for oppbyggingen av andre verdsettelsesteknikker. For å utføre en relativ verdsettelse, er det nødvendig å ha innsikt i de diskonterte kontantstrømmene fra den fundamentale verdsettelse (Damodaran, 2012, s.11). De inntjeningsbaserte og markedsbaserte tilnærmingene gir et pålitelig verdiestimat, slik at dette trekker i retning av en fundamental og relativ verdsettelse (Kaldestad & Møller, 2015, s. 33). For å gjennomføre en fundamental verdsettelse er det nødvendig å ha tilgang på regnskapsinformasjon. Lerøy og flere sammenlignbare selskap er noterte på Oslo Børs. Dermed er det god tilgang på detaljerte kvartals- og årsrapporter med historisk regnskapsinformasjon. Samtlige av disse selskapene rapporterer i henhold til den internasjonale regnskapsstandarden, IFRS. Informasjonstilgangen legger dermed ikke begrensning for hvilken metode som kan benyttes.

Oppdrettsbransjen i Norge har lang historie, og har vært igjennom en fase fra mange små aktører til få store aktører. Næringen er i en moden fase, ettersom den har vist en stabil inntjening og vekst over lenger tid. Konesjonsordningen gjør at det er begrenset tilgang for bransjen å øke produksjonen. Men, det er vekstmuligheter ved oppkjøp, utvikling av eksisterende produkter og etablering av nye markeder. Ettersom næringen består av flere

sammenlignbare selskaper, vil også en relativ verdsettelse egne seg til å være en aktuell verdsettelse metode. På bakgrunn av eksisterende regnskapsinformasjon, viser Lerøy en historisk og solid inntjening. Selskapet har drevet med oppdrett i lang tid, og kombinert med mulighetene for vekst, utgjør dette utsikter for fortsatt drift. I lys av Lerøys posisjon i markedet velger vi å benytte oss av fundamental verdsettelse supplert med relativ verdsettelse. På bakgrunn av at dette er standardteori vil vi ikke redegjøre for teorien nærmere.

3.2 Utreddelse av valgt metode

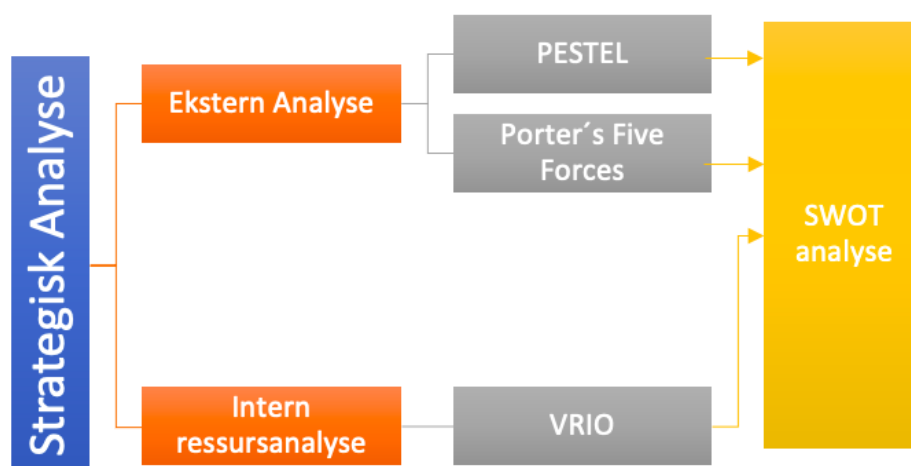
Vi benytter oss av fundamental verdsettelse som hovedmetode. Lerøy er finansiert med egenkapital og gjeld, derfor er det hensiktsmessig å benytte seg av totalkapitalmetoden, og neddiskontere kontantstrømmene med en estimert WACC. Dermed er det nødvendig å fastslå en tidshorisont for estimering av kontantstrømmene. Teoretisk vil Lerøy kunne produsere inntekt i all fremtid, men ved en uendelig tidshorisont vil estimeringen av kontantstrømmen ha økt usikkerhet rundt seg. Lerøy er et etablert selskap med stabil vekst, og dermed velger vi å estimere kontantstrømmene for fem år i fremtiden. Det er standard metode for selskaper med de samme forutsetningene som Lerøy. Selskapet har ikke utestående obligasjoner som er likvide eller noen rating tilgjengelig, dermed estimeres gjeldskostnaden ved en syntetisk rating. Videre benyttes Z-score for å kontrollere gjeldskostnaden.

I oppgaven vil vi også benytte oss av relativ verdsettelse, som er basert på å verdsette Lerøy med utgangspunkt i hvordan sammenlignbare selskaper er priset i markedet. Ideelt sett sammenligner en med identiske selskaper. Etersom det ikke finnes, har vi funnet selskap som ligner mest basert på kriteriene; risikoprofil, vekstmuligheter og kontantstrømmer. Kaldestad & Møller (2016) anbefaler å bruke kombinasjon av flere multipler. Derfor benyttes P/E, P/B og EV/EBITDA-multiplikatorene til å finne en aksjekurs av Lerøy ved hjelp av sammenlignbare selskaper. EBIT/KG-multiplikatoren måler ikke aksjekursen, men er bransjespesifikk, dermed bruker vi den til å eventuelt justere aksjekursen.

4. Strategisk analyse

For at Lerøy skal kunne skape en god konkurransekraftig strategi, er det helt avgjørende for dem å forstå deres egen strategiske posisjon til omverden. Dermed vil en strategisk analyse kunne være til hjelp med å forstå omgivelsene rundt, hvilke muligheter og trusler de står ovenfor, samt å forstå deres interne styrker og svakheter. Ved å analysere selskapets mikro- og makroomgivelser, vil man kunne identifisere hvilke evner og ressurser som kan være med på å skape fremtidig verdiskapning for Lerøy. Det er med andre ord mer enn bare regnskapsmessige tall som er viktige faktorer i beregning av de fremtidige kontantstrømmene som brukes til å verdsette Lerøy. En regnskapsmessig analyse kan blant annet inneholde målefeil. Derfor kan en strategisk analyse gi oss en bedre forståelse bak tallene, samt gi viktig informasjon som skal brukes videre i verdsettelsen.

For å belyse de viktige faktorene vil vi ta i bruk ulike verktøy som fokuserer på ulike områder ved organisasjonen og bransjen.



Figur 8: Strategisk analyse

Figuren illustrerer de tre ulike analysene (grå) vi skal utføre; PESTEL, Porter's Five Forces og VRIO. Vi avslutter med en SWOT analyse (gul) som tar for seg de viktigste forholdene som ble oppdaget i den strategiske analysen. Figuren er basert på Johnson et al. (2017).

Først skal vi analysere de eksterne omgivelsene til selskapet gjennom en PESTEL analyse og Porter's Five Forces modellen. Disse eksterne analysene vil belyse hvilke muligheter og trusler selskapet står ovenfor i bransjen. Deretter analyserer vi selskapets interne ressurser som vil belyse hvilke svakheter og styrker selskapet selv besitter. Avslutningsvis vil de viktigste faktorene bli oppsummert i en SWOT analyse ved slutten av kapittelet.

4.1 Ekstern markedsanalyse - PESTEL

Et selskap påvirkes av ulike forhold i makroomgivelsene, og en PESTEL analyse vil kartlegge hvilke eksterne markedskrefter som påvirker oppdrettsbransjen. Rammeverket til PESTEL analysen består av totalt seks ulike faktorer: politiske-, økonomiske-, sosiale-, teknologiske-, miljømessige- og legale faktorer (Johnson, Whittington, Scholes, Angwin & Regner, 2017, s. 34). De politiske og legale faktorene overlapper hverandre, og dermed velger vi å slå disse sammen.

4.1.1 Politisk og legale forhold

Offentlige reguleringer

Regelverket for oppdrettsnæringen har blitt mer omfattende etter krav om konsesjon i 1973 (Snl, 2021). Etersom det sjeldent blir utdelt nye konsesjoner, er det vanskelig for selskap innen oppdrettsnæringen å vokse uten å benytte seg av oppkjøp eller kjøp av andres konsesjoner. Grunnet volumbegrensninger og begrenset tilgang på konsesjoner for oppdrett, er de svært verdifulle. Lerøys slaktevolum har vært stabilt siden 2012, men gjennom oppkjøp i 2016, økte selskapet antall konsesjoner knyttet til havbruk og villfangst.

Bransjen har måttet tilpasse seg den nye politiske luseforskriften⁴ fra 2013 (Lerøy, 2020a, s.54). Det samme året ble det tildelt grønne konsesjoner. Hovedkriteriene for tildelingen var en etablering av produksjon som reduserer omfanget av lakselus, samt reduserer påvirkningen av villaks som følge av rømming. Bransjen har potensiale til å oppnå vekst gjennom økt utnyttelse av konsesjoner. Mer om dette i kapittel 4.1.4.

Handelshindringer og restriksjoner

Den norske oppdrettsbransjen er eksportrettet. Det er derfor avgjørende med internasjonal markedsadgang og fungerende handelsavtaler for å opprettholde et høyt produksjonsvolum, samt sikre en god inntjening. Oppdrettsnæringen er svært sårbar for handelskonflikter og restriksjoner fra land som importerer sjømat fra Norge. Den politiske handelshindringen i 2014 som ble lagt på norsk laks og ørret til Russland, og som fortsatt gjelder, gjør at det russiske markedet er stengt (Lerøy, 2021a, s 66). En annen aktuell handelshindring som har satt sitt preg på næringen, er hvordan pandemien i løpet av 2020 har påvirket etterspørselen og verdikjeden

⁴ Luseforskriften fastsetter grenser for tillatt nivå av lakselus i havbruk. Fisken overvåkes året rundt med telling av lus, for å opprettholde næringens mål om lave verdier (Snl, 2020).

negativt gjennom restriksjoner og frykt. Markedet for sjømat er internasjonal og har en underliggende solid og god vekst. Dette har kompensert litt av omfanget for de politiske handelshindringene, restriksjonene og pandemien.

Skatt og avgift

I 2018 vurderte myndighetene en skattlegging av norsk havbruk. Det ble foreslått en grunnrenteskatt på 40% for oppdrettsselskaper som benytter seg av norske ressurser (Fisk, 2019). Grunnrenteskatten ble ikke innført, men fra og med 2021 må oppdrettsselskapene betale en produksjonsavgift på 0,40 NOK per kilo slaktet. Produksjonsavgiften vil øke Lerøys kostnader med 75-80 mNOK. Avgiften er konkurransehennende for den norske oppdrettsbransjen. Lerøy hevder derimot at produksjonsavgiften ikke vil ha samme ødeleggende virkning på norsk oppdrettsnæring som den eventuelle grunnrenteskatten (Lerøy, 2021i).

4.1.2 Økonomiske forhold

Laksepris

Lønnsomheten til oppdrettsbransjen er sterkt påvirket av utvikling i lakseprisen. Som nevnt i kapittel 2.2.2 har de historiske prisene på laks hatt høy volatilitet. Tilbudet av laks har holdt seg mer eller mindre stabilt de siste årene, mens etterspørselen har vært stigende. Det har resultert i en meget god laksepris for oppdrettsbransjen, frem til 2020. Sammenhengen mellom økt produksjon og lavere etterspørsel grunnet pandemien, har ført til en nedgang i lakseprisen. I fremtiden er det forventet at lakseprisen går til mer normale forhold, der bransjen må belage seg på en salgspris nær kostpris (e24, 2021). Lerøy og andre store oppdrettsselskap sikrer seg mot prissingninger gjennom å ha en andel av omsetningen i kontrakts salg. Det vil si at de selger laksen gjennom fastpriskontrakter (Lerøy, 2020a, s. 88).

Valutarisiko

Oppdrettsbransjen er eksportrettet, og dermed er inntektene til norske oppdrettsselskap eksponert for valutarisiko. Kostnadene er på en annen side mindre eksponert for valutarisiko ettersom de for det meste påløper i norske kroner. Bransjens aktiviteter vil alltid være eksponert for valutarisiko, men selskapene kan redusere risikoen gjennom ulike sikringsinstrument. Lerøy benytter seg av valutaderivater, hovedsakelig terminkontrakter, for å sikre valutakursen

frem i tid. Terminkontraktene skaper forutsigbarhet for selskapet, men lønnsomheten gjenspeiles først etter kontraktens utløp (Lerøy, 2020a, s. 37).

Rentenivå

Den norske styringsrenten er blitt senket til 0% grunnet pandemien. Den lave renten gjør det gunstigere for bedrifter og husholdninger å låne. Prognoser fra Norges Bank tilsier en renteoppgang fra andre halvår i 2021, etter hvert som den økonomiske aktiviteten normaliserer seg (Norges Bank, 2021b). Oppdrettsbransjen er kapitalkrevende og med dagens lave rente er de eksponert mot en renteøkning. For å redusere eksponeringen mot renteendringer, benyttes ofte en kombinasjon av flytende rente og rentebytteavtaler⁵. Lerøy benytter seg av denne kombinasjonen og reduserer dermed eksponeringen for en eventuell renteøkning (Lerøy, 2020, s. 37).

4.1.3 Sosiale forhold

FN anslår en global befolkningsvekst på rundt 26% innen 2050. Dette innebærer at etterspørselen etter mat globalt vil stige med årene (Mowi, 2020, s. 10). Fisk utgjør bare 7% av konsumentenes proteinkilde, selv om jordoverflaten er dekket med 70% hav. Ettersom ressursene for landbaserte proteinkilder er begrenset, trekker det i retning av økt utnyttelse og etterspørsel av sjømat. Ifølge Mowi (2020, s. 26) har tilbudet av laks hatt en årlig vekst på 7% til 2019. Videre forventes den årlige veksten å avta til 3% fra 2019 til 2023, grunnet de biologiske faktorene som begrenser bransjen, som nevnt i kapittel 2.2.4. Befolkningsveksten og den stigende etterspørselen etter bærekraftig og sunn mat, oppsummerer gode vekstmuligheter for oppdrettsnæringen i fremtiden.

4.1.4 Teknologiske forhold

Teknologiske forhold er hvordan utvikling innen teknologi og innovasjon påvirker selskapet gjennom; nye systemer, nytt materiale eller mer effektive metoder (Johnson et al., 2017, s.43). Oppdrettsbransjen er begrenset av de biologiske utfordringene og myndighetenes reguleringer. Dermed investeres det stort i teknologi og innovasjon i områder som gir muligheter for vekst og økt produktivitet. På kort sikt er de biologiske utfordringene knyttet til rømming av oppdrettslaks, spredningen av lakselus og dens negative påvirkning på villaks (Regjeringen,

⁵ Rentebytteavtaler er en avtale mellom to parter om bytte av rentebetingelser på lån i samme valuta (DnB, 2021).

2013). Lerøy har de siste årene investert betydelig for å øke deres postsmolt kapasitet, gjennom utbygging av RAS-teknologi ⁶(resirkuleringsanlegg). Som nevnte tidligere vil en økning i postsmolt kapasiteten gjør laksen større og mer robust før den settes i havet. I tillegg reduseres eksponeringen mot lakselus til annen fisk. Lerøy rapporterer dermed bedre utnyttelse av eksisterende eiendeler og reduserte kostnader i de kommende årene, uten å øke slaktevolum (Lerøy, 2020a, s. 54-55).

Alternativt for å eliminere utfordringene med rømming og spredningen av lakselus er landbaserte oppdrettsanlegg. Landbaserte anlegg kan i teorien plasseres hvor som helst i verden, og er en stor trussel for den tradisjonelle norske oppdrettsnæringen. Lerøys investeringer innen RAS-teknologi har gitt stor læring, og den samme teknologien er utviklet for fremtidig landbasert oppdrett. I den siste kvartalsrapporten utelukker ikke selskapet en større landbasert satsing (Lerøy, 2021i).

4.1.5 Miljømessige forhold

Oppdrettslaks som rømmer er en av hovedutfordringene for en miljømessig bærekraftig oppdrettsnæring. Over tid vil rømt oppdrettslaks forandre egenskapene til villaksen, svekke deres evne til å tilpasse seg endringer i miljøet og redusere antall villaks som produseres (Havforskningsinstituttet, 2019). Antall rapporterte rømt oppdrettslaks har variert over årene, men i 2020 var antallet redusert til 43.000 (Fiskeridirektoratet, 2021). Myndighetene og næringen har en nullvisjon for rømt oppdrettslaks. For å bekjempe problemet har Lerøy investert en betydelig mengde ressurser i å optimalisere utstyr og rutiner for å unngå lakserømming (Lerøy, 2020b, s. 42). Dette er blant annet gjort i Preline anleggene som blir presentert i kapittel 4.3.3.

For å redusere utfordringene med lakselus og sykdom har selskapene de siste årene benyttet seg av rensesk, som er naturens metode for å fjerne lakselus på fisken. Det er en omstridt behandling, ettersom selskapene mangler gode metoder for å sortere ut rensesk. Dette medfører at de dør i prosessen. Mattilsynets konklusjon er «*Næringen har en stor jobb å gjøre og må dokumentere en vesentlig bedring dersom de fortsatt skal bruke rensesk i fremtiden*»

⁶ RAS anlegg er anlegg som kan produsere store mengder fisk, med et relativt lavt vannforbruk. Anleggene er designet for å resirkulere vann opp til 99%. En kan regulere resirkuleringsgraden etter behovet for vannsparing og for å kunne kontrollere temperaturen (Royeforum, 2021).

(e24, 2020). Oppdrettsbransjen jobber fremdeles med å finne effektive metoder for å sortere ut rensefisken fra laksen.

Begrenset tilgang på fôr er en annen miljømessig utfordring for oppdrettsnæringen. Grunnet knapphet på fiskemel og -olje, fôrer de store oppdrettsselskapene laksen med 70% plantebasert og 30% av fiskemel og -olje. Som nevnt i kapittel 2.3 samarbeider Lerøy nært med Bellona, for å sikre en bærekraftig produksjon av laks og ørret gjennom utvikling av et nytt og bedre fiskefôr.

4.1.6 Oppsummering - PESTEL

PESTEL analysen har kartlagt hvilke fremtidsmuligheter og trusler oppdrettsnæringen står overfor. Fra politiske forhold er produksjonsmuligheter i næringen begrenset gjennom et sterkt regulert konsesjonssystem. På lengre sikt ventes mindre politisk styring, ettersom teknologisk innovasjon vil reduserer de biologiske og bærekraftige utfordringene.

Økonomiske forhold heller mot en mer stabil inntjening i fremtiden, men kortsiktig trues de av renteøkninger. Det er økt fokus på rømming av fisk, spredning av lakselus og bruk av rensefisk. De miljømessige og teknologiske forholdene i oppdrettsbransjen tilsier fremtidige innovative løsninger knyttet til dette. Sosiale forhold tyder på at det langsiktig vil være økt etterspørsel etter sjømat, derfor er det helt avgjørende for oppdrettsbransjen å effektiviseres. Tabell 3 viser en oppsummering av forholdene i makroomgivelsene som påvirker oppdrettsbransjen. De viktigste faktorene vil bli presentert i SWOT-analyse i kapittel 4.4.

Tabell 3: Oppsummering av PESTEL analysen

PESTEL				
Politisk og legalt	Økonomisk	Sosialt	Teknologisk	Miljømessig
Handelshindring Russland	Stabil laksepris	Økt etterspørsel	Biologiske begrensninger	Rømming
Reduksjon av restriksjoner	Eksposering mot valutaendringer	Begrenset landbasert ressurser	Økt postsmolt kapasitet	Lakselus og sykdom
Produksjonsavgift	Eksposering mot renteøkninger		Landbasert oppdrett	Rensefisk
				Bærekraftig produksjon av fôr

Tabellen viser oppsummering av PESTEL analysen basert på innhold i kapittel 4.1. Tabellen er oppdelt etter delkapitlene gjennomgått i kapittel 4.1.

4.2 Konkurransforhold - Porter's Five Forces

Porter's Five Forces er en modell som identifiserer og analyserer fem konkurransekrefter som former hver bransje, og hjelper til med å bestemme bransjens svakheter og styrker. De fem kreftene er; grad av rivalisering, inngangsbarrierer, fare for substitutter, leverandørens- og kjøpers makt eller forhandlingsstyrke. Porter mener at dersom bransjen har høy grad av rivalisering, sterke kjøpere og leverandører, høy fare for substitutter og nye aktører, vil det redusere muligheten for lønnsomhet og redusere attraktiviteten til bransjen. (Johnson et al., 2017, s. 63). Ved hjelp av denne femfaktormodellen skal vi analysere faktorer som synes å påvirke lønnsomheten og konkurransesituasjonen i oppdrettsnæringen. Dette vil gi nyttig innsikt ved estimering av Lerøys fremtidige lønnsomhet.



Figur 9: Porter's Five Forces

Figuren illustrerer Porter's five forces (femkraftsmodellen). Den består av følgende fem krefter: Leverandørens forhandlingsmakt, kundens forhandlingsmakt, trusler fra fremtidige konkurrenter, konkurransesituasjonen og truslene fra nære substitutter. Figuren er basert på Johnson et al. (2017).

4.2.1 Grad av rivalisering

Konkurransintensitet er et uttrykk for graden av rivalisering mellom selskap som opererer i samme marked. En høy grad av rivalisering tilsier tøffere forhold mellom konkurrerende selskap som allerede er etablert i en bransje. Det kan resultere i lavere marginer og en presset konkurransesituasjon. Konkurransintensiteten i en bransje vil påvirkes av antall konkurrenter, vekstpotensialet i bransjen, produktdiversifisering og etterspørselen etter produktene. Den

sterkeste rivaliseringen finner man i bransjer preget av lav vekst, høye faste kostnader, høye inngangsbarrierer og lite diversifisering. Denne konkurransesituasjonen vil være avgjørende for lønnsomheten som kan oppnås i bransjen (Johnson et al, 2017, s. 65).

Historisk sett har oppdrettsbransjen bestått av et flertall mindre aktører, som over tid har utviklet seg i retning av færre store aktører, gjennom oppkjøp og konsolidering. Begrensede muligheter for økt produksjon, både innen oppdrett og tradisjonell fiske, vil medføre konkurranse når det gjelder hvem som får ta del i produksjonen. Konesjonssystemet gjør at det er begrensede muligheter for å øke produksjonen i oppdrettsbransjen. Det er myndighetene som regulerer konsesjonene. De har klare insentiver om å hindre at det kun blir få og store produsenter nå og i fremtiden, noe som reduserer konkurranseintensiteten i bransjen. På grunn av høy homogenitet av produkter er det vanskelig for produsentene å konkurrere på differensiering og merkevarer, som fører til at de vil konkurrere på kostnadseffektivitet. Bransjen er preget av høye faste kostnader ettersom det kreves store investeringer ved oppstart. Dette gjelder alt fra havbruk, videreforedlingsanlegg og distribusjonsanlegg. De variable kostnadene er derimot relativt lave, og et resultat av disse to faktorene er lavere marginer over tid.

Perioder med høy pris og etterspørsel, er også med på å senke konkurransen, siden dette skaper gode vekstforhold og marginer for selskapene. Dette er faktorer som kan endre seg over tid, hvor det ikke er en garanti for at dette skal vedvare i fremtiden.

Det er også verdt å nevne at utgangsbarrieren i bransjen er relativt lav, med tanke på eventuelle lokale nedleggelse. Attraktiviteten rundt konsesjonene og knappe ressurser har ført til at større selskap ser seg nødt til å kjøpe opp mindre selskap, for å benytte seg av de ressursene som befinner seg der. En ringvirkning av dette har vært flere større selskap i oppdrettsbransjen og nedleggelse av mindre selskap som ikke klarer seg blant de store aktørene.

Konkurransen bringer med seg mange positive effekter, som økt effektivisering gjennom nytenkning, og forbedrede produksjonsmetoder. I tillegg kommer økt fokus på nye produkter. Lerøy skaper blant annet nye fôringsingredienser gjennom prosjektet sitt, Ocean Forest, mens SalMar satser stort på offshore oppdrett. SalMar sitt prosjekt er veldig kapitalintensivt med enda mange usikkerhetsmomenter og problemer. Oppsiden derimot er uendelig stor.

Vi konkluderer med at graden av rivalisering i bransjen er moderat til høy. Som er resultat av konsesjonssystemet, som demper konkurranseintensiteten.

4.2.2 Inngangsbarrierer

Hvor enkelt det er å komme inn i en bransje påvirker konkurransekraften til selskapene i bransjen. En attraktiv bransje har store inngangsbarrierer som reduserer trusselen for mulige nye konkurrenter (Johnson et al., 2017, s.66).

Oppstartskostnadene vil påføre eventuelle nyetableringer store inngangsbarrierer, som fører til redusert trussel for større nyetableringer i Norge. Det vil kreve store investeringer i anlegg, kompetanse og konsesjoner. På grunn av myndighetenes regulering av konsesjonsrettighetene og ikke minst kostnadene tilknyttet til disse, kan det være vanskelig for nyetablerte selskap å få tilgang på konsesjoner.

Biologiske begrensninger som krav til sjøtemperaturen og andre naturlige begrensninger, gjør at atlantisk laks bare produseres i Norge, Skottland, Chile, Færøyene og et fåtall andre steder i verden. På grunn av de naturlige begrensningene anses de spesifikke lokaliseringsbetingelsene som en viktig inngangsbarriere. Teknologiutviklingen har derimot gjort det mulig å komme inn i bransjen ved hjelp nye typer konsesjoner for oppdrett, spesifikt for landbasert oppdrett. Landbaserte oppdrettsanlegg vil fjerne geografiske og biologiske produksjonsbarrierer som; tilstrekkelig havareal, vanngjennomstrømning, passende sjøtemperatur og andre naturlige forutsetninger.

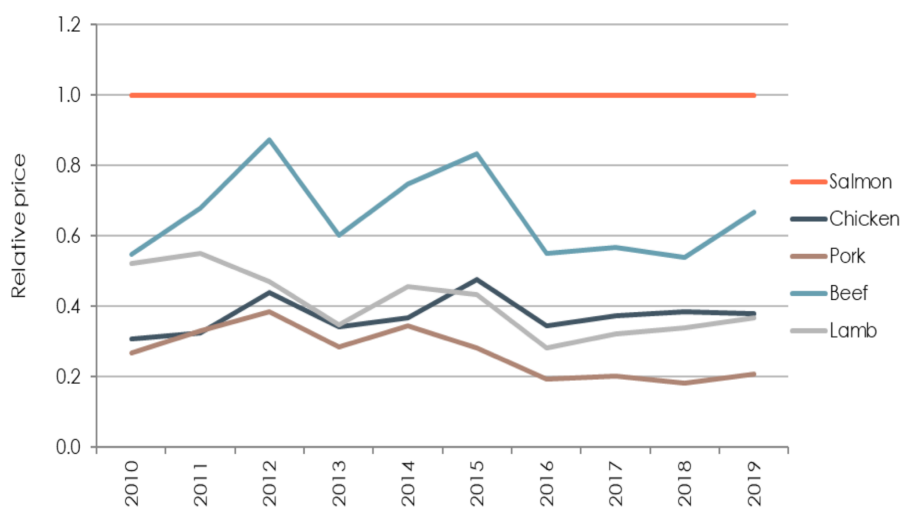
Som følge av en sterkt regulert næring med et fåtall konsesjoner og biologiske begrensninger, er trusselen for nyetableringer forholdsvis lav, og utgjør dermed en høy inngangsbarriere. Teknologiutviklingen har gjort det mulig å drive oppdrett på land eller offshore. Det skaper et stort potensiale i fremtiden og en trussel for tradisjonelt oppdrett.

Vi konkluderer derfor med at det er forholdsvis lav trussel for nyetableringer i dag, men med en eksponentiell teknologiutvikling som kan endre dette på lang sikt.

4.2.3 Fare for substitutter

Substitutter er alternative produkter eller tjenester som gir samme eller lignende fordeler for en industri, men som ikke er av samme natur. Ved å analysere substituttene, får man et inntrykk av hvor lett det er for konsumentene å erstatte oppdrettselskapenes produkter med andre alternative produkter (Johnson et al., 2017, s.66).

Laks er en næringsrik proteinkilde med mye omega-3 og andre viktige næringsstoffer som vitaminer og mineraler. Spekteret av mulige substitutter favner bredt ettersom lakseproduktet dekker behovet for næringsrik mat. Likevel er det mest nærliggende å sammenligne laks med andre proteinrike kilder som kylling, svin, sau og storfe. Ut ifra figur 10 har prisen på laks historisk sett vært dyrere enn de andre animalske proteinkildene. Isolert sett ville dette ha redusert etterspørselen etter laks. Men, med en økning i etterspørselen på 6% fra 2009-2018, tyder det på at det er egenskaper ved laksen som tilfredsstillende andre preferanser hos forbrukeren (Mowi, 2020, s.23).



Figur 10: Relativ prisforskjell

Figuren viser relativ prisforskjeller på kylling (svart), svin (brun), biff (blå), lam (grå) indekset til laks (oransje). Y-aksen representerer relative priser og x-aksen representerer perioden 2010-2019. Figuren er hentet fra Mowi sin Salmon Industry Handbook 2019.

Det er fortsatt en fare for at konsumenten kan substituere forbruket sitt om lakseprisen blir for høy. Forbrukere som verdsetter de gunstige helseeffektene ved inntak av laks, vil eksempelvis kunne erstatte dette med annen fet fisk som sild og makrell, eller ta i bruk kosttilskudd. Andre forbrukere vil kanskje ty til animalsk kjøtt om de er ute etter en god proteinkilde.

Laks er en næringsrik proteinkilde som tilfredsstillter viktige preferanser hos forbrukeren. Etterspørselen og prisnivået har holdt seg høyt sammenlignet med de andre animalske substituttene. Gode alternativer for forbrukerne begrenser prisnivået, og presset fra substituttene anses derfor som lav til moderat.

4.2.4 Kjøpers forhandlingsmakt

Kjøpere er selskapets umiddelbare kunder, ikke nødvendigvis den endelige forbruker. Hvis kundene i en bransje har stor makt, vil de kunne kreve lavere priser eller dyre forbedringer på produkter eller tjenester. Kjøpers forhandlingsmakt er høy når noen av følgende fire forhold råder; (1) noen få kunder står for mesteparten av salget til leverandøren, (2) når leverandørens produkter ikke er billige eller av god nok kvalitet, (3) når det er enkelt å bytte leverandør og (4) når kjøper har mulighet til å produsere selv (Johnson et al., 2017, s.68).

Oppdrettsnæringen består av store leverandører som tilbyr både ubehandlede og bearbejdede produkter. På grunn av vanskeligheten rundt differensiering av den ene produsentens produkt fra den andre, er bransjen preget av homogeniserte produkter. Tilgangen på informasjon angående laksepris er lett tilgjengelig. Kjøperne og kundene har muligheten til å ta informative valg, samt makten til å bryte avtaler med en leverandør til fordel for en annen. Dette hentyder til en høy forhandlingsmakt hos kundene. Utenom miljø, geografisk opphav og produksjonsmetode ser kundene på produktene som standardiserte, som fører til mer prissensitive kunder.

Sett fra en annen side er oppdrettsbransjen preget av en spredt kundemasse både i markedssegmentet og når det gjelder kundebase. Dette gjør at selskapene stiller seg mindre sårbare dersom enkelte kunder foretar et leverandørbytte, og indikerer lav forhandlingsmakt hos kundene.

Totalt anser vi kundenes forhandlingsmakt som moderat til høy. Ettersom at det er en risiko tilknyttet kunder som river til seg en uforholdsmessig andel av verdiskapningen.

4.2.5 Leverandørens forhandlingsmakt

Leverandørene forsyner selskap med de ressursene de har behov for. Dette kan være alt fra drivstoff, råmaterialer og utstyr til arbeidskraft og finansiering. På lik linje med kundene kan også leverandørene påvirke inntjeningen til selskapet. Leverandørene har høy forhandlingsmakt når; (1) det er få leverandører som styrer tilbudet, (2) produkter eller tjenester er svært unike, (3) det er dyrt å skifte leverandør og (4) leverandørene har mulighet til å kutte mellomleddene (Johnson et al., 2017, s.69).

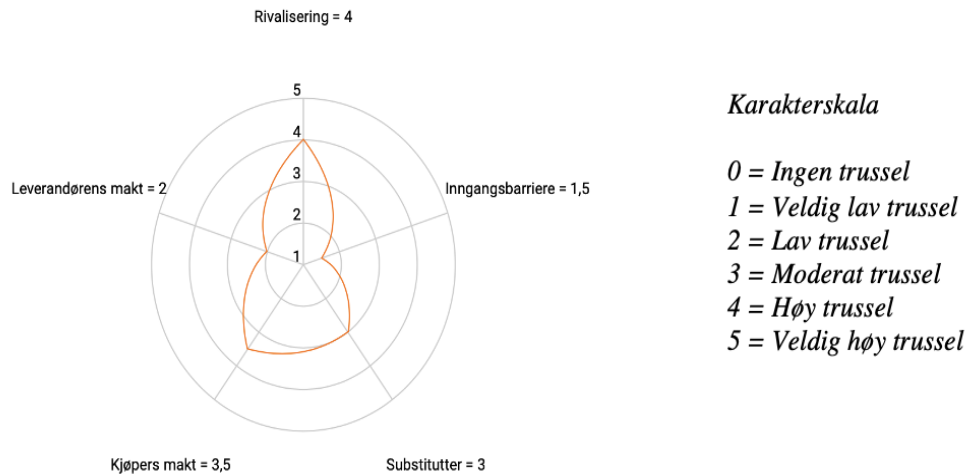
I oppdrettsnæringen er produsenter av smolt, fiskefôr og rensefisk de viktigste leverandørene. Bakkafrøst og Mowi produserer fiskefôr selv, og har derfor integrert en kostnadspost som står for over 50% av produksjonskostnadene til oppdrettsselskapene i bransjen. Lerøy står ikke for egen fôrproduksjon, og er derfor avhengig av viktige leverandører som EWOS AS og Skretting AS for tilgang på fiskefôr til produksjonen sin. Næringen for produksjon av fiskefôr er preget av få, men store aktører hvor de to ovennevnte samt Biomar AS er de største i verden. Dette tilsier at leverandørene har stor forhandlingsmakt.

På lik linje som oppdrettsselskapene er fiskefôr et standardisert produkt som taler for lave byttekostnader. Det gjør det enkelt for oppdrettsselskapene å skifte leverandør, samtidig som de er i et gjensidig avhengighetsforhold. Deres standardiserte produkter er avhengige av kontinuerlig produksjon fra begge sider. Dette hentyder til lav forhandlingsmakt hos leverandørene.

Samlet sett konkluderer vi med at leverandørens forhandlingsmakt er moderat til lav.

4.2.6 Oppsummering av Porter's Five Forces

Gjennom en analyse av de fem kreftene i Porter's rammeverk har vi illustrert funnene i figur 11, hvor vi har gitt en karakter basert på hvor høyt trusselnivå det er på de ulike kreftene. Totalt sett vurderer vi trusselnivået som moderat ettersom gjennomsnittet er 3. I denne analysen har vi lært at innovasjon og teknologi skaper muligheter på lengre sikt ettersom konkurransen enda er moden. Dette kommer vi til å legge vekt på når vi estimerer veksten til Lerøy i kapittel 6.



Figur 11: Oppsummering av Porter's Five Forces

Figuren oppsummerer Porters Fiv Forces (femkraftsmodellen) basert på de funnene som er blitt gjort i analysen i kapittel 4.2. Vi har gitt kreftene en karakter basert på trusselnivået i et radardiagram. Et slikt diagram evaluerer forskjellige valg basert på flere variabler, og her evaluerer vi de fem kreftene basert på trusselen de står overfor.

4.3 Intern ressursanalyse - VRIO

Dersom et selskap har de riktige ressursene og kapabilitetene, vil en stå sterkere blant sine konkurrenter og ha større sjanse til å overleve i bransjen. Vi skal derfor se nærmere på hvilke ressurser og kapabiliteter Lerøy selv besitter, og hvilke fordeler de gir. VRIO-analysen er en intern analyse. Den presenterer fire vilkår for at ressursene og kapabilitetene en organisasjon besitter, skal kunne bidra til et langvarig konkurransefortrinn. Disse fire vilkårene er (Johnson et al., 2017, s.101):

- Ressursene og kapabilitetene må være *verdiful* (V): Besitter selskapet ressurser som skaper verdi for kundene, og klarer selskapet å respondere på de utenforliggende truslene?
- Ressursene og kapabilitetene må være *sjelden* (R): Har selskapet unike og sjeldne ressurser som få eller ingen av konkurrentene har?
- Ressursene og kapabilitetene må være *ikke-imiterbare* (I): Besitter selskapet ressurser som kan være en kostnadsulemp for konkurrentene å utvikle eller anskaffe?
- Ressursene må være riktig *organisert* (O): Hvor god er selskapet til å utnytte ressursene på en effektiv måte, og har selskapet et kunnskapsnivå som skaper et konkurransefortrinn?

4.3.1 Organisasjonsstruktur og den menneskelige kapitalen

Som tidligere nevnt i kapittel 2.1.5, har Lerøy de siste årene investert betydelig i den vertikale verdikjeden. En slik organisasjonsstruktur er ifølge Lerøy en forutsetning for å kunne opprettholde, utvikle og skape en global og konkurransedyktig verdikjede i samarbeid med sine strategiske kunder verden rundt. Lerøy har gjennom sine egne spesialtilpassede kunderelasjoner lært hva som er avgjørende for å være den prefererte partneren i markedet. De viktigste faktorene er å ha den mest innovative, effektive og kundeorienterte verdikjeden blant sine konkurrenter. Derfor har Lerøy et stort fokus på å kontinuerlig utvikle mer kostnadseffektive og fleksible løsninger for sine kunder. Til tross for det mener vi at Lerøy er et godt organisert selskap som har skapt en effektiv verdikjede som er til verdi for kundene. En vertikal verdikjede er i seg selv ikke sjelden, og blir derfor sett på som en midlertidig fordel.

For å få utvikle en effektiv verdikjede er den menneskelige kapitalen og deres kunnskapsnivå helt avgjørende. Det er nemlig de som ligger bak sluttresultatet. Lerøys dyktige ansatte og næringsklyngene der selskapet er etablert langs hele kysten, er med på å skape et verdifullt nettverk som er med på å gi kundene et fortrinn. Det er gjennom et slikt godt nettverk Lerøy sikrer seg kompetansen og kunnskapen som er avgjørende for hva den fremtidige verdikjeden krever. Lerøy jobber også kontinuerlig med å være en attraktiv arbeidsplass for talenter, hvor videreutvikling hele tiden står i fokus. Lerøys desentraliserte styringsform forutsetter at organisasjonen hele tiden jakter etter ny kunnskap⁷, med store mål om å skape et varig konkurransefortrinn (Lerøy, 2020a, s.50-51). Konklusjon er derfor at Lerøy besitter et kunnskapsnivå som til en viss grad skaper et konkurransefortrinn. Isolert sett er det ikke unikt, da de fleste konkurrentene kontinuerlig jobber for å forbedre kunnskapsnivået til deres ansatte.

4.3.2 Geografisk Plassering

Norge er blant de få landene som har de ideelle kystforholdene til å kunne drive med lakseoppdrett, som nevnt tidligere i kapittel 2.1.5. Det kreves en viss strøm av vann gjennom anlegget. En strøm som må være passe sterk slik at laksen kan bevege seg fritt på stedet. Slike forhold har Norge langs store deler av kysten hvor anleggene blir beskyttet av øygrupper og de lange fjordene vi har i landet (Mowi, 2020, s. 27). Ettersom Lerøy har produksjon i tre regioner

⁷ Selskapet ser blant annet verdien av å ansette nyutdannede hvor de tilbyr alt fra trainee stillinger til sommervikarer (Lerøy, 2020a, s.50-51).

i Norge; Midt-Norge, Nord-Norge og Vestlandet, vil vi fokusere på naturforholdene i Norge (Lerøy, 2020a, s.52).

Gjennom utbyggingen av Lerøys nye postsmoltanlegg ved Kjærelva i Fitjar, skaper selskapet kortere vei fra smoltanleggene til Lerøy Sjøtroll-anlegget. Her skal nemlig all smolt som er produsert ved settefiskanlegget ved Kjærelva fraktes til. Ved å unngå de lange sjøveiene mellom regionene, vil Lerøy kunne redusere et potensielt smitteutbrudd ved anleggene. Dette er allerede implementert i regionene Midt-Norge og Nord-Norge, og nå er det Vestlandet som står for tur. Det betyr at hver enkelt region vil få kontroll over hele verdikjeden, fra rogn til slakting, og den infrastrukturen og logistikken dette innebærer (Kyst, 2017). En slik løsning hvor hver region har kontroll over egen region, er i tillegg med på å skape en effektiv utnyttelse av ressursene. Videre vil den korte transportveien skape et midlertidig konkurransefortrinn for Lerøy, da deres produkter blir mer ettertraktet på det globale markedet. Dette blir sett på som verdifullt og sjeldent for konsumentene, da det både er bærekraftig og bra for fiskehelsen.

4.3.3 Teknologi og Innovasjon

I 2019 sto første del av Lerøys nyeste postsmoltanlegg ved Kjærelva i Fitjar ferdigstilt. Anlegget består av tre moduler, hvor den første skal kunne produsere 6 millioner smolt på 160-500 gram, mens modul to og tre skal totalt produsere 6 millioner smolt på 500-1200 gram. Den tredje modulen kan i fremtiden produsere laks til full slaktevekt, hvor man da står med et helt landbasert anlegg (Intrafish, 2021). En liste fra IntraFish viser at det i 2019 var 17 aktører som hadde planer om å bygge landbaserte anlegg. Av disse var det Fredrikstad Seafood som ble Norges første helintegreerte matfisk anlegg på land, som åpnet for drift i mai 2019. Det er flere årsaker til at den landbaserte lakseproduksjonen er blitt populær blant oppdrettere; det skapes større kontroll over lakselus, og et bedre miljø for fiskehelsen. Noe forbrukerne i dag er meget opptatt av (Intrafish, 2019b). I tillegg er konsesjonene på land gratis, i motsetning til sjø. Norge priser en matfiskkonsesjon som kan produsere 1200-1300 tonn laks årlig, til 150-200 mNOK (iLaks, 2021).

Gjennom investeringen i postsmoltanlegget i Kjærelva, har Lerøy økt det årlige slaktevolumet ved en forbedret utnyttelse av de eksisterende eiendelen. Dette har gitt viktig læring innen RAS-teknologi. Teknologien skal brukes ved en fullskala produksjon av laks på land. Lerøy er

nå i forhandlinger om å kunne utvide utbyggingen av et nytt RAS-anlegg på Vestlandet, for å kunne starte produksjon av laks til full slaktevekt (Lerøy, 2021i).

Lerøy har siden 2010 hatt et samarbeid med selskapet Preline AS om å utvikle et flytende lukket anlegg for postsmoltproduksjon (Lerøy, 2021f). Lerøy står for 91% av eierskapet til datterselskapet Preline. De designer, utvikler, produserer og leverer ny teknologi for fiskeoppdrett (Preline, 2021; Lerøy, 2017, s.13). Hele hensikten med disse anleggene er å produsere en større og mer robust smolt. Ved å bruke Preline anleggene vil smolten få kortere produksjonstid i de åpne merdene. I 2020, fem år etter det første anlegget ble tatt i bruk, kunne Lerøy dokumentere at det er lite til ingen luseutfordringer i Preline anleggene. Det var heller ingen rømming og postsmolten presterer bedre sammenlignet med annen fisk (Lerøy, 2021f). I tillegg, som nevnt i kapittel 2.3, opprettet Lerøy i 2014 det de kaller Ocean Forest, hvor det dyrkes tare og blåskjell som skal fange opp CO₂ fra fisken i merdene, i tillegg til fosfor og nitrogen. Dette er verdifulle innovasjoner fordi den er sjelden, samtidig kan det ses på som en kostnadsulempe for konkurrentene å utvikle eller anskaffe. Innovasjon og teknologiutvikling gir derfor Lerøy et konkurransefortrinn i bransjen sin.

4.3.4 Hvitfisk

Som tidligere nevnt har Lerøy en helintegrert verdikjede som også inkluderer segmentet hvitfisk. Da Lerøy i 2016 gjorde sitt verdimessig største oppkjøp av Havfisk og Lerøy Norway Seafood, ble Lerøy Norges største aktør innenfor fangst og bearbeiding av hvitfisk. Her skiller Lerøy seg ut blant sine konkurrenter ved å ha en stor ressursbase som skaper en unik produktbredde og gjør selskapet til en attraktiv leverandør av sjømat verden rundt. Denne satsingen har gjort Lerøy til en stor global aktør innen hvitfisk. Styret og ledelsen mener selv at segmentet hvitfisk har et betydelig potensial som kan være med på å skape en mer effektiv og innovativ verdikjede (Lerøy, 2020a, s. 52-53). Lerøy har de senere årene gjort flere investeringer knyttet til hvitfisk, hvor kvaliteten på fisken er satt som et viktig design-kriterie. Dette har selskapet gjort i lys av konsumentenes økende forventninger og krav til kvalitet av fisken de leverer. For å lykkes i konkurransen om konsumentene, settes det nå høye krav til konkurransevne og kvalitet (Lerøy, 2021a, s. 72). Selv om hvitfisksektoren er preget av sesongmessige svingninger og et stort kapitalbehov, blir satsingen på hvitfisk ansett som en midlertidig fordel for Lerøy.

4.3.5 Oppsummering av VRIO

VRIO-analysen kan oppsummeres i tabell 4 nedenfor. Her har vi fokusert på organisasjonsstrukturen, den menneskelige kapitalen, geografisk plassering, hvitfisk, teknologi og innovasjon. Dette er de interne ressurser og kapabiliteter vi har valgt å fokusere på. De ansees som viktige hos Lerøy for å kunne bevare et langvarig konkurransefortrinn i bransjen.

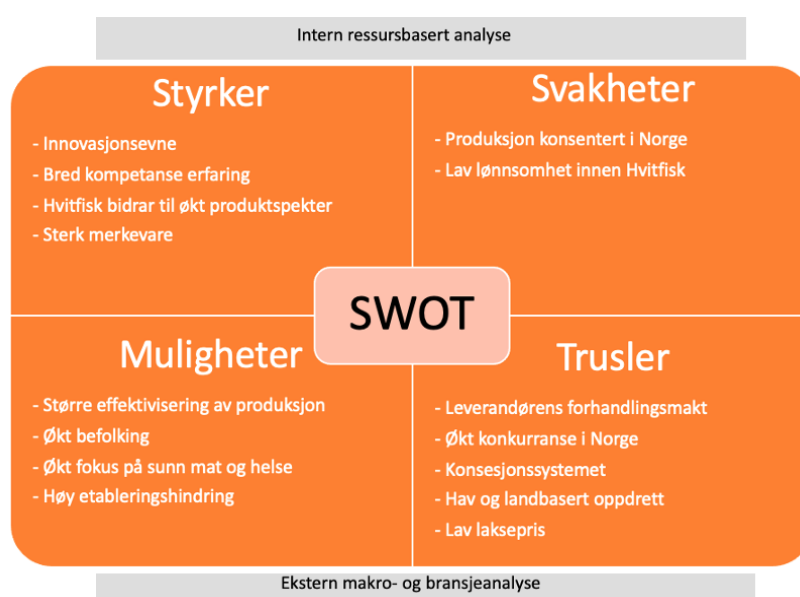
Tabell 4: Oppsummering av VRIO-analysen

Ressurser	Verdifull	Sjelden	Ikke-imiterbar	Organisert	Konkurransfordel
Organisasjonsstruktur	X			X	Midlertidig fordel
Menneskelig kapital	X			X	Ingen fordel
Geografisk plassering	X	X		X	Midlertidig fordel
Teknologi og innovasjon	X	X	X	X	Fordel
Hvitfisk	X	X		X	Midlertidig fordel

Tabellen viser en oppsummering av VRIO-analysen, basert på analysen utført i kapittel 4.3. Den illustrerer hvilke verdier Lerøy besitter som blir sett på som verdifulle, sjeldne, ikke-imiterbar og godt organiserte.

4.4 SWOT - Oppsummerende analyse

En SWOT analyse er et strategisk analyseverktøy som identifiserer de forskjellige styrkene, svakhetene, mulighetene og truslene selskapet står ovenfor. Vi får dermed et overblikk over selskapets posisjon i markedet. På bakgrunn av PESTEL og Porters Five Forces vil vi vektlegge hvilke eksterne forhold som identifiseres som muligheter og trusler. Ved bruk av VRIO analysen har vi avdekket de interne ressursene og kapabilitetene Lerøy besitter.



Figur 12: SWOT analyse

Figuren viser en oppsummerende SWOT analyse basert på funn i kapittel 4. Figuren er basert på funn gjort i den strategiske analysen. SWOT-analysen oppsummerer de interne og eksterne forholdene. De interne forholdene representerer styrker og svakheter, som selskapet kan endre. De eksterne forholdene representerer muligheter og trusler, som er utenfor selskapets kontroll.

PESTEL analysen avdekker en oppdrettsbransje som er sterkt begrenset gjennom konsesjonssystemet og de biologiske utfordringene. Bransjen er derimot i en retning av økt fokus på innovative løsninger for å effektivisere bransjen og gjøre den mer bærekraftig. Gjennom Porter's Five Forces påpekes det at bransjen er attraktiv, dermed er det økt trussel for fremtidig konkurranse i Norge. VRIO analysen avdekket fire av fem midlertidig fordeler og en av fem fordeler ved Lerøys interne ressurser og kapabiliteter. SWOT analysen oppsummerer Lerøys strategiske posisjon i markedet til å være moderat til høy. Flere av punktene gjennomgått i den strategiske analysen vil bli hensyntatt i estimeringen av fremtidige kontantstrømmer.

5. Regnskapsanalyse

Ved bruk av historiske regnskapstall skal vi gjennomføre en regnskapsanalyse for å avdekke og klargjøre selskapets økonomiske situasjon og utvikling. Analysen gir et bilde på utviklingen til selskapet over tid, hvor hovedformålet er å finne ut om utviklingstendensen til Lerøy er tilfredsstillende. Tradisjonelt deles regnskapsanalysen inn i tre deler; lønnsomhet, likviditet og soliditet. Inndelingen skyldes at ulike interessenter knyttet til selskapet har behov for ulik informasjon (Hoff & Pedersen, 2015, s. 177 & 186). Eierne, potensielle investorer og långivere er hovedinteressenter for Lerøy, ettersom det er de som investerer kapital inn i selskapet.

I analysen vil vi sammenligne Lerøy med andre konkurrenter i bransjen. Valget av de sammenlignbare selskapene er basert på markedsverdi, segmentering og operasjonelle aktiviteter. Vi utelukker Atlantic Sapphire ASA på bakgrunn av at de kun driver med landbasert oppdrett, og Austevoll Seafood ASA ettersom det anses som et holdingselskap. Ytterligere valgte vi bort Bakkafrost ASA og Salmar Camanchaca ASA på bakgrunn av at selskapene ikke har produksjon i Norge. Våre sammenlignbare selskaper er Grieg Seafood ASA, Mowi ASA, Norway Royal Salmon ASA og SalMar ASA. Selskapene opererer i samme bransje og har likhet i drifts- og vekstutsikter. Alle utregninger og figurer i regnskapsanalysen er basert på selskapenes egne kvartals- og årsrapporter. Vi tar i hovedsak gjennomsnittet som et utgangspunkt for å vurdere om Lerøys utviklingstendenser er tilfredsstillende.

5.1 Lønnsomhet

Lønnsomheten viser selskapets evne til å gi avkastning på investert kapital. Analysen vil bestå av tre lønnsomhetstall; totalkapitalrentabilitet, egenkapitalrentabilitet og driftsmargin.

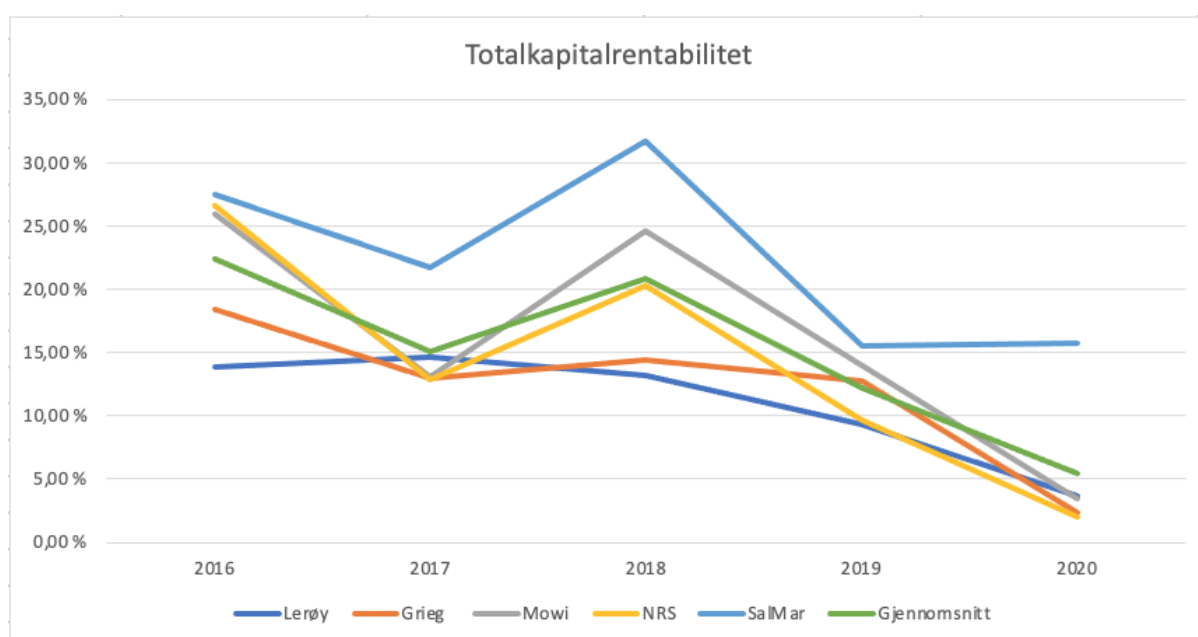
5.1.1 Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabiliteten viser avkastningen på den totale kapitalen som er bundet i selskapet (Damodaran, 2012, s. 46). Det settes to krav til totalkapitalrentabiliteten; være minst lik den gjennomsnittlige lånerenten selskapet betaler for sine lån, og at risikoen vil være 5-6% høyere enn den avkastningen en får i risikofri plassering (Hoff & Pedersen, 2015, s. 317). Formel 1 viser utregningen for totalkapitalrentabiliteten vi har brukt til de ulike selskapene.

Formel 1: Totalkapitalrentabilitet

$$TK_R = \frac{\text{Ordinært resultat før skattekostnad} + \text{rentekostnader}}{\text{Gjennomsnittlig total kapital}} \times 100 \%$$

Figur 13 viser at Lerøy har hatt en positiv total kapitalrentabilitet med en jevn nedgang på avkastningen på total kapitalen de siste årene. Total kapitalrentabiliteten til Lerøy var før 2020 tilfredsstillende, i forhold til kravet om å være lik lånerenten deres på 4%, og målsetningen om 5-6% høyere avkastning enn risikofri plassering. Fra 2020 har totalrentabiliteten til Lerøy gått ned fra 9,3% til 3,7%. Dette skyldes en kraftig redusert EBIT som følge av pandemien.



Figur 13: Totalkapitalrentabilitet 2016-2020

Figuren viser avkastningen på total kapitalen til Lerøy (mørkeblå), Grieg (oransje), Mowi (grå), NRS (gul), SalMar (lyseblå) og gjennomsnittet (grønn). Y-aksen representerer total kapitalrentabiliteten i prosent. X-aksen representerer perioden 2016-2020. Tallene er hentet fra års- og kvartalsrapportene til selskapene.

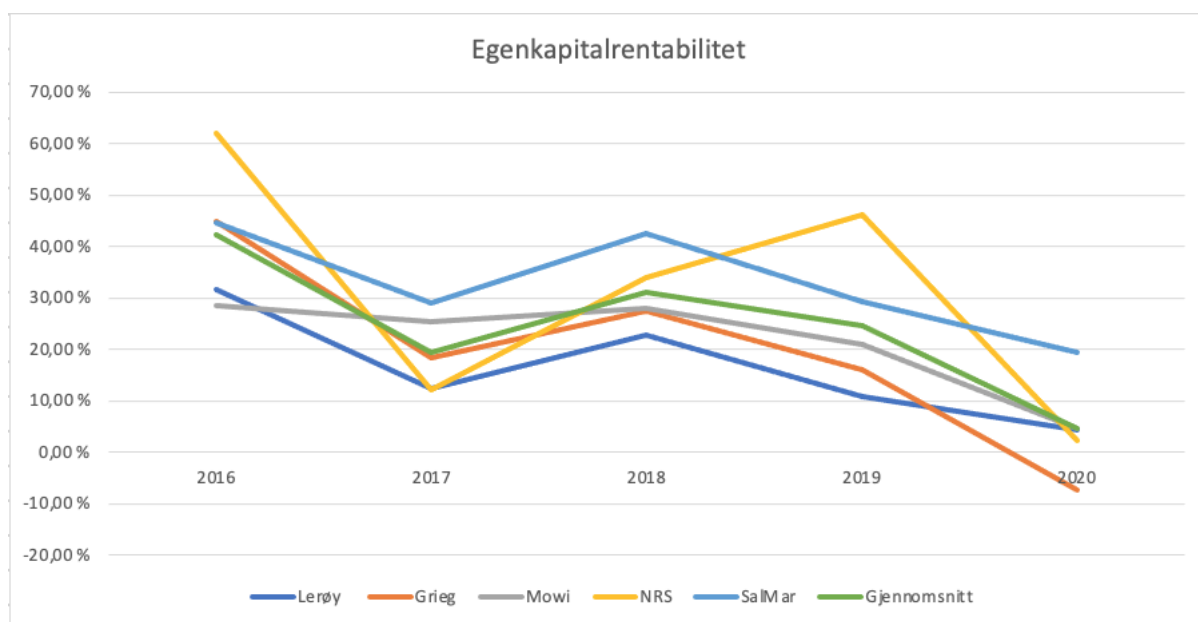
5.1.2 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabilitet viser inntjeningen på investert kapital fra aksjeinvestorens perspektiv (Damodaran, 2012, s. 46). Kravet til egenkapitalrentabilitet er at avkastningen til investorene er minst like høy som ved å plassere kapitalen i andre prosjekter med tilsvarende risiko (Hoff & Pedersen, 2015, s. 327). Vi har valgt å bruke egenkapitalrentabilitet etter skatt, ettersom det gir et uttrykk for hva selskapet faktisk sitter igjen med etter fratrukket skattekostnader og andre utgifter. Formel 2 viser utregningen for egenkapitalrentabilitet vi har brukt til de ulike selskapene.

Formel 2: Egenkapitalrentabilitet

$$EK_R = \frac{\text{Ordinært resultat etter skatt}}{\text{Gjennomsnittlig egenkapital}} \times 100 \%$$

Figur 14 viser en positiv egenkapitalrentabilitet, som over hele tidsperioden er lavere enn gjennomsnittet av de sammenlignbare selskapene. Egenkapitalen til Lerøy har økt fra 8,7 mrdNOK til 17,6 mrdNOK i perioden 2015 til 2020. Dette er høyere enn periodens gjennomsnitt for de sammenlignbare selskapene på 10,4 mrdNOK. Den sterke økningen i egenkapital skyldes investering i hvitfisk, hvor Lerøy i 2016 kjøpte opp selskapene Havfisk AS og Norway Seafood Group AS. Oppkjøpet vises igjen i egenkapitalen, men enda ikke i form av sitt ordinære resultat. Fra 2018 har Lerøys egenkapitalrentabilitet hatt en nedgang der egenkapitalen til selskapet har holdt seg stabil. Det skyldes i hovedsak et redusert resultat etter skatt. Egenkapitalrentabiliteten til Lerøy viser en dårlig avkastning med hensyn til kravet om lik avkastning som prosjekter med tilsvarende risiko, som i dette tilfellet blir de sammenlignbare selskapene. Det forventes at egenkapitalrentabiliteten øker i fremtiden, når investeringen i hvitfisk gir resultater.



Figur 14: Egenkapitalrentabilitet 2016-2020

Figuren viser avkastningen på egenkapitalen til Lerøy (mørkeblå), Grieg (oransje), Mowi (grå), NRS (gul), SalMar (lyseblå) og gjennomsnittet (grønn). Y-aksen representerer egenkapitalrentabiliteten i prosent. X-aksen representerer perioden 2016-2020. Tallene er hentet fra års- og kvartalsrapportene til selskapene.

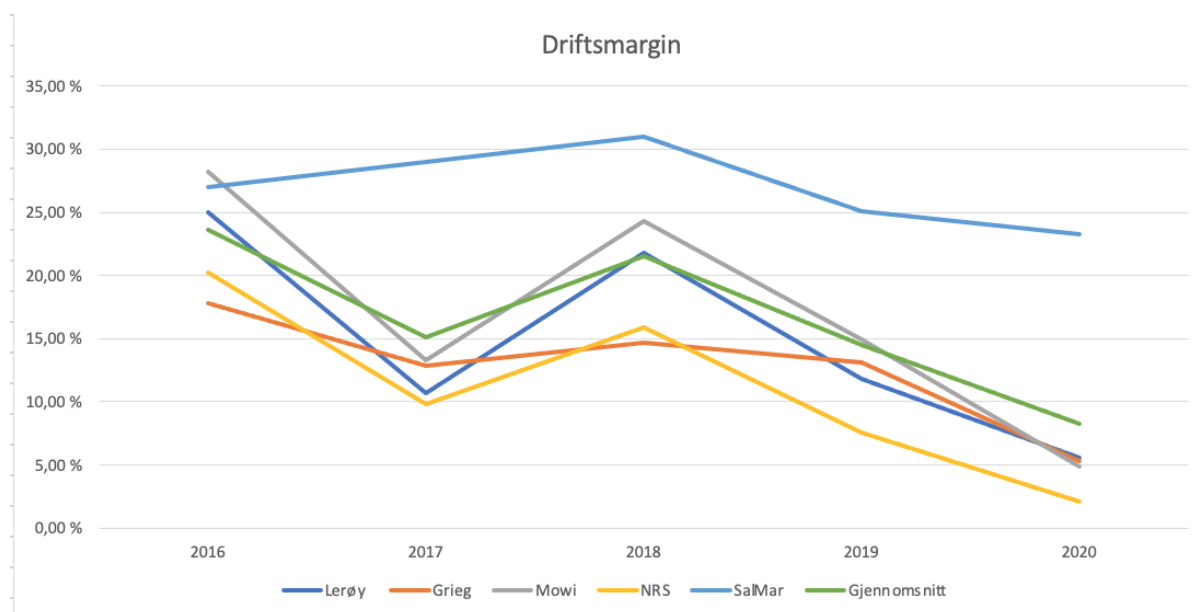
5.1.3 Driftsmargin

Driftsmarginen viser hvordan driften har gått uavhengig av hvordan bedriften er finansiert. Driftsmarginen er et passende mål for lønnsomheten til selskapet, da det viser forholdet mellom inntekter og kostnader (Hoff & Pedersen, 2015, s. 327). Formel 3 viser utregningen brukt for å beregne driftsmarginen.

Formel 3: Driftsmargin

$$\text{Driftsmargin} = \frac{\text{Driftsresultat}}{\text{Driftsinntekter}} \times 100 \%$$

Figur 15 viser at Lerøy har hatt en varierende driftsmargin over perioden 2016-2020, og har lavere driftsmargin enn gjennomsnittet i årene 2017 og 2019. I årsrapportene til Lerøy ser man at driftsinntektene har hatt en jevn vekst. Den lave driftsmarginen i perioden skyldes høyere kostnader enn gjennomsnittet i bransjen. Det er også verdt å nevne at segment hvitfisk har slitt med en dårlig lønnsomhet over en lengre periode.



Figur 15: Driftsmargin 2016-2020

Figuren viser driftsmarginen til Lerøy (mørkeblå), Grieg (oransje), Mowi (grå), NRS (gul), SalMar (lyseblå) og gjennomsnittet (grønn). Y-aksen representerer driftsmargin i prosent. X-aksen representerer perioden 2016-2020. Tallene er hentet fra års- og kvartalsrapportene til selskapene.

5.2 Likviditet

Hoff og Pedersen definerer likviditet som “*beholdning av betalingsmidler som kontanter, bankinnskudd eller lett omsettbare verdipapirer*” (Hoff & Pedersen, 2015, s. 257). Man utfører en likviditetsanalyse for å kunne vurdere selskapets kortsiktige kredittrisiko, da en bedrift til enhver tid skal være i stand til å møte sine løpende betalingsforpliktelser.

5.2.1 Likviditetsgrad 1

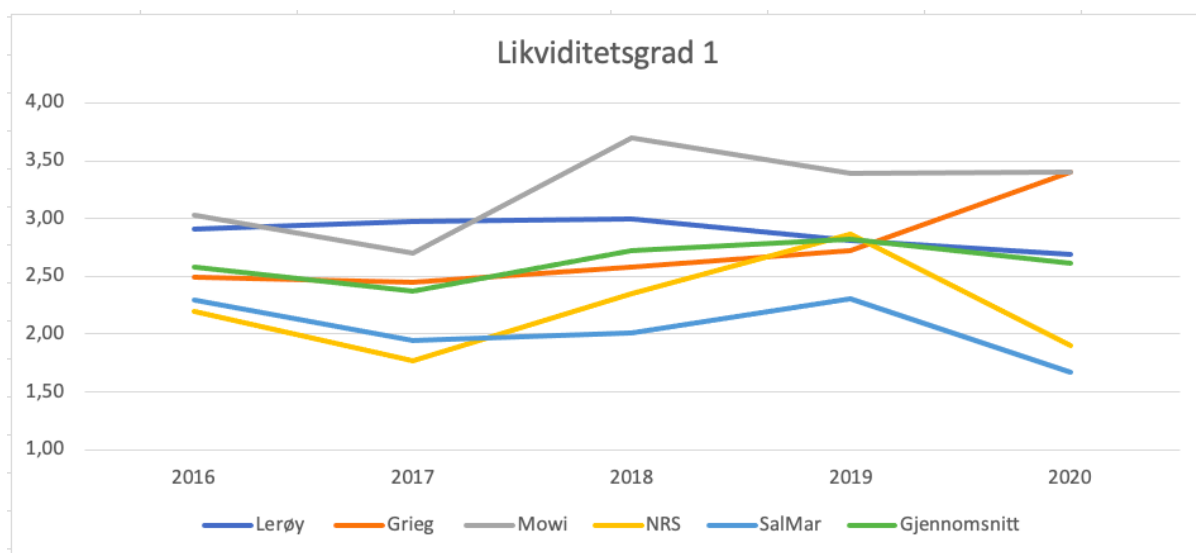
Likviditetsgrad 1 (LG1) er et nøkkeltall som sier noe om selskapets evne til å betale den kortsiktige gjelden. Her ligger det også en forutsetning om at selskapets varelager kan bli solgt og brukt til å dekke de kortsiktige betalingsforpliktelsene (Visma, 2021). Formelen for å beregne LG1 er gitt ved formelen 4.

Formel 4: Likviditetsgrad 1

$$LG1 = \frac{\text{Omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

LG1 følger en generell regel som sier at den bør være høyere enn 2. Et slikt forholdstill indikerer med andre ord at halvparten av omløpsmidlene ⁸er finansiert med den langsiktige kapitalen, og den kortsiktige gjelden blir dermed dekket for å møte betalingsforpliktelsene (Hoff & Pedersen, 2015, s. 234). Figur 16 viser at Lerøy jevnt over de fem siste årene har hatt en tilfredsstillende LG1 sammenlignet med konkurrentene sine. Lerøy har holdt seg like over gjennomsnittet, som ligger på 2,6.

⁸ I en likviditetsanalyse møter man på begrepet omløpsmidler som Hoff og Pedersen definerer som de eiendeler som ikke er tenkt til varig eie eller bruk. Dette er normalt eiendeler som er knyttet til bedriftens egen driftssyklus, i tillegg til fordringer som forfaller innen 12 måneder (Hoff & Pedersen, 2015, s. 190).



Figur 16: Likviditetsgrad 2016-2020

Figuren viser likviditetsgrad 1 for Lerøy (mørkeblå), Grieg (oransje), Mowi (grå), NRS (gul), SalMar (lyseblå) og gjennomsnittet (grønn). Y-aksen representerer likviditetsgraden. X-aksen representerer perioden 2016-2020. Tallene er hentet fra års- og kvartalsrapportene til selskapene.

5.2.2 Likviditetsgrad 2

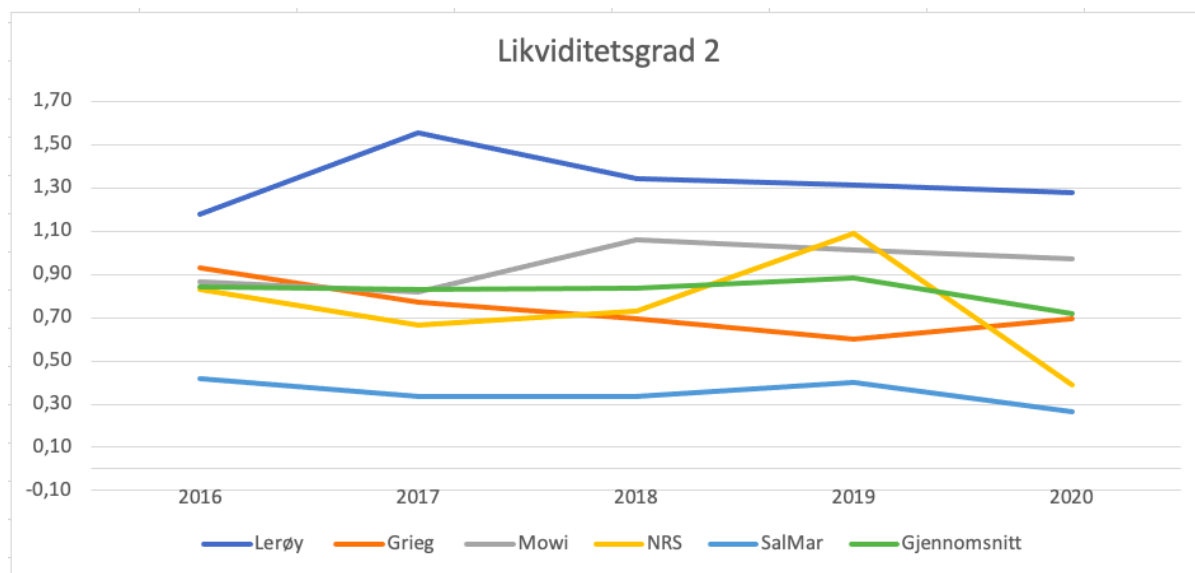
Likviditetsgrad 2 (LG2) måler også det relative forholdet mellom omløpsmidler og den kortsiktige gjelden slik som i LG1. Forskjellen kommer av at man i LG2 trekker ut varelageret da dette blir sett på som minst likvide omløpsmidler. Det betyr at varelageret ikke like raskt blir gjort om til kontanter slik som for eksempel de direkte betalingsmidlene eller kundefordringer. Hoff og Pedersen definerer de minst likvide omløpsmidlene som «*de omløpsmidlene som kan omgjøres til likvide midler i løpet av 3-12 måneder*» (Hoff & Pedersen, 2015, s. 187). LG2 er med andre ord et mye strengere krav hvor den generelle regelen sier at LG2 bør være høyere enn 1 (Hoff & Pedersen, 2015, s. 234). Formelen for å beregne LG2 er gitt ved formel 5.

Formel 5: Likviditetsgrad 2

$$LG2 = \frac{\text{Omløpsmidler} - \text{varelager}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Oppdrettsnæringens varelager består i all hovedsak av fisk med en lang prosesseringstid. Dette indikerer at oppdrettsnæringens varelager blir sett på som lite likvide. Fisken trenger lenger tid

enn ett år for å bli klar til videre salg. Selv om Lerøy har gjort tiltak for å øke smolten på land, havner fisken under «minst likvide omløpsmidler». LG2 vil derfor gi oss et bedre estimat på hvor likvid selskapet faktisk er.



Figur 17: Likviditetsgrad 2 2016-2020

Figuren viser likviditetsgrad 2 for Lerøy (mørkeblå), Grieg (oransje), Mowi (grå), NRS (gul), SalMar (lyseblå) og gjennomsnittet (grønn). Y-aksen representerer likviditetsgraden. X-aksen representerer perioden 2016-2020. Tallene er hentet fra års- og kvartalsrapportene til selskapene.

Fra figur 17 ser man at Lerøy de siste fem årene har hatt en god LG2, hvor selskapet i gjennomsnitt har hatt en LG2 på 1,33. Ved å sammenligne Lerøy med gjennomsnittet til konkurrentene som ligger på 0,8, kan vi konkludere med at selskapets likviditetsrisiko er lav. Lerøys tilfredsstillende LG2 vil være med på å tiltrekke seg nye fremtidige investorer, leverandører og samarbeidspartnere. Dette er fordi selskapet viser at de kan betale for sine kortsiktige forpliktelser i tide, selv etter at varelageret er trukket fra.

5.3 Soliditet

Nøkkeltallet soliditet er et økonomisk begrep som forteller oss hvor god virksomheten er til å tåle et eventuelt tap (Hoff & Helbæk, 2015, s. 329). Soliditet kan altså brukes til å analysere og vurdere betalingsevnen en virksomhet har på lang sikt. En metode for å beregne soliditet er ved hjelp av nøkkeltallet egenkapitalprosent. Dette nøkkeltallet er avgjørende for å anse soliditeten til å være tilfredsstillende.

5.3.1 Egenkapitalprosent

Egenkapitalprosenten er et tallmessig uttrykk for soliditet som viser egenkapitalens andel av totalkapitalen (Hoff & Helbæk, 2015, s. 329). Formel 6 viser fremgangsmåten vi har anvendt for å beregne egenkapitalprosenten. Her benytter vi markedsverdi på egenkapital og gjeld.

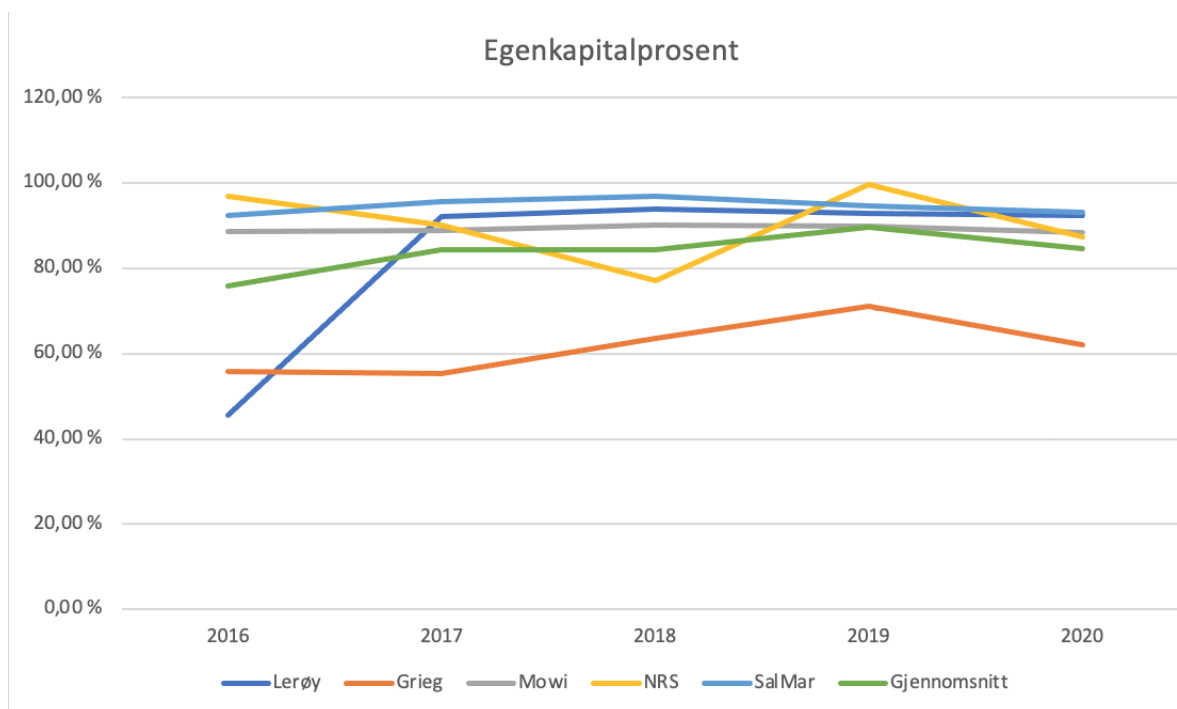
Formel 6: Egenkapitalprosent

$$EK_{\%} = \frac{\text{Markedsverdi egenkapital}}{\text{Markedsverdi totalkapital}} \times 100\%$$

Lerøy driver i en kapitalkrevende bransje, hvor selve produksjonen tar flere år inntil man har et ferdig produkt. I en langsiktig og kapitalkrevende sektor er det viktig med god finansiell soliditet, både for å kunne gjøre investeringer, og for midlertidige endringer i markedet som kan påvirke lønnsomheten til selskapet.

Figuren 18 viser til god soliditet for Lerøy med en stabil egenkapitalprosent på over 90%. Hva egenkapitalprosenten burde være, vil avhenge av hvor kapitalintensiv selskapet er og av dens forretningsmessige risiko (Hoff & Helbæk, 2015, s.329). I forbindelse med oppkjøp i 2016 av Havfisk ASA og Norway Seafood Group AS gjennomførte Lerøy en rettet emisjon⁹. Emisjonen påvirket egenkapitalprosenten fra 45% til 92%, hvor den har holdt seg stabil. En høy egenkapitalprosent gir Lerøy den økonomiske tryggheten de trenger i utfordrende tider, samt fremtidige muligheter for vekst gjennom oppkjøp og investeringer. Lerøy er på en annen side ikke i en unik posisjon overfor sine konkurrenter, ettersom de sammenlignbare selskapene har en tilsvarende egenkapitalprosent over tid. I tillegg til dette er kapitalen selskapet besitter lett imiterbar overfor sine konkurrenter. Det er likevel viktig å merke seg at det ikke nødvendigvis bare er positive sider ved en høy egenkapitalprosent, da det er dyrere å finansiere med egenkapital enn gjeld.

⁹ Den rettede emisjonen gjennomførte en utstedelse av 5 000 000 nye aksjer samt salg av 300 000 egne aksjer. Etter emisjonen var det 59 577 368 utestående aksjer i selskapet. Den 23.mai 2017 ble det besluttet å gjennomføre en aksjesplitt 1:10, dermed ble antall utestående aksjer 595 773 689 (Lerøy, 2018).



Figur 18: Egenkapitalprosent 2016-2020

Figuren viser egenkapitalprosenten til Lerøy (mørkeblå), Grieg (oransje), Mowi (grå), NRS (gul), SalMar (lyseblå) og gjennomsnittet (grønn). Y-aksen representerer egenkapitalprosenten. X-aksen representerer perioden 2016-2020. Tallene er hentet fra års- og kvartalsrapportene til selskapene.

5.4 Oppsummering

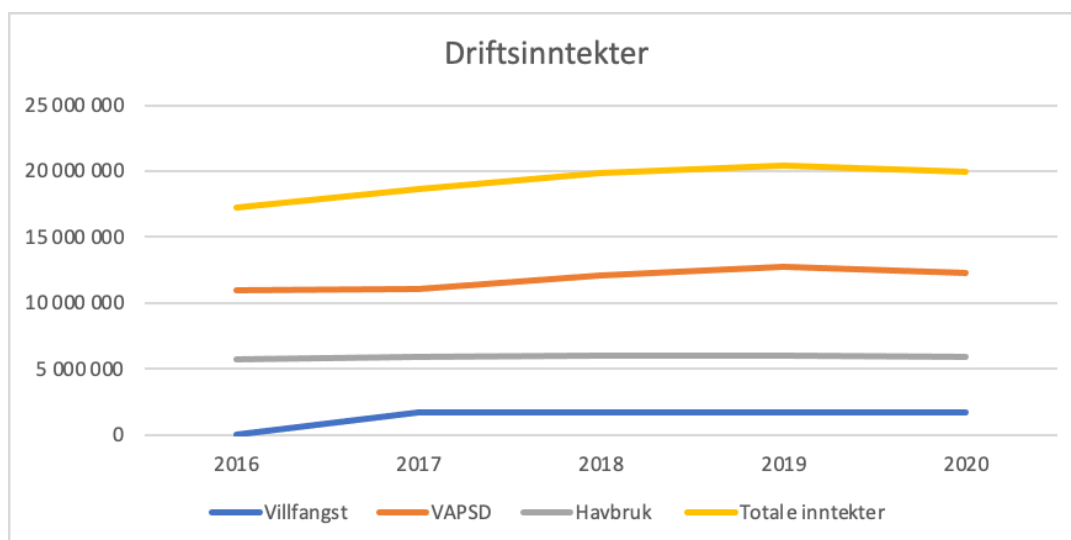
På bakgrunn av regnskapsanalysen ser vi at Lerøy har en lønnsomhet som ligger under gjennomsnittet av de sammenlignbare selskapene. I fremtiden ventes lønnsomheten å stige når investeringen i hvitfisk vises igjen i resultatet. Selskapets likviditet ligger derimot godt over de sammenlignbare selskapene. Lerøys likviditetsrisiko kan derfor anses som lav, og vil kunne tiltrekke seg nye investorer, leverandører, samt virke positivt hos banker ved opptak av nye lån. Avslutningsvis ser vi at soliditeten til Lerøy er høy. Dette vil fungere som en forsikring for eierne og potensielle investorer, da selskapet tåler tap i dårlige perioder. Dette gjør selskapet til en trygg investering.

6. Prognose av fremtidige kontantstrømmer

I en fundamental verdsettelse av et selskap er målet å finne nåverdi av alle fremtidige kontantstrømmer, gjennom en estimering av fremtidig utvikling. Grunnlaget for de fremtidige estimatene vil være femårig historisk data. Den vil bli justert ut ifra informasjonen i den strategiske analysen.

6.1 Driftsinntekter

Lerøy får sine inntekter fra de tre hovedsegmentene; Havbruk, Villfangst og Bearbeiding, salg og distribusjon (VAPSD). Fra figur 19 kan en se at inntjeningen til selskapet de siste fem årene har hatt en stabil vekst. Gjennomsnittlig årlig vekst fra 2016-2020 har vært på ca. 4%, som skyldes en stabil laksepris på rundt 60,00 NOK/kg. Med unntak av 2020 med en pris på 56,10 NOK/kg. Figur 19 illustrerer at VAPSD segmentet er størst ettersom det står for 62% av totalinntektene til Lerøy fra de tre hovedsegmentene. Havbruk og Villfangst segmentenes gjennomsnittlige andel har vært på henholdsvis 31% og 8%.



Figur 19: Driftsinntekter 2016-2020

Figuren viser driftsinntektene til Lerøy i Villfangst (blå), VAPSD (oransje), Havbruk (grå) og totale inntekter (gul). Y-aksen viser driftsinntektene i mNOK og x-aksen viser perioden 2016-2020. Tallene er hentet fra års- og kvartalsrapportene til selskapene. Tall i mNOK.

Historiske inntekter er justert for konsernelimineringer mellom segmentene. Resultateffekten under elimineringer gjelder eliminert internfortjeneste på varer. Dette er varer solgt mellom konsernselskaper nedover i verdikjeden med henblikk på videresalg til sluttkunde, og som fremdeles befinner seg på lager ved balansedagen (Lerøy, 2021b).

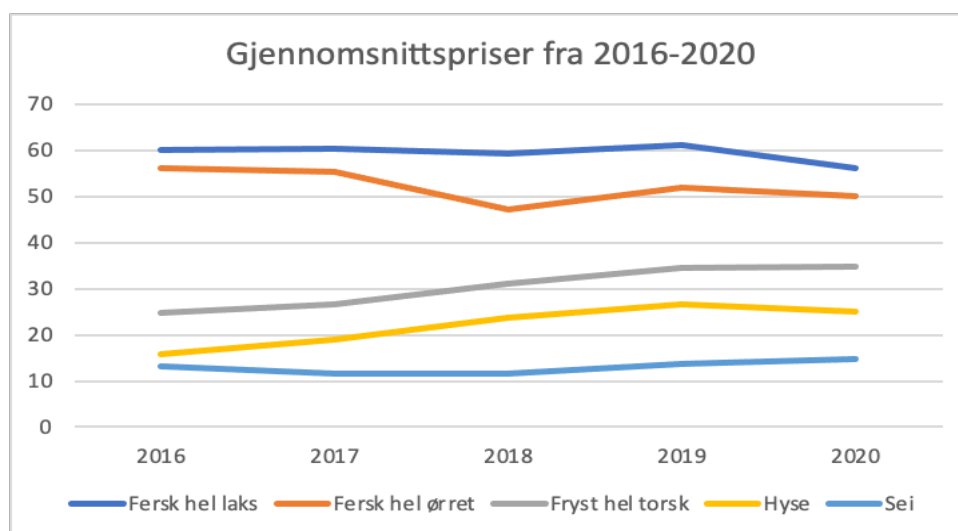
Gjennomsnittlig økning i slaktevekt for Lerøy har vært på ca. 3,5% de siste fem årene. Fra kapittel 2.2.4 gjennom Kontali Analyse ser man at veksten er forventet å være 3% fra 2019 til 2023 for bransjen. Vi legger likevel til grunn en vekst på 3,5% ettersom det er gjennomsnittlig vekst for Lerøy de siste fem årene. Den manglende veksten har flere årsaker. Blant annet biologiske utfordringer, begrenset ny konsesjonskapasitet, samt den norske industriens utfordringer med å tilpasse seg nasjonale kostnadsdrivende politiske reguleringer. Disse utfordringene gjenspeiles også i prisen på atlantisk laks. PESTEL analysen trekker frem en lav gjennomsnittlig vekst i slaktevolumet de siste fem årene. I sammenheng med dette og trusselen i form av blant annet hav- og landbasert oppdrett, holder vi veksten i slaktevolumet på gjennomsnittet.

Tabell 5: Estimert slaktevekt laks og ørret 2021-2025

GWT	2020	e2021	e2022	e2023	e2024	e2025
Slaktevekt laks og ørret	170 849	176 566	182 475	188 582	194 893	201 415
% vekst		3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

Tabellen viser estimert slaktevekt for laks og ørret i perioden 2021-2025. Estimert slaktevekt for hvert år er beregnet ved hjelp av en vekst på 3,5%. Dette er gjennomsnittlig økning de siste fem årene. På grunn av biologiske utfordringer og begrenset konsesjonskapasitet er denne veksten representativ for de kommende årene, og lagt til grunn her.

I kapittel 4.1.1 tok vi for oss konsesjonssystemet som begrenser produksjonsmengden. Derfor vil driftsinntektene avhenge mye av fiskeprisen og da spesielt prisen på laks og ørret.



Figur 20: Gjennomsnittspriser per år 2016-2020

Figuren viser prisutviklingen på utvalgte arter; fersk hel laks (mørkeblå), fersk hel ørret (oransje), fryst hel torsk (grå), hyse (gul) og sei (lyseblå). Y-aksen representerer gjennomsnittsprisen per år og x-aksen representerer perioden 2016-2020. Tallene er hentet fra års- og kvartalsrapportene til selskapene.

Oppdrettsnæringen er bundet til sterkt regulerte konsesjonssystem. Matfiskkonsesjonene er begrenset i antall, som vil si at aktørene ikke mottar nye konsesjoner eller får økt produksjonsvolum uten at dette skjer gjennom politisk besluttede tildelingsrunder. Før 2017 var maksimalt tillatt biomasse 780 tonn laks eller ørret per konsesjon. Men, for Region Nord-Norge var den hele 945 tonn laks og ørret per konsesjon. Etter at det politisk ble vedtatt at det kun skulle tildeles prosentvis vekst per konsesjon ut ifra forskjellige forutsetninger, så har det ikke lengre vært en fast maksimal biomasse per konsesjon (Lerøy, 2021i). Antall konsesjoner hadde en stabil økning før vedtaket i 2017. Det legges til grunn en lav vekst i fremtiden grunnet avtakende tilgang på konsesjonsrettigheter regulert av “trafikklyssystemet”¹⁰.

Prisen på laks og ørret har en negativ vekst grunnet en gjennomsnittspris på 56,10 NOK i 2020, som er en reduksjon på 8% i forhold til det foregående året. Dette skyldes et særskilt år som følge av pandemien. For fremtidig årlig beregning av pris legger vi til grunn en inflasjon på 2,5% årlig, basert på fastsatt inflasjonsmål i Norge (Norges Bank, 2021a).

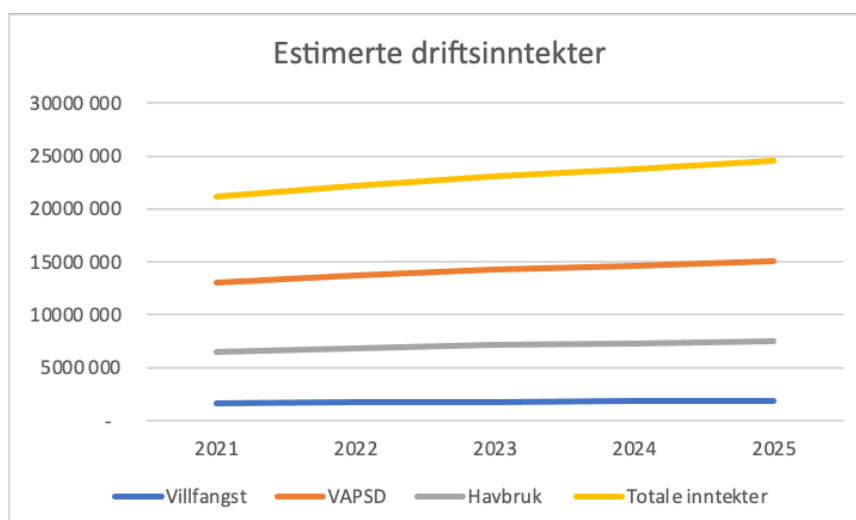
Tabell 6: Gjennomsnittlig historisk prisvekst 2016-2020

	Fersk hel laks	Fersk hel ørret	Fryst helt torsk	Hyse	Sei
Gj.Snitt	-1,6%	-2,4%	9,0%	13,0%	3,3%

Tabellen viser gjennomsnittlig historisk prisvekst fra perioden 2016-2020. Den negative prisen på fersk laks og ørret skyldes i stor grad av pandemien, samt en gjennomsnittspris på 56,10 NOK. I beregning av fremtidige priser legger vi inflasjonsmålet på 2,5%.

De siste to årene har prisen på laks og ørret falt sammenlignet med årene 2016-2018. Manglende vekst i Norge, god utvikling i etterspørselen og en svekket norsk krone har gitt svært høye priser på laks sett i et historiske perspektiv. På grunn av innovasjon og teknologiutvikling i bransjen kan det forventes at tilbudet overstige etterspørselen om noen år. Dette vil føre til en lavere laksepris de kommende årene. Med en satsing på storsmolt som nevnt i kapittel 4.3.3 vil Lerøy kunne produsere større smolt på land og redusere tiden i merdene. Som et resultat av dette vil man kunne forvente en stabil økning i produksjonsvolumet de kommende årene innenfor det regulerte konsesjonsrammeverket.

¹⁰ Dette systemet har fått navnet “trafikklyssystemet”, og er et rammeverk for å regulere kapasitetsvekst i norsk havbruksnæring. Kysten er delt inn i 13 produksjonsområder, hvor produksjonsområdene blir klassifisert i fargene rødt, gult eller grønt basert på gitte kriterier. I grønne områder er det åpent for vekst, i gule områder er det ingen endring og i røde områder reduseres kapasiteten (Lerøy, 2020a).



Figur 21: Estimert fremtidig driftsinntekter 2021-2025

Figuren viser estimerte driftsinntektene til Lerøy i Villfangst (blå), VAPSD (oransje), Havbruk (grå) og totale inntekter (gul). Y-aksen viser driftsinntektene i mNOK og x-aksen viser perioden 2021-2050. Tallene er i mNOK.

Faktorer som konsesjoner, laksepris, teknologi og innovasjon fører til en mer stabil økning i driftsinntektene i de tre segmentene villfangst, VAPSD og havbruk som Lerøy opererer i. I figur 21 har vi lagt til grunn en årlig vekst på 6% i 2021, etterfulgt av 5%, 4%, 3% og 3%.

6.2 Historisk utvikling i resultatregnskap

Tabell 7: Historisk utvikling i resultatregnskap 2016-2020

mrdNok	2016	2017	2018	2019	2020	Gj.snitt
Inntekt	17,3	18,6	19,8	20,4	20,0	
Varekostnad	10,3	9,7	10,4	11,1	10,8	54,5%
Lønnskostnad	1,8	2,4	6,7	2,9	3,0	13,3%
Andre driftskostnader	1,9	2,3	2,6	2,6	2,7	12,4%
OPEX	13,9	14,4	15,7	16,7	16,6	
EBITDA	3,4	4,3	4,2	3,7	3,4	
Avskrivning og nedskrivning	0,5	0,6	0,7	1,0	1,2	4,0%
EBIT	2,8	3,7	3,5	2,7	2,2	
Skatt (22%)	0,9	0,3	0,8	0,5	0,2	
Resultat	1,9	3,3	2,7	2,2	2,0	

Tabellen viser historisk utvikling i resultatregnskapet for perioden 2016-2020. Tallene er hentet fra års- og kvartalsrapporter til Lerøy. Gjennomsnittet er beregnet i prosent av driftsinntektene for periodene. Tall i mrdNOK per år.

6.3 Driftskostnader

Driftskostnader er kostnadene som er forbundet med selskapets løpende drift. Dette er; varekostnader, lønnskostnader og andre driftskostnader. For å estimere fremtidige kostnader blir kostnadspostene beregnet i forhold til driftsinntektene, ettersom de har en stor

sammenheng. Det vil derfor ikke være hensiktsmessig for driftskostnadene å ha en egen vekstrate for å estimere fremtidige driftskostnader. Kostnadsposten, avskrivninger og verdijusteringer knyttet til biologiske eiendeler, omhandler verdiendring av laksen i postsmoltanlegg og merder. Kostnadsposten har negative og positive svingninger, men historisk vil den nærme seg null. Grunnet dette vil vi i estimeringen av kostnadene ekskludere denne kostnadsposten.

6.2.1 Varekostnader

Varekostnad representerer Lerøys fiskefôr- og produksjonskostnader. Tabell 7 viser at Lerøys varekostnad er gjennomsnittlig 54,5% av driftsinntektene. Denne kostnadsposten er helt klart den største.

Fra VRIO analysen har vi merket oss at Lerøys teknologiske og innovative løsninger gjennom Preline anleggene og postsmolt anleggene, vil effektivisere produksjonen i fremtiden. Effekten av anleggene er høyere slaktevolum og kortere produksjonstid, som fører til lavere produksjonskostnader. Fôrkostnadene vil derimot ha en stabil vekst i takt med produksjonsvolumet. Samtidig forutsetter vi at fôrprisene øker ettersom tilbudet av sjømat forventes å stige i fremtiden. Derfor legger vi til grunn at effekten av reduserte produksjonskostnader vil være større enn effekten av økte fôrkostnader. På bakgrunn av dette estimerer vi at varekostnadene får en jevn og stabil nedgang de neste fem årene.

6.3.2 Lønnskostnader

Tabell 7 viser at Lerøys lønnskostnader har steget gradvis over årene og er gjennomsnittlig 13,3% av driftsinntektene.

I VRIO analysen ble det påpekt viktigheten av den menneskelige kapitalen og et høyt kunnskapsnivå i selskapet. Sett i sammenheng med den historiske jevne lønnsveksten henseende til driftsinntektene, estimerer vi en fortsatt økende vekst av lønnskostnader.

6.3.3 Andre driftskostnader

Andre driftskostnader inkluderer kostnader som forskning, transport og behandlingskostnader i form av lakselus og sykdom. Tabell 7 viser at Lerøys andre driftskostnader er gjennomsnittlig 12,4% av driftsinntektene.

Lerøy vil i fremtiden ha lavere kostnader knyttet til transport, ettersom de nye postsmolt anleggene gjør at hver region unngår de lange sjøveiene. Ved at hver region har kontroll over sin egen verdikjede, vil dette også redusere potensielle smitteutbrudd. Behandlingskostnadene forventes derfor å synke når de nye postsmoltanleggene blir satt i full drift. Laksen blir dermed mindre eksponert mot lakselus, som vil gjøre den mer robust mot sykdom og dødelighet. Dette er tidligere belyst i kapittel 4.3.2 og 4.3.3 i VRIO-analysen. Ettersom anleggene fortsatt er i oppstartsfasen, er det vanskelig å vite nøyaktig hvilken effekt de vil ha i denne kostnadsposten. I kapittel 4.1.1 ble det avdekket av produksjonsavgiften vil øke Lerøys kostnader med 75-80 mNOK (Lerøy, 2021i). Ettersom produksjonsavgiften gjelder for hele bransjen, påvirker det ikke Lerøys posisjon i markedet. Dermed blir ingen justeringer til estimeringen gjort her, og gjennomsnittet på 12,4% blir stående.

6.3.4 Oppsummering driftskostnader

Tabell 8 viser en oppsummering av de estimerte driftskostnadene. Varekostnaden vil fortsatt være den største kostnadsposten til Lerøy. Historisk sett har lønnskostnader og andre driftskostnader hatt en jevn økning, noe som legges til grunn for estimering de neste fem årene.

Tabell 8: Oppsummering av prognose driftskostnader 2021-2025

mrdNOK	e2021	e2022	e2023	e2024	e2025
Varekostnad	11,9	12,0	12,0	11,9	11,8
% av driftsinntekt	56,0%	54,0%	52,0%	50,0%	48,0%
Lønnskostnad	3,3	3,6	3,8	3,9	4,0
% av driftsinntekt	15,5%	16,0%	16,5%	16,5%	16,5%
Andre driftskostnader	2,6	2,8	2,9	3,0	3,0
% av driftsinntekt	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%
Sum driftskostnader	17,8	18,4	18,7	18,8	18,8

Tabellen viser prognose av driftskostnader i perioden 2021-2025. Prosentene av driftsinntektene vi benytter er begrunnet i kapittel 6.3. Kostnadene er beregnet med prosent av driftsinntektene. Dette gir estimert kostnad for perioden. Tall i mrdNOK per år.

Tabellen 9 viser estimert EBITDA, som er forholdet mellom driftsinntekter og driftskostnader før renter, skatt og av- og nedskrivninger.

Tabell 9: EBITDA prognose 2021-2025

mrDNOK	e2021	e2022	e2023	e2024	e2025
Driftsinntekter	21,2	22,2	23,1	23,8	24,5
Driftskostnader	17,8	18,3	18,7	18,8	18,8
EBITDA	3,4	3,9	4,4	5,0	5,7

Tabellen viser prognose av EBITDA for perioden 2021-2025. EBITDA er beregnet ved å trekke driftskostnadene fra driftsinntektene. Tall i mrDNOK per år.

6.4 Avskrivninger

Tabell 7 viser en stabil lav vekst fra 2016 til 2018, men det påfølgende året var det en større økning. Årsaken bak økte avskrivninger i 2019 var de nye regnskapsreglene, IFRS 16. Reglene inneholder at avskrivninger skal beregnes på bruksretten og renter på leieforpliktelsen. Reglene endrer kun hvordan avskrivninger føres, som reflekteres igjen i avskrivningsnivået i 2019 (Lerøy, 2021a, s. 152-153).

Den stabile veksten i avskrivninger vises igjen i økte investeringer i estimeringen.

Tabell 10: Prognose avskrivninger 2021-2025

mrDNOK	e2021	e2022	e2023	e2024	e2025
Avskrivninger	1,4	1,4	1,3	1,2	1,2
% av driftsinntekter	6,5%	6,5%	5,5%	5,0%	5,0%

Tabellen viser prognose av avskrivninger i perioden 2021-2025. Avskrivninger er beregnet med prosent av driftsinntektene. Dette gir estimert avskrivninger for perioden. Tall i mrDNOK per år.

6.5 Skattesats

I 2020 var skattesatsen på 22%, og den forblir uendret for 2021 (Finansdepartementet, 2021).

I verdiestimeringen forutsetter vi at skattesatsen holder seg stabil på 22% frem til e2025.

6.6 Arbeidskapital

I en regnskapsmessig sammenheng kan en definere arbeidskapitalen (AK) som *“forskjellen mellom omløpsmidlene og den kortsiktige gjelden på et gitt oppstillingstidspunkt for balansen”* (Hoff & Pedersen, 2015, s.239). Ettersom oppdrettsnæringen har utfordringer knyttet til sesongmessige svingninger og en høy bearbeidingstid, er det helt avgjørende å få frem den faktiske arbeidskapitalen for å kunne beregne den frie kontantstrømmen til selskapet. Vi er

derfor ute etter å finne endringen i AK fra de gitte oppstillingstidspunktene, da en investering i AK vil binde opp den frie kapitalen til selskapet.

AK kan som nevnt være veldig volatil. På bakgrunn av dette brukes et estimat for AK i prosent av driftsinntektene. I tabell 11 har vi har kommet frem til en gjennomsnittlig AK på 40,6%. En høy AK henger sammen med at oppdrettsnæringen er svært kapitalintensiv, da bransjen krever mye kapital for å skape omsetning.

Tabell 11: Historisk arbeidskapital 2016-2020

mrdNOK	2016	2017	2018	2019	2020	Gj. Snitt
Varelager	0,7	1,0	1,3	1,0	1,1	
Biologiske eiendeler	6,4	4,5	5,6	5,6	5,0	
Kundefordringer	2,2	2,0	2,2	2,2	1,9	
Andre fordringer	0,4	0,4	0,4	0,5	0,6	
Kontantbeholdning	2,2	3,5	3,0	3,0	3,0	
Omløpsmidler	11,9	11,4	12,5	12,3	11,6	
Kortsiktig del av langsiktig gjeld	-	-	0,6	0,8	-	
Kassekreditt og andre kortsiktige kreditter	1,1	0,8	0,4	0,6	0,8	
Leverandørgjeld	1,4	1,3	1,5	1,6	1,2	
Skyldige offentlige avgifter mv.	0,3	0,2	0,2	0,3	0,2	
Betalbar skatt	0,5	0,8	0,7	0,4	0,6	
Annen kortsiktig gjeld	0,9	0,6	0,8	0,7	1,4	
Kortsiktig gjeld	4,2	3,7	3,6	3,6	4,2	
Arbeidskapital (AK)	7,9	7,6	8,3	8,0	7,2	
AK i % av driftsinntekt	45,6 %	40,6%	42,0%	39,0%	36,0%	40,6%

Tabellen viser de historiske tallene over arbeidskapitalen til Lerøy fra 2016-2020. Tallene er hentet fra års- og kvartalsrapportene til Lerøy. Arbeidskapitalen er beregnet ved å trekke den kortsiktige gjelden fra omløpsmidlene. Tall i mrdNOK per år.

Videre i denne oppgaven brukes den gjennomsnittlige arbeidskapitalen på 40,6% til å estimere de fremtidige endringene i arbeidskapitalen, som er vist i tabell 12.

Tabell 12: Prognose av endring i arbeidskapital 2021-2025

mrdNOK	2020	e2021	e2022	e2023	e2024	e2025
Driftsinntekt	19,9	21,2	22,2	23,1	23,8	24,5
Arbeidskapital (AK)	7,2	8,6	9,0	9,4	9,7	9,9
Endring i AK		1,4	0,4	0,4	0,3	0,3

Tabellen viser prognose av endring i arbeidskapitalen for perioden 2021-2025. Tall i mrdNOK per år.

6.7 Investeringer (CapEx)

Investeringer er beregnet i formel 7, der vi tar økning/reduksjon i varige driftsmidler¹¹, PP&E, multiplisert med årets avskrivning.

Formel 7: Investering (CapEx)

$$CapEx = \Delta PP\&E + Periodens Avskrivninger$$

CapEx = Investeringer
 $\Delta PP\&E$ = Endring i eiendom, bygninger og utstyr

I de senere år har det vært store investeringer i næringen. Hvor mye som investeres avhenger av konsesjoner, oppdatering av utstyr, markedet, behandlingsbehovet av lakselus og sykdom, samt lønnsomheten til selskapet. Tabell 13 viser Lerøys investerings gjennomsnitt på 8,2% av driftsinntektene i perioden.

Tabell 13: Investeringer 2015-2020

mrdNOK	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Gj.snitt
Eiendom, bygning og utstyr (PP&E)	2,9	4,2	5,1	6,6	6,2	6,8	
Endring PP&E		1,3	0,9	1,5	-0,3	0,6	
Avskrivning		0,5	0,6	0,7	1,0	1,2	
Netto investering		1,8	1,5	2,1	0,6	1,7	
% av driftsinntekt		10,6%	8,2%	10,7%	3,1%	8,2%	8,2%

Tabellen viser historiske investeringer (CapEX) i perioden 2015-2020. Tallene er hentet fra års- og kvartalsrapporter til Lerøy. Prosent av driftsinntektene er beregnet av netto investering. Tall i mrdNOK per år.

I 2019 var endringen i PP&E negativ, dette skyldes lavere andel konsesjoner utdelt. I kapittel 4.3.3 informeres det om fremtidige investeringer hos Lerøy knyttet til postsmoltanlegg som vil stå ferdig i 2023. På bakgrunn av dette justeres investeringer i forhold til driftsinntekter opp fra gjennomsnittet i takt med verdien av anleggene. Deretter gradvis ned til det historiske gjennomsnittet.

Tabell 14: Prognose av investeringer (CapEx) 2021-2025

mrdNOK	e2021	e2022	e2023	e2024	e2025
Investeringer (CapEx)	2,1	2,2	2,0	1,9	2,0
% av driftsinntekter	10,0%	10,0%	8,5%	8,0%	8,0%

¹¹ Varige driftsmidler inneholder tomt, bygg, skip, maskiner, inventar, utstyr og prosjekt under arbeid (Lerøy, 2020a, s. 165).

Tabellen viser prognose av investeringer (CapEX) i perioden 2021-2025. Investeringer er beregnet med prosent av driftsinntektene. Dette gir estimert investering for perioden. Tall i mrdNOK per år.

6.8 Oppsummering av kontantstrømmer

Tabell 15: Oppsummering av kontantstrømmer 2021-2025

mrdNOK	e2021	e2022	e2023	e2024	e2025
Driftsinntekter	21,2	22,2	23,1	23,8	24,5
Driftskostnader	17,8	18,3	18,7	18,8	18,8
EBITDA	3,4	3,9	4,4	5,0	5,7
Avskrivninger	1,4	1,4	1,3	1,2	1,2
EBIT	2,0	2,5	3,1	3,8	4,4
Skatt (22%)	0,5	0,5	0,7	0,8	1,0
Investeringer (CapEx)	2,1	2,2	2,0	1,9	2,0
Endring i arbeidskapital	1,4	0,4	0,4	0,3	0,3
Avskrivninger	1,4	1,4	1,3	1,2	1,2
Fri kontantstrøm til totalkapitalen	-0,6	0,7	1,4	2,0	2,4

Tabellen viser en oppsummering av estimerte kontantstrømmer i perioden 2021-2025. Tallene er beregnet tidligere i kapittel 6. Tall i mrdNOK per år.

6.9 Terminalvekst

Vi har valgt å benytte oss av en terminalverdi med konstant vekst. På bakgrunn av de forutsetningene vi har gjort må vi estimere en vekstrate som skal være gjeldende fra år 2025 og til evigheten. I følge Damodaran (2012, s.307) er det viktig at vi ikke setter terminalveksten høyere enn veksten i økonomien. Dette må derfor tas med i vurderingen, da en høyere vekstrate enn økonomien betyr at selskapet overstiger verdensøkonomien. Gitt at selskapet er et multinasjonalt selskap bruker vi den gjennomsnittlige nominelle veksten i bruttonasjonalproduktet (BNP). Dette for å sette øverste grense for vekst til selskapet. Denne har i gjennomsnitt vært på 3,2% fra 1980-2020 (imf, 2021)

I kapittel 4.1 fremkommer det at markedet for sjømat har en underliggende solid og god vekst, noe vi legger til grunn i vår estimering av terminalverdien. Vi velger derfor å justere terminalveksten ned til 2%, da vi mener selskapets vil gå mot en vekst tilnærmet den generelle markedsøkningen. I kapittel 9 beregner vi terminalverdien til Lerøy. Videre i kapittel 10 tar vi for oss terminalveksten gjennom en sensitivitetsanalyse.

7. Avkastningskrav til egenkapitalen

Egenkapitalkostnaden beregnes ved hjelp av CAPM:

Formel 8: Kapitalverdimodellen (CAPM)

$$E(r_i) = R_f + \beta_i[E(R_m) - R_f]$$

Ved å beregne avkastningskravet til egenkapitalen til Lerøy, får vi et estimat på den avkastningen som aksjonærene forventer å få ved å investere i selskapet. Senere vil dette avkastningskravet bli brukt som en av variablene for beregningen av avkastningskravet til total kapitalen i påfølgende kapittel.

7.1 Risikofri rente

Utgangspunktet for den risikofrie renten, R_f , er den gjennomsnittlige 10-årige statsobligasjonsrenten i Norge som er 0,82% (Norges Bank, 2021c). Renten er sterkt influert av pandemien, og er derfor ikke representativ for de kommende årene. På bakgrunn av dette justeres den risikofrie renten opp til 2 %.

7.2 Egenkapitalbeta

Beta er et mål på den enkelte aksjes risiko i forhold til aksjemarkedet. Lerøy har vært børsnotert siden 2002. Dermed er det hensiktsmessig å benytte historisk data i utregningen av egenkapitalbetaen. I regresjonsanalysen tar vi utgangspunkt i historiske daglige verdier fra Lerøy og OSEBX, hovedindeksen på Oslo Børs, de fem siste årene. Det påpekes en svakhet ved tilnærmingen av å benytte Oslo Børs som markedsindeks. Det kan være en dårlig indikator å sammenligne mot, nettopp fordi markedsindeksen er tungt vektet av selskaper i oljebransjen. I regresjonsanalysen tar vi avkastningen til Lerøy opp mot markedsindeksen, OSEBX.

Tabell 16: Regresjonsanalyse av Lerøy mot OSEBX

Regresjonsstatistikk							
Multipel R	0,46266943						
R-kvadrat	0,214063						
Justert R-kvadrat	0,21343425						
Standardfeil	0,01767236						
Observasjoner	1252						
Variansanalyse							
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>		
Regresjon	1	0,106329288	0,106329288	340,4582749	2,01463E-67		
Residualer	1250	0,390390307	0,000312312				
Totalt	1251	0,496719596					
	<i>Koeffisienter</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>t-Stat</i>	<i>P-verdi</i>	<i>Nederste 95%</i>	<i>Øverste 95%</i>	<i>Nedre 95,0%</i> <i>Øverste 95,0%</i>
Skjæringspun	3,5623E-05	0,0004998	0,071275442	0,943189941	-0,000944916	0,001016163	-0,00094492 0,00101616
X-variabel 1	0,8384375	0,045440045	18,45151145	2,01463E-67	0,749290333	0,927584673	0,74929033 0,92758467

Tabellen viser resultatet av vår utførte regresjonsanalyse. "Justert R-kvadrat" (gul) er aksjekursen varians som er fra markedet. "X-variabel 1" (oransje) er regresjons betaen til Lerøy. Regresjonsanalysen er utført i Excel, hvor avkastningen på aksjekursen til Lerøy er satt opp mot avkastningen til OSEBX indeksen. Tallene benyttet i analysen er fra perioden 18.03.16-18.03.21.

Tabell 16 viser regresjonsanalysens resultater med en egenkapitalbeta på 0,84. Tabellen gir oss også en R-kvadrat på 0,21. Dette tilsier at 21% av variansen i Lerøys aksjekurs stammer fra markedet. 79% av variansen er selskapsspesifikk, og klassifiseres som usystematisk risiko. Volatile laksepriser er en av de største driverne til den høye selskapsspesifikk risikoen.

Vi velger å justere betaen med Bloomberg-metoden, illustrert i formel 9. Selskaper har en tendens til å diversifisere seg over tid, dermed justeres betaen mot markedsbetaen som ligger på 1 (Damodaran, 2012, s. 187).

Formel 9: Justert beta

$$\text{Justert beta} = \text{Råbeta} \times (0.67) + 1 \times (0.33)$$

I formel 10 ser en at resultatet av Lerøys justerte beta blir 0,89. Betaen på 0,89 blir brukt i beregningen av kapitalverdimodellen.

Formel 10: Justert beta Lerøy

$$\text{Justert beta Lerøy} = 0.84 \times (0.67) + 1 \times (0.33) = 0.89$$

Tabell 17: Lerøy og de sammenlignbare selskapenes beta mot OSEBX

	Lerøy	Grieg	Mowi	NRS	SalMar	Gj. snitt
Egenkapital beta	0.84	0.47	0.71	0.87	0.68	0.71
Justert beta	0.89	0.65	0.81	0.91	0.79	0.81

Tabellen viser egenkapitalbeta og justert beta for Lerøy og de sammenlignbare selskapene. Utregningen av egenkapitalbeta til selskapene er ved en regresjonsanalyse utført i Excel. Utregningen av justert beta til selskapene er vist i formel 9. Gjennomsnittet er basert på resultatet til alle selskapene.

Fra tabell 17 ser vi at Lerøys justerte beta er høyere enn gjennomsnittet til de sammenlignbare selskapene. Dette forteller oss at Lerøy svinger mer i takt med markedet enn gjennomsnittet til de sammenlignbare selskapene. Bransjen er generelt mindre volatil enn markedet, ettersom de justerte betaverdiene og det vektete gjennomsnittet er under 1. Som nevnt innledningsvis er markedsindeksen tungt vektet av oljeindustrien. OSEBX er vektet slik fordi oljeindustrien påvirker den norske økonomien i stor grad. På tross av dette anses beta til Lerøy, samt de sammenlignbare selskapene å være rimelig med en verdi under 1.

7.3 Markedsrisikopremie

Størrelsen på markedsrisikopremien i det norske markedet har vært stabil i perioden 2012 til 2020. Medianen på 5% er uendret i denne perioden, hvor det kun er gjennomsnittet som er preget av små variasjoner. Dette er basert på undersøkelser utført av PwC i samarbeid med Norske Finansanalytikerens Forening (PwC, 2020, s.2). På bakgrunn av dette holder vi oss til en markedsrisikopremie på 5% i kapitalverdimodellen. Denne undersøkelsen er basert på et mer representativt utvalg av markedets forventning til risiko.

7.4 Oppsummering av avkastningskravet til egenkapitalen

Ut ifra øvrige beregninger av risikofri rente, beta og markedsrisikopremie, har vi alle variablene for å kunne finne avkastningskravet til egenkapitalen. Avkastningskravet til Lerøy er 6,45% som vist i formelen 11. Videre i neste kapittel, skal denne benyttes i beregning av avkastningskravet til total kapitalen.

Formel 11: Estimert avkastningskrav til egenkapital

$$E(r_i) = R_f + \beta_i[E(R_m) - R_f] = 2\% + 0,89 \times 5\% = \mathbf{6,45\%}$$

8. Avkastningskrav til totalkapitalen (WACC)

Totalkapitalkostnaden beregnes ved hjelp av WACC:

Formel 12: WACC

$$WACC = Egenkapitalandel \times Egenkapitalkostnad + Gjeldsandel \times Gjeldskostnad \times (1 - skatt)$$

Ved å beregne avkastningskravet til totalkapitalen til Lerøy estimeres avkastningen kapitaleiere og andre fremmedkapital investorer har investert i selskapet. Senere vil avkastningskravet i verdiberegningen bli brukt til å neddiskontere de frie kontantstrømmene.

8.1 Markedsverdien av selskapets egenkapital

Markedsverdien av selskapets egenkapital var per 18.03.2021:

Tabell 18: Markedsverdi av egenkapital

Antall aksjer utstedt	595 553 680
Aksjekurs	72,08 NOK
Markedsverdi EK	42,9 mrdNOK

Tabellen viser markedsverdien av egenkapitalen til Lerøy per 18.02.2021. Antall aksjer utstedt er multiplisert med aksjekursen for å finne markedsverdien av egenkapitalen.

Markedsverdien på 42,9 mrdNOK tilsvarer en egenkapitalandel på 92,4%. Det er mulig å anvende en justering, som går på hva en investor virkelig vil betale for markedsverdien av selskapets egenkapital. Eierne av selskapet krever som regel en kompensasjon for å gi fra seg kontrollen av selskapet (CFI, 2021). Vi velger å se bort ifra denne justeringen ettersom dette gir en veldig høy markedsverdi av egenkapitalen. Noe vi ser som lite representativt for videre verddivurdering.

8.2 Markedsverdien av selskapets gjeld

Vi velger å bruke markedsverdien på gjelden i våre beregninger, da dette vil gi oss et mer nøyaktig estimat enn den bokførte verdien. Fra Q4 2020 kommer det frem at Lerøy hadde en netto rentebærende gjeld på 3,5 mrdNOK, noe som tilsvarer en gjeldsandel på 7,6%

8.3 Egenkapitalkostnad

Egenkapitalkostnaden er den kompensasjonen en investor vurderer før man påtar seg risikoen ved en investering. Avkastningskravet til egenkapital ble estimert til 6,45% i kapittel 7.4, og benyttes i beregningen av totalkapitalkostnaden.

8.4 Gjeldskostnad

Gjeldskostnaden er vanskelig å estimere da gjeld som regel ikke omsettes. En mulighet hadde derfor vært å se om selskapet har gjeld i form av obligasjoner som er likvide. Lerøy har ikke dette, og vi vil derfor analysere gjeldskostnaden ved hjelp av syntetisk rating basert på en standardisert tabell for risikopåslag.

Tabell 19: Påslag av misligholdsrisiko

Interest Coverage Ratio	Rating	Default Spread
> 12.5	AAA	0,50%
9.5 – 12.5	AA	0,65%
7.5 – 9.5	A +	0,85%
6.0 – 7.5	A	1,00%
4.5 – 6.0	A -	1,10%
3.5 – 4.5	BBB	1,60%
3.0 – 3.5	BB	3,35%
2.5 – 3.0	B+	3,75%
2.0 – 2.5	B	5,00%
1.5 – 2.0	B -	5,25%
1.25 – 1.5	CCC	8,00%
0.8 – 1.25	CC	10,00%
0.5 – 0.8	C	12,00%
< 0.5	D	15,00%

Tabellen relaterer rentedekningsgraden til selskap til en syntetisk rating og en standardspread som følger med den ratingen. Tabellene er hentet fra Damodaran (2012). A+ ratingen (oransje) er ratingen til Lerøy, og er basert på rentedekningsgraden på 8,65.

Rentedekningsgraden til Lerøy er 8,65. Basert på den standardiserte tabellen over vil Lerøy være ratet A +, med et risikopåslag på 0,85%. Den langsiktige risikofrie renten er 2%, som resulterer i en gjeldskostnad for selskapet på 2,85 %.

Ved å benytte rentedekningsgraden alene, risikere en å gå glipp av andre finansielle rater brukt av andre ratingselskaper til å estimere selskapets gjeldskostnad. Derfor vil vi inkludere Altman

Z-score i analysen av gjeldskostnaden. Ut ifra beregningen av Altman Z-scoren (vedlegg 1) til Lerøy får selskapet en Z-score på 3,8, som tilsvarer en B- rating. Selskapet oppgir at majoriteten av deres lån forfaller i løpet av fem år, som i tabell 20 gir oss basispoeng på 750, noe som tilsvarer 7,5% (Lerøy, 2020a, s.135). Med en risikofri rente på 2% vil dette resultere i en gjeldskostnad på 9,5%.

En B- rating for Lerøy kan isolert sett virke som en veldig lav score for et slikt selskap. I kapittel 8.1 kom vi frem til at egenkapitalandelen til Lerøy var 92,4% og en gjeldsandel på 7,6 %. Altman Z-score er i hovedsak et hjelpemiddel for estimeringen av gjeldskostnaden, og dermed vil det ikke være hensiktsmessig for et stort og etablert selskap som Lerøy, å akseptere en så lav rating.

Ut ifra en A+ rating basert på syntetisk rating, en lav gjeldskostnad og en smartratos credit risk¹² på A, hentet fra Thompsons Reuters Corporations, legger vi til grunn en BB- rating. Tuftet på de samme forutsetningene som over, vil Lerøy med en BB- rating ha 400 basispoeng som tilsvarer 4%. Med en risikofri rente på 2% vil den nye gjeldskostnaden bli 6%.

¹² Smartratos credit risk model (SRCR) er en intuitiv og robust prediksjonsmodell som gir en oversikt over firmaets kredittforhold og økonomiske helse ved å analysere et bredt spekter av regnskapsforhold som er beskrivende for kredittrisiko. Thompson Reuters Corporations estimerer denne til en A rating for Lerøy (Thomson Reuters Corporation, 2013).

Tabell 20: Forhold mellom Z-score, gjeld og avkastning

Debt Rating	Z-score	Years to maturity						
		1	2	3	5	7	10	30
AAA	8.15	5	10	15	22	27	30	55
AA +	7.60	10	15	20	32	37	40	60
AA	7.30	15	25	30	37	44	50	65
AA -	7.00	20	30	35	45	54	60	70
A +	6.85	30	40	45	60	65	70	85
A	6.65	40	50	57	67	75	82	89
A -	6.40	50	65	70	80	90	96	116
BBB +	6.25	60	75	90	100	105	114	135
BBB	5.85	75	90	105	115	120	129	155
BBB -	5.64	85	100	115	125	133	139	175
BB +	5.25	300	300	275	250	275	225	250
BB	4.95	325	400	425	375	325	300	300
BB -	4.74	350	450	475	400	350	325	400
B +	4.50	500	525	600	425	425	375	450
B	4.15	525	550	600	500	450	450	725
B -	3.75	725	800	775	750	725	775	850
CCC	2.50	1500	1600	1550	1400	1300	1375	1500

Tabellen viser forholdet mellom Z-score, gjeld og avkastning. Tabellen er hentet fra Feldman (2005). Opprinnelig rating er på B-. B- ratingen er beregnet ved bruk av Z-score, vist i vedlegg 1. Ny rating er på å BB-. Tall i basispoeng, hvor 100 basispoeng er 1%.

8.5 Selskapsskatt

Skattesatsen vi benytter oss av i denne beregningen er den nominelle selskapsskatten i Norge for 2020 som er satt til 22% (Finansdepartementet, 2021).

8.6 Oppsummering av WACC

Gjennom kapitlet 8 har vi beregnet nødvendige variabler som blir brukt til finne avkastningskravet til totalkapitalen. Beregningen gir følgende avkastningskrav til totalkapitalen:

$$WACC = 92,4\% \times 6,45\% + 7,6\% \times 6,0\% \times (1-22\%) = 6,32\%$$

Avkastningskravet på 6,32% vil senere i verdiberegninger bli brukt til å neddiskontere de frie kontantstrømmene.

9. Verdiberegning

Vi har estimert alle de nødvendige variablene for verdsettelsen, dermed kan vi neddiskontere de fremtidige frie kontantstrømmene. Kontantstrømmene frem til år 2025 blir neddiskontert med avkastningskravet til totalkapitalen på 6,32%, for å finne nåverdien. Terminalveksten er den konstante veksten Lerøy forventer å vokse utover år 2025. Den ble i kapittel 6.8 satt til 2%. Beregningen av nåverdien av kontantstrømmene er illustrert i tabell 21 nedenfor.

Tabell 21: Fremtidig kontantstrøm til totalkapitalen

mrdNOK	e2021	e2022	e2023	e2024	e2025
= Kontantstrøm til totalkapitalen	-0,6	0,7	1,4	2,0	2,4
Avkastningskrav totalkapital	6,32%	6,32%	6,32%	6,32%	6,32%
Akkumulert diskonteringsfaktor	0,94	0,88	0,83	0,78	0,74
Nåverdi av kontantstrøm	-0,5	0,6	1,2	1,6	1,8

Tabellen viser estimert nåverdi av kontantstrømmene for perioden 2021-2025. Avkastningskravet til totalkapitalen (WACC) ble beregnet i kapittel 8.6 og blir lagt til grunn for estimeringen her. Akkumulert diskonteringsfaktor er beregnet ved følgende formel for e2021: $\frac{1}{(1+WACC)}$, videre for de påfølgende årene benytter vi samme formel, men multipliserer akkumulert diskonteringsfaktor fra det foregående året.

For å beregne nåverdien av kontantstrømmen i terminalverdien er formel 13 brukt.

Formel 13: Nåverdi av terminalverdi

$$Nåverdi_{TV} = \frac{\frac{CF_{2025} \times (1+g_{TV})}{WACC - g_{TV}}}{(1+WACC)^n} = \frac{\frac{2,4 \text{ mrdNOK} \times (1+0,02)}{0,0632 - 0,02}}{(1+0,0632)^5} = 42,3 \text{ mrdNOK}$$

$$\begin{aligned} TV &= \text{Terminalverdi} & WACC &= \text{Avkastningskrav} \\ CF_{2025} &= \text{Kontantstrøm i år 2025} & n &= \text{antall år} \\ g_{TV} &= \text{Terminalvekst} \end{aligned}$$

I tabell 22 har vi multiplisert nåverdi av kontantstrømmene og terminalverdi for å finne selskapets totale verdi. Deretter er verdien justert ned med netto gjeld for å finne verdi av egenkapitalen til Lerøy. Egenkapitalens verdi blir dermed 43,4 mrdNOK.

Tabell 22: Verdiestimering

Verdiberegning	mrdNOK
Nåverdi av kontantstrøm	4,6
Nåverdi av terminalverdi	42,3
= Selskapsverdi	46,9
Netto gjeld	3,5
= Verdi egenkapital	43,4

Tabellen viser verdiestimering av egenkapitalen til Lerøy. Nåverdi av kontantstrøm er multiplisert med nåverdi av terminalverdi for å finne selskapsverdi. Den er subtrahert med netto gjeld for å finne verdi egenkapital.

I tabell 23 har vi beregnet verdi per aksje, hvor verdi per aksje blir 72,87 NOK.

Tabell 23: Verdi per aksje

Aksjepris	
Verdi av egenkapital	43,4 mrdNOK
Antall utestående aksjer	595 773 680
Verdi per aksje	72,87 NOK

Tabellen viser verdi per aksje til Lerøy. For å finne verdi per aksje divideres verdi av egenkapital med antall utestående aksjer.

10. Sensitivitetsanalyse

Formålet med sensitivitetsanalysen er å se hvilken effekt endringer på sentrale variabler har på aksjekursen. Analysen vil teste verdsettelsen vår. Da våre tidligere estimerte variabler kan være feilaktig høye eller lave, kan de utgjøre store utslag i verdsettelsesverdien vi har kommet frem til. På bakgrunn av dette utfører vi en sensitivitetsanalyse av WACC og terminal vekst.

Ved en prosentvis endring i WACC og/eller en endring i terminalvekst, ser vi hvor sensitiv aksjekursen er mot disse variablene.

Tabell 24: Sensitivitetsanalyse; WACC og terminal vekst

Aksjepris i norske kroner		WACC						
		4.82%	5.32%	5.82%	6.32%	6.82%	7.32%	7.82%
Terminal vekst	1,4%	94.36	80.12	69.14	60.42	53.34	47.48	43.47
	1,6%	100.51	84.68	72.63	63.17	55.56	49.30	45.01
	1,8%	107.47	89.75	76.48	66.17	57.95	51.25	46.66
	2,0%	115.42	95.43	80.72	72.87	60.55	53.35	48.42
	2,2%	124.59	101.85	85.43	73.04	63.37	55.61	50.31
	2,4%	135.27	109.14	90.70	77.00	66.44	58.05	52.34
	2,6%	147.87	117.50	96.62	81.39	69.81	60.71	54.52

Tabellen viser sensitivitetsanalysen for aksjekursen, mot WACC og terminal vekst. Aksjekursen på 72,87 NOK, som er beregnet i kapittel 8, er utgangspunktet for analysen. Vi bruker to variabler for å se effekten på aksjekursen. WACC justeres 0,5% for hvert nivå. Terminalveksten justeres 0,02% for hvert nivå. Tall i NOK.

I tabell 24 blir det observert at aksjekursen er mer sensitiv mot endringer i WACC enn endringer i terminalvekst. Ved en redusert WACC på 1% vil aksjekursen øke med 31% fra 72,87 NOK til 95,43 NOK. Hvis terminalvekst endres til 1,6% vil aksjekursen reduseres med 13,3% fra 72,87 NOK til 63,17 NOK. Verdsettelsen fremtrer som sensitiv mot endringer i begge variablene, da en endring på 1% og 0,4% i variablene utgjør en betydelig differanse på aksjekursen. Når det er sagt, er det viktig å merke seg at det finnes svakheter knyttet til en slik sensitivitetsanalyse. Det kan diskuteres hvorvidt analysen gir oss et realistisk bilde, da det i virkeligheten ikke bare skjer endringer i én variabel av gangen. Med denne innsikten mener vi likevel at analysen gir oss nyttig innblikk i hvordan variablene WACC og terminal vekst påvirker den estimerte aksjekursen.

11. Relativ verdsettelse

I dette kapittelet skal vi estimere en aksjekurs for Lerøy ved hjelp av multiplikatorene P/E, P/B, EV/EBITDA og EBIT/KG. I kapittel 5 tok vi for oss et bransjeutvalg bestående av Grieg, Mowi, NRS og SalMar som våre sammenlignbare selskap. Disse videreføres ved beregning av ovennevnte multipler. Ettersom priser, slaktevolum, bokført verdi og overskudd varierer fra kvartal til kvartal, vil gjennomsnittet de siste fire kvartalene brukes ved beregning av multiplikatorene.

11.1 P/E-multiplikator

Tabell 25 viser P/E verdien til selskapene med et gjennomsnitt på 33. Lerøys P/E verdi er på 29,2. Det kan antyde at selskapet er underpriset i forhold til de sammenlignbare selskapene.

Tabell 25: P/E-multiplikator

NOK	Lerøy	Grieg Seafood	Mowi	Norway Royal Salmon	SalMar	Gj.snitt
Aksjekurs	72,1	86,0	212,3	211,0	580,6	
Resultat per aksje	2,5	-2,3	2,3	4,3	17,5	
P/E	29,2	-37,4	90,7	49,4	33,1	33,0

Tabellen viser P/E for Lerøy og de sammenlignbare selskapene. Aksjekursen i første rad er fra 18.03.2021 for alle selskapene. Resultat per aksje er beregnet basert på summen av EPS de siste fire kvartalene. I siste kolonne har vi beregnet gjennomsnittet av P/E for de sammenlignbare selskapene. Dette gir en indikasjon på hvordan Lerøy sin P/E ligger i forhold til bransjen. Dette er viktig for å kunne vurdere om P/E multiplikatoren til Lerøy er god.

Vi multipliserer selskapenes gjennomsnittlig P/E verdi med Lerøys resultat per aksje, for å estimere aksjekursen til Lerøy. Estimeringen av aksjekursen blir dermed:

Formel 14: Aksjekurs med P/E-multiplikator

$$\text{Aksjekurs} = \frac{P}{E} \times \text{Resultat per aksje} = 33,02 \times 2,47 \text{ NOK} = 81,55 \text{ NOK}$$

11.2 P/B-multiplikator

Tabell 26 viser en gjennomsnittlig P/B verdi til selskapene på 2,5. Lerøys P/B verdi er 2,4, som indikerer at selskapet er underpriset i forhold til de sammenlignbare selskapene. En lavere P/B indikerer også at investorene kan ha mindre tro på Lerøy og hvilke kontantstrømmer de kan generere.

Tabell 26: P/B-multiplikator

mrdNOK	Lerøy	Grieg Seafood	Mowi	Norway Royal Salmon	SalMar	Gj. snitt
Aksjekurs i kr NOK	72,08	85,95	212,30	211	580,60	
Antall utestående aksjer	595 773 680	113 477 042	517 11 091	43 572 191	113 299 999	
Sum eiendeler	30,2	10,7	59,5	5 814,7	21,0	
Sum forpliktelser	12,5	6,3	14,8	2 294,8	5,1	
Bokverdi per aksje	29,6	38,9	82,3	133,4	149	
P/B	2,4	2,2	2,5	1,6	3,9	2,5

Tabellen viser P/B for Lerøy og de sammenlignbare selskapene. Aksjekursen i første rad er fra 18.03.2021 for alle selskapene. Antall utestående aksjer er hentet fra kvartals- og årsrapportene til selskapene, samt Oslo Børs sin hjemmeside for sammenligning. Sum eiendeler og forpliktelser er også hentet fra rapportene til selskapet og er tall hentet fra det siste fulle regnskapsåret, altså 2020. I Siste kolonne er gjennomsnittlig P/B for bransjen beregnet for å kunne sammenligne Lerøy med bransjen.

Vi multipliserer selskapenes gjennomsnittlige P/B verdi med Lerøys bokførte verdi per aksje for å estimere aksjekursen. Estimeringen av aksjekursen blir dermed:

Formel 15: Aksjekurs med P/B-multiplikator

$$\text{Aksjekurs} = \frac{P}{B} \times \text{Bokverdi per aksje} = 2,52 \times 29,60 \text{ NOK} = 74,49 \text{ NOK}$$

11.3 EV/EBITDA-multiplikator

I tabell 27 kan vi se at Lerøy har en EV/EBITDA- multiplikator på 13,8 som er noe lavere enn de sammenlignbare selskapene, hvor gjennomsnittet er på 18,3.

Tabell 27: EV/EBITDA-multiplikator

mrdNOK	Lerøy	Grieg Seafood	Mowi	Norway Royal Salmon	SalMar	Gj. snitt
Antall utestående aksjer	595 773 680	113 477 020	517 11 091	43 572 191	113 299 999	
Konsernverdi, EV	58,4	16,3	135,5	9,2	70,0	
EBITDA	3,1	0,6	5,1	0,4	3,8	
EV/EBITDA	13,8	16,2	21,4	22,9	17,2	18,3

Tabellen viser EV/EBITDA for Lerøy og de sammenlignbare selskapene. Antall utestående aksjer er hentet fra kvartals- og årsrapportene til selskapene, samt Oslo Børs sin hjemmeside for sammenligning. Konsernverdien er beregnet på bakgrunn av sysselsatt kapital og driftsresultatet før avskrivninger. Dette er tall hentet fra rapportene til selskapene for det siste fulle regnskapsåret, nemlig 2020. For å kunne sammenligne denne multiplikatoren med bransjen har vi tatt gjennomsnittet av EV/EBITDA.

Dette kan indikere at Lerøy er underpriset i forhold til sine konkurrenter, hvor denne multiplikatoren gir en aksjekurs på 89,58 NOK. Grunnen til dette kan være at gjennomsnittet

på 18,3 som inkluderer EV/EBITDA verdier for Mowi og Norway Royal Salmon på 21,4 og 22,9, ikke er tilstrekkelig. Beregningen er gjort som følger:

Formel 16: Aksjekurs med EV/EBITDA-multiplikator

$$\text{Aksjekurs} = \frac{\left(\frac{\text{EV}}{\text{EBITDA}} \times \text{EBITDA}\right) - \text{Netto rentebærende gjeld}}{\text{Antall utestående aksjer}} = \frac{(18,3 \times 3\,108\,795\,000) - 3\,520\,768\,000}{595\,773\,680} = 89,58 \text{ NOK}$$

11.4 EBIT/KG-multiplikator

Tabell 28 viser at Lerøy har en høyere EBIT/KG i forhold til gjennomsnittet, det indikerer at selskapet genererer mer profitt per slaktet laks. En høyere EBIT/KG ratio enn gjennomsnittet gir en indikasjon på at selskapet klarer seg bedre i nedgangstider.

Tabell 28: EBIT/KG-multiplikator

mrdNOK	Lerøy	Grieg Seafood	Mowi	Norway Royal Salmon	SalMar	Gj. snitt
EBIT	1,9	0,2	1,9	0,3	3,0	
Antall tonn laks	170 849	71 142	440 000	30 509	161 500	
EBIT/KG	11,4	3,3	4,2	9,9	18,6	9,5

Tabellen viser EBIT/KG for Lerøy og de sammenlignbare selskapene. EBIT er hentet fra kvartals- og årsrapportene til selskapene, og er driftsresultat fra det siste fulle regnskapsåret, dvs 2020. Samme tidsperiode er lagt til grunn for antall tonn slaktet laks. I Siste kolonne har vi beregnet et gjennomsnitt på EBIT/KG. Dette for å sammenligne Lerøy med gjennomsnittet i bransjen.

11.5 Oppsummering av relativ verdsettelse

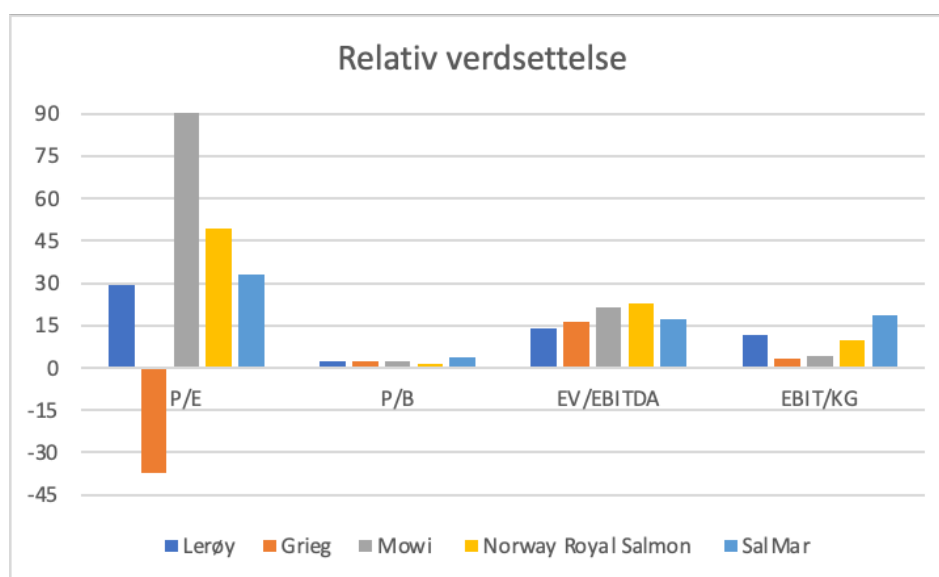
Vi har beregnet tre ulike aksjekurser for Lerøy ved hjelp av P/E, P/B og EV/EBITDA - multiplikatorene. Hvor vi har belyst at Lerøy genererer mer profitt per kg enn bransjegjennomsnittet. De ulike multiplikatorene er vektet like mye.

Tabell 29: Gjennomsnittlig kursmål

	Kursmål
P/E	81,56
P/B	74,50
EV/EBITDA	89,60
Gjennomsnitt	81,88

Tabellen oppsummerer resultatene fra kapittel 11.1-11.3. Her har vi lagt til grunn P/E, P/B og EV/EBITDA ved beregningen av et gjennomsnittlig kursmål for Lerøy. Dette vil videre bli brukt til å vekte det endelige verdiestimatet.

I tabell 29 kan vi se at lavest estimering av Lerøy ble ved P/B- multiplikatoren på 74,50 NOK, og høyest estimering ble ved EV/EBITDA- multiplikatoren på 89,60 NOK. Ved bruk av alle multiplikatorene får vi et gjennomsnitt på 81,88 NOK. På bakgrunn av at vi fikk en EBIT/KG multiplikator for Lerøy som ikke avviker stort fra gjennomsnittet, velger vi å ikke justere aksjekursen til denne multiplikatoren.



Figur 22: Oppsummering av multiplikatorene

Figuren viser en oppsummering av multiplikatorene P/E, P/B, EV/EBITDA og EBIT/KG. Y-aksen representerer pris. X-aksen representerer Lerøy (mørkeblå), Grieg (oransje), Mowi (grå) NRS (gul) og SalMar (lyseblå). Figuren er basert på resultater fra kapittel 11.

12. Verdiestimat

I oppgaven har vi utført en verdsettelse av Lerøy gjennom en fundamental verdsettelse og en relativ verdsettelse. I dette kapitlet besvarer vi problemstillingen, ved å finne verdien av Lerøy per 18. mars 2021.

Den fundamentale verdsettelsen er mer tidkrevende, og gir et grundig og pålitelig estimat. Vi velger derfor å vektlegge den fundamentale verdsettelsen mer enn den relative verdsettelsen, for å finne den endelige aksjeverdien. I tabell 30 kan vi se at den fundamentale verdsettelsen har verdivurdert en aksjeverdi til Lerøy på 72,87 NOK. Den relative verdsettelsen har verdivurdert en aksjeverdi til Lerøy på 81,88 NOK. Ved å vekte DCF analysen $\frac{2}{3}$ og den relative verdsettelsen $\frac{1}{3}$ blir den endelige aksjeverdien på 75,87 NOK.

Tabell 30: Endelig aksjeverdi

	Kontantstrømmodellen DCF	Relativ verdsettelse
Aksjeverdi	72,87 NOK	81,88 NOK
Vekting	$\frac{2}{3}$	$\frac{1}{3}$
Endelig aksjeverdi	75,87 NOK	

Tabellen viser endelig aksjeverdi for Lerøy, basert på resultatene fra kapittel 9 og 11. Aksjeverdiene i første rad er beregnet ved hjelp av diskontert kontantstrøm modell (fundamental verdsettelse) og relativ verdsettelse. På grunn av forutsetningen om at kontantstrømmen gir et mer grundig estimat, er den vektet $\frac{2}{3}$. Med denne vektingen får vi en aksjeverdi på 75,87 NOK.

13. Konklusjon

Formålet med oppgaven vår var å estimere verdien til Lerøy, med følgende problemstillingen, konkretisert som: “Hva er verdien av Lerøy per 18. mars 2021”. Utredningen bygger på en fundamental verdsettelse med neddiskontering av fremtidige kontantstrømmer, supplert med en relativ verdsettelse. Vi innledet med en strategisk analyse, for å kartlegge de makroøkonomiske variablene som kan ha sin innvirkning på selskapet. Her ble det avdekket at de biologiske utfordringene og konsesjonssystemet i Norge har hatt størst innvirkning på variablene i verdsettelsen. Det vil være viktig for Lerøy å løse disse utfordringene for videre vekst og økt konkurransefortrinn.

I den fundamentale verdsettelsen kom vi frem til en aksjeverdi per 18. mars 2021 på 72,87 NOK. Denne verdien er beregnet på bakgrunn av neddiskontering av forventede fremtidige kontantstrømmer med et avkastningskrav på 6,32% og en markedsverdi av egenkapitalen på 42,9 mrdNOK. I sensitivitetsanalysen ble det avdekket at aksjekursen er mer sensitivt mot en endring i WACC enn en endring i terminal vekst. Samtidig er det viktig å merke seg at analysen kan gi et feilaktig bilde, da det i virkeligheten ikke bare skjer endringer i én variabel av gangen. For å sammenligne og kontrollere vårt estimat har vi supplert med en relativ verdsettelse i form av multiplikatorene P/E, P/B, EV/EBITDA og EBIT/KG. I den relative verdsettelsen kom vi frem til en aksjeverdi på 81,88 NOK.

Verdsettelsen av Lerøy består av flere variabler knyttet til forutsetninger om oppdrettsnæringens fremtid. Dermed er det rom for andre vurderinger enn det vi har kommet frem til. Mye av informasjonen er basert på Lerøys hjemmeside og rapporter. Det kan gi en mer subjektiv vinkling på selskapet, ettersom de har en tendens til å fremstille seg selv i et bedre lys. Videre har vi benyttet oss av teori og formler fra boken til Aswath Damodaran, *Investment Valuation*, i vår verdiestimering, ettersom vi har anvendt disse metodene i studieløpet vårt. Dette er fortsatt relevante og gode metoder å benytte. På en annen side kan andre nye og aktuelle metoder gi et annet verdiestimat enn det vi har kommet frem til her.

Gjennom betydelige RAS-investeringer er veksten til Lerøy lav. Det medfører at selskapet er priset betydelig mye lavere enn de sammenlignbare selskapene. Her er det store oppsidemuligheter basert på vår fundamentale- og relative verdsettelse av selskapet. Pareto kom med en ny sektorrappport 13. april 2021 hvor meglerhuset mente Lerøy fortsatt handles for

en rabatterte pris (Aker, 2021). Dette underbygger våre egne estimater og resultater. Sett i sammenheng med verdiestimatet i den relative verdsettelsen på 81,88 NOK og sektorrapporten til Pareto, kan det virke som at det er store oppsidemuligheter for Lerøy. Selv om den fundamentale verdsettelsen genererte en pris nærmere dagens markedsverdi må man ikke se bort ifra at selskapet fortsatt er underpriset. Ved å justere verdien med både den relative- og den fundamentale verdsettelsen får vi en estimert markedsverdi som er høyere enn verdien ved verdsettelsestidspunktet. Selv om denne aksje verdien ikke er mye høyere enn dagens pris, er Lerøy et interessant og innovativt selskap med stort potensiale. Dette kan tyde på at selskapet faktisk handles for en rabatterte pris i dag.

Per 18. mars 2021 var aksjekursen i markedet 72,08 NOK. Basert på en justering av verdiene i den fundamentale og relative verdsettelsen har vi kommet frem til en aksje verdi på 75,87 NOK. Dette tilsier at aksjen er underpriset, og vi gir en kjøpsanbefaling på Lerøy Seafood Group ASA.

Litteraturliste

Bøker

- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3 rd ed.) Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons
- Feldman, S. J. (2005). *Principles of Private Firm Valuation*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Incorporated. Hentet fra <https://www.arabictrader.com/cdn/application/2009/07/17/pdf/v202/2C9E4F61-8B98-C298-37B8-849678A3C674.pdf>
- Hoff, K. G. & Pedersen, A. O. (med Sanne, N.). (2015). *Grunnleggende regnskap 2: Analyse av finansregnskapet* (2. utg). Oslo: Universitetsforlaget.
- Hoff, K.G. & Helbæk, M. (med Bjørnenak, T.). (2015). *Økonomistyring 2: Driftsregnskap og budsjettering* (6. utgave). Oslo: Universitetsforlaget.
- Johnson, G., Whittington, R., Scholes, K., Angwing, D. & Patrick, R. (2017). *Exploring Strategy*, 11.utgave. Harlow: Pearson Education Limited.
- Kaldestad, Y. & Møller, B. (2015). *Verdivurdering: Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper* (3 utg). Bergen: Fagbokforlaget.
- Mowi ASA. (2020). *Salmon Farming Industry Handbook*. Hentet fra <https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2020/06/Mowi-Salmon-Farming-Industry-Handbook-2020.pdf>

Database

- SINTEF. (2021). *Om sintef*. Hentet 8.mai 2021 fra <https://www.sintef.no/om-sintef/>
- Snl. (2021). *Fiskeoppdrett*. Hentet 12.februar 2021 fra <https://snl.no/fiskeoppdrett>
- SSB. (2021). *03024: Eksport av oppalene lakse, etter varegruppe, statistikkvariabel og uke*. Hentet 18. februar 2021 fra <https://www.ssb.no/statbank/table/03024/chartViewLine/>

Thompson Reuters Corporation. (2021). *Debt & Credit*. Hentet 30.april 2021 fra <https://emea1.apps.cp.thomsonreuters.com/web/Apps/Corp/?s=4298294752&st=OAPermID&app=true#/Apps/SmartRatiosModel>

Nyhetsartikler og nettsider

Aker, S.N. (2021). *Pareto med ny sektorrappport*. Hentet 13.april 2021 fra: <https://finansavisen.no/nyheter/sjomat/2021/04/13/7655243/pareto-med-ny-sektorrappport-en-favoritt-og-tre-store-oppsidemuligheter>

DnB. (2021). *Renteswap*. Hentet 7.april 2021 fra <https://www.dnb.no/bedrift/markets/valuta-renter/valuta-og-rentesikring/merinfo/renteswap.html>

Docplayer. (2021). *Seistar holding AS - Brønnbåter og Bløggbåter*. Hentet 23.april 2021 fra <https://docplayer.me/169779561-Seistar-holding-as-bronnbater-og-bloggebater-tore-bakke.html>

Dyrevernalliansen. (12. Mars 2019). *Fakta om fiskeoppdrett og oppdrettsfisk*. <https://dyrevern.no/app/uploads/2020/02/fisk-faktaark.pdf>

e24. (2019, 7.januar). *Sjømatrådet: norsk laksenæring har tapt milliarder på utestengelsen fra Russland*. Hentet fra <https://e24.no/naeringsliv/i/9vrzM9/sjoematraadet-norsk-laksenaering-har-tapt-20-milliarder-paa-utestengelsen-fra-russland>

e24. (2020, 30.november). *Kraftig vekst i omstridt behandling av laks: – En dødsdom for rensefisken*. Hentet fra <https://e24.no/hav-og-sjoemat/i/oAKr7W/kraftig-vekst-i-omstridt-behandling-av-laks-en-doedsdom-for-rensefisken>

e24. (2021, 7. april). *Rekordhøyt laksesalg gir mindre inntekter: - Fantastisk at vi fortsatt kan produsere uten tap*. Hentet fra <https://e24.no/naeringsliv/i/7Kv82V/rekordhoeyt-laksesalg-gir-mindre-inntekter-fantastisk-at-vi-fortsatt-kan-produsere-uten-tap>

Finansdepartementet. (2020, 07.oktober). *Skattesatser 2021*. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatter-og-avgifter/skattesatser-2021/id2767458>

Fisk. (2019, 4. november). *Foreslår grunnrenteskatt på 40 prosent for havbruk*. Hentet fra <https://fisk.no/oppdrett/6806-foeslar-grunnrenteskatt-pa-40-prosent-for-havbruk>

Fiskeridirektoratet. (2021). *Rømmingsstatistikk*. Hentet 29.april 2021 fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tall-og-analyse/Roemningsstatistikk>

Havforskningsinstituttet. (2019, 9.desember). *Risikorapport norsk fiskeoppdrett 2019 - miljøeffekter av lakseoppdrett*. Henter fra <https://www.hi.no/hi/nettrapporter/fisken-og-havet-2019-5>

Intrafish. (2019b, 26.juni). *Nå kommer flere landbaserte matfiskanlegg i Norge*. Hentet fra <https://www.intrafish.no/nyheter/na-kommer-flere-landbaserte-matfiskanlegg-i-norge/2-1-624095>

Intrafish. (2019, 20.august). *Null lus, grønne anlegg og landanlegg - hva skjer med lakseprisen?* Hentet fra <https://www.intrafish.no/kommentarer/null-lus-gronne-lys-og-landanlegg-hva-skjer-da-med-lakseprisen-/2-1-657484>

Intrafish. (2021,19.februar). *Lerøy vurderer å bygge landbasert matfiskanlegg*. Hentet fra <https://www.intrafish.no/nyheter/leroy-vurderer-a-bygge-landbasert-matfiskanlegg/2-1-966112>

ilaks. (2021, 4.januar). *Rush etter landbaserte lakseanlegg: Myndighetene går glipp av milliardinntekter*. Hentet fra <https://ilaks.no/rush-etter-landbaserte-lakseanlegg-myndighetene-gar-glipp-av-milliardinntekter/>

IMF. (2021). *Real GDP Growth*. Hentet 10.april 2021 fra https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/WEOWORLD

Kontali. (2021). *Kontali*. Hentet 1. mai 2021 fra <https://www.kontali.no>

- Kyst. (2017, 16.oktober). *Lerøy sin storinvestering i Fitjar - gir 25 nye arbeidsplasser*. Hentet fra <https://www.kyst.no/article/leroey-sin-storinvestering-i-fitjar-gir-25-nye-arbeidsplasser/>
- Kyst. (2018, 17.mars). *Doktorgrad: plantebasert før og dårlig vannkvalitet kan skape helseutfordringer for oppdrettsfisk*. Hentet fra <https://www.kyst.no/article/doktorgrad-plantebasert-for-og-daarlig-vannkvalitet-kan-skape-helseutfordringer-for-oppdrettsfisk/>
- Kyst. (2020, 17.september). *Hvordan har det egentlig gått for havbruksnæringen*. Hentet fra <https://www.kyst.no/article/hvordan-har-det-egentlig-gaatt-for-havbruksnaeringen/>
- Kyst. (2021, 19. Februar). *Nå vil Lerøy bygge nytt landbasert anlegg for en milliard*. Hentet fra <https://www.kyst.no/article/naa-vil-leroy-bygge-nytt-landbasert-anlegg-for-en-milliard/>
- Lerøy Seafood Group ASA. (2021a). *Om oss*. Hentet 19.mars 2021 fra <https://www.leroyseafood.com/no/om-leroy/om-oss/>
- Lerøy Seafood Group ASA. (2021b). *Årsrapport 2019 - Styrets Beretning*. Hentet 19.mars 2021 fra <https://www.leroyseafood.com/no/investor/rapporter-og-webcast/arsrapport-2019/finansiell-informasjon/styrets-beretning/>
- Lerøy Seafood Group ASA (2021c). *Ocean Forest - et hav av muligheter*. Hentet 19.mars 2021 fra https://www.leroyseafood.com/no/smakfullsjomat/miljo_og_samfunn/oceanforest/
- Lerøy Seafood Group ASA. (2021d). *Lerøy Seafood Group ASA: Foreløpige finansielle tall 2020*. Hentet 19.mars 2021 fra <https://www.globenewswire.com/news-release/2021/02/19/2178621/0/no/Lerøy-Seafood-Group-ASA-Foreløpige-finansielle-tall-2020.html>
- Lerøy Seafood Group ASA. (2021e). *Studenter og nyutdannede*. Hentet 26.mars 2021 fra <https://www.leroyseafood.com/no/karriere/studenter-og-nyutdannede/>

Lerøy Seafood Group ASA. (2021f). *Preline*. Hentet 26.mars fra

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

Lerøy. Seafood Group ASA (2021g). *Største aksjonærer*. Hentet 20.mars fra

<https://www.leroyseafood.com/no/investor/aksjen/storste-aksjonarer/>

Lerøy Seafood Group ASA. (2021h). *Slik fores laksen vår*. Hentet 3. april fra

https://www.leroyseafood.com/no/smakfull-sjomat/miljo_og_samfunn/slik-fores-laksen-var/

Norges Bank. (2021a). *Mål og virkemidler i pengepolitikken*. Hentet 18.mars fra

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

Norges Bank. (2021b). *Rentebeslutning mars 2021*. Hentet 18.mars fra

<https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Rentemoter/2021/mars-2021/>

Norges Bank. (2021c). *Statsobligasjoner årsgjennomsnitt*. Hentet 14.april fra

<https://www.norges-bank.no/tema/Statistikk/Rentestatistikk/Statsobligasjoner-Rente-Arsgjennomsnitt-av-daglige-noteringer/>

Norges sjømatråd (2020a, 07.januar). *Sjømateksport for 1073 milliarder kroner i 2019*.

Hentet fra <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/sjomateksport-for-1073-milliarder-kroner-i-2019>

Norges Sjømatråd. (2020b, 25.juni) *Koronavirusets konsekvenser for norsk sjømateksport*.

Hentet fra <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/koronavirusets-konsekvenser-for-norsk-somateksport/>

NOU 2019: 18 (2019). *Skattlegging av havbruksvirksomhet*. Hentet fra

<https://www.regjeringen.no/contentassets/207ae51e0f6a44b6b65a2cec192105ed/no/pdfs/nou201920190018000dddpdfs.pdf>

Nrk (2019, 03.april). *vil femdoble sjømatnæringen - prislappen på 5 milliarder*. Hentet fra

<https://www.nrk.no/trondelag/sjomat-norge-onsker-a-femdoble-sjomatnaeringen--vil-koste-500-milliarder-1.14501218>

Preline. (2021). *Preline Fishfarming system*. Hentet 27.mars 2021 fra

<http://www.preline.no/extended-smolt-farm/konseptet>

PwC. (2020). *Sjømatbarometeret 2021*. Hentet 13.februar 2021 fra

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

Regjeringen. (2013). *Meld. St. 22 (2012–2013): Verdens fremste sjømatnasjon*. Hentet 29.

mars fra <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/meld-st-22-20122013/id718631/sec11>

Royeforum. (2021). RAS. Hentet 21. April 2021 fra <https://royeforum.no/oppdrett/ras/>

Salmar. (2021). *Historie*. Hentet 22.mars 2021 fra

https://www.salmar.no/historie/?fbclid=IwAR1wpskN2ay6j2B12LnsaAbEnLrySkCaDnwRTV-7ZQX2_UJZogzzC7sEXOw

Seafood Danmark. (2021). *Seafood Danmark A/S*. Hentet 18.mars 2021 fra

<https://seafooddanmark.dk>

Thomson Reuters Corporation. (2013). *Thomson Reuters starmine quantitative models*. Hentet 25.april 2021 fra

https://economia.uniroma2.it/public/finance/files/StarMine_Credit_Risk_Models%5B1%5D.pdf

Visma. (2021). *Likviditetsgrad 1*. Hentet 27.mars fra [https://help.visma.net/no_no/financial-](https://help.visma.net/no_no/financial-overview/content/online-help/kpi-current-ratio.htm)

[overview/content/online-help/kpi-current-ratio.htm](https://help.visma.net/no_no/financial-overview/content/online-help/kpi-current-ratio.htm)

Rapporter

Grieg Seafood ASA. (2016). *Annual Report 2015*. Hentet fra

<https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/2a83eade66055d93f36efd631e71206246813b59.pdf>

Grieg Seafood ASA. (2017). *Annual Report 2016*. Hentet fra

<https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/5acb9443fb27d4505528c92fbacf886a3cc4cdfc.pdf>

Grieg Seafood ASA. (2018). *Annual Report 2017*. Hentet fra

<https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/b7a1b2b2087990f7f17d0cf87455ce5318e75290.pdf>

Grieg Seafood ASA. (2019). *Rooted In Nature Annual Report 2018*. Hentet fra

<https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/5bdf99b39fafa4acd0594e787cc03e86612971eb.pdf>

Grieg Seafood ASA. (2020). *Passion For Improvement Annual Report 2019*. Hentet fra

<https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/f02f99493b5af629a2c5857171a75c60c2633117.pdf>

Grieg Seafood ASA. (2021). *Annual Report 2020*. Hentet fra

<https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/d2f76e0498525c2b0d07831dec33f4d2ed5547ed.pdf>

Lerøy Seafood Group ASA. (2016). *Årsrapport 2015*. Hentet fra

<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport2015.pdf>

Lerøy Seafood Group ASA. (2017). *Årsrapport 2016*. Hentet fra

<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport-2016>

Lerøy Seafood Group ASA. (2018). *Årsrapport 2017*. Hentet fra

<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport-2017>

Lerøy Seafood Group ASA. (2019). *Årsrapport 2018*. Hentet fra

<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport-2018>

Lerøy Seafood Group ASA. (2020a). *Årsrapport 2019*. Hentet fra

<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/arsrapporter/leroy-arsrapport-2019.pdf>

Lerøy Seafood Group ASA. (2020b). *Bærekraftrapport 2019*. Hentet fra

<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/english/reports/sustainability-reports/sustainability-report-2019>

Lerøy Seafood Group ASA. (2020c). *Delårsrapport Q1 2020*. Hentet fra

<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/kvartalsrapporter/q1-2020-rapport.pdf>

Lerøy Seafood Group ASA. (2020c). *Delårsrapport Q2 2020*. Hentet fra

<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/english/reports/quarterly-reports/q2-2020-report-2.pdf>

Lerøy Seafood Group ASA. (2020). *Delårsrapport Q3 2020*. Hentet fra

<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/kvartalsrapporter/q3-2020-rapport.pdf>

Lerøy Seafood Group ASA. (2021i). *Delårsrapport Q4 2020*. Hentet fra

<https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/kvartalsrapporter/q4-2020-rapport.pdf>

- Lerøy Seafood Group ASA. (2021j). *Årsrapport 2020*. Hentet fra <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport-2020.pdf>
- Mowi ASA. (2016). *Integrated Annual Report 2015*. Hentet fra <http://hugin.info/209/R/1999866/737534.pdf>
- Mowi ASA. (2017). *Integrated Annual Report 2016*. Hentet fra <http://hugin.info/209/R/2094101/791700.pdf>
- Mowi ASA. (2018). *Integrated Annual Report 2017*. Hentet fra <http://hugin.info/209/R/2177429/840178.pdf>
- Mowi ASA. (2019). *Integrated Annual Report 2018*. Hentet fra <http://hugin.info/209/R/2239765/882920.pdf>
- Mowi ASA. (2020). *Integrated Annual Report 2019*. Hentet fra https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2020/03/Mowi_Annual_Report_2019.pdf
- Mowi ASA. (2021). *Integrated Annual Report 2020*. Hentet fra https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2021/03/Mowi_Integrated_Annual_Report_2020.pdf
- Norway Royal Salmon. (2016). *Annual Report 2015*. Hentet fra http://norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS_AnnualReport2016.pdf
- Norway Royal Salmon. (2017). *Annual Report 2016*. Hentet fra http://norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS_AnnualReport2016.pdf
- Norway Royal Salmon. (2018). *Annual Report 2017*. Hentet fra http://norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS_AnnualReport_2017.pdf

Norway Royal Salmon. (2019). *Annual Report 2018*. Hentet fra <http://norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS%20Annual%20Report%202018.pdf>

Norway Royal Salmon. (2020). *Annual Report 2019*. Hentet fra http://norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS_2019_Annual_report_siste_EN.pdf

Norway Royal Salmon. (2021). *Annual Report 2020*. Hentet fra <http://norwayroyalsalmon.com/files/9/NRS%20Annual%20report%202020.pdf>

Salmar ASA. (2016). *Annual Report 2015*. Hentet fra <https://hugin.info/138695/R/2008391/742845.pdf>

Salmar ASA. (2017). *Annual Report 2016*. Hentet fra <https://hugin.info/138695/R/2099113/799618.pdf>

Salmar ASA. (2018). *We have brought the salmon back to the ocean Annual Report 2017*. Hentet fra <https://hugin.info/138695/R/2188425/846513.pdf>

Salmar ASA. (2019). *Annual Report 2018*. Hentet fra <https://hugin.info/138695/R/2242726/885263.pdf>

Salmar ASA. (2020). *Annual Report 2019*. Hentet fra <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/74e5d277-5302-41ee-af23-4a7785858807>

Salmar ASA. (2021). *Annual Report 2020*. Hentet fra <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/3a869ed4-be25-4ad7-b1c1-39e901bb207f>

PwC. (2020). *Risikopremien i det norske markedet*. Hentet 14.april 2021 fra <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2020.pdf>

Vedlegg

Vedlegg 1 - Altman Z-Score

ALTMAN Z-SCORE	
Working Capital	7 192 364
Total Assets	30 163 099
A =	0,29
Retained Earnings	11 919 158
Total Assets	30 163 099
B=	0,55
EBIT	2 199 880
Total Assets	30 163 099
C =	0,24
Market cap	42 927 509
Total Liabilities	12 530 330
D =	2,06
Total Sales	19 959 652
Total Assets	30 163 099
E =	0,66
Sum	3,80