



Universitetet  
i Stavanger

**HANDELSHØGSKOLEN VED UIS  
BACHELOROPPGAVE**

STUDIUM:

Økonomi & administrasjon

OPPGAVEN ER SKREVET INNEN FØLGENDE  
TEMATISKE RETNING:

Regnskap og finans

ER OPPGAVEN KONFIDENSIELL?

Nei

TITTEL:

Verdsettelse av Lerøy Seafood Group ASA

ENGELSK TITTEL:

Valuation of Lerøy Seafood Group ASA

FORFATTERE (**NB!** maks tre studenter pr oppgave):

Kandidatnr:

2126

.....

2251

.....

Navn:

Martin Fuglestad Bøe

.....

Amanda Sami

.....

VEILEDER:

Tom Sanne

## Forord

Denne bacheloroppgaven markerer avslutningen på vår bachelorgrad innen økonomi og administrasjon ved Handelshøgskolen på Universitetet i Stavanger. Temaet som vi har valgt å fordype oss i, er regnskap og finans. Dette temaet plukker opp mye av det vi har lært gjennom studieløpet. Vi valgte dette temaet fordi det gir oss en grundig forståelse av hvordan ulike variabler både innad i selskapet og i makroøkonomien er med på å påvirke verdien av et selskap.

Selskapet som vi har valgt å verdsette er Lerøy Seafood Group ASA. Valget om selskap ble enkelt etter at nyheten om innføringen av grunnrenteskatt. Vi ønsket å se på hvordan denne ville påvirke Lerøy sin operasjonelle drift, og hvordan denne påvirker aksjeprisen. Den første tanken er at grunnrenteskatten kun vil påvirke overskuddet, men det er langt ifra det eneste som skjer, og det er dette vi har fått et innblikk i. I tillegg har laksenæringen de siste årene begynt å nærme seg en maksimal produksjon, og vi ville også se på hvordan dette kom til å påvirke Lerøy sin lønnsomhet videre.

Avslutningsvis vil vi takke vår veileder Tom Sanne som har kommet med gode, konstruktive tilbakemeldinger og som har vært tilgjengelig for spørsmål når vi har møtt på utfordringer underveis.



Martin Fuglestad Bøe



Amanda Sami

## Sammendrag

Formålet med denne bacheloroppgaven er å svare på problemstillingen; «Hva er verdien av Lerøy Seafood Group ASA per 25.04.2023?». Med andre ord, har vi estimert en aksjepris til Lerøy, og som derav skal gi kjøps- eller salgsanbefaling av aksjene til selskapet.

Vi har i denne oppgaven utført en fundamental og relativ verdsettelse av Lerøy Seafood Group ASA. Vi har også gjennomført en regnskapsanalyse for å kunne sammenligne Lerøy sin økonomiske situasjon i forhold til de utvalgte konkurrentene. I den fundamentale verdsettelsen, har vi først og fremst gjennomført en strategisk analyse for å se på de makroøkonomiske omgivelsene. Funnene fra den strategiske analysen ble brukt i estimeringen av de fremtidige kontantstrømmene til Lerøy de neste 6 årene (5 år + en terminalverdi som skal gjelde for alltid). Terminalverdien som ble estimert, tar utgangspunkt i kontantstrømmen i år 5. Resultatet fra regresjonsanalysen som ble utført i Excel, ga oss en beta på 1,06. Vi valgte deretter å justere beta da beregningene en gjør er tidsspesifikke; En bruker en gitt periode som danner grunnlaget for beta og dette gir stor usikkerhet rundt estimatet. For å neddiskontere de fremtidige kontantstrømmene til Lerøy for de neste 6 årene, brukte vi WACC som avkastningskrav. Avkastningskravet som vi kom frem til var 7,50%. I terminalverdi-beregningen, brukte vi en vekstrate på 2%. Den fundamentale verdsettelsen resulterte i en aksjepris på 64,90 NOK

De fremtidige kontantstrømmene som vi har estimert i den fundamentale verdsettelsen, består av ulike variabler som er basert på ulike forutsetninger og antakelser. En feilvurdering av de ulike variablene kan gi store utslag i verdiestimeringen av Lerøy. Derfor har vi foretatt en sensitivitetsanalyse som tar for seg endringer i noen av disse variablene, som produksjonsvolum, laksepris, terminalvekst, WACC og skattesatsen.

Etter sensitivitetsanalysen, foretok vi en relativ verdsettelse som skulle støtte opp under resultatet som kom fra den fundamentale verdsettelsen. Den relative verdsettelsen resulterte i en aksjepris på 72,32 NOK.

Den endelige aksjeprisen som vi endte opp med for Lerøy var 67,37 NOK. Aksjeprisen til Lerøy per 25 april 2023 var 55,00 NOK. På bakgrunn av dette, gir vi en kjøpsanbefaling av aksjene til Lerøy.

# Innholdsfortegnelse

Forord.....	II
Sammendrag.....	III
Figur-, tabell- og formelliste .....	IX
1. Innledning.....	1
1.1    Valg av oppgave.....	1
1.2    Problemstilling .....	1
1.3    Avgrensning .....	1
2. Fiskeoppdrettsnæringen .....	2
2.1 Etterspørsel etter laks .....	2
2.2 Tilbud av laks .....	3
2.3 Utfordringer i bransjen .....	3
2.4 Produksjonsmetode .....	4
2.5 Fremtidsutsikter.....	5
3. Lerøy Seafood Group ASA .....	6
3.1 Historie.....	6
3.2 Visjon og verdier.....	7
3.3 Eiere og selskapsstruktur.....	7
3.4 Verdikjede .....	7
3.5 Konkurrenter .....	8
4. Verdsettelsesteori .....	9
4.1 Diskontert fri kontantstrøm .....	9
4.2 Egenkapitalmetoden .....	10
4.2.2.1 Fri kontantstrøm til egenkapitalen.....	10
4.2.2.2 Avkastningskrav til egenkapitalen .....	11
4.2.2.3 Risikofrirente.....	11
4.2.2.4 Beta.....	12
4.2.2.5 Historisk beta.....	13

4.2.2.6 Fundamental beta .....	14
4.2.2.7 Markedets risikopremie.....	15
4.2.3 Totalkapitalmetoden.....	16
4.2.3.1 Kontantstrøm til total kapitalen.....	16
4.2.3.2 Avkastningskrav til total kapitalen.....	17
4.2.3.3 Gjeldskostnad.....	17
4.2.3.4 Terminalverdi .....	18
5. Relativ verdsettelse .....	19
5.1 P/E .....	19
5.2 P/B.....	20
5.3 EV/EBITDA.....	20
6. Valg av metode.....	21
7. Strategisk analyse.....	21
7.1 Ekstern analyse - PESTEL-analyse.....	21
7.1.2 Politiske og legale forhold.....	21
7.1.2.2 Skatt og avgift .....	22
7.1.2.3 Kvotesystem og konsesjoner.....	22
7.1.2.4 Handelshindringer og restriksjoner .....	23
7.1.3 Økonomiske forhold.....	24
7.1.3.1 Laksepris .....	24
7.1.3.2 Renter og valutakurser .....	25
7.1.3.3 Sosiokulturelle forhold.....	25
7.1.4 Teknologiske forhold .....	26
7.1.5 Miljømessige forhold .....	27
7.1.5.1 Bærekraftig produksjon.....	27
7.1.5.2 Maksimal tillatt biomasse.....	27
7.1.6 Oppsummering PESTEL.....	28
7.2 Ekstern analyse - Porter's Five Forces.....	28
7.2.1 Grad av rivalisering.....	29
7.2.2 Inngangsbarrierer .....	30
7.2.3 Faren for substitutter .....	30
7.2.4 Kjøpernes maktposisjon .....	32

7.2.5	Leverandørens maktposisjon .....	33
7.2.6	Oppsummering av Porter's five forces.....	33
7.3	Intern analyse - VRIO-modellen .....	34
7.3.1	Humankapital .....	34
7.3.2	Verdikjeden .....	35
7.3.3	Geografiske plasseringer .....	35
7.3.4	Teknologi og innovasjon.....	36
7.3.5	Produktbredde .....	37
7.3.6	Oppsummering av VRIO .....	38
7.4	SWOT-Analyse .....	38
8.	Regnskapsanalyse.....	39
8.1	Lønnsomhet.....	40
8.1.1	Totalkapitalrentabilitet .....	40
8.1.1	Egenkapitalrentabiliteten.....	41
8.1.2	Driftsmargin .....	42
8.2	Likviditet .....	43
8.2.1	Likviditetsgrad 1 .....	43
8.2.2	Likviditetsgrad 2 .....	44
8.3	Soliditet .....	45
8.3.1	Egenkapitalprosenten .....	45
8.4	Oppsummering av regnskapsanalysen .....	46
9.	Fremtidsprognose .....	47
9.1	Driftsinntekter .....	47
9.1.1	Produksjonsvolum.....	48
9.1.2	Laksepris .....	49
9.1.3	Oppsummering – Inntekter.....	49
9.2	Driftskostnader .....	51
9.2.1	Varekostnader.....	51
9.2.2	Lønnskostnader .....	52
9.2.3	Andre driftskostnader .....	53
9.3	Avskrivninger.....	54

9.4 Skattesats .....	55
9.5 Arbeidskapital .....	56
9.6 Investeringer.....	57
9.7 Oppsummering av fri kontantstrøm til total kapital .....	58
9.8 Terminalverdi .....	59
10. Avkastningskrav.....	59
10.1 Avkastningskrav til egenkapitalen .....	59
10.1.1 Risikofrirente.....	59
10.1.2 Egenkapitalbeta .....	60
10.1.3 Markedets risikopremie.....	61
10.1.4 Kapitalverdimodellen .....	62
10.2 Avkastningskrav til total kapital.....	62
10.2.1 Markedsverdi egenkapital .....	62
10.2.2 Markedsverdi gjeld.....	63
10.2.3 Egenkapitalkostnad .....	63
10.2.4 Gjeldskostnad .....	63
10.2.5 Selskapsskatt .....	63
10.2.6 WACC .....	63
11. Fundamental verdsettelse .....	64
12. Sensitivitetsanalyse .....	65
12.1 Laksepris og produksjonsvolum.....	66
12.2 WACC og terminalvekst .....	67
12.3 Skattesats.....	68
12.4 Oppsummering .....	68
13. Relativ verdsettelse .....	69
13.1 P/E .....	69
13.2 P/B.....	70
13.3 EV/EBITDA.....	70
13.4 Oppsummering .....	71
14. Verdiestimat .....	71

15. Konklusjon .....	72
16. Referanseliste .....	74



## Figur-, tabell- og formelliste

### Figurer

Figur 1: Laksens livssyklus .....	4
Figur 2: Lerøy sin helintegrerte verdikjede .....	8
Figur 3: Trafikklyssystemet .....	23
Figur 4: Relative priser .....	31
Figur 5: SWOT-analyse .....	39
Figur 6: Historiske driftsinntekter 2017-2022 .....	47

### Tabeller

Tabell 1: Effektivitet i oppdrett .....	3
Tabell 2: Børsverdi av Lerøy og de sammenlignbare selskapene .....	9
Tabell 3: Fri kontantstrøm til egenkapitalen .....	10
Tabell 4: Fri kontantstrøm til totalkapitalen .....	16
Tabell 5: Oppsummering – PESTEL-analyse .....	28
Tabell 6: Oppsummering av Porter´s five forces .....	34
Tabell 7: Oppsummering av VRIO-analyse .....	38
Tabell 8: Totalkapitalrentabilitet 2017-2021 .....	41
Tabell 9: Egenkapitalrentabilitet 2017-2021 .....	42
Tabell 10: Driftsmargin 2017-2021 .....	43
Tabell 11: Likviditetsgrad 1 2017-2021 .....	44
Tabell 12: Likviditetsgrad 2 2017-2021 .....	45
Tabell 13: Egenkapitalprosent 2017-2021 .....	46
Tabell 14: VAP-andel av inntekter .....	48
Tabell 15: Historisk produksjonsvolum .....	48
Tabell 16: Historiske laksepriser .....	49
Tabell 17: Fremtidsprognose av driftsinntekter - kun volum og pris .....	50
Tabell 18: Fremtidige driftsinntekter .....	50
Tabell 19: Historiske driftskostnader .....	51
Tabell 20: Historiske varekostnader .....	52
Tabell 21: Estimerte varekostnader .....	52
Tabell 22: Historiske lønnskostnader .....	53
Tabell 23: Estimerte lønnskostnader .....	53

Tabell 24: Historiske andre driftskostnader .....	54
Tabell 25: Estimerte andre driftskostnader .....	54
Tabell 26: Historiske avskrivninger .....	55
Tabell 27: Estimerte avskrivninger .....	55
Tabell 28: Historisk arbeidskapital .....	56
Tabell 29: Estimert arbeidskapital.....	57
Tabell 30: Historiske investeringer .....	57
Tabell 31: Estimerte investeringer .....	58
Tabell 32: Fri kontantstrøm til totalkapitalen.....	58
Tabell 33: Regresjonsbeta .....	60
Tabell 34: Estimert beta .....	61
Tabell 35: Markedsverdi egenkapital.....	62
Tabell 36: Fremtidig kontantstrøm til totalkapitalen.....	64
Tabell 37: Verdi av egenkapital .....	65
Tabell 38: Aksjepris i NOK .....	65
Tabell 39: Sensitivitetsanalyse - Produksjonsvolum og laksepris .....	66
Tabell 40: Sensitivitetsanalyse - Terminalvekst og WACC.....	67
Tabell 41: Sensitivitetsanalyse - Skattesats.....	68
Tabell 42: P/E og P/B.....	69
Tabell 43: EV/EBITDA .....	70
Tabell 44: Estimert aksjepris.....	72
Formler	
Formel 1: Nåverdi .....	10
Formel 2: CAPM (Kapitalverdimodellen) .....	11
Formel 3: Regresjonsbeta.....	13
Formel 4: Justert beta .....	14
Formel 5: Unlevered beta.....	15
Formel 6: Levered beta .....	15
Formel 7: Markedets risikopremie .....	16
Formel 8: WACC (Weighted Average Cost of Capital) .....	17
Formel 9: Gjeldskostnad .....	17
Formel 10: Terminalverdi .....	18
Formel 11: P/E-multiplikator .....	19

Formel 12: P/B-multiplikator .....	20
Formel 13: EV/EBITDA-multiplikator .....	20
Formel 14: Totalkapitalrentabilitet.....	40
Formel 15: Egenkapitalrentabilitet.....	42
Formel 16: Driftsmargin.....	42
Formel 17: Likviditetsgrad 1 .....	44
Formel 18: Likviditetsgrad 2.....	45
Formel 19: Egenkapitalprosenten.....	46
Formel 20: CapEx (Capital Expenditures) .....	57
Formel 21: Estimert avkastningskrav til egenkapitalen .....	62
Formel 22: Avkastningskrav til totalkapitalen .....	62
Formel 23: Estimert avkastningskrav til totalkapitalen.....	64
Formel 24: Nåverdi av terminalverdi .....	64
Formel 25: Aksjepris fra P/E-multiplikator .....	69
Formel 26: Aksjepris fra P/B-multiplikator .....	70
Formel 27: Aksjepris fra EV/EBITDA-multiplikator .....	71

# 1. Innledning

## 1.1 Valg av oppgave

Den tematiske retningen som vi har valgt å fordype oss i tar for seg en rekke tema som vi har lært i løpet av vår bachelorgrad i Økonomi & administrasjon her ved Handelshøgskolen på Universitetet i Stavanger. Flere av valgfagene vi hadde i 5 semester gikk ut på finans og verdsettelse, og dette var noe vi fant interessant og ville derfor fordype oss i nettopp dette.

Grunnrenteskatten har vært mye omtalt i mediene det siste året, spesielt de siste månedene, og derfor falt valget lett på hvilken bransje vi ville gå inn i. I tillegg visste vi at oppdrettsbransjen i Norge var viktig, men i løpet av oppgaven har vi sett hvor stor betydning faktisk har for verdiskapningen. Når vi hadde det klart for oss hvilken bransje vi ville gjøre et dypdykk i, valgte vi Lerøy Seafood Group ASA (Heretter omtalt som kun Lerøy) som selskap. Dette på bakgrunn av at Lerøy er et av verdens største oppdrettsselskaper.

## 1.2 Problemstilling

Formålet med denne oppgaven er å estimere aksjeprisen til Lerøy ved hjelp av ulike metoder fra verdsettelsesteori. Formålet er at vi i slutten av denne oppgaven skal kunne gi en kjøps- eller salgsanbefaling på bakgrunn av funnene vi har gjort i oppgaven.

Verdsettelsesdatoen for oppgaven er 25.april, og vi vil ikke hente inn mer informasjon etter dette tidspunktet.

## 1.3 Avgrensning

Vi vil i denne oppgaven ikke skille mellom laks og ørret. Det kommer av at begge tilhører samme laksefamilie og deler store likheter. Vi vil derfor i oppgaven omtale artene som laks, med mindre annet er opplyst.

## 2. Fiskeoppdrettsnæringen

I 2022 eksporterte Norge 2,9 millioner tonn fisk til en verdi av 151,4 mrdNOK. Dette tilsvarer omtrent 40 millioner måltider hver eneste dag. Av denne andelen stod laks for 70% av verdiskapningen. Dette er en økning på 25% fra rekordåret i fjor. Med andre ord er fiskeoppdrettsnæringen en utrolig viktig kilde for verdiskapningen i Norge. Selv om dette tilsynelatende høres bra ut, er det kun verdien som har økt, ikke selve eksportvolumet. Som følge av krigen i Ukraina, varierende energipriser, høy inflasjon og svak krone, har dette ført til at selskaper generelt har sett seg nødt til å ta høyere priser, og det er derfor verdien har økt selv om eksportvolumet ikke har økt (Norges Sjømatråd, 2023).

### 2.1 Etterspørsel etter laks

Laks er en proteinrik kilde som inneholder en rekke ulike mineraler og vitaminer.

Etterspørselen etter laks er et mye drevet av makrotrender; Fokuset på sunnere kosthold og bærekraftige matkilder gjør at laks blir etterspurt i større grad. Laks er en råvare som kan serveres på en rekke ulike måter, og kan derfor nå flere ulike målgrupper. Fokuset på et sunt kosthold, fra både befolkningen og helsedirektorat, gjør laks til en etterspurt kilde (Mowi, 2022, s.19-20).

Ifølge SINTEF, har oppdrettslaks det laveste karbonavtrykket i forhold til alternative proteinkilder som kylling, svin og storfe. Som en kan se i tabellen under, har oppdrettslaksen et karbonavtrykk på 5,1 kg per kg spiselig kjøtt. Sammenligner vi med, for eksempel, storfe som har et karbonavtrykk på 39 kg per kg spiselig kjøtt, er dette betydelig mindre. Med andre ord, har en som forbruker muligheten til å redusere sitt personlige klimautslipp betraktelig dersom en bytter ut rødt kjøtt med sjømat. Som en også kan lese fra tabellen under, trenger oppdrettslaks langt mindre vann per kg spiselig kjøtt. Ferskvann er en begrenset naturressurs og dersom vi som mennesker spiser mer fisk, kan vi begrense bruken av denne ressursen (Mowi, 2022, s.23).



Carbon Footprint				
Kg CO <sub>2</sub> / Kg edible meat	5.1 kg	8.4 kg	12.2 kg	39.0 kg
Water consumption				
Litre / Kg edible meat	2,000*	4,300	6,000	15,400

Tabell 1: Effektivitet i oppdrett

Tabellen viser kilogram CO<sub>2</sub>-utslipp for fisk, kylling, svin og storfe per kilogram spisbart kjøtt. Tabellen er hentet fra Mowi sin Salmon Industry Handbook 2022. \*Viser vannavtrykket for høstet laks i Skottland relativt til vekt og innhold av proteiner, kalorier og fett (Mowi, 2022, s.23)

## 2.2 Tilbud av laks

Tilbudet av laks har hatt en årlig vekst på 4% fra 2012 til 2021. Kontali Analyse forventer at tilbudet vil fortsette på samme trend om en årlig vekst på 4% fra 2021 til 2026.

Bakgrunnen for dette, er at oppdrettsbransjen nærmer seg maksproduksjon på grunn av biologiske begrensninger. Veksten i bransjen blir derfor nødt til å hovedsakelig basere seg på å effektivisere driften gjennom ny teknologi og teknikker for å utvinne laksen. Skal dette være mulig, blir en også kanskje nødt til å endre politiske reguleringer (Mowi, 2022, s.27).

## 2.3 Utfordringer i bransjen

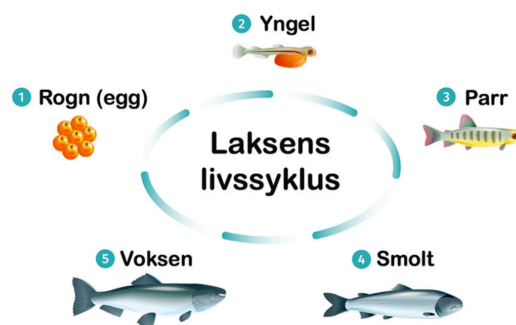
Oppdrettsnæringen nærmer seg maks produksjon med den teknologien som finnes i dag. For å nå fremtidig mål om økt produksjon kreves det derfor investering i ny teknologi og måter til å øke produksjonen. Oppdrettsnæringen blir kritisert av miljø og dyrevernorganisasjoner og kritiserer dem på grunn av den høye fiskedødeligheten. I Norge er lakselus og rømming de største miljøutfordringene. Lusen setter seg på fisken og ødelegger huden, og for å fjerne dette problemet gjennomfører oppdretterne avlusinger. Det innebærer at en tar fisken opp av vannet og renser fisken før den så slippes ut i igjen. Under denne prosessen er det vanlig at mange fisk dør på grunn av stress, og rømming. Lakselus koster oppdrettsnæringen rundt 15 mrdNOK i året. Problemet med rømming er laks som går opp i de same elvene som villaksen holder til. Her er forskere bekymret for

hvordan genmaterialet i villaksen kan påvirkes på en negativ måte. Lakselus fra oppdrettslaks setter seg på vill laksesmolt og vandrer opp langs lakseelver (Misund, 2023).

## 2.4 Produksjonsmetode

I dag brukes det tre forskjellige produksjonsmetoder; ekstensive, semi-intensive eller intensive. I ekstensiv produksjon settes yngel ut i dammer, innsjøer, fjord eller havområder. Yngel er studien til fisken etter klekking. I ekstensive produksjon må fisken livnære seg på næring den selv finner i området. Semi-intensive er i stor grad lik ekstensive produksjon, men her står fisken tettere og det gis tilleggsgjør. I intensiv produksjon er hele prosessen under menneskelig oppsyn, det brukes store mengder arbeidstimer og penger. Intensiv fiskeoppdrett skjer på tre forskjellige måter, det er enten åpne eller lukkede merder i sjø, eller i kar på land. Det er intensiv fiskeoppdrett i åpne merder i sjø som er den mest brukte metoden for produksjon av laks i Norge og resten av verden (Misund, 2023).

For å produsere laks befruktes rogn fra hunnfisk med melke fra hannfisk. Når egget er modent, klekkes fisken og går over i neste fase, yngel. Denne fasen kalles for settfiske og foregår i ferskvann, her vokser fisken seg til parr og smolt. Et tegn på at laksen har vokst seg fra parr til smolt er at som parr har laksen en stripe langs kroppen. Når denne forsvinner er laksen voksen nok til å tåle saltvann og klar for den siste fasen som er oppforing. Her blir fisken til den er ønsket størrelse og klar for slakt. Hele prosessen fra laksen klekkes, til den er klar for slakt tar nærmere tre år (Misund, 2023). Figuren under viser laksens livssyklus.



Figur 1: Laksens livssyklus

Figuren viser et bilde av laksens livssyklus (Sevareid, u.å.).

For å kunne produsere laks er en avhengig av optimale produksjonsforhold når det kommer til vanntemperatur og strømmer. Optimal temperatur i sjøen er 8-14 grader, mens strømmene må være svake nok til at fisken kan bevege seg fritt, samtidig som de er sterke nok til at en får vanngjennomstrømning i anleggene. Slike områder finnes typisk langs kysten hvor en har tilgang på fjorder, som for eksempel Norge, Chile, Canada og Skottland (Mowi, 2022, s.28).

Av verdens fiskeoppdrett står Asia for 90% av produksjonen på verdensbasis, hvor 55% av produksjonen kommer fra Kina. Selv om stor deler av fiskeoppdrett kommer fra Asia, står Norge for 53% og Chile av 25% av lakseproduksjonen på verdensbasis. Når en måler i produksjonsvolum, står kun Norge for 2,4% og Chile 1% på verdensbasis (Misund, 2023).

## 2.5 Fremtidsutsikter

Det sies at fiskeoppdrett er en næring for fremtiden hvor Norge er ledende innen teknologiutvikling. Dette gjelder både for biologi, fiskehelse fiske fôr og utstyr. Det drives med testing av oppdrettsanlegg på land og lukkede anlegg offshore. Forskning viser at vi trolig vil nå nærmere 10 milliarder mennesker frem til 2050, og det betyr at vi trenger mer mat (FN-sambandet, 2023). I dag kommer kun 2% av mat fra havet, selv om jorden består av store deler vann (Havforskningsinstituttet, 2020).

Som nevnt tidligere, kreves det ny teknologi for å kunne øke produksjonen. Noen av metodene som blir testet ut er oppdrettsanlegg på land og offshore. Selskaper som Atlantic Sapphire og Salmon Evolution er selskaper som tester ut oppdrett på land. Atlantic Sapphire har hatt større utfordringer med landbaserte anlegg hvor konsekvensen har vært store massedød blant fisken, mens Salmon Evolution som for øyeblikket produserer i mindre volum har hatt suksess (Roaldseth et al., 2022).

SalMar har også startet et eget selskap som heter Ocean Farming som har bygget et fullskala offshore oppdrettsanlegg. Første fisk ble satt ut i anlegget 27.9.2017 og oppdrettsperioden varte frem til 20.12.2019. Selv om anlegget er plassert offshore, har de hatt økt dødelighet grunnet Cardiomyopati-CMS, og slitasjeskader i forbindelse med uttak av fisk grunnet en svakhet i designet for uttak. De rapporterte tallene viser til 7%



dødelighet gjennom første parti av utsatt fisk. Prisen for bygging av første anlegg ble 720mill nok, og planlegging av neste anlegg er allerede i gang (Myrebøe, 2019, s.2).

Mens SalMar og Atlantic Sapphire satser på offshore anlegg og landbasert anlegg, har Lerøy valgt å fokusere på videreutvikling av kystnær produksjonsteknologi. Her inngår blant annet videreutvikling og satsing på mer robust postsmolt produksjon, utvikle tilvekstsentre og styrke forutsetninger for å lykkes med produksjonsanlegg og risikostyring (Lerøy, u.å). Tilvekstsentre er kontrollrom som digitalt styrer foring i anleggene. Her, ved bruken av teknologi, jobbes det med å optimalisere foringen (Lerøy, u.åc).

### 3. Lerøy Seafood Group ASA

#### 3.1 Historie

Lerøy kan spores tilbake til slutten av 1800-tallet da en fiskebonde med navnet Ole Mikkel Lerøen solgte levende fisk på fisketorget i Bergen. I 1939 startet hans sønn, selskapet Hallvard Lerøy AS sammen med en ansatt av Lerøen. Hallvard Lerøy og Elias Fjeldstad investerte i anlegg for mottak av pelagisk fisk og hvitfisk. På grunn av svake resultater solgte de disse anleggene på slutten av 1980-tallet for å sikre hovedaktiviteten som var grossist og eksportvirksomhet (Hovland, 2019).

I 1994 ble det gjennomført en kriseemisjon hvor egenkapitalen den gangen var verdsatt til 20 mNOK. Selskapet var familieeid frem til 1997, da ble det gjennomført en rettet emisjon med formålet om å utvikle selskapet gjennom hele verdikjeden. For å sikre tilgang til kapitalmarkedet ble selskapet i 2002 notert på Oslo Børs. Lerøy Seafood Group er blitt til gjennom flere oppkjøp gjennom årene. I 2003 kjøpte de Nye Midnor AS, som i dag utgjør brorparten av Lerøy Midt AS. I 2005 kjøpte konsernet Aurora AS, Fossen AS, samt resterende aksjer av Hydro Tech-Gruppen i 2006. I 2007 kjøpte de Lerøy Vest as, og fikk majoritetsposisjon i Sjøtroll Havbruk AS i 2010 (Lerøy, 2022 s.9).

I 2016 kjøpte Lerøy, Havfisk ASA (i dag Lerøy Havfisk ASA) og Norway Seafoods AS (i dag Lerøy Norway Seafoods AS); to av Europas største selskaper innenfor fangst og foredling av hvitfisk. 2017 vil bli husket som et av de viktigste årene for Lerøy, da

konsernet integrerte hvitfisk som en del av verdikjeden. Lerøy har i dag blitt et helintegret selskap med styring og kontroll på alt av sjømatprodukter fra hav til konsum, hvor de tilbyr laks og ørret, hvitfisk, skalldyr og pelagisk fisk. De mange ulike investeringene som Lerøy har gjort underveis, har ført til at de har blitt en av verdens største produsenter av atlantisk laks og ørret (Lerøy, 2022, s.11).

Lerøy sin ambisjon er å øke etterspørselen etter sjømat gjennom nye produkter til nye markeder. Dette har vært en av drivkreftene bak konsernets satsing i segmentet salg og distribusjon. For å sikre stor produktbredde har Lerøy et aktivt samarbeid med tredjeparts produsenter for å utvikle nye spennende sjømatprodukter (Lerøy, 2022, s.11).

### 3.2 Visjon og verdier

Lerøy sin strategi baserer seg på evighetsperspektivet og omfatter konkrete og kontinuerlige forbedringstiltak gjennom hele verdikjeden. Lerøy sin visjon er; «Vi skal bli den mest lønnsomme globale leverandøren av bærekraftig kvalitetssjømat». For å klare å oppnå dette, er det viktig at en har verdier som er med på å jobbe mot og støtte opp om deres visjon. Det er verdiene som en skal bringe med seg i den daglige operasjonen av driften, og som derav er med på å jobbe mot visjonen til Lerøy. Lerøy sine verdier er; Ærlig, åpen, ansvarlig og skapende (Lerøy, 2022, s.18-19).

### 3.3 Eiere og selskapsstruktur

Lerøy Seafood Group ASA eies i dag av Austevoll Seafood ASA med 52,69%, Folketrygdfondet med 5,42%, State Street Bank And Trust Comp med 3,77%, Ubs Ag med 3,108% og øvrige aksjonærer med 34,996%. Lerøy Seafood Group består i dag av 29 selskap, hvor av Lerøy Seafood AS er størst (Proff, u.å.).

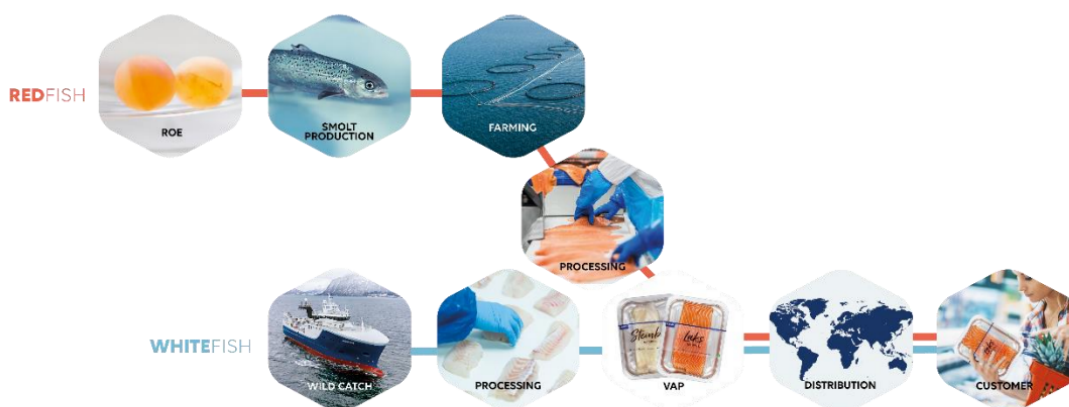
### 3.4 Verdikjede

Lerøy har en helintegret verdikjede hvor de fører maten fra hav til bord gjennom ulike datterselskaper. Selskapet rapporterer både til Villfangst, Havbruk, og VAP, salg og Distribusjon. Under villfangst inngår aktiviteter knyttet til fangst og bearbeiding av hvit

fisk. Lerøy Havfisk har i dag ti trålere for fangst av fisk, mens Lerøy Norway Seafoods driver fabrikkene for bearbeiding av fisken (Lerøy, 2022, s.22).

Under kategorien havbruk inngår produksjonen av laks, ørret og rensefisk frem til de skal slaktes. Innen havbruk segmentet har Lerøy tre selskaper som driver i Nord-Norge (Lerøy Aurora), Midt-Norge (Lerøy Midt) og Vest-Norge (Lerøy Sjøtroll). En fellesnevner for alle selskapene er at alle har helintegreerte verdikjeder og foretar også slakt på stedet (Lerøy, 2022, s.22).

Innenfor VAP, Salg og Distribusjon inngår markeds- og produktutvikling, salg, distribusjon, foredling av eget råstoff og råstoff fra samarbeidspartnere. Lerøy har en rekke fabrikker og grossister i flere ulike markeder rundt om i verden. Lerøy har i dag 42 ulike sjømatprodukter som kan kjøpes i butikk (Lerøy, 2022, s.22).



Figur 2: Lerøy sin helintegreerte verdikjede

Figuren viser Lerøy sin helintegreerte verdikjede. Figuren er hentet fra q4-rapport 2022 til Lerøy (Lerøy, u.åf).

### 3.5 Konkurrenter

Oppdrettsnæringen i dag består av en rekke ulike aktører av ulike størrelser. Å finne sammenlignbare konkurrenter til Lerøy vil være viktig i både den relative verdsettelsen og når vi utfører en regnskapsanalyse. Dette er fordi en ønsker å se på hvordan selskapet gjør det i forhold til sine konkurrenter i samme bransje. Som nevnt tidligere, er Lerøy en av verdens største produsenter av atlantisk laks og ørret. Ingen selskaper er identiske, og vi velger derfor å se på selskaper som er av noe lunne samme størrelse og som har

hovedkontor i Norge. Vi har derfor valgt å sammenligne Lerøy med Mowi, SalMar og Grieg Seafood.

	<b>Børsverdi mNOK</b>	<b>Slaktevolum</b>
<b>Mowi</b>	98 613	460 000
<b>SalMar</b>	62 700	182 100
<b>Lerøy</b>	31 338	173 000
<b>Grieg Seafood</b>	8 844	89 327

Tabell 2: Børsverdi av Lerøy og de sammenlignbare selskapene

Tabellen viser børsverdien til de ulike selskapene per 12.04.2023. Slaktevolumet er hentet fra årsrapportene til de ulike selskapene.

## 4. Verdsettelsesteori

Hensikten med denne bacheloroppgaven er å verdsette Lerøy gjennom å estimere markedsverdien til selskapet målt i norske kroner per aksje. Hvordan en estimerer denne markedsverdien, finnes det en rekke ulike metoder og modeller til. I denne oppgaven, velger vi å bruke to av Damodoran sine tilnæringer, som er (1) diskontering av fremtidige kontantstrømmer og (2) relativ verdsettelse. Damodoran nevner også en tredje verdsettelsestilnærming, nemlig opsjonsbasert verdsettelse, men ettersom at vi skal bruke de to første tilnærmingene, velger vi å ikke gå inn på hva opsjonsbasert verdsettelse er for å begrense oppgaven.

### 4.1 Diskontert fri kontantstrøm

Diskontert fri kontantstrøm er en form for fundamental verdsettelse og her ønsker en å se på egenverdien (intrinsic value) til en eiendel, som i vårt tilfelle er Lerøy. For å finne denne verdien, må en neddiskontere fremtidige kontantstrømmer til nåtiden. Da vil en finne det som kalles netto nåverdi (NPV) (Damodoran, 2012, s.11-12). For å regne netto nåverdi, trenger en faktorer som kontantstrøm, tidshorisont og en diskonteringsrente som reflekterer avkastningskravet til investorene. Formelen for netto nåverdi er gitt nedenfor i formel 1.

$$NPV = \sum_{t=0}^{t=n} \frac{CF_n}{(1+r)^t}$$

*NPV = Netto nåverdi, CF = Kontantstrøm, n = Levetid til eiendel, t = Periode,  
r = Avkastningskrav*

*Formel 1: Nåverdi*

Det å regne ut denne egenverdien, kan gjøres på uttalelige forskjellige måter. Det finnes ikke et fasitsvar på hvilken metode som er best å bruke, da det avhenger av hva en skal verdsette. Likevel kan alle disse fremgangsmåtene deles inn i to hovedmetoder; egenkapitalmetoden og totalkapitalmetoden (Damodoran, 2012, s.12). I det følgende vil begge disse presenteres.

## 4.2.2 Egenkapitalmetoden

### 4.2.2.1 Fri kontantstrøm til egenkapitalen

Når en bruker egenkapitalmetoden, regner en ut fri kontantstrøm til egenkapitalen (FCFE). Dette gjør det mulig å finne ut verdien av egenkapitalen til selskapet. Etter reinvesteringsbehovet til selskapet er møtt, ser en på hvor mye kapital som gjenstår, og som kan brukes som utbytte til aksjonærer (Damodoran, 2012, s.351). Nedenfor finner en formelen for fri kontantstrøm til egenkapital.

Årsresultat
+ Avskrivninger
– Investeringer
± Endring i arbeidskapital
± Endring i gjeld
= Kontantstrøm til egenkapital

*Tabell 3: Fri kontantstrøm til egenkapitalen*

Det første en gjør for å finne fri kontantstrøm til egenkapitalen er å legge til avskrivninger. En legger til avskrivninger fordi selv om en trekker det fra i regnskapet, generer fortsatt driftsmidlene kontantstrøm. I tillegg trekker en fra investeringer ettersom at dette representerer kontantutstrømninger og ikke kontantinnstrømninger. Investeringer vil

derimot på sikt sørge for at et selskap har muligheten til å vokse videre. Videre legger en også til positiv endring i arbeidskapital, eller trekker fra negativ endringen i arbeidskapitalen. Økning i arbeidskapitalen vil redusere kontantstrømmen, mens en reduksjon i arbeidskapitalen vil øke kontantstrømmen. Dette kan sees i sammenheng med at en økning i arbeidskapitalen vil binde mer kapital til selskapet, mens en reduksjon frigjør mer kapital. En kan finne arbeidskapitalen ved å addere varelager og kundefordringer og trekke fra leverandørgjeld. En økning i kundefordringer og varelager vil redusere kontantstrømmen, mens en økning i leverandørgjelden vil øke kontantstrømmen. Til slutt må en også legge til, eller trekke fra endring i gjeld. En legger til endringen dersom en tar opp gjeld, mens en trekker den fra dersom en tilbakebetaler gjeld (Damodoran, 2012, s.351).

#### 4.2.2.2 Avkastningskrav til egenkapitalen

Når en anvender egenkapitalmetoden, trenger en et avkastningskrav til egenkapitalen. Dette avkastningskravet blir også kalt for egenkapitalkostnad. For at investorer skal være villige til å investere i et selskap, krever de en viss avkastning. Det er fordi de er nødt til å bli kompensert for den ekstra risikoen de tar ved å investere i et selskap, i forhold til en sikker investering i tryggere eiendeler (Damodoran, 2012 s.183). Eksempel på trygge eiendeler pengemarkedsfond og obligasjonsfond (Nordnet, u.å.). Avkastningskravet må inkludere en risikofrirente, en beta og en markedsrisikopremie. En modell som fanger opp disse ulike parameterne er kapitalverdimodellenn (CAPM). Nedenfor finner en formelen for den.

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

$E(R_i)$  = Forventet avkastning,      $R_f$  = Risikofri rente,      $\beta_i$  = Beta,  
 $E(R_m) - R_f$  = Markedets risikopremie  
 Formel 2: CAPM (Kapitalverdimodellen)

I det følgende vil risikofrirente, beta og markedsrisikopremie bli gjennomgått.

#### 4.2.2.3 Risikofrirente

For at en eiendel skal bli regnet som risikofri, må den faktiske avkastningen være lik den forventede avkastningen. For at den faktiske avkastningen skal være lik den forventede

avkastningen, stilles det to krav til den risikofrie renten; det kan hverken være misligholdsrisiko eller reinvesteringsrisiko (Damodoran, 2012, s.154).

Det at den risikofrie renten ikke skal ha misligholdsrisiko innebærer at investorene med sikkerhet får pengene tilbake. Det betyr at en ikke kan bruke verdipapirer som private aktører har utstedt, for selv de største og mest stabile selskapene har misligholdsrisiko. Det vil alltid være forhold som en ikke kan kontrollere, og en kan derfor ikke med sikkerhet si at selskapene vil være stabile under alle forhold, og derav være risikofrie. Verdipapirene som derimot har en sjanse for å være risikofrie er statsobligasjoner, altså verdipapirer som er utstedt av staten. Det andre kravet er at renten ikke skal ha noe reinvesteringsrisiko. En kan eksempelvis tenke på en femårig statsobligasjon. På en femårig statsobligasjon, kan en ikke forutsi hvilken rente vi investerer de årlige utbetalingene til. Som en følge av dette, kan en ikke vite med sikkerhet at faktisk avkastning vil være den samme som forventet avkastning. For å unngå denne reinvesteringsrisikoen, bør en derfor velge en misligholdsfri statsobligasjon som ikke gir renteutbetalinger underveis (Damodoran, 2012, s.155).

Når en skal verdsette et selskap, er det viktig at en bruker en risikofrirente som tilsvarer levetiden på kontantstrømmene en beregner for (Damodoran, 2012, s.155). Generelt bruker en gjerne en 10-årig statsobligasjon. Mer om begrunnelsen for valget vårt av den risikofrie renten kan en lese i kapittel 10.1.1.

#### 4.2.2.4 Beta

Beta er et mål på hvor eksponert et selskap er for markedsrisikoen som er i bransjen de operer i. Vi skiller mellom usystematisk og systematisk risiko. Usystematisk risiko er risiko som kommer fra bedriftsspesifikke handlinger og som da vil påvirke én eller få investeringer. Et eksempel på dette kan være at en overvurderer etterspørselen etter et nytt produkt eller en tjeneste som selskapet skal produsere. Systematisk risiko, som også blir kalt for markedsrisiko, er risiko knyttet til markedsårsaker og den påvirker flere selskaper og deres investeringer. Eksempler på systematisk risiko kan være inflasjon, konjunktursvingninger og renteendringer (Damodoran, 2012 s.63). Med andre ord, er det den systematiske risikoen som en kan diversifisere bort. Ifølge kapitalverdimodellen er det kun systematisk risiko en kan ta «betalt for».

Beta sier noe om hvor sensitiv selskapet er overfor markedsendringer sammenlignet med markedet som helhet, altså markedsporteføljen. Markedsporteføljen har en egenkapitalbeta på 1. Når en regner ut betaen for et selskap, ser en på hvordan selskapet beveger seg i forhold til denne markedsporteføljen. Hvis et selskap har en beta på, for eksempel, 0,5, vil den ha svakere svingninger relativt til markedsindeksen. Det motsatte vil være tilfellet dersom selskapet har en beta på, for eksempel, 2; Da vil den oppleve større svingninger. Sagt på en annen måte vil «gode tider» i økonomien, være ekstra givende til selskaper med en beta høyere enn 1, mens den i «dårligere tider» vil være enda tyngre.

Damodoran fremstiller at beta kan bli estimert gjennom tre ulike tilnærminger: (1) historisk beta, (2) fundamental beta, og (3) regnskapsbeta. Regnskapsbeta går ut på at en estimerer hvor eksponert selskapet er mot systematisk risiko gjennom regnskapstallene deres. I denne oppgaven vil vi derimot kun fokusere på historisk beta og fundamental beta. I det følgende vil disse to bli gjennomgått.

#### 4.2.2.5 Historisk beta

Historisk beta, som også blir kalt for regresjonsbeta, blir estimert gjennom en regresjonsanalyse. En regresjonsanalyse tar for seg sammenhengen mellom en uavhengig og en avhengig variabel, hvor i vårt tilfelle, betaen vil være den avhengige variabelen, fordi en ser på hvor volatil selskapet er overfor systematisk risiko. Når en estimerer den historiske betaen, måler en avkastningen på en aksje opp mot avkastningen på markedsindeksen. En bruker historiske tall for en periode (som kan være en uke, en måned, et kvartal osv.) til både selskapet og markedsindeksen sin avkastning, for å kunne se på sammenhengen mellom disse to (Damodoran, 2012, s.183). Formelen for å beregne den historiske betaen blir gitt under:

$$\text{Regresjonsbeta} = \frac{\text{Kovarians}(r_E, r_m)}{\text{Varians}(m)}$$

$$r_E = \text{Selskapets avkastning}, \quad r_m = \text{Avkastning på markedsportefølje},$$

$$m = \text{Markedsportefølje}$$

*Formel 3: Regresjonsbeta*

Som med generelt alle modeller, finner det også noen svakheter med denne metoden å bruke for å beregne beta på. For det første har den historiske betaen høy standardfeil. Dette



vil si at estimatet en har om beta, kan være signifikant lavere eller høyere enn den faktiske betaen. For det andre bruker en historiske tall for å beregne beta. Tallene en da bruker vil reflektere selskapet sin eventuelt «gamle» forretningsmiks og tilstand, og som gjerne ikke representerer selskapet i dag (Damodoran, 2012, s.198). Avslutningsvis vil den historiske betaen ofte være påvirket av støy fra markedet.

For å få den historiske betaen mer representativ for fremtiden, kan en bruke en såkalt service beta. Et eksempel på en service beta som vi vil bruke i denne oppgaven, er Bloomberg. Bloomberg beregner det som kalles for justert beta gjennom formel 4.

$$\text{Justert beta} = \frac{2}{3} \times R\text{åbeta} + \frac{1}{3} \times 1$$

*Formel 4: Justert beta*

Hensikten bak vektingen på 2/3 og 1/3 er at alle betaer beveger seg mot markedsbetaen på 1 over tid. Dette på grunn av at selskaper blir mer diversifiserte etter hvert som de vokser, både i form av produktmiks og målgruppe. Det er derimot noe kritikk til vektingene da flere mener de bare er tilfeldige og gir lite nytte (Damodoran, 2012, s.186-187).

#### 4.2.2.6 Fundamental beta

En alternativ metode til å estimere beta er å bruke selskapets fundamentale elementer. Den fundamentale betaen til et selskap består av tre ulike variabler; (1) hvilken bransje selskapet operer i, (2) grad av markedsrett, og (3) gjeldsgraden.

Ettersom at beta måler selskapets eksponering mot systematisk risiko, er det jo slik at desto mer eksponert den er til markedsendringer, desto høyere beta vil den ha. Dette gjør at selskaper som følger sykluser, ofte vil ha høyere beta enn selskaper som ikke følger sykluser. Grad av markedsrett går ut på kostnadsstrukturen, og en ser på hvordan forholdet mellom de faste og totale kostnadene er. Et selskap som har høye faste kostnader relativt til de totale kostnadene, har gjerne en høyere beta enn selskaper som ikke har dette forholdet. Igjen er dette fordi de vil være mer sensitive ovenfor markedsendringer; Når markedet eksempelvis er i en lavkonjunktur vil de fortsatt ha sine høye faste kostnader, og samtidig gjerne ha lavere inntekt i denne perioden. Til slutt vil en økning i gjeldsgraden

ofte øke betaen. En økning i gjeldsgraden vil være lønnsomt i gode tider, mens det i dårligere tider vil være kostbart (Damodoran, 2012, s.193-195).

For å finne den fundamentale betaen må en gjøre et par beregninger, som til slutt gjør at vi ender opp med det som kalles bottom-up-beta (BUP). I motsetning til historisk beta, bruker BUP nåverdier i stedet for historiske tall. Det første en må gjøre for å beregne BUP er å identifisere bransjen selskapet operer i. Ulike bransjer har ulike markedsforhold som en må ta med i betraktningen når en regner ut betaen. Det neste en må gjøre er å regne ut en gjennomsnittlig gjeldspåvirket beta (levered beta) av sammenlignbare selskaper i samme bransje. Deretter er en nødt til å finne gjeldsupåvirket beta, altså unlevered beta, for bransjen. Dette gjør en ved å dividere den gjennomsnittlige gjeldspåvirkede betaen på gjennomsnittlig gjeldsgrad og skattesats som er regnet ut fra de sammenlignbare selskapene. Det eneste som nå gjenstår for å finne den gjeldspåvirkede betaen til selskapet er å finne gjeldsgraden og skattesatsen som gjelder for dem (Damodoran, 2012, s.197). Under finner en formelen for å regne ut bottom-up beta:

$$Unlevered\ beta_{Bransje} = \frac{\beta_{Levered\ konkurranter}}{[1 + (1 - t) \times D/E_{Konkurranter}]}$$

*Formel 5: Unlevered beta*

$$Levered\ beta_{Selskap} = Unlevered\ beta_{Bransje} \times [1 + (1 - t) \times D/E_{Selskap}]$$

*Formel 6: Levered beta*

#### 4.2.2.7 Markedets risikopremie

Når en som investor skal gjøre investeringsbeslutninger, vil risiko være en viktig del av avgjørelsen en lander på. En investor vil, naturligvis, kreve høyere avkastning på risikofulle investeringer enn investeringer som er mer eller mindre risikofrie. Dette på bakgrunn av at han eller hun ønsker å bli kompensert for den ekstra risikoen investoren tar på seg ved å investere i disse. Markedets risikopremie går ut på å fange opp nettopp dette (Damodoran, 2012, s.159). Markedets risikopremie kan estimeres på to forskjellige måter; en kan enten se på historiske avkastninger eller bruke det som kalles implisitt risikopremie.

Ved å se på de historiske premiene til misligholdsfrie verdipapirer over en periode, kan vi estimere markedets risikopremie. Her vil en da se på de faktiske avkastningene som aksjene har hatt over en tidsperiode, og sammenligner de med de faktiske avkastningene fra de misligholdsfrie verdipapirene (Damodoran, 2012, s.161). Med andre ord, ser en på forskjellen mellom avkastningen fra en markedsportefølje og den risikofrie renten.

$$\text{Markedets risikopremie} = r_f - r_m$$

$$r_f = \text{Risikofri rente}, \quad r_m = \text{Avkastning markedsportefølje}$$

*Formel 7: Markedets risikopremie*

## 4.2.3 Totalkapitalmetoden

### 4.2.3.1 Kontantstrøm til total kapitalen

Dersom en vil verdsette et helt selskap, bruker en total kapitalmetoden. Når en beregner kontantstrøm ved hjelp av total kapitalmetoden, ser en på kontantstrømmene som tar hensyn til alle interessentene i selskapet. Nedenfor finner en formelen for fri kontantstrøm til total kapitalen. Det som skiller fri kontantstrøm til egen kapital fra fri kontantstrøm til total kapital, er hovedsakelig kontantstrømmene en får i forbindelse med gjeld.

EBIT
– Skatt
+ Avskrivning
– Investering
± Endring i arbeidskapital
= Kontantstrøm til total kapital

*Tabell 4: Fri kontantstrøm til total kapitalen*

#### 4.2.3.2 Avkastningskrav til totalkapitalen

Avkastningskravet til totalkapitalen, som også blir kalt for totalkapitalkostnaden, blir regnet ut gjennom formelen for «Weighted-Average Cost of Capital» (WACC). Totalkapitalkostnaden tar for seg den forventede avkastningen fra både egenkapitalen og gjelden til selskapet, samtidig som at den justerer for skattebesparelsene en gjør som følge av at en har rentebetalinger (Brealey et al., 2020, s.399). WACC er et godt utgangspunkt for avkastningskrav da den vekter både egenkapitalen og gjelden, som igjen vil reflektere hvordan selskapet er finansiert. Nedenfor finner en formelen for totalkapitalkostnaden.

$$WACC = r_E \times \frac{E}{E + D} + r_D \times \frac{D}{E + D} \times (1 - t)$$

$$\begin{aligned} r_E &= \text{Egenkapitalkostnad}, & r_D &= \text{Gjeldskostnad}, & E &= \text{Markedsverdi av EK}, \\ D &= \text{Markedsverdi av Gjeld}, & t &= \text{Skattesats}, \\ E + D &= \text{Markedsverdi av Totalkapital} \end{aligned}$$

*Formel 8: WACC (Weighted Average Cost of Capital)*

Som en kan se i formelen for totalkapitalkostnaden, bruker en markedsverdier og ikke bokverdier. Dette er fordi en ønsker å se på hva investorene er villige til å betale for selskapets utestående aksjer, og disse baserer seg på markedsverdier (Brealey et al., 2020, s.398).

#### 4.2.3.3 Gjeldskostnad

Gjeldskostnaden forteller oss hvor mye det koster selskapet å låne midler. Generelt kan en si at gjeldskostnaden består av tre ulike variabler; (1) den risikofrie renten, (2) misligholdsrisikoen til selskapet, og (3) skattefordelene som kommer som følge av at selskapet har gjeld (Damodoran, 2012, s.211). For å finne gjeldskostnaden til et selskap, adderer en den risikofrie renten med misligholdsrisikoen. Desto høyere gjeldskostnaden er, desto dyrere vil det være for selskapet å låne midler.

$$\text{Gjeldskostnad} = \text{Risikofri rente} + \text{Misligholdsrisiko}$$

*Formel 9: Gjeldskostnad*

Ifølge Damodoran, kan misligholdsrisikoen regnes ut på forskjellige måter. Den enkleste måten er dersom selskapet har utstedte langsiktige obligasjoner, som blir handlet ofte. Dersom de har dette, kan en bruke avkastningen fra obligasjonene som gjeldskostnad. Lerøy har i 2021 utstedt obligasjonslån til en verdi på 1,5 mrdNOK, som er forbeholdt fremtidige grønne investeringer. Siden oppdrettsbransjen ikke definerer grønne investeringer, har Lerøy sammen med DNV definert hva som anses som grønt (Lerøy, u.åa). Dersom et selskap ikke har obligasjonslån, finnes det to andre alternativer for å finne gjeldskostnaden. En kan, for eksempel, se på den nylige lånehistorikken til selskapet. På denne måten kan en se på hvilken rente de har lånt midlene sine til. Det andre alternativet går ut på at en bruker syntetisk kredittvurdering. Dersom en beregner gjeldskostnaden ut ifra dette alternativet, bruker en finansielle forhold i selskapet til å estimere en vurdering (rating). Her vil en se på ulike finansielle trekk ved selskapene innenfor hver rating-gruppe, og ser hvor selskapet en verdsetter befinner seg innen (Damodoran, 2012, s.211-212).

#### 4.2.3.4 Terminalverdi

Når en skal verdsette et selskap, bruker en vanligvis en tidshorisont på fem år da en ikke kan beregne kontantstrømmer for hvert år i evig tid. Å bruke en lenger tidshorisont gir ikke mening ettersom at ingen prosjekter varer evig. Det en da gjør når en verdsetter et selskap, er at en i år 6 beregner det en kaller terminalverdi. Terminalverdi-beregningen skal reflektere verdien av selskapet i år 6, og kontantstrøm-verdien i år seks vil derfor reflektere alle de (tenkte) fremtidige kontantstrømmene (Damodoran, 2012, s.304). Under finner en formelen for terminalverdi-beregningen.

$$\text{Terminalverdi} = \frac{CF_t \times (1 + g)}{r - g}$$

$$CF_t = \text{Kontantstrøm i år } t, \quad g = \text{Stabil vekst}, \quad r = \text{Avkastningskrav}$$

*Formel 10: Terminalverdi*

Når en beregner terminalverdien til et selskap, legger en til grunn at selskapet har oppnådd stabil vekst, og på bakgrunn av dette, vil en gjøre et par antakelser. For det første vil en anta at selskapet vil ha en beta nær 1; Et selskap som er i stabil vekst vil ikke være så sensitiv overfor markedsendringer. For det andre antar en at de har en gjeldsgrad som vil

tilsvare industrigjennomsnittet. En annen viktig antakelse er at vekstraten i terminalverdi-beregningen ikke overstiger bruttonasjonalprodukt (BNP) over tid. Dersom en bruker en vekstrate som er høyere enn BNP, vil selskapet til slutt vokse seg større enn det økonomien samlet sett klarer; Dette sier seg selv at ikke gir mening. Vekstraten kan, derimot, være lavere enn BNP og den kan være høyere enn BNP i noen år, gjerne gjennom vekstfasen til selskapet.

## 5. Relativ verdsettelse

Fundamental verdsettelse er en tidkrevende verdsettelse metode. Relativ verdsettelse anses som en rimeligere metode for å verdsette verdien av et selskap, da denne bygger på antakelsen om at sammenlignbare selskapet er korrekt priset. Med andre ord, antar en at markedet i gjennomsnitt priser markedet korrekt mens prisingen av individuelle aksjer kan være feil. Det er også viktig å huske på at sammenlignbare selskaper kan ha ulike risikoprofiler, vekstrate og økonomiske forhold. Dette er grunnen til at en også bør gjennomføre en verdsettelse basert på kontantstrøm for at resultatet skal bli mer nøyaktig (Kaldestad & Møller, 2016, s.226-228). Multiplikatorene som vil bli benyttet i denne verdsettelsesoppgaven er P/E, P/B og EV/EBITDA.

### 5.1 P/E

P/E er en av de mest brukte av multiplikatorene. En finner P/E ved å dividere aksjeprisen til selskapet på resultat per aksje, slik som formel 11 viser. En høy P/E i forhold til konkurrenter i samme bransje, kan indikere at selskapet overpriset. Motsatt vil være tilfellet dersom selskapet har en lav P/E i forhold til konkurrentene; Da kan selskapet være underpriset (Damodoran, 2012, s.479). For at P/E multiplikatoren skal være mest mulig representativ for i dag, brukes tall fra de siste 12 månedene.

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

*Formel 11: P/E-multiplikator*

## 5.2 P/B

P/B er også en populær metode. Denne kan gi en indikasjon på selskapets evne til verdiskapning. Høy P/B-ratio indikerer at markedet forventer at selskapet er i stand til å skape merverdi på selskapets eiendeler. For å finne P/B, tar en aksjeprisen til selskapet og dividerer denne på bokført verdi per aksje, som vist i formel 12. Dersom et selskap har en høy P/B multiplikator, kan dette indikere at selskapet er overpriset i forhold til sine sammenlignbare konkurrenter. Motsatt vil være tilfellet dersom selskapet har en lav P/B; Da kan selskapet være underpriset (Damodoran, 2012, s.524).

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Aksjepris}}{\text{Bokverdi per aksje}}$$

*Formel 12: P/B-multiplikator*

## 5.3 EV/EBITDA

EV/EBITDA multiplikatoren viser markedsverdien til et selskap, hvor EV (enterprise value) er selskapsverdien og EBITDA på norsk står for inntekter før renter, skatt og ned- og avskrivninger. Fordelen med denne metoden er at det er mulig å verdsette selskaper som går med underskudd, noe P/E og P/B ikke klarer å fange opp. Ettersom at denne metoden ser vekk i fra avskrivninger, ekskluderes forskjeller som oppstår på grunn av ulik avskrivningsprofil, goodwill og tilfeldige finansinntekter (Kaldestad & Møller, 2016, s.231). Videre vil de ulike selskapene ha ulik finansieringsstruktur og gjeldskostnad, og dette inngår heller ikke i EBITDA. Derfor er EV/EBITDA en god multiplikator å bruke da den gir et godt sammenligningsgrunnlag. Formelen for EV/EBITDA er gitt i formelen nedenfor.

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

*Formel 13: EV/EBITDA-multiplikator*

## 6. Valg av metode

I vår oppgave vil vi legge mest vekt på den fundamentale verdsettelsen når vi skal estimere aksjeprisen til Lerøy. Når det gjelder fremgang ved den fundamentale verdsettelsen, vil vi diskontere fremtidige kontantstrømmer til totalkapitalen med et avkastningskrav som diskonteringsrente. Kontantstrømmene vil bli beregnet for fem år frem i tid og det vil deretter bli beregnet en terminalverdi som skal gjelde fra år seks og fremover. For å estimere de fremtidige kontantstrømmene, vil vi bruke de historiske regnskapstallene til Lerøy for de siste fem årene som grunnlag. Til slutt vil vi benytte oss av en relativ verdsettelse for å støtte det prisestimatet som kommer fra den fundamentale verdsettelsen.

## 7. Strategisk analyse

Når vi nå skal verdsette Lerøy, er det viktig å se hvordan omgivelsene er med på å påvirke verdien av selskapet, og derav hvilken betydning disse har for estimering av fremtidige kontantstrømmer. I den forbindelse kan en ta en strategisk analyse for å se hvordan selskapet ligger an i forhold til markedet og dets omgivelser. I det følgende vil vi ta for oss en ekstern og intern analyse av Lerøy, og deretter oppsummere funnene i en SWOT-analyse.

### 7.1 Ekstern analyse - PESTEL-analyse

En PESTEL-analyse tar for seg seks faktorer fra makroomgivelsene som er av betydning for selskaper. Disse er politikk, økonomi, sosiokulturelle forhold, teknologi, miljø og lover (Johnson et al., 2017, s.34). I de neste avsnittene vil vi ta for oss hver av de ulike faktorene og hvordan disse påvirker Lerøy.

#### 7.1.2 Politiske og legale forhold

Politiske og legale forhold omhandler mye av de samme temaene, og det er derfor naturlig å se på disse sammen. De politiske forholdene av PESTEL-analysen ser på hvordan staten og andre politiske instanser påvirker makroomgivelsene til selskapet (Johnson et al., 2017, s.35). De legale forholdene omhandler reguleringer, lover og regler som selskapene er nødt til å følge (Johnson et al., 2017, s.45).

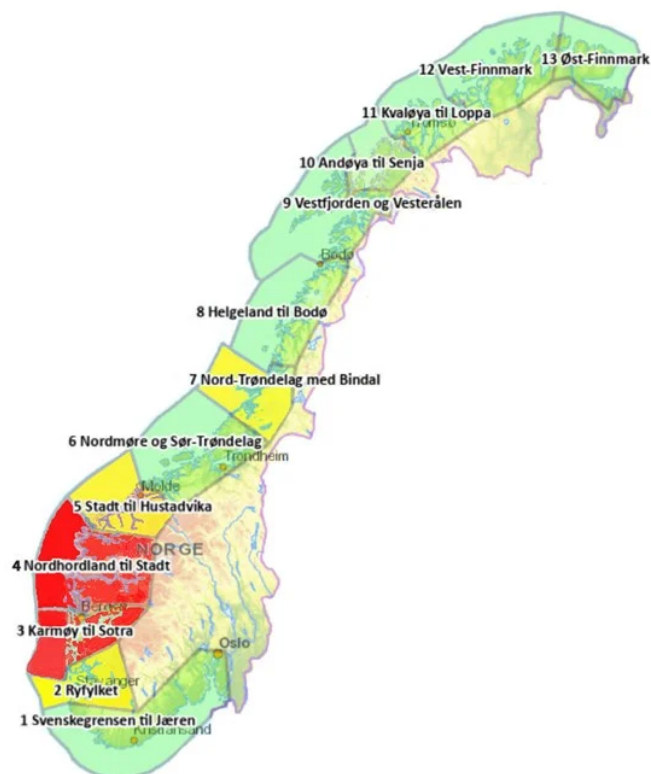


### 7.1.2.2 Skatt og avgift

Det ble i 2022 vedtatt en ny grunnrenteskatt for oppdrettsnæringen. Den nye skatteordningen er noe oppdretterne er nødt til å forholde seg til, men på grunn av usikkerheten rundt satsen på den nye skatten, velger flere å holde tilbake på investeringene. Det ble i 2022 innført en ny grunnrenteskatt for oppdrettsnæringen som gjelder fra og med januar 2023. Per dags dato er det ikke avgjort hva denne grunnrenteskatten blir, men det foreligger et forslag om 40% ekstra skatt på overskuddet, hvor av de 5000 første tonn skal ha fradrag. Dette vil da gi et skattetrykk på 57%. På grunn av at de fleste store oppdrettselskapene også driver med VAP, vil trolig grunnrenteskatten også påvirke dette segmentet. Hvis ikke skatten for VAP også økes, vil det kunne føre til at oppdrettere kan selge laksen billigere til seg selv. Dette vil da gi VAP-segmentet en høyere fortjeneste, samtidig som fortjenesten fra Havbruk reduseres. Det foreligger også en produksjonsavgift på 56 øre per kilo sløyd fisk (Skatteetaten, u.å.). Denne avgiften har også økt de siste årene hvor den i 2021 var på 40 øre (KPMG, 2022). Med andre ord, har norske politikere stor makt, og for at oppdrettsnæringen skal ønske å investere, trengs det forutsigbare rammer.

### 7.1.2.3 Kvotesystem og konsesjoner

I dag brukes et trafikklyssystem som ble innført i 2017. Dette er et statlig styringsverktøy for å sikre forutsigbarhet og miljømessig bærekraftig vekst i norsk lakseproduksjon. Det deler oppdrettsnæringen opp i 13 produksjonssoner, og tildeler disse sonene en fargekode som er bestemt på bakgrunn av påvirkningen av miljøet. Grønne soner får annethvert år tilbud om å øke produksjonen, gul sone må holdes på samme nivå, mens rød sone må redusere produksjonen. Områder som holder til i grønn sone, har anledningen til å utvide produksjonen opp til 6%, hvor 1% av utvidet produksjonsvolum selges til en fast pris på 200 000 NOK per tonn. Figur 3 viser et bilde av de 13 ulike produksjonssonene her i Norge i henhold til trafikklyssystemet (Regjeringen.no, 2022a).



Figur 3: Trafikklyssystemet

Figuren viser en oversikt over de 13 ulike produksjonssonene i Norge (Regjeringen, 2022a).

Videre kreves det konsesjon for å drive med lakseoppdrett i Norge. Siden det er antallbegrensning på laks, ørret og regnbueørret, er det departementet som bestemmer om det skal utlyses flere konsesjoner. Konsesjonene er også en to-delt bestemmelse, noe som betyr at om søknaden din blir godkjent, gir det ikke rett til drift. Denne søknaden må da behandles videre hos fylkeskommunen for klarering av lokalitet. Her tas både maksimal tillatt biomasse (MTB) med i betraktning, og hvilken miljømessig bæreevne lokaliteten har (Fiskedirektoratet, u.å.). Dette er med på å regulere hvor stor bestand fisk en kan ha til et hvert tidspunkt (Berge, 2021). Prisene på disse konsesjonene ligger på mellom 150 og 200 mNOK for å oppdrive 1200-1300 tonn laks. Dette tilsvarer en pris på rundt 7 NOK per kilo.

#### 7.1.2.4 Handelshindringer og restriksjoner

Oppdrettsbransjen i Norge er eksportrettet, og i 2022 eksporterte Norge 2,9 millioner tonn sjømat. Internasjonale reguleringer og konflikter vil derfor ha stor innvirkning på

oppdrettsbransjen. Et eksempel på en konflikt som hadde mye å si for Norge sin eksport av fisk var da Kina stanset all import av norsk laks i 2010. Bakgrunnen for konflikten var da Liu Xiaobo vant nobels fredspris, noe som falt i dårlig jord hos kinesiske myndigheter. Deres svar på denne hendelsen var å sette strenge krav til import av norsk laks, noe som i praksis gjorde det umulig å importere. I 2016 ble restriksjonene opphevet, og Kina er i dag en av de største importørene av norsk laks (Gustavsen & Jahr, 2011). I 2022 eksporterte Norge 44 000 tonn med fisk til Kina og er det tredje største eksportmarkedet til Norge (Norges Sjømatråd, u.å.).

Ett annet eksempel er da Russland i 2014 stanset all import av norsk fisk som et motsvar på sanksjoner fra vestlige land da Russland invaderte Krim. Da begynte Hviterussland å importere norsk laks, men i 2019 ble også dette forbudt da Russland mente fisken inneholdt farlige stoffer (Kalinina, Cissé & Klo, 2019). Norge eksporterte i 2013 297 000 tonn sjømat, hvorav 81% utgjorde laks og ørret til Russland (Kleven, 2014). Med andre ord, har internasjonale reguleringer stor betydning for den norske eksporten av sjømat. Endringer i reguleringer i ulike land kan ha stor utslagsevne og føre store økonomiske konsekvenser.

En tredje handelshindring som har påvirket oppdrettsbransjen, men også næringslivet generelt er covid-19. Covid-19 påvirket handel mellom land på grunn av stengte grenser, og derav reduserte etterspørselen etter sjømat. Når landegrenser også stengte, påvirket dette særlig logistikken til oversjøiske markeder, da en nå hadde redusert fraktkapasitet og kostnadsøkninger (Lerøy, 2022, s.74).

### 7.1.3 Økonomiske forhold

De økonomiske forholdene omhandler makroøkonomiske faktorer som valutakurser, renter og konjunktursvingninger (Johnson et al., 2017, s.38). For Lerøy vil dette gjelde forhold som endringer i lakseprisen, renter og valutakurser.

#### 7.1.3.1 Laksepris

Som en vil få lese under kapittel 9.1, er driftsinntektene til fiskeoppdrettsbransjen mye påvirket av lakseprisen og slaktevolum. Som en følge av dette, er bransjen svært volatil

ovenfor endringer i lakseprisen. Vi har i dag en historisk høy laksepris med 128,34 NOK per kilo, noe som skyldes flere grunner (Fishpool, 2023a). Vi har både lav tilbudsvekst, noe på grunn av at flere aktører slaktet trolig mer laks enn vanlig før årsskifte på grunn av lakseskatten, og mindre nye kontrakter på grunn av all usikkerheten rundt skattesatsen. Slaktevolumet har falt de siste seks månedene, og en må tilbake til 2006 for å finne en februar måned med lavere eksport. Videre er også etterspørselen etter laks en viktig faktor for prisen på laks, da det er et ferskvareprodukt som trenger rundt 3 år på å bli ferdig. Det betyr derfor at det er lite fleksibilitet på kort sikt når det kommer til tilpasninger i forhold til etterspørselen (Norges Sjømatråd, 2021). Når tilbudet da blir det samme, men etterspørselen øker, vil dette kunne føre til en økt laksepris.

### 7.1.3.2 Renter og valutakurser

Den norske krona er i dag historisk lav, noe som gir ekstra god lønnsomhet. For oppdrettsnæringen betyr dette ekstra høy lønnsomhet da fisk handles i euro, og de største markedene målt i verdi er USA, Polen, Danmark, Frankrike, Nederland, Kina, Storbritannia, Spania, Italia og Sør-Korea. Selv om den svake kronen er positiv for inntektene til oppdrettsselskapene, har det en negativ effekt på varer som oppdretterne kjøper i utlandet. (Norges Sjømatråd, u.å.). Et eksempel på dette er fiskefor og transport som kjøpes fra utlandet. Lerøy rapporterer i sin Q4 rapport 2022 om økte kostnader knyttet til fôr, bunkers, økte energipriser og emballasje (Lerøy, u.åf.).

Styringsrenta er et statlig styringsverktøy for å stabilisere prisvekst og utvikling i økonomien. Ved å sette opp renten reduseres kjøpekraften og etterspørselen i markedet, noe som skal føre til lavere prispress. Den svake kronen gjør at Norges bank trolig vil heve styringsrenta for å styrke den. Per 14.mars 2023, er styringsrenten på 2,75% her i Norge (Norges Bank, u.å.). Når andre land har høyere renter, vil kapital fra land med lav rente flyttes til land hvor renten er høyere for å gi større avkastning. Det betyr at investeringsviljen i land med lav rente reduseres.

### 7.1.3.3 Sosiokulturelle forhold

Sosiokulturelle forhold kan være med på å påvirke selskapet på to aspekter. For det første kan det påvirke etterspørselen og tilbudet. Faktorer som er med på å påvirke dette er

demografi, distribusjon, geografi og kultur. For det andre kan de sosiokulturelle forholdene påvirke innovasjonsevnen og effektiviteten til selskapet (Johnson et al., 2017, s.39-40).

Som nevnt tidligere, er det predikert at jordas befolkning vil nå 10 milliarder mennesker innen 2050, noe som betyr at etterspørselen etter mat vil øke. Kun 2% av maten vi spiser kommer fra havet, og det ligger dermed enormt potensiale her. I tillegg gir laks stor mengde protein i forhold til mengden fôr og energi som trengs, vil trolig etterspørselen derfor stige ettersom at det også er økt fokus på bærekraft. Ettersom at det også er økt fokus på et sunt og variert kosthold samtidig som at det er en eldrebølge, vil kunne føre til at etterspørselen etter laks vil øke i fremtiden.

#### 7.1.4 Teknologiske forhold

I dagens samfunn er teknologi noe som stadig utvikles. Teknologiske forhold tar for seg faktorer som internett og ny teknologi, hvor disse er med på å påvirke selskapet (Johnson et al., 2017, s.43).

Lakselus er et av de største problemene oppdrettsnæringen har, og problemet er anslått til å koste rundt 15 mrdNOK årlig. De store oppdrettselskapene bruker derfor mye kapital for å finne nye produksjonsmetoder som offshore oppdrett, landbasert anlegg og utvikling av eksisterende anlegg. En rapport fra 2022 forteller at de biologiske kostnadene knyttet til oppdrett for 2020 lå på mellom 10-14 NOK per kilo, noe som betyr rundt 25% av kostnaden for å produsere 1kg laks (Misund, 2018).

Det tests i dag ut forskjellige former for produksjonsmetoder. SalMar har som nevnt tidligere bygget offshoreanlegg, og er allerede i gang med planlegging av nytt anlegg, Ocean Farm 2 som bygger på lærdommer fra Ocean Farm 1. Vi har også selskapet som Salmon Evolution og Atlantic Sapphire som jobber med landbasert oppdrettsanlegg, og Lerøy som tester ut post-smolt produksjon. Dette er et konsept hvor de lar smolten vokse seg større i en tube som henter vann lengre nede i sjøen. Deretter pumpes denne inn i tuben slik at det blir strøm, hvor da poenget med dette er at vannet er fritt for lus, laksen får bedre velferd gjennom trening og den er bedre rustet til den skal ut i sjøsatt merde (Lerøy, u.åd).

### 7.1.5 Miljømessige forhold

Miljømessige forhold omfatter makroøkonomiske utfordringer knyttet til miljøet, slik som forurensing, klimaendringer og avfall (Johnson et al., 2017, s.44).

#### 7.1.5.1 Bærekraftig produksjon

Vi lever i en tid hvor det er høyt fokus på å kutte klimagasser, og finne mer bærekraftige produksjonsmetoder for mat. Som nevnt tidligere, er laks en svært rik kilde på protein i forhold til mengden fôr som trengs for å produsere 1 kg protein. Det er derfor viktig å fortsette å investere kapital i oppdrettsnæringen for å finne bærekraftige metoder til å øke produksjonen, for å mette en voksende befolkning og uten å ødelegge for miljøet. Som nevnt tidligere, møter oppdrettsnæringen stor kritikk fra miljøvernorganisasjoner.

Oppdrettsnæringens avfall er svært skadelig for havbunnen, og det er stor dødelighet blant fisken. I 2022 opplevde Lerøy at 33% av laksen og 80% av rensfisken i en merde utfor Bergen døde (Stoveland, 2022). For å bedre situasjonen vil det derfor trolig bli et strengere regelverket i fremtiden.

#### 7.1.5.2 Maksimal tillatt biomasse

For å få lov til å sette opp et nytt oppdrettsanlegg, gjøres det vurderinger i forhold til de miljømessige påkjenningene dette skaper. Fiskeoppdrettsnæringen reguleres i dag etter MTB og andre faktorer som blant annet rømming av fisk og spredning av lakselus, støy og arealbeslag. MTB reguleres i dag på to ulike nivåer, selskapsnivå og lokalitetsnivå, hvor en standard tillatelse er 780 tonn, mens den i Troms og Finnmark er på 945 tonn. Konsern kan også søke om felles biomassetak mellom felles produksjonsområder. Dette gir de enkelte selskapene muligheten til å «flytte» biomasse fra et område som produserer lite biomasse, til et område hvor produksjonen er høyere og overstiger 780 tonn. MTB tas også med i beregningen når en vurderer farge på de 13 forskjellige produksjonssonene vi har i trafikklssystemet (Fiskeridirektoratet, u.å.).

## 7.1.6 Oppsummering PESTEL

Per dags dato er det stor usikkerhet knyttet til bransjen, og oppdrettsnæringen oppleves for tiden som uforutsigbar. Økende produksjonsavgifter, innføring av grunnrenteskatt som en ikke vet hvordan slår ut, økt utbytteskatt og høy inflasjon skaper usikkerhet. Selv om oppdrettsnæringen er en mer miljøvennlig kilde til protein og en ønsker at næringen skal vokse, stilles det høye miljømessige krav. For at næringen skal kunne produsere mer fisk, må det derfor til ny teknologi eller enklere miljøkrav. I dagens lys med fokus på miljø er det lite sannsynlig at miljøkravene vil bli noe enklere, og fremtidig vekst avhenger derfor av ny teknologi.

Oppsummering - PESTEL					
	Politisk & Legalt	Økonomisk	Sosialt	Teknologisk	Miljømessig
1	Grunnrenteskatt og produksjonsavgift	Laksepris	Økt etterspørsel	Lakselus	Bærekraftig produksjon
2	Konsesjoner	Renter	Fokus på bærekraft	Biologiske kostnader	MTB
3	Handelshindringer	Valutakurser	Kosthold	Produksjonsmetoder	

Tabell 5: Oppsummering – PESTEL-analyse

Tabellen viser en oppsummering av de viktigste funnene gjort i PESTEL-analysen.

## 7.2 Ekstern analyse - Porter's Five Forces

For å identifisere og analysere hvor attraktiv en bransje er, kan en bruke rammeverket Porter's five forces, også kalt femfaktormodellen. Femfaktormodellen tar for seg sammenhengen mellom fem ulike krefter som avgjør konkurransen i en bransje, og hvilke styrker og svakheter den har. De fem konkurransekraftene er; rivalisering mellom konkurrentene, inngangsbarrierer, trusselen for substitutter og makten som forbrukerne og leverandørene har. Porter sier at dersom en bransje scorer høyt på disse kreftene, vil bransjen være lite attraktiv og muligheten for å oppnå profitt, reduseres. (Johnson et al., 2017, s.64-65). Dette rammeverket vil være nyttig i å estimere Lerøy sine fremtidige utsikter.

### 7.2.1 Grad av rivalisering

Rivaliseringen mellom de allerede eksisterende konkurrentene i en bransje står sentrert i femfaktormodellen. Konkurrenter, i dette tilfellet, utgjør selskaper som sikter mot de samme kundegruppene og som omtrent har like produkter eller tjenester. Hvor stor rivaliseringen i en bransje er, avhenger av fem ulike faktorer; hvor mange konkurrenter det er og hvor like de er i størrelsen, vekstraten i bransjen, om det er store faste kostnader, høye inngangsbarrierer og om det er lite differensiering mellom produktene (Johnson et al., 2017, s.65).

I dag består oppdrettsnæringen av færre og større aktører, noe som har vært forårsaket av de stadig strengere kravene og reguleringer som regjeringen utsteder. Blant disse reguleringene er konsesjonssystemet. Konsesjonssystemet gjør at det er begrensede muligheter for produksjonsvolum og dette vil føre til konkurranse om hvem som får være med i bransjen. Ved å ha et konsesjonssystem, derimot, vil en dempe konkurranseintensiteten.

Som en vil se i regnskapsanalysen som er gjort, er det heller ikke noen store forskjeller mellom konkurrentene i marginer, utenom Mowi som skiller seg litt mer ut fra konkurrentene i størrelse. Oppdrettsbransjen består av relativt like produkter og muligheten for differensiering er begrenset. Lerøy er gjerne de som skiller seg mest ut ved at de også tilbyr hvitfisk og skalldyr, noe som konkurrentene foreløpig ikke gjør. Som en vil få lese om i regnskapsanalysen, er bransjen kapitalinsentiv. Dette følger av at aktørene i markedet må gjøre store investeringer for å i det hele tatt være i denne bransjen. Dette kan gjelde ulike investeringer som videreforedling, produksjonsanlegg og distribusjonsanlegg. Som en konsekvens av alt dette, vil konkurransesituasjonen i bransjen mye basere seg på hvem som klarer å være de mest kostnadseffektive.

For å konkludere, kan en si at graden av rivalisering i oppdrettsbransjen er moderat til høy. Dette på bakgrunn av at konsesjonssystemet demper konkurranseintensiteten, mens høye, faste kostnader og lite differensierte produkter øker den.



## 7.2.2 Inngangsbarrierer

Inngangsbarrierer legger føringer for hvordan konkurransen i en bransje er. Lave inngangsbarrierer gjør det lettere for nye aktører å komme inn på markedet, og vil da utgjøre en stor trussel for de allerede eksisterende selskapene. For en attraktiv bransje, vil gjerne inngangsbarrierene være høye, og det vil da være vanskeligere for nye aktører å komme inn på markedet (Johnson et al., 2017, s.66).

Den første inngangsbarrieren som kan nevnes, er oppstartskostnadene. Som nevnt tidligere, er oppdrettsbransjen en kapitalintensiv bransje. Dette som følge av at en må gjøre flere, dyre investeringer. I tillegg er det flere ulike kostnader knyttet til konsesjoner, produksjon og biologi, samt at en har en produksjonsavgift. Disse ulike kostnadene er med på å skape et stort kapitalbehov hos nystartede selskaper, og trusselen for at nye selskaper skal etableres, reduseres.

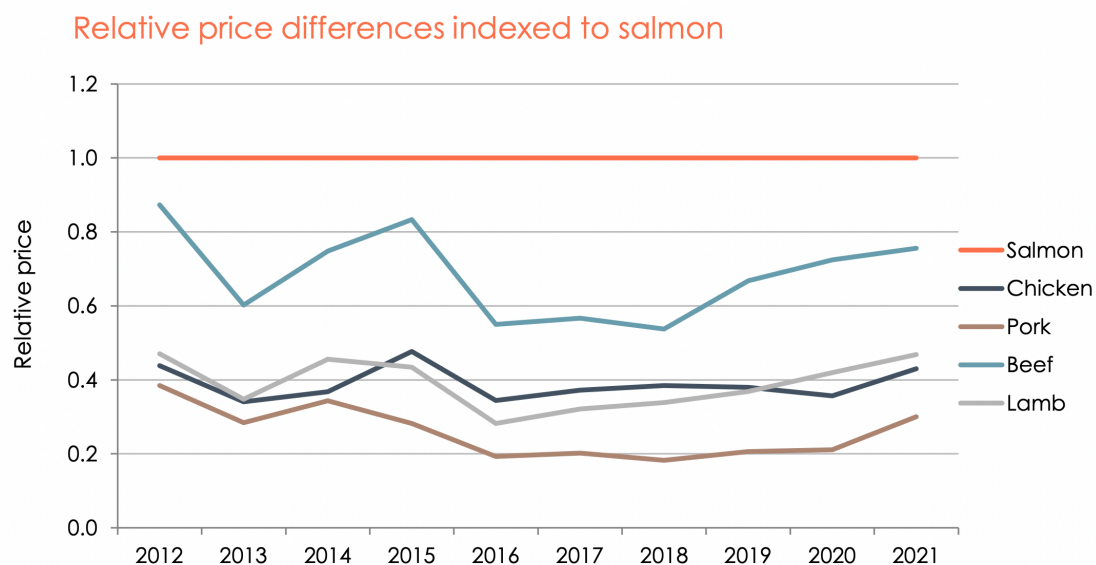
En annen klar inngangsbarriere for selskaper som ønsker å komme inn i oppdrettsbransjen, er den geografiske plasseringen. På grunn av biologiske begrensninger, havtemperatur og andre naturlige begrensninger, som for eksempel havstrømmer, gjør at muligheten for å produsere atlantisk laks er begrenset til visse land. Lakseproduksjonen er derfor begrenset til land som Norge, Chile, Skottland, Nord-Amerika, Færøyene og noen andre plasser i verden (Mowi, 2022, s.40).

For å konkludere, kan en si at inngangsbarrierene til oppdrettsbransjen er høye. Dette på grunn av at oppdrettsbransjen er en kapitalintensiv bransje, en trenger konsesjoner for å operere, og den er begrenset til å kun drives i noen land.

## 7.2.3 Faren for substitutter

Substitutter er varer eller tjenester som dekker de samme behovene til forbrukerne, men som ikke er av samme art. For eksempel kan en substitutt til laks være kylling da de begge er en proteinkilde. Å ha stor tilgang til substitutter vil øke konkurransesituasjonen i et marked og utgjøre en trussel. Dette fordi substitutter kan redusere etterspørselen etter et selskaps produkter eller tjenester, fordi forbrukerne kan gå til andre konkurrenter som har omtrent samme produkt eller tjeneste (Johnson et al., 2017, s.66 & 68).

Laks er en næringsrik matkilde blant annet fordi den inneholder proteiner av god kvalitet, omega-3, umettet fett og en god del vitaminer. Nære substitutter til laks vil være andre proteinrike kilder, slik som kylling, svin, storfe og lam. I figur 4. fremkommer det at laks har vært dyrere enn de andre proteinkildene det siste tiåret. Alt annet likt, kan den høye prisen ha ført til redusert etterspørsel etter laks; Flere vil gjerne ønske å kjøpe andre proteinkilder fremfor laks når de kan tilfredsstille de samme behovene. Likevel har Helsedirektoratet her i Norge og andre helsetjenester rundt i verden de siste årene, anbefalt befolkningen å øke sjømat-inntaket, hovedsakelig fisk, og at en bør spise dette to dager i uken (Mowi, 2022, s.21). Videre har etterspørselen etter bærekraftige produkter økt de siste årene, og som nevnt tidligere, er fisk en av de proteinkildene som forurenses minst. På bakgrunn av dette, vil etterspørselen etter fisk kunne øke i fremtiden.



Figur 4: Relative priser

Figuren viser det relative prisforholdet til kylling (mørkeblå), svin (brun), storfe (lyseblå), og lam (grå) i forhold til laks (oransje). X-aksen tar for seg perioden 2012-2021, mens y-aksen viser det relative prisforholdet. Figuren er hentet fra Mowi sin Salmon Industry Handbook 2022 (Mowi, 2022, s.24).

På den andre siden kan også etterspørselen etter laks kunne reduseres dersom lakseprisen forblir høy. Dagens samfunn er preget av høye priser som følge av krig, ettervirkninger av korona og inflasjon, og mange vil av denne grunn gjerne være mer påpasselige om hva de bruker penger på. Dersom lakseprisen forblir høy, vil gjerne forbrukere benytte seg av andre næringskilder som fyller proteinbehovet, men som en får til en lavere pris. Vitaminene en da mangler ved å ikke spise laks, kan inntas på andre måter, som for eksempel gjennom kosttilskudd eller å bytte ut laksen med annen fet fisk.

For å konkludere, kan en si at faren for substitutter er lav til moderat basert på informasjonen over. Laks er en næringsrik vare som inneholder mye av det mennesker trenger. På samme tid, vil etterspørselen etter laks kunne reduseres dersom lakseprisen forblir høy.

#### 7.2.4 Kjøpernes maktposisjon

Dersom kjøperne har en sterk maktposisjon, kan de ha innflytelsen til å kreve lavere priser eller kreve kostbare produkt- eller tjenesteforbedringer. Kjøpernes maktposisjon er sterk dersom noen av de følgende fire forholdene er oppfylt; (1) det er noen få kjøpere som står for mesteparten av salget i markedet, (2) når de enkelt kan bytte mellom leverandører, (3) dersom de selv kan produsere produktet, og (4) når kjøperne er nødt til å kutte ned kjøpskostnadene sine og kvaliteten har lite å si for det kjøpte produktet (Johnson et al., 2017, s.66).

Oppdrettsnæringen har flere leverandører som tilbyr en rekke ulike produkter, alt fra laks til et bearbeidet produkt som sushi. Produktene i dette markedet er, derimot, lite differensierte. Kjøperne har også lett tilgang til all tilgjengelig informasjon om produktene. Disse to faktorene gjør at kjøperne har noe forhandlingsmakt; En vet sånn cirka hva det koster å produsere laks og dersom leverandørene krever en for høy pris, vil en kunne bytte leverandør, nettopp fordi de tilbyr så og si det samme.

På den andre siden, har leverandørene i oppdrettsnæringen et bredt kundespekter og de har kunder som befinner seg på en rekke forskjellige steder i verden. Dersom de da mister en kjøper eller to til en konkurrent, vil ikke dette nødvendigvis være av stor trussel da de har flere andre å belage seg på, og eventuelt tiltrekke seg nye kjøpere.

For å konkludere, kan en si at kjøpernes forhandlingsmakt er moderat som følge av motvirkningene informasjonen ovenfor gir; Kjøperne har noe forhandlingsmakt på pris, men dersom leverandørene mister en kjøper, vil ikke dette nødvendigvis være avgjørende for selskapet.

### 7.2.5 Leverandørenes maktposisjon

Leverandører er de som forsyner selskapene med de ressursene den trenger for å skape deres produkter og/eller tjenester. Leverandørenes makt pleier å være stor når det er (1) få leverandører, (2) når det er høye kostnader med å bytte leverandør, (3) når leverandørene selv kan gå inn i bransjen og derav kutte mellomledd, og (4) når produktene eller tjenestene er unike, med andre ord, differensierte (Johnson et al, 2017, s.69).

Hovedsakelig vil oppdrettsbransjen sine leverandører bestå av selskaper som leverer tjenester knyttet til ulike anlegg, merder og fiskefôr. Som nevnt tidligere, har Lerøy en helintegret verdikjede og vil derfor være mindre avhengige av andre leverandører. Lerøy produserer, derimot, ikke sitt eget fiskefôr og vil derfor være avhengige av de ulike leverandørene, slik som Biomar, Skretting AS og EWOS AS for å i det hele tatt ha en produksjon. Ved å ha så få leverandører, vil disse kunne ha stor forhandlingsmakt. På den andre siden, er fiskefôr relativt standardisert og på grunn av dette, kan oppdrettselskapene gå over til de andre leverandørene også. Dette fører til at leverandørene av fiskefôr nødvendigvis ikke har så stor forhandlingsmakt likevel.

For å konkludere, kan en si at leverandørenes forhandlingsmakt i oppdrettsnæringen er moderat til lav basert på informasjonen ovenfor.

### 7.2.6 Oppsummering av Porter's five forces

Basert på analysen som er gjort ved hjelp av Porter's five forces sitt rammeverk, har vi laget en tabell som viser en oversikt over hvordan de fem ulike kreftene er i oppdrettsbransjen. Ut ifra analysen, har vi konkludert med at grad av rivaliseringen er moderat til høy i bransjen, blant annet fordi det er få, store aktører med lite differensierte produkter. Som en følge av at oppdrettsbransjen er kapitalintensiv, vil inngangsbarrierene være høye. Videre tenker vi at faren for substitutter er lav til moderat ettersom at det finnes en del andre proteinkilder, men laks inneholder også andre næringsstoffer som vitaminer og umettet fett. Til slutt anser vi kjøpernes maktposisjon som moderat og leverandørenes maktposisjon som moderat til lav.

Oppsummering Porter's five forces	
Grad av rivalisering	Moderat/Høy
Inngangsbarrierer	Høy
Faren for substitutter	Lav/Moderat
Kjøpernes maktposisjon	Moderat
Leverandørens makt	Moderat/Lav

Tabell 6: Oppsummering av Porter's five forces

Tabellen viser en oppsummering av funn fra Porter's five forces sitt rammeverk.

### 7.3 Intern analyse - VRIO-modellen

Som en del av den strategiske analysen, bør en også foreta en intern analyse av selskapets egne ressurser, gjerne gjennom en VRIO-analyse. VRIO-modellen spesifiserer fire ulike vilkår for at ressursene et selskap besitter skal bidra til vedvarende konkurransefortrinn, og derav ha et godt utgangspunkt for nåværende og potensielle trusler. De fire vilkårene er at ressursen må være verdifull (V), sjelden (R), ikke-imiterbar (I), og organisert (O) (Johnson et al., 2017, s.107).

#### 7.3.1 Humankapital

Humankapital er en av de viktigste byggesteinene til et selskap. Gode og motiverte ansatte kan være av avgjørende betydning når en er i en konkurranseutsatt bransje, slik som Lerøy befinner seg i. Lerøy er et selskap som er opptatt av å stadig utvikle sine ansatte og deres kompetanse. Oppdrettsbransjen er en bransje hvor det stadig kommer nye endringer i rammevilkårene, herunder miljøkrav og dagens aktuelle tema som er den nye grunnrenteskatten. Selskapene trenger derfor lærevillige og fleksible ansatte som jobber mot å finne løsninger på disse problemstillingene. På bakgrunn av dette, legger Lerøy til rette for at de skal utvikle ansatte gjennom formelle og uformelle læringsarenaer, og i tillegg legge til rette for at de kan utforske interne karrieremuligheter (Lerøy, 2022, s.24). Ved å gjøre dette, får en ansatte som hele tiden utvikler sin kompetanse, og som en konsekvens av dette, vil bidra til å være konkurransedyktig. Til tross for at Lerøy er opptatt av å stadig utvikle sine ansatte, er dette også noe de andre selskapene gjør. Det er med andre ord ikke noe som gir varig konkurransefortrinn.

### 7.3.2 Verdikjeden

Som nevnt i kapittel 3.4, har Lerøy en vertikalintegreert verdikjede. Dette sikrer stabilitet, sporbarhet og kvalitet for Lerøy, og gjør at en kan jobbe enda mer effektivt enn dersom en hadde outsourcet deler av verdikjeden til andre leverandører. Å ha en vertikalintegreert verdikjede, hvor en kan kontrollere de ulike elementene, sørger blant annet for kostnadseffektivitet og at en får muligheten til å sikre bærekraftige valg langs hele verdikjeden. Lerøy sørger for kontroll over sin verdikjede gjennom samarbeid, kompetanseutveksling og tillit. Dette blir sikret gjennom samhandling, standardiserte systemer, informasjonsflyt samt tydelige forventninger og mål (Lerøy, 2022, s.24). Videre distribuerer Lerøy til over 80 ulike markeder, og å ha kontroll over produkter som går over landegrensene, kan være vanskelig. Lerøy har derimot flere datterselskaper i disse markedene som sørger for effektivitet (Lerøy, 2022, s.22). Dette vil også være med på å nå Lerøy sin visjon om å bli den mest lønnsomme leverandøren av bærekraftig kvalitetssjømat. Å ha en vertikalintegreert verdikjede er Lerøy derimot ikke alene om, og det er derfor kun et midlertidig konkurransefortrinn.

### 7.3.3 Geografiske plasseringer

En helt klar fordel som Norge har, er kystforholdene; Det er disse forholdene som er med på å bidra til fisk av god kvalitet. På grunn av Golfstrømmen, får Norge rikelig med tilgang til vann med den rette temperaturen, samtidig som at vi har en topografi med strømmer som sørger for at vannmassene blir «regelmessig» skiftet ut (Mowi, 2022, s.28). Når en da får kombinert dette med kunnskapen som Lerøy jobber for å stadig utvikle, får en den gode kvaliteten på fisken. Ettersom at oppdrettsbransjen er preget biologiske begrensninger som gjør at en kun kan drive med oppdrett i visse land og områder. Lerøy har i dag produksjon i 3 ulike regioner i Norge: Nord-Norge (Lerøy Aurora), Midt-Norge (Lerøy Midt) og Vestlandet (Lerøy Sjøtroll) (Lerøy, 2022, s.22).

Lerøy ønsker å være tettere på konsumentene; De har en ambisjon om å øke etterspørselen etter sine produkter gjennom å distribuere nye produkter til nye markeder. På bakgrunn av dette har selskapet de siste årene utvidet VAP, Salg og Distribusjon til flere ulike markeder. Dette segmentet driver ikke bare med laks, ørret og hvitfisk som Lerøy selv produserer, men de involverer også en tredjepart. Dette sikrer at de får produktbredde

innenfor sjømatkategorien. Blant annet har Lerøy økt sin eierandel i Seafood Danmark fra 33% til 78%. Seafood Danmark er en av de største sjømat-distributørene i Danmark. Videre har Lerøy også investert betydelig i fabrikkkapasitet for å kunne levere fersk sjømat. De har bygget fabrikker i Madrid, Valencia, Barcelona, Alicante og på Gran Canaria (Lerøy, 2022, s.11). Disse ulike tiltakene vil hjelpe Lerøy med å nå sine mål om å komme tettere på sine konsumenter. Likevel vil ikke den geografiske plasseringen til Lerøy gi noen varige konkurransefortrinn; Konkurrenter kan også etablere seg i samme områder.

#### 7.3.4 Teknologi og innovasjon

Hovedproblemene som oppdrettsnæringen står ovenfor med lakselus, rømninger og avfall fra fisk, gjør at næringen blir nødt til å finne løsninger gjennom teknologi og innovasjon. Som nevnt under kapittel 2.5, har SalMar hatt et stort fokus på å få til offshore oppdrettsanlegg, mens Atlantic Sapphire har bygget flere landbaserte anlegg. I likhet med konkurrentene, har også Lerøy jobbet med å finne løsninger. De har blant annet samarbeidet med Preline om et tubmerd-anlegg samt hatt et samarbeid med miljøstiftelsen Bellona angående Ocean Forest. Deres fokus på utvikling av teknologi, er med på å hjelpe selskapet mot deres visjon om å bli mer lønnsomme.

Som nevnt tidligere, har Lerøy hatt et samarbeid med Preline AS siden 2010 om å utvikle et lukket og flytende anlegg for postsmoltproduksjon. Hensikten med dette anlegget er å produsere større og mer robuste smolt, noe som vil føre til kortere produksjonstid i åpne merder. Hypotesen er at en da vil få mindre sykdom og håndtering av fisken når den er satt i sjøen. Lerøy sjøsatte et anlegg vinteren 2015, og har frem til januar 2021 hatt 11 utsett. Resultatet fra dette prosjektet har vært at de ikke har hatt noen lusebehandlinger, det har vært ingen til lite luseutfordringer og fisken fra dette anlegget er generelt mer robuste og presterer bedre dersom en sammenligner med annen fisk (Lerøy, u.åd). Dette kan være med på å skape konkurransefortrinn da det fanger opp de store problemene med oppdrettsnæringen.

Et annet konkurransefortrinn Lerøy har er Ocean Forest. Ocean Forest ble stiftet i 2014 sammen med Bellona (Lerøy, u.åe). Visjonen bak stiftelsen er å øke matproduksjonen fra havbruk på en bærekraftig måte. Essensen er at en skal kunne gjenvinne ressurser ved fiskeanleggene som ikke er utnyttet til sitt fulle potensial. Fisk har avfallsprodukter som

kan være en ressurs til arter som befinner seg på lavere nivå i næringskjeden. Mikroalger og makroalger trenger næringssalter for å vokse, og disse næringssaltene kan en blant annet få fra fiskeproduksjonen. Skjell lever igjen av mikroalger og andre partikler som finnes i sjøen. På grunn av dette, vil en da kunne utnytte ressursene mer effektivt rundt fiskeanleggene, og som en konsekvens vil havmiljøet bli renere ettersom at en nå slipper å tilsette mer fôr og gjødsel. Ocean Forest har tre oppdrag som var grunnen til at Lerøy og Bellona ville starte denne satsingen. Det første var at de ville fange fosfor, nitrogen samt CO2 som fisken slapp ut i merdene ved hjelp av tare og blåskjell. For det andre ønsket de å lage råvarer som både mennesker og dyr kunne spise; Tare og blåskjell er næringsfulle råvarer. Til slutt hadde de et siste mål om å skape nye arter. Som en positiv konsekvens av dette, vil en klare å skape en sirkulær økonomi, som igjen er positivt for miljøet (Lerøy, u.åb). På bakgrunn av dette, ønsker Lerøy å fortsette å bruke tid og ressurser på utvikling videre. Lerøy sitt arbeid med teknologi og innovasjon er med på å skape midlertidige fordeler. Dette på bakgrunn av at de andre konkurrentene også driver med utvikling av teknologi,

### 7.3.5 Produktbredde

Lerøy stiller også sterkt når det kommer til produktbredde dersom en sammenligner selskapet med andre konkurrenter i bransjen. Som nevnt under kapittel 3.1, tilbyr Lerøy laks og ørret, samt hvitfisk, pelagisk fisk og skalldyr (Lerøy, 2022, s.22). Lerøy skiller seg derfor ut i bransjen ettersom at de konkurrentene (foreløpig) ikke tilbyr samme produktbredde. Ved å ha et bredere produktsortiment, har en flere bein å stå på da en har en større målgruppe. Med andre ord, vil en ikke være like sensitiv overfor prisendringer til og etterspørselen etter laks, som gjerne de andre konkurrentene er.

I 2016 kjøpte Lerøy 100% av aksjene i Havfisk AS (som nå er Lerøy Havfisk AS) og Norway Seafoods Group AS (som nå er Lerøy Norway Seafoods). Året etter oppkjøpet, ble hvitfisk en del av den helintegreerte verdikjeden og de drev nå med alt fra fangst til bearbeiding (Lerøy, 2022, s.22). Videre kan en se i årsrapporten til Lerøy at mesteparten av driftsinntektene kommer fra laks, hvitfisk og ørret, og en mindre andel kommer fra skalldyr og pelagisk fisk. Å satse på hvitfisk var derfor en god investering. Å ha et bredt produktsortiment er, derimot, kun en midlertidig konkurransefordel da de andre konkurrentene også kan tilby de samme produktene etter hvert.



### 7.3.6 Oppsummering av VRIO

Funnene vi fant i VRIO-analysen kan oppsummeres i tabellen nedenfor. For å konkludere kan en si at Lerøy har en rekke ulike styrker som kommer godt med i en ellers konkurransepreget bransje. Styrkene som vi har valgt å trekke frem og som blir oppsummert under, er humankapitalen, verdikjeden, geografisk plassering, teknologi og innovasjon, samt produktbredde.

Oppsummering VRIO-analyse					
Ressurser	Verdifull	Sjelden	Ikke-imiterbar	Organisert	Konkurransfordel
Humankapital	x			x	Ingen fordel
Verdikjede	x			x	Midlertidig fordel
Geografisk plassering	x	x		x	Midlertidig fordel
Teknologi og innovasjon	x	x		x	Midlertidig fordel
Produktbredde	x	x		x	Midlertidig fordel

Tabell 7: Oppsummering av VRIO-analyse

Tabellen viser en oppsummering av funn fra VRIO-analysen. Den illustrerer om de ulike ressursene er verdifulle, sjeldne, ikke-imiterbare eller godt organisert.

### 7.4 SWOT-Analyse

Den eksterne og den interne analysen kan oppsummeres i en SWOT-analyse. En SWOT-analyse tar for seg styrkene (S) og svakhetene (W) som selskapet besitter, og mulighetene (O) og truslene (T) som befinner seg i makroomgivelsene. Styrkene og svakhetene er forhold som selskapet selv kan gjøre noe med, mens mulighetene og truslene i makroomgivelsene tar for seg forhold som de ikke har kontroll over (Johnson et al., 2017, s.115). Informasjon fra VRIO-analysen vil hjelpe å identifisere hvilke styrker og svakheter selskapet besitter internt. Basert på PESTEL- analysen og rammeverket Porter's five forces, vil vi kunne identifisere hvilke eksterne forhold som utgjør mulighetene og truslene til Lerøy.

SWOT	
Styrker	Svakheter
Produktbredde Integrert verdikjede Kompetanseutvikling av ansatte Fokus på å øke driftsmargin	Lav grad av innovasjon Kun tre produksjonsområder Høy dødelighet blant fisk
Muligheter	Trusler
Laks er effektiv proteinkilde Økende matbehov Fokuset på et sunnere kosthold Høy inngangsbarriere	Politiske regulering Offshore og landbasert oppdrett Lakselus og avfall Miljøvernorganisasjoner

Figur 5: SWOT-analyse

Figuren viser en SWOT-analyse basert på VRIO-analysen, PESTEL-analysen og Porter's five forces sitt rammeverk. SWOT-analysen identifiserer Lerøy sine styrker og svakheter samt mulighetene og truslene som finnes i makroomgivelsene.

I figuren ovenfor finner en de viktigste funnene gjort fra den strategiske analysen. Bransjen er svært kapitalintensiv, og det finnes få, store aktører i markedet. Det er høye inngangsbarrierer og strenge krav til miljø, som trolig kun vil bli strengere. Likevel er bransjen preget av muligheter da vi har et økende behov for mat. I dag kommer under 2% av maten fra havet, og det ligger derfor store potensialer her til å utnytte havet bedre. Funnene som kommer frem i den strategiske analysen vil bli tatt hensyn til når vi estimerer de fremtidige konstantstømmene til Lerøy.

## 8. Regnskapsanalyse

Ved å se på hvordan selskaper har gjort det i foregående år, kan en gjennomføre en regnskapsanalyse. En regnskapsanalyse tar for seg nøkkeltall som gir et overblikk over selskapets regnskap. Som et resultat, får en da bedre forståelse av hvordan den nådde sine resultater, hvordan den står til økonomisk og hvordan den i fremtiden kan forbedre seg (Hoff & Pedersen, 2019, s.181). Nøkkeltallene som utvinnes, kan brukes til å sammenligne selskapet med andre konkurrenter i samme bransje, og gir derfor en god indikasjon på om selskapet stiller sterkt, likt eller dårlig i et konkurrerende marked. Dette kan da være av

interesse for interessenter som eiere, långivere og investorer/potensielle investorer. Videre er det viktig å ta hensyn til hvilken bransje selskapet operer i (Visma,u.åd). Tradisjonelt sett deles regnskapsanalysen inn i tre deler som hver tar for seg ulike deler av regnskapet: lønnsomhet, likviditet og soliditet. Når vi skal sammenligne Lerøy med selskaper i samme bransje, velger vi å sammenligne med selskaper som vi nevnte innledningsvis i denne bachelor-oppgaven, altså Mowi, Grieg Seafood og SalMar.

## 8.1 Lønnsomhet

Når en foretar en lønnsomhetssanalyse, ser en på om selskapet evner å skape lønnsom drift, altså om den klarer å få avkastning på den kapitalen som er investert i selskapet (Hoff & Pedersen, 2019, s.190). Denne delen av analysen kan være av interesse for interessenter som eiere og långivere. Lønnsomhetsanalysen vil ta for seg tre nøkkeltall; totalkapitalrentabilitet, egenkapitalrentabilitet og driftsmarginen.

### 8.1.1 Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabiliteten sier noe om hvor stor inntjening et selskap har hatt på den totale kapitalen, altså gjeld og egenkapital, som er investert i selskapet i den gitte perioden, uavhengig av fordelingen av gjeld og egenkapital. Totalkapitalrentabiliteten sier noe om totalkapitalens avkastning ved vanlig drift, og en ser derfor vekk fra ekstraordinære inntekter og/eller ekstraordinære kostnader (Hoff & Pedersen, 2019, s.207-208). Det er ikke noe eksakt svar på hva totalkapitalrentabiliteten bør være da en må vurdere bransjen selskapet operer i, og hvilken risiko det er forbundet med den. Totalkapitalrentabiliteten bør være 5-6% høyere enn avkastningen en får ved risikofri plassering (Hoff & Pedersen, 2019, s.209-210). Formelen for rentabiliteten er gitt under.

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{\text{Resultat før skatt} + \text{Rentekostnader}}{\text{Bokført verdi av gjennomsnittlig egenkapital}}$$

*Formel 14: Totalkapitalrentabilitet*

Tabellen under viser totalkapitalrentabiliteten til de ulike selskapene de siste fem årene. Som en kan se, har dette nøkkeltallet vært relativt variabelt de siste 5 årene for Lerøy, slik det også har vært for de andre selskapene. I 2021 hadde Lerøy en totalkapitalrentabilitet på

9,4%, noe som vil si at de oppnådde en avkastning som er cirka lik 9% av selskapets verdier. Sammenligner en Lerøy med gjennomsnittet, kan en se at de ligger noe under dette, bortsett fra i 2021. Ut ifra regnskapet til Lerøy, kan en se at variasjoner i nøkkeltallet skyldes varierende resultat før skatt og ikke like mye variasjoner i kapitalen. «Kravet» om at totalkapitalrentabiliteten bør være 5-6% høyere enn avkastningen en får ved risikofri plassering, ser en at Lerøy oppnår dette alle år, utenom i 2020. Nedgangen i 2020 skyldes hovedsakelig et lavere resultat før skatt, noe som også var tilfellet for mange andre selskaper mye på grunn av covid-19.

<b>Totalkapitalrentabilitet</b>					
<b>År</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
<b>Lerøy</b>	7,65%	14,07%	7,20%	3,40%	9,40%
<b>SalMar</b>	22,51%	32,56%	20,10%	13,61%	14,26%
<b>Grieg Seafood</b>	11,47%	16,70%	0,01%	-0,02%	0,08%
<b>Mowi</b>	12,47%	16,15%	11,05%	2,05%	9,80%
<b>Gjennomsnitt</b>	13,53%	19,87%	9,61%	4,76%	8,39%

Tabell 8: Totalkapitalrentabilitet 2017-2021

Tabellen viser totalkapitalrentabiliteten til Lerøy og de sammenlignbare selskapene de siste 5 årene. Tallene er basert på årsrapportene til de ulike selskapene.

### 8.1.1 Egenkapitalrentabiliteten

Egenkapitalrentabiliteten viser avkastning på eiernes investerte kapital i selskapet (Damodoran, 2012, s.46). En ønsker å se om investorene får igjen for å investere i selskapet eller om de hadde fått mer igjen av å sette kapitalen inn en annen plass. Det er ikke noen spesifikke krav til hva egenkapitalrentabiliteten bør være, men den bør være stor nok til at den tar hensyn til både risikoen forbundet med å investere i selskapet og avkastningen investorene potensielt kunne fått ved å plassere kapitalen i banken. Generelt sier en gjerne at egenkapitalrentabiliteten bør ligge på rundt 18% til 20%. Vi har valgt å regne ut egenkapitalrentabiliteten med resultat etter skatt siden selskapets skattekostnad kan påvirkes av forhold som ikke direkte kan knyttes til periodens drift, og det er jo driften en som analytiker ønsker å se på (Hoff & Pedersen, 2019, s.217). Formel 15 viser hvordan en beregner egenkapitalrentabiliteten.

$$EK \text{ rentabilitet} = \frac{\text{Resultat etter skatt}}{\text{Bokført verdi av gjennomsnittlig egenkapital}}$$

Formel 15: Egenkapitalrentabilitet

Tabellen under viser egenkapitalrentabiliteten til de ulike selskapene. Også her kan en se at de har hatt varierende resultat de siste årene. For Lerøy ser en at egenkapitalrentabiliteten har vært over 10% de siste fem årene, utenom i 2020, som var da covid-19 traff.

Sammenligner en Lerøy med konkurrentene, ligger de noe under dem. Den varierende egenkapitalrentabiliteten for Lerøy skyldes hovedsakelig et mer varierende resultat etter skatt og ikke variasjoner i egenkapitalen. Til tross for at avkastningen er litt under det en sier den bør være, ser en at den tar hensyn til all risiko forbundet med selskapet (WACC), utenom i 2020.

Egenkapitalrentabilitet					
År	2017	2018	2019	2020	2021
Lerøy	12,52%	22,76%	10,72%	4,47%	15,05%
SalMar	32,00%	42,60%	27,00%	19,40%	20,20%
Grieg Seafood	18,33%	27,58%	16,07%	-0,06%	12,17%
Mowi	21,12%	21,83%	16,50%	4,21%	16,56%
Gjennomsnitt	20,99%	28,69%	17,57%	7,00%	16,00%

Tabell 9: Egenkapitalrentabilitet 2017-2021

Tabellen viser egenkapitalrentabiliteten til Lerøy og de sammenlignbare selskapene de siste 5 årene. Tallene er basert på årsrapportene til de ulike selskapene.

### 8.1.2 Driftsmargin

Driftsmarginen er et tredje nøkkeltall som kan brukes til å analyse et selskaps lønnsomhet. Driftsmarginen sier noe om hvor mye selskapet har igjen av driftsinntekter, uavhengig av hvordan den er finansiert. Med andre ord viser driftsmarginen hvordan selve driften av selskapet har gått, og derav hvor mye de tjener per omsatt krone (Hoff & Pedersen, 2019, s.220). Det beløpet en sitter igjen med skal gå til å dekke rentekostnader og skatt (Visma, u.åa). Under er formelen for driftsmargin.

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

Formel 16: Driftsmargin

Tabellen under viser driftsmarginen til de ulike selskapene de siste årene. Her kan en lese at Lerøy har hatt en varierende driftsmargin og har gjennom årene vært lavere enn konkurrentene. Likevel har den vært positiv, noe som da betyr at de vil ha midler igjen til å betale for rentekostnadene og skatt. At Lerøy har en noe lavere driftsmargin enn gjennomsnittet, vil si at selskapet tjener mindre per omsatt krone enn det konkurrentene gjør.

<b>Driftsmargin</b>					
<b>År</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
<b>Lerøy</b>	10,74%	21,75%	11,74%	5,62%	15,58%
<b>SalMar</b>	25,81%	37,97%	24,80%	21,90%	22,94%
<b>Grieg Seafood</b>	11,70%	17,35%	10,44%	5,28%	20,19%
<b>Mowi</b>	13,29%	24%	14,89%	4,87%	14,33%
<b>Gjennomsnitt</b>	15,39%	25,33%	15,47%	9,42%	18,26%

Tabell 10: Driftsmargin 2017-2021

Tabellen viser driftsmarginen til Lerøy og de sammenlignbare selskapene de siste 5 årene. Tallene er basert på årsrapportene til de ulike selskapene.

## 8.2 Likviditet

Hoff og Pedersen definerer likviditet som «beholdning av betalingsmidler som kontanter, bankinnskudd eller lett omsettbare verdipapirer» (Hoff & Pedersen, 2019, s.261). Når en analyserer et selskaps likvide posisjon, ser en på om de klarer å dekke sine løpende betalingsforpliktelser. Det å ikke ha en tilfredsstillende likviditet, altså at en ikke klarer å betale regninger i tide, vil kunne påvirke en rekke positive forhold rundt virksomheten og i verste fall føre til konkurs (Hoff & Pedersen, 2019, s.235). En tar gjerne for seg likviditetsgrad 1 og likviditetsgrad 2 når en analyserer et selskaps likvide posisjon.

### 8.2.1 Likviditetsgrad 1

En finner likviditetsgrad 1 ved å dividere omløpsmidler på kortsiktig gjeld. Omløpsmidler er eiendeler som kan gjøres om til likvide midler relativt raskt, og kan omfatte kundefordringer, varelager og ulike former for betalingsmidler og verdipapirer. Eksempler på kortsiktig gjeld kan være leverandørgjeld og påløpte feriepenge (Visma, u.åb). Det

generelle kravet for likviditetsgrad 1 er at den bør være større enn eller lik 2. Å ha et forholdstall lik 2 vil si at halvparten av omløpsmidlene til selskapet er finansiert gjennom langsiktig kapital (Hoff & Pedersen, 2019, s.238).

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

*Formel 17: Likviditetsgrad 1*

Tabellen under viser likviditetsgrad 1 for de ulike selskapene de siste årene. Som en kan se, tilfredsstiller Lerøy «kravet» til likviditetsgrad 1 alle årene. Med andre ord, betyr dette at de har nok omløpsmidler til å betale sine løpende betalingsforpliktelser. Sammenligner en Lerøy med gjennomsnittet, ligger de over dette, utenom i 2020 og 2021.

<b>Likviditetsgrad 1</b>					
<b>År</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
<b>Lerøy</b>	2,98	2,99	2,81	2,68	2,91
<b>SalMar</b>	1,94	2,02	2,31	1,67	2,19
<b>Grieg Seafood</b>	2,44	2,58	2,72	3,61	4,36
<b>Mowi</b>	2,7	3,7	3,38	3,41	2,79
<b>Gjennomsnitt</b>	2,51	2,82	2,81	2,84	3,06

*Tabell 11: Likviditetsgrad 1 2017-2021*

*Tabellen viser likviditetsgrad 1 til Lerøy og de sammenlignbare selskapene de siste 5 årene. Tallene er basert på årsrapportene til de ulike selskapene.*

## 8.2.2 Likviditetsgrad 2

En finner likviditetsgrad 2 ved å dividere de mest likvide omløpsmidlene på kortsiktig gjeld. Under likviditetsgrad 2, blir varelageret trukket fra da dette ikke blir regnet som en del av de mest likvide midlene. En kan jo tenke seg hvor lang tid det kan ta for en vare som er på lager blir gjort om til penger. Hoff og Pedersen beskriver at de mest likvide midlene er de som blir gjort om til betalingsmidler innen 3 måneder (Hoff & Pedersen, 2019, s.236). Generelt sier en at likviditetsgrad 2 bør være større enn eller lik 1. Å ha et forholdstall lik eller rundt 1, vil indikere at selskapet er i stand til å betale sine kortsiktige betalingsforpliktelser (Visma, u.åc).

$$\text{Likviditetsgrad 2} = \frac{\text{Mest likvide omløpsmidler}}{\text{Kortsiktig gjeld}}$$

Formel 18: Likviditetsgrad 2

Tabellen under viser likviditetsgrad 2 for de ulike selskapene de siste årene. Som en kan se, tilfredsstiller Lerøy kravet til nøkkeltallet. Sammenligner en Lerøy med gjennomsnittet og konkurrentene, ser en at de har best likviditetsgrad 2, utenom i 2020 hvor Grieg Seafood hadde en likviditetsgrad 2 på 1,81. Det at Lerøy har lav likviditetsrisiko er attraktivt ovenfor interessenter, som leverandører og investorer, da dette indikerer at de klarer å betale sine løpende betalingsforpliktelser.

Likviditetsgrad 2					
År	2017	2018	2019	2020	2021
Lerøy	1,55	1,34	1,31	1,27	1,43
SalMar	0,34	0,34	0,4	0,26	0,49
Grieg Seafood	0,77	0,7	0,6	1,81	1,14
Mowi	0,82	1,06	1,01	0,97	0,83
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>0,87</b>	<b>0,86</b>	<b>0,83</b>	<b>1,08</b>	<b>0,97</b>

Tabell 12: Likviditetsgrad 2 2017-2021

Tabellen viser likviditetsgrad 2 til Lerøy og de sammenlignbare selskapene de siste 5 årene. Tallene er basert på tall fra årsrapportene til de ulike selskapene.

## 8.3 Soliditet

Soliditet sier noe om et selskaps evne til å tåle tap. Hvor solid et selskap er, kan uttrykkes gjennom nøkkeltallet egenkapitalprosenten (Hoff & Pedersen, 2019, s.284).

### 8.3.1 Egenkapitalprosenten

En finner egenkapitalprosenten ved å dividere egenkapitalen på totalkapitalen. Egenkapitalprosenten viser hvor stor andel av totalkapitalen, som er finansiert av egenkapital. Nøkkeltallet viser hvor stor del av eiendelene som kan gå tapt før det går utover långiverne og øvrige kreditorer. Det er vanskelig å si noe om hvor stor egenkapitalprosenten bør være da dette avhenger av forhold som hvor kapitalintensiv selskapet er og hvor stor risiko det er i bransjen som selskapet operer i. Generelt sett kan



en si at egenkapitalprosenten bør ligge på rundt 30-35% (Hoff & Pedersen, 2019, s.276-277).

$$\text{Egenkapitalprosent} = \frac{\text{Egenkapital}}{\text{Totalkapital}} \times 100\%$$

Formel 19: Egenkapitalprosenten

Tabellen under viser egenkapitalprosenten for de ulike selskapene de siste årene. Som en kan lese av tabellen, har alle selskapene en relativt høy egenkapitalprosent. Dette indikerer at bransjen de operer i er kapitalintensiv, noe som en vet at oppdrettsbransjen er preget av. Generelt for bransjen gjelder at de i økonomiske nedgangstider evner å bære tap. Sammenligner en Lerøy med gjennomsnittet, ligger de noe over alle årene.

Egenkapitalprosent					
År	2017	2018	2019	2020	2021
Lerøy	56,44%	60,39%	58,84%	58,46%	56,51%
SalMar	59,30%	60,40%	54,20%	49,90%	55,10%
Grieg Seafood	46,81%	47,69%	46,35%	41,04%	51,92%
Mowi	53,46%	55,96%	49,61%	47,28%	50,02%
Gjennomsnitt	54,00%	56,11%	52,25%	49,17%	53,39%

Tabell 13: Egenkapitalprosent 2017-2021

Tabellen viser egenkapitalprosenten til Lerøy og de sammenlignbare selskapene de siste 5 årene. Tallene er basert på tall hentet fra årsrapportene til de ulike selskapene.

## 8.4 Oppsummering av regnskapsanalysen

Etter å ha foretatt en regnskapsanalyse, kan en konkludere med at Lerøy har noe lavere lønnsomhet enn konkurrentene som er i oppdrettsbransjen. Ser en, derimot, på Lerøy sin likvide posisjon stiller de sterkt; De har nok midler til å betale sine løpende betalingsforpliktelser. Som med de andre konkurrentene, har Lerøy også en høy egenkapitalprosent, og tåler dermed en nedgangstid før det går utover långiverne. Et viktig element å poengtere er at de ulike «kravene» til nøkkeltallene kun er retningsveiledende og ikke faktiske krav; De gir et godt bilde på hvordan selskapet gjør det i forhold til bransjen generelt.

## 9. Fremtidsprognose

For å kunne estimere en aksjepris, er det helt nødvendig å utarbeide en prognose for fremtidige kontantstrømmer. For å estimere de fremtidige kontantstrømmene, vil vi bruke regnskapstall som er hentet fra Lerøy sine årsrapporter og bruke funn fra den strategiske analysen. Ved å bruke disse to komponentene, vil en kunne se på hvordan Lerøy har gjort det de siste årene, samtidig som at en får justert for eventuelle utsikter. I dette kapittelet, vil vi derfor estimere kontantstrømmene for de neste fem årene og legge til grunn en vekstrate som skal bli brukt i terminalverdi-beregningen.

### 9.1 Driftsinntekter

Lerøy rapporterte i Q4 2022-rapporten de høyeste driftsinntektene noen gang med MNOK 26,646. Videre rapporterer de et driftsresultat etter verdijustering på MNOK 4 283,5, og et resultat etter skatt på MNOK 3 165,1, mot MNOK 2 781,1 i 2021 (Lerøy, u.åf). Grafen under viser Lerøy sine historiske driftsinntekter for de siste 6 årene. Beløpene er oppgitt i NOK 1000.



Figur 6: Historiske driftsinntekter 2017-2022

Grafen baserer seg på de historiske driftsinntektene til Lerøy de siste 6 årene. X-aksen representerer perioden 2017 til 2022, mens y-aksen representerer driftsinntektene i NOK 1000. Tallene er hentet fra kvartals- og årsrapportene til Lerøy.

Driftsinntektene avhenger i stor grad av laksepris og slaktevolum, men en kan ikke komme frem til de virkelige driftsinntektene ved å multiplisere disse. Dette kommer av at Lerøy historisk sett har solgt 20-40% av laksen på kontrakt, og at en har også ulike salgstidspunkter med ulik pris. Store deler av inntekten kommer også fra VAP, hvor de da kjøper fisken fra seg selv. I årsrapportene viser de derfor inntekter fra VAP, hvor en

trekker fra eliminerings for internsalg. Ut fra årsrapportene, kan en se de historiske inntektene fra VAP i forhold til Havbruk og Villfangst. Ser en bort fra 2017, har disse inntektene i gjennomsnitt vært på 71,33% i forhold til Havbruk og Villfangst.

VAP-andel av inntekter						
	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Villfangst</b>	2 760 066	2 670 473	2 544 101	2 574 057	2 695 135	3 116 503
<b>Havbruk</b>	9 385 390	9 461 198	9 059 820	9 089 134	10 503 400	12 196 140
<b>VAP</b>	6 478 059	7 705 967	8 822 981	8 296 461	9 874 745	10 892 490
<b>Andel</b>	53,3%	63,5%	76,0%	71,1%	74,8%	71,1%
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>71,33%</b>					

Tabell 14: VAP-andel av inntekter

Tabellen viser andelen av inntekter som kommer fra VAP i forhold til Villfangst og Havbruk de siste 6 årene. Tallene er hentet fra kvartals- og årsrapportene til Lerøy og er oppgitt i NOK 1000.

### 9.1.1 Produksjonsvolum

Lerøy slaktet i 2022 173 000 tonn, noe som var en reduksjon på 7,3% fra året før. Lerøy sin prognose for slaktevolumet for 2023 ligger på 175 000 tonn, noe som tilsvarer 1,1 prosent vekst (Lerøy, u.åf). Som en kan se i tabellen, over er dette i tråd med gjennomsnittlig vekst. Sammenligner en slaktevolum i 2022 med 2017 kan en se en total vekt i volum på 9,7%. Dette tilsvarer en gjennomsnittlig vekst på 1,6%. På bakgrunn av Lerøy sin visjon om å optimalisere eksisterende drift og bli mer lønnsomme, samt historiske tall, vil vi bruke 1,35% vekst i volum fra og med 2024. Produksjonsvolumet i tabellen under er oppgitt i tonn.

Historisk produksjonsvolum						
Region	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Lerøy Aurora AS</b>	39 200	36 800	32 800	35 000	44 000	40 000
<b>Lerøy Midt AS</b>	64 500	66 500	64 800	67 900	72 600	69 000
<b>Lerøy Sjøtroll</b>	54 000	58 800	60 600	68 000	70 000	64 000
<b>Total Norge</b>	<b>157 700</b>	<b>162 100</b>	<b>158 200</b>	<b>170 900</b>	<b>186 600</b>	<b>173 000</b>
<b>Endring i %</b>	-4,00 %	2,80 %	-2,40 %	8,00 %	9,20 %	-7,30 %
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>1,10 %</b>					

Tabell 15: Historisk produksjonsvolum

Tabellen viser det historiske produksjonsvolumet for de siste 6 årene fra Lerøy sine ulike underselskaper.

## 9.1.2 Laksepris

For å si noe om lakseprisen bruker vi Fishpool som kilde. Fishpool er en internasjonal markeds plass for kjøp og salg av laks. Fishpool ble opprettet i 2005 og Oslo børs eier 97% av aksjene og har tillatelse av Finansdepartementet til å fungere som en regulert markeds plass (Fishpool, u.å.). Vi har i 2022 opplevd en historisk høy laksepris med en snittpris på 83,18 NOK, hvor høyeste pris ble målt til 112,69 NOK i uke 14-17. 2023 har også startet med høye priser på laks, og det ble satt ny rekordpris med 124,25 NOK i uke 9-10 (Fishpool, 2023b).

Tabellen under viser en oversikt over gjennomsnittlig laksepris de siste årene hentet fra Fishpool. Ved å se på produksjonsvolumet til Lerøy, og de rapporterte inntektene fra Havbruk har vi regnet ut Lerøy sin faktiske laksepris. Ved å dividere Lerøy sine inntekter fra Havbruk på det gjeldende års produksjonsvolum, kommer vi fram til en laksepris for Lerøy som i snitt er 3,5% under snittprisen til Fishpool. På grunn av det store prishoppet i 2022, kan en se en differanse i pris på rundt 16%, mot tidligere gjennomsnittet på 3,5%. For lakseprisen i 2023, velger vi derfor å bruke Pareto sin prognose om at lakseprisen vil ligge på 80 NOK per kg, hvor Lerøy sin pris ligger 3,5% under denne (Molland, 2023). Det vil si at vi forutser en laksepris for Lerøy på 77,2 NOK per kg. For årene frem til 2027 tror vi på en årlig vekst på 2% i lakseprisen.

Historiske laksepriser						
År	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Fishpool</b>	60,88	60,76	59,15	55,48	58,26	83,18
<b>Lerøy</b>	59,51	58,37	57,26	53,20	56,30	71,91

Tabell 16: Historiske laksepriser

Tabellen viser Fishpool og Lerøy sine snittpriser de siste 6 årene. Snittprisen til Lerøy er basert på produksjonsvolum og inntekter. Tallene er oppgitt i NOK.

## 9.1.3 Oppsummering – Inntekter

For inntektene fra havbruk har vi som nevnt tidligere kalkulert at Lerøy sin pris er 3,5% under snittet i forhold til Fishpool. For å finne kontantstrømmen for Havbruk, har vi derfor multiplisert lakseprisen med forventet produksjonsvolum. For å finne kontantstrømmen til villfangst, har vi sett på de historiske inntektene de siste fem årene fra dette segmentet.

Dette viser en gjennomsnittlig økning i inntekter på 2,71%. På bakgrunn av dette vil vi derfor bruke 2,71% som vekstfaktor i inntektene fra dette segmentet frem til 2027. Som tidligere beregninger viser, har inntektene fra VAP i gjennomsnitt vært 71,33% i forhold til inntektene fra Havbruk og Villfangst. For beregning av fremtidige kontantstrømmer fra VAP vil derfor dette bli brukt som grunnlag.

Tabellen under viser en oversikt over det fremtidige produksjonsvolumet, sammen med fremtidig laksepris. En kan da se en stor differanse i sum inntekter i forhold til tabell 18. for Fremtidige driftsinntekter. Dette poengterer at Lerøy sine driftsinntekter ikke kun kommer fra laks.

Fremtidsprognose					
År	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
Forventet produksjonsvolum i tonn	175 000	177 363	179 757	182 184	184 643
Forventet laksepris NOK	75,27	76,78	78,31	79,88	81,47
<b>Sum driftsinntekter</b>	<b>13 172 250</b>	<b>13 617 931</b>	<b>14 076 771</b>	<b>14 552 858</b>	<b>15 042 865</b>

Tabell 17: Fremtidsprognose av driftsinntekter - kun volum og pris

Tabellen viser fremtidsprognose for forventet slaktevolum i tonn og forventet laksepris i NOK. Den viser også hva inntektene hadde vært dersom en kun hadde basert driftsinntektene på slaktevolumet og lakseprisen.

På bakgrunn av de ulike beregningene gjort i dette kapittelet, har vi estimert de fremtidige driftsinntektene til Lerøy. Her ser en at omlag 60% av inntektene stammer fra Havbruk og Villfangst, mens VAP utgjør omlag 40%. Tallene i tabellen er oppgitt i NOK 1000.

Fremtidig driftsinntekter					
	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
<b>Havbruk</b>	13 172 250	13 603 742	14 074 973	14 538 283	14 734 511
<b>Villfangst</b>	3 200 960	3 287 706	3 376 803	3 468 314	3 562 305
<b>VAP</b>	11 187 814	11 541 926	11 924 799	12 303 908	12 502 215
<b>Havbruk-andel</b>	47,79%	47,84%	47,91%	47,96%	47,84%
<b>VAP og Villfangst-andel</b>	52,21%	52,16%	52,09%	52,04%	52,16%
<b>Sum</b>	<b>27 561 024</b>	<b>28 433 374</b>	<b>29 376 575</b>	<b>30 310 505</b>	<b>30 799 031</b>

Tabell 18: Fremtidige driftsinntekter

Tabellen viser de fremtidige driftsinntektene fra hver av de forskjellige inntektskildene til Lerøy. Tallene er oppgitt i NOK 1000.

## 9.2 Driftskostnader

Driftskostnader er de utgiftene et selskap har i forbindelse med den løpende driften og omfatter blant annet varekostnader, lønnskostnader og andre driftskostnader. I det følgende vil vi estimere de ulike postene som en del av produsert volum, fordi det ofte er en nær sammenheng mellom produsert volum og kostnader. Oppdrettsselskapene har ofte høye, faste kostnader, noe som betyr at en økt laksepris, vil føre til økte inntekter, og derav bedre marginene. Med andre ord; Om driftsinntektene øker betraktelig, vil ikke kostnadene automatisk følge med i samme takt. Slik som situasjonen er i dag med høye laksepriser og høy inflasjon, vil dette føre til økte varekostnader, lønnskostnader og andre driftskostnader. Tabellene i dette kapitlet er oppgitt i NOK 1000.

Tabellen nedenfor viser de historiske driftskostnadene til Lerøy, og som e kan se, utgjør de en relativt stor andel av driftsinntektene. Dette er imidlertid ikke unormalt ettersom at oppdrettsbransjen generelt er en kapitalintensiv bransje.

Historiske driftskostnader					
År	2017	2018	2019	2020	2021
Produksjonsvolum	157 700	162 100	158 200	170 900	186 600
Driftskostnader	16 169 149	15 556 504	18 053 616	18 843 317	19 532 008
Driftskostnader per tonn	105,38	95,97	114,12	110,26	104,67
Gjennomsnitt	106,08				

Tabell 19: Historiske driftskostnader

Tabellen viser de historiske driftskostnadene til Lerøy de siste 5 årene og et gjennomsnitt av disse. Tallene er hentet fra årsrapportene til Lerøy og er oppgitt i NOK 1000.

### 9.2.1 Varekostnader

Tabellen nedenfor viser varekostnadene som en del av produsert volum, og som en kan se har disse vært på rundt 67 NOK per tonn i gjennomsnitt. Varekostnadene utgjør de største kostnadene til Lerøy og omfatter kostnader knyttet til fiskefôr- og produksjon.

Historiske varekostnader					
År	2017	2018	2019	2020	2021
Produksjonsvolum i tonn	157 700	162 100	158 200	170 900	186 600
Varekostnader	9 916 876	11 008 735	11 284 327	11 344 160	12 836 975
Varekostnader per tonn	62,88	67,91	71,33	66,38	68,79
Gjennomsnitt	67,46				

Tabell 20: Historiske varekostnader

Tabellen viser de historiske varekostnadene til Lerøy de siste 5 årene og et gjennomsnitt av disse. Tallene er hentet fra årsrapportene til Lerøy og er oppgitt i NOK 1000.

Varekostnadene vil variere ut fra produksjonsvolumet og priser knyttet til produksjonen. Produksjonsvolumet og prisene vil gjerne samsvare; Når produksjonen går opp, vil kostnadene gå opp og motsatt vil være tilfellet dersom produksjonen går ned. Videre er det gjerne slik at dersom prisen på råvarene går opp, vil en og som produsent kreve høyere pris på produktene en selger for å veie opp for de økte kostnadene.

Tar vi også inn funn fra den strategiske analysen, hvor vi nevnte at Lerøy arbeider med postsmolt-anlegget og ønsker å fortsette utviklingen med tare, tenker vi at varekostnadene vil fortsette å øke frem i tid, da dette også påvirkes av inflasjon. Postsmolt-anlegget vil gjerne effektivisere produksjonen, men når de også vil satse mer på tare, vil varekostnadene øke som følge av dette. Under finner en de estimerte, fremtidige varekostnadene.

Estimerte varekostnader					
År	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
Produksjonsvolum i tonn	175 000	177 363	179 757	182 184	184 643
Varekostnader	14 449 945	14 937 961	15 442 382	15 963 896	16 502 953
Varekostnader per tonn	82,57	84,22	85,91	87,63	89,38

Tabell 21: Estimerte varekostnader

Tabellen viser de estimerte varekostnadene til Lerøy for 2023 til 2027.

## 9.2.2 Lønnskostnader

Tabellen nedenfor viser lønnskostnadene de siste årene som en del av produsert volum, og som en kan se har disse gradvis økt og har gjennomsnittlig utgjort 17,41 NOK per produsert tonn. Siden 2017 har lønnskostnadene steget med over 20%, til tross for at produsert volum svinger.

Historiske lønnskostnader					
År	2017	2018	2019	2020	2021
Produksjonsvolum i tonn	157 700	162 100	158 200	170 900	186 600
Lønnskostnader	2 438 259	2 668 829	2 933 409	3 072 129	3 473 829
Lønnskostnad per tonn	15,46	16,46	18,54	17,98	18,62
Gjennomsnitt	17,41				

Tabell 22: Historiske lønnskostnader

Tabellen viser de historiske lønnskostnadene til Lerøy de siste 5 årene og et gjennomsnitt av disse. Tallene er hentet fra årsrapportene til Lerøy og er oppgitt i NOK 1000.

Som nevnt i VRIO-analysen, har Lerøy et stort fokus på de ansatte og deres kunnskap. Likevel tror vi ikke at lønnskostnadene vil endre seg mye utover det historiske gjennomsnittet. Dette på bakgrunn av at Lerøy har en strategi om å optimalisere eksisterende drift og bli mer lønnsomme, og tenker derfor at det ikke vil skje en drastisk endring på denne fronten. Tabellen nedenfor viser de estimerte lønnskostnadene til Lerøy for de neste fem årene.

Estimerte lønnskostnader					
År	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
Produksjonsvolum i tonn	175 000	177 363	179 757	182 184	184 643
Lønnskostnader	3 729 442	3 855 396	3 985 584	4 120 184	4 259 311
Lønnskostnader per tonn	21,31	21,74	22,17	22,62	23,07

Tabell 23: Estimerte lønnskostnader

Tabellen viser de estimerte lønnskostnadene til Lerøy for 2023 til 2027.

### 9.2.3 Andre driftskostnader

Tabellen nedenfor viser hvordan andre driftskostnader har vært historisk sett, og som en kan se har denne posten vært relativt stabil. Andre driftskostnader består av en rekke mindre poster og inkluderer blant annet kostnader knyttet til revisjonshonorar, strøm, forsikringer, leieavtaler og transport.



Historiske andre driftskostnader					
År	2017	2018	2019	2020	2021
Produksjonsvolum i tonn	157 700	162 100	158 200	170 900	186 600
Andre driftskostnader	2 227 105	2 604 668	2 591 271	2 678 293	3 142 642
Andre driftskostnader per tonn	14,12	16,07	16,38	15,67	16,84
<b>Gjennomsnitt</b>	<b>15,82</b>				

Tabell 24: Historiske andre driftskostnader

Tabellen viser de historiske andre kostnader til Lerøy de siste 5 årene og et gjennomsnitt av disse. Tallene er hentet fra årsrapportene til Lerøy og er oppgitt i NOK 1000.

Andre driftskostnader er en post som gjerne ikke varierer så mye fra år til år, mye på grunn av at en som selskap ikke foretar store endringer knyttet til forsikringer, leieavtaler osv. Fra VRIO-analysen kommer det frem at Lerøy holder på med postsmolt-anlegg. Dersom dette blir vellykket, vil transportveien bli langt mindre og derav også kostnadene knyttet til transport. Likevel vurderer vi at andre driftskostnader vil holde seg på et stabilt nivå fremover. Dette fordi at selv om gjerne transportkostnader og behandlingskostnader vil gå ned, kan leieavtaler og strømpriser øke som følge av inflasjon. Disse vil da ha en negativ korrelasjon og derav «nuller» hverandre ut. Utover dette, velger vi å legge til en post for økt produksjonsavgift. Per 28.03.2023 foreligger det et forslag å øke produksjonsavgiften fra 56 øre til 90 øre. På grunn av de store endringene i produksjonsavgiften de siste årene, velger vi å legge til en økning på 5 øre per år de neste fem årene.

Estimerte andre driftskostnader					
År	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
Produksjonsvolum i tonn	175 000	177 363	179 757	182 184	184 643
Andre driftskostnader	3 387 946	3 502 367	3 620 634	3 742 908	3 869 296
Andre driftskostnader per tonn	19,36	19,75	20,14	20,54	20,96
Produksjonsavgift	59 500	69 172	79 093	89 270	99 707

Tabell 25: Estimerte andre driftskostnader

Tabellen viser estimerte andre driftskostnader for 2023 til 2027.

### 9.3 Avskrivninger

Tabellen nedenfor viser avskrivningene til Lerøy de siste fem årene som del av produsert volum. Økningen i avskrivninger fra 2018 til 2019 skyldes regnskapsstandarden IFRS 16 som ble innført. Gjennomsnittet for avskrivningene de siste fem årene vil derfor ikke være representativt for fremtiden. Dersom vi, derimot, regner ut gjennomsnittet fra 2019 til 2021, finner vi at avskrivningene per tonn vært på 6,64.

Historiske avskrivninger					
År	2017	2018	2019	2020	2021
Produksjonsvolum i tonn	157 700	162 100	158 200	170 900	186 600
Avskrivninger	583 265	659 669	1 012 041	1 159 140	1 258 734
Avskrivninger per tonn	3,70	4,07	6,40	6,78	6,75
Gjennomsnitt	6,64				

Tabell 26: Historiske avskrivninger

Tabellen viser de historiske avskrivningene til Lerøy de siste 5 årene og et gjennomsnitt av disse. Tallene er hentet fra årsrapportene til Lerøy og er oppgitt i NOK 1000.

Som nevnt i VRIO-analysen, har Lerøy i 2021 investert betydelig i fabrikkapasitet og avskrivningene av disse vil vi se i de følgende årene. I tillegg ønsker jo Lerøy å fortsette sin investering i Ocean Forest. På bakgrunn av dette, legger vi til grunn en litt høyere avskrivningssats enn det som har vært før.

Estimerte avskrivninger					
År	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
Produksjonsvolum i tonn	175 000	177 363	179 757	182 184	184 643
Avskrivninger	1 422 675	1 470 722	1 520 385	1 571 731	1 624 804
Avskrivninger per tonn	8,13	8,29	8,46	8,63	8,80

Tabell 27: Estimerte avskrivninger

Tabellen viser de estimerte avskrivningene for 2023 til 2027.

## 9.4 Skattesats

1.januar 2023 ble det innført grunnrenteskatt for oppdrettsnæringen, men som per dags dato ikke er klar. Det er derfor stor usikkerhet til hvordan denne vil slå ut for de forskjellige aktørene. Regjeringen skriver i sitt forslag til skatt at den skal omfatte laks, ørret og regnbueørret, hvor det skal ilegges en tilleggsskatt på 40%. Lerøy har per dags dato tre inntektskilder som blant annet er Havbruk, Villfangst og VAP. I dag er det Havbruk som produserer laks, ørret og regnbueørret, men det er fortsatt stor usikkerhet til om Villfangst og VAP også vil bli inkludert i den nye skatteordningen. Slik det nå står beskrevet, vil da VAP og Villfangst-inntektene forholde seg til 22% skatt. 28.mars 2023 ble det avholdt ny pressekonferanse, hvor regjeringen presenterte nytt forslag til grunnrenteskatt. Forslaget går ut på at det skal innføres 35% tilleggsskatt utover de 22%, og en økning i produksjonsavgiften. På bakgrunn av den store usikkerheten rundt grunnrenteskatten og en fortsatt ikke er sikker på om VAP og Villfangst vil bli påvirket,

velger vi å bruke en konservativ tilnærming med 57% som skattesats på fremtidige kontantstrømmer.

## 9.5 Arbeidskapital

Arbeidskapital kan defineres som differansen mellom omløpsmidler og kortsiktig gjeld. Som nevnt tidligere, vil en økning i arbeidskapitalen redusere kontantstrømmen, mens en reduksjon vil øke den. For da å beregne kontantstrømmen, er en nødt til å beregne endringen i arbeidskapitalen fra år til år. I oppdrettsbransjen vil det være spesielt viktig å finne endringen i arbeidskapitalen, ettersom at bransjen er preget av sesongsvingninger og høy bearbeidingstid. Som en følge av dette, vil arbeidskapitalen også variere mye fra år til år. Tabellen nedenfor viser den historiske arbeidskapitalen som del av produsert volum. Den høye arbeidskapitalen kan sees i sammenheng med at oppdrettsbransjen er kapitalintensiv.

Historisk arbeidskapital					
År	2017	2018	2019	2020	2021
Produksjonsvolum i tonn	157 700	162 100	158 200	170 900	186 600
Omløpsmidler	11 372 405	12 494 818	12 392 608	11 460 925	14 184 143
Kortsiktig gjeld	3 816 471	4 177 378	4 408 965	4 279 459	4 876 423
Arbeidskapital	7 555 934	8 317 440	7 983 643	7 181 466	9 307 720
Arbeidskapital per tonn	47,91	51,31	50,47	42,02	49,88
Gjennomsnitt	48,32				

Tabell 28: Historisk arbeidskapital

Tabellen viser den historiske arbeidskapitalen til Lerøy de siste 5 årene og et gjennomsnitt av disse. Tallene er hentet fra årsrapportene til Lerøy og er oppgitt i NOK 1000.

Når vi nå skal estimere den fremtidige arbeidskapitalen, vil vi legge til grunn at den gjennomsnittlige arbeidskapitalen følger trenden som har vært i de fem foregående årene. I år e2027, nedjusterer vi endringen i arbeidskapital. Dette på bakgrunn av at terminalverdi-beregningen bygger på estimatet fra e2027. Endringen i arbeidskapital er kun en kontantstrøm som skal trekkes fra for å markere at veksten i et selskap binder litt mer kapital. På bakgrunn av dette, skal ikke denne variabelen utgjør en stor del av verdien til Lerøy.

Estimert arbeidskapital					
År	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
Produksjonsvolum i tonn	175 000	177 363	179 757	182 184	184 643
Arbeidskapital	11 155 399	11 532 149	11 921 563	12 324 173	12 740 327
Endring	660 187	376 750	389 414	402 610	50 000
Arbeidskapital per tonn	63,75	65,02	66,32	67,65	69,00

Tabell 29: Estimert arbeidskapital

Tabellen viser den estimerte arbeidskapitalen for 2023 til 2027.

## 9.6 Investeringer

For å estimere de fremtidige investeringene, har vi brukt formel 20. Her tar vi endringen i varige driftsmidler (PP&E) og adderer dette med årets avskrivninger.

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

Formel 20: CapEx (Capital Expenditures)

Som en kan se fra tabellen under, har det blitt gjort betydelige investeringer de siste årene og samtidig vært relativt stabil, utenom i 2019.

Historiske investeringer					
År	2017	2018	2019	2020	2021
PP&E	5 148 271	6 606 948	8 608 207	9 226 117	9 958 123
Endring PP&E	939 163	1 458 677	2 001 259	617 910	732 006
Avskrivninger	583 265	659 669	1 012 041	1 159 140	1 258 734
CapEx	1 522 428	2 118 346	3 013 300	1 777 050	1 990 740
CapEx per tonn	9,65	13,07	19,05	10,40	10,67
Gjennomsnitt	12,57				

Tabell 30: Historiske investeringer

Tabellen viser de historiske investeringene til Lerøy de siste 5 årene og et gjennomsnitt av disse. Tallene er hentet fra årsrapportene til Lerøy og er oppgitt i NOK 1000.

Som nevnt tidligere, har oppdrettsbransjen oppnådd sine produksjonsbegrensninger knyttet til MTB og andre biologiske utfordringer. Videre er bransjen påvirket av lite differensierte produkter, noe som gjør at for å kunne vokse, er en nødt til å optimalisere egen drift eller gjøre betydelige investeringer i ny teknologi for å løse flere av de biologiske problemstillingene. De biologiske kravene har blitt strengere de siste årene og Norge har

som målsetning å kutte utslippene med minst 55% innen 2030 (Regjeringen.no, 2022b). Dette betyr trolig at de miljømessige kravene for også oppdrett vil bli strengere de neste årene fremover. For å da kunne holde på eksisterende produksjonsvolum er oppdretterne nødt til å fortsette å investere i løsninger som reduserer utfordringer knyttet til lakselus og biologisk masse. På bakgrunn av dette, bygger de estimerte investeringene på det som har vært historisk sett.

Videre nedjusterer vi investeringer i e2027 slik at investeringer er lik avskrivninger. Igjen er dette fordi terminalverdi-beregningen bygger på beregningene gjort i e2027. Dersom vi setter investeringene høyere enn avskrivningene, forutsetter vi at Lerøy vil overinvestere inn i evigheten. Ved å sette disse lik hverandre, vil kapitalbasen til selskapet holdes konstant, og en verdsetter da selskapet med den kapitalbasen en da har satt til grunnlag.

Estimerte investeringer					
År	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
Produksjonsvolum i tonn	175 000	177 363	179 757	182 184	184 643
CapEx	2 344 889	2 424 082	2 505 938	2 590 567	1 624 804
CapEx per tonn	13,40	13,67	13,94	14,22	8,80

Tabell 31: Estimerte investeringer

Tabellen viser de estimerte investeringene til Lerøy for 2023 til 2027.

## 9.7 Oppsummering av fri kontantstrøm til total kapital

Fri kontantstrøm til total kapital					
	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
Driftsinntekter	28 630 888	29 561 241	31 192 187	31 514 072	32 538 599
Driftskostnader	21 626 833	22 364 896	23 127 693	23 916 258	24 731 268
Driftsresultat	7 004 055	7 196 345	8 064 494	7 597 814	7 807 332
Avskrivninger	1 422 675	1 470 722	1 520 385	1 571 731	1 624 804
Rentekostnader	350 000	360 000	370 000	380 000	390 000
Resultat før skatt	5 581 380	5 725 622	6 544 109	6 026 083	6 182 527
Skatt (57%)	2 981 887	3 058 405	3 519 242	3 218 267	3 301 741
Avskrivninger	1 422 675	1 470 722	1 520 385	1 571 731	1 624 804
Investeringer	2 344 889	2 424 082	2 505 938	2 590 567	1 624 804
Endring i arbeidskapital	660 187	376 750	389 414	402 610	50 000
<b>Fri kontantstrøm til total kapital</b>	<b>1 017 093</b>	<b>1 337 107</b>	<b>1 649 900</b>	<b>1 386 369</b>	<b>2 830 787</b>

Tabell 32: Fri kontantstrøm til total kapitalen

Tabellen viser estimert fri kontantstrøm til total kapitalen til Lerøy for 2023 til 2027. Tallene er oppgitt i NOK 1000.

## 9.8 Terminalverdi

Når en skal verdsette et selskap, kan en ikke beregne fri kontantstrøm til totalkapitalen for alltid; Det blir for mye arbeid. En beregner derfor en terminalverdi som skal gjelde, for vårt tilfelle, fra år 2028 og til evig tid. I terminalverdi-beregningen, antar en at selskapet er i en stabil vekst, og en må derfor finne en vekstrate som reflekterer dette. En av de viktigste faktorene en må huske på når en skal beregne denne veksten, er at den ikke overstiger veksten i bruttonasjonalprodukt (BNP). Å ha en vekst som er høyere enn BNP vil ikke gi mening da dette tilsier at selskapet vil vokse seg større enn det økonomien vil gjøre generelt; Det går ikke. BNP har i gjennomsnitt vært på ca. 3,4% de siste 32 årene (IMF, 2023). Dette hjelper oss å sette en øvre grense på hva vekstraten i terminalverdi-beregningen kan maks være. På bakgrunn av at oppdrettsbransjen har nådd sine maksimale produksjonsvolum som følge av de biologiske utfordringene, velger vi å sette vekstraten i terminalverdien til 2%.

## 10. Avkastningskrav

Før vi kan estimere aksjeprisen til Lerøy, er vi også nødt til å estimere et avkastningskrav som skal brukes som en diskonteringsrente. Ettersom at selskapet er finansiert med både gjeld og egenkapital, vil vi estimere et avkastningskrav til totalkapitalen, også kalt WACC. WACC-modellen tar for seg fordelingen mellom gjelden og egenkapitalen til et selskap. Vi vil først ta for oss avkastningskravet til egenkapitalen, for så å anvende denne i WACC.

### 10.1 Avkastningskrav til egenkapitalen

Avkastningskravet til egenkapitalen beregnes ved hjelp av kapitalverdmodellen, og vi må derfor finne de ulike parameterne som inngår i denne, altså den risikofrie renten, egenkapitalbetaen og markedets risikopremie.

#### 10.1.1 Risikofrirente

Risikofrirente defineres som en sikker avkastning på verdipapirer hvor det ikke foreligger risiko for konkurs eller mislighold. Med andre ord, danner risikofrirente grunnlaget for

markedsrisikopremien. Markedsrisikopremie er den gjennomsnittlige meravkastningen en investor kan kreve ved investering i aksjer i forhold til risikofrirente. Styringsrente i dag er fortsatt stigende, og er nå 3%. Per i dag kan en få 10-åring statsobligasjon til 3,01%, og 3-åring og 5-åring statsobligasjon er relativt like med 2,9%. På bakgrunn av dette velger vi å sette 2,9% som den risikofrie renten i kapitalverdimodellen.

### 10.1.2 Egenkapitalbeta

Ettersom at Lerøy er et børsnotert selskap, har vi valgt å utføre en regresjonsanalyse som baserer seg på historiske tall for å beregne beta. I regresjonsanalysen vil vi ta utgangspunkt i historiske verdier for både Lerøy og Oslo Børs (OSEBX) de siste fem årene, og vi vil da måle avkastningen på aksjekursen til Lerøy opp mot avkastningen på OSEBX. Tabell 33 viser resultatet fra regresjonsanalysen som er utført i Excel.

Regresjonsstatistikk								
Multipel R	0,5025301							
R-kvadrat	0,2525365							
Justert R-kvad	0,2396492							
Standardfeil	0,08880873							
Observasjoner	60							
Variansanalyse								
	<i>fg</i>	<i>SK</i>	<i>GK</i>	<i>F</i>	<i>Signifikans-F</i>			
Regresjon	1	0,1545516	0,1545516	19,5957622	4,2852E-05			
Residualer	58	0,45744548	0,00788699					
Totalt	59	0,61199708						
	<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	-0,0017692	0,01162904	-0,1521323	0,87961056	-0,0250472	0,0215089	-0,0250472	0,0215089
X-variabel 1	1,06422233	0,24040931	4,42671009	4,2852E-05	0,58299081	1,54545386	0,58299081	1,54545386

Tabell 33: Regresjonsbeta

Tabellen viser resultatet som kommer fra regresjonsanalysen. «R-kvadrat» (grå boks) viser Lerøy sin varians i aksjekursen i forhold til aksjekursen i markedet. «X-variabel 1» (grønn boks) viser regresjonsbetaen til Lerøy. Regresjonsanalysen er utført i Excel. Tallene som er benyttet er fra 28.02.2018-28.02.2023.

Fra resultatet, kan en se at betaen til Lerøy er 1,06 (grønn boks).  $R^2$  er videre på omtrent 25% (grå boks). At  $R^2$  er på 25%, vil si at 25% av risikoen til Lerøy er knyttet til markedsrisiko mot 75% av risikoen som er knyttet til selskapsspesifikke handlinger.

Tabell 34 viser betaen som kommer fra regresjonsanalysen til Lerøy og de sammenlignbare selskapene i bransjen. Fra resultatet fra regresjonsanalysen, kan en se at Lerøy ligger nært det industrielle gjennomsnittet, noe som alle selskapene har til felles. Det

at Lerøy har en beta lik 1,06 vil si at de svinger i takt med markedet, men er litt mer volatil. Sagt på en annen måte; Gode, økonomiske, tider for Lerøy vil være enda litt bedre enn gode tider for markedet, og omvendt vil være tilfellet dersom en har dårligere tider.

Estimert beta		
Selskaper	Beta	Justert beta
Lerøy	1,06	1,04
SalMar	1,1	1,07
Grieg Seafood	1,03	1,02
Mowi	0,84	0,89
<b>Gjennomsnitt - Bransje</b>	<b>1,01</b>	<b>1,01</b>

Tabell 34: Estimert beta

Tabellen viser regresjonsbeta og justert beta for de ulike selskapene. Regresjonsbetaen er utført i Excel, mens den justerte betaen er regnet ut gjennom formel 4.

Som nevnt under kapittel 4.2.2.5, kan en bruke Bloomberg-metoden for å justere den historiske betaen, slik at den blir mer representativ for fremtiden og går mot markedsbetaen på 1. Generelt kan en si at selskapene er mer volatile enn markedet, utenom SalMar som er påvirket av det motsatte tilfellet. Den justerte betaen til Lerøy er på 1,04. Ifølge Yahoo Finance ligger betaen til selskapet på 0,93 (Yahoo Finance, 2023). Som en kan se, ligger både Yahoo Finance og vårt estimat av beta nær 1. På bakgrunn av dette, velger vi å benytte oss av en beta på 1,04.

### 10.1.3 Markedets risikopremie

PwC har i en rekke år hatt et samarbeid med Forening for finansfag Norge (FFN), hvor de årlig utgir en rapport om risikopremien i det norske markedet. De siste 8 årene har markedets risikopremie i gjennomsnitt vært på rundt 5%, hvor medianen også har vært på 5% (PwC, 2022, s.8). Ser en på risikopremien i sammenheng med den risikofrie renten, er respondentene delte i meningen om risikopremien bør endres dersom det skjer en endring i den risikofrie renten. Majoriteten, derimot, mente at en økning i den risikofrie renten ikke ville påvirke markedets risikopremie (PwC, 2022, s.10). På bakgrunn av informasjonen hentet fra denne rapporten, velger vi å holde oss til risikopremien på 5%.



### 10.1.4 Kapitalverdimodellen

Vi har nå funnet de tre variablene som inngår i kapitalverdimodellen og kan nå beregne avkastningskravet til egenkapitalen. Avkastningskravet til Lerøy er 8,10%, som fremkommer i formel 21. Denne vil benyttes videre når vi skal regne ut avkastningskravet til totalkapitalen.

$$E(R_i) = 2,9\% + (1,04 * 5\%) = \mathbf{8,10\%}$$

Formel 21: Estimert avkastningskrav til egenkapitalen

## 10.2 Avkastningskrav til totalkapitalen

Avkastningskravet til totalkapitalen beregnes gjennom WACC. Formel 22 viser hvordan avkastningskravet regnes ut og vil senere bli brukt til å neddiskontere de fremtidige kontantstrømmene til Lerøy.

$$WACC = r_E \times \frac{E}{E + D} + r_D \times \frac{D}{E + D} \times (1 - t)$$

$r_E$  = Egenkapitalkostnad,  $r_D$  = Gjeldskostnad,  $E$  = Markedsverdi av EK,  
 $D$  = Markedsverdi av gjeld,  $E + D$  = Markedsverdi av totalkapital,  $t$  = Skattesats

Formel 22: Avkastningskrav til totalkapitalen

### 10.2.1 Markedsverdi egenkapital

En finner markedsverdien av egenkapitalen til Lerøy ved å multiplisere antall aksjer utstedt med aksjeprisen per dags dato. I tabell 35 vises markedsverdien til Lerøy sin egenkapital per 25.03.2023 og tilsvarer en egenkapitalandel på 87,3%.

Markedsverdi av egenkapital	
Antall aksjer utstedt	695 773 680
Aksjekurs NOK	49,58
Markedsverdi av egenkapital i NOK 1000	29 538 459

Tabell 35: Markedsverdi egenkapital

Tabellen viser markedsverdien på egenkapitalen til Lerøy per 25.03.2023.

## 10.2.2 Markedsverdi gjeld

Når vi skal finne markedsverdien på gjelden til Lerøy, velger vi å bruke den bokførte verdien av den rentebærende gjelden. Fra den siste kvartalsrapporten til Lerøy, kommer det frem at de hadde en nettorentebærende gjeld på 4,346 mrdNOK. Dette tilsvarer en gjeldsandel på 12,7%.

## 10.2.3 Egenkapitalkostnad

Inn i avkastningskravet til totalkapitalen, inngår egenkapitalkostnaden. Denne ble beregnet i kapittel 10.1.4, og ble estimert til 8,10%.

## 10.2.4 Gjeldskostnad

Det er flere ulike tilnærminger til hvordan en kan regne ut gjeldskostnaden til et selskap. Som nevnt i verdsettelsesteorien, har Lerøy i 2021 utstedt obligasjonslån. På bakgrunn av dette, kan en bruke renten på disse obligasjonslånene til å finne gjeldskostnaden. Ifølge en børs melding fra Lerøy, er den nye obligasjonsrenten på 4,36% som er gjeldende fra 17.03.2023 til 19.06.2023. Vi vil derfor sette gjeldskostnaden til Lerøy på 4,36%.

## 10.2.5 Selskapsskatt

Til tross for at vi vil benytte oss av en skattesats på 57% i utregningen av kontantstrømmer, vil ikke denne skattesatsen bli benyttet i utregningen av avkastningskravet. Det vil bli brukt en selskapsskatt på 22%. Dette på bakgrunn av at det er selskapsskatten på 22% en får fradrag for i regnskapet. Grunnrenteskatten på 40% er knyttet til resultatet og skal derav ikke benyttes på finansielle aktiviteter, som for eksempel i utregningen av avkastningskravet til totalkapitalen.

## 10.2.6 WACC

Vi har til nå estimert de ulike parameterne som skal til for å finne avkastningskravet til totalkapitalen til Lerøy. Basert på de ulike beregningene ovenfor, gir WACC-formelen et

avkastningskrav på 7,50%. Satsen på 7,50% vil bli brukt til å neddiskontere de fremtidige kontantstrømmene til Lerøy.

$$WACC = 87,3\% \times 8,1\% + 12,7\% \times 4,36\% \times (1 - 22\%) = 7,50\%$$

Formel 23: Estimert avkastningskrav til totalkapitalen

## 11. Fundamental verdsettelse

Vi har til nå estimert de fremtidige kontantstrømmene til Lerøy og et avkastningskrav, noe som da gjør det mulig å foreta den siste delen av den fundamentale verdsettelsen. Fra 2023 til 2027, vil vi bruke avkastningskravet på 7,50% for å neddiskontere de fremtidige kontantstrømmene for å finne nåverdien av disse. Til slutt vil vi legge til en terminalverdi som skal gjelde for år 2028 og til evigheten. Her vil vi bruke vekstraten som vi kom frem til i kapittel 9.8, altså 2%, for så å neddiskontere for å finne nåverdien. Som et resultat av dette, vil vi finne verdien av Lerøy. Beregningen av nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene er illustrert i tabell 36.

Fremtidig kontantstrøm til totalkapitalen					
År	e2023	e2024	e2025	e2026	e2027
Kontantstrøm til totalkapital	1 017 093	1 337 107	1 649 900	1 386 369	2 830 787
Avkastningskrav	7,50 %	7,50 %	7,50 %	7,50 %	7,50 %
Nåverdi kontantstrøm	946 133	1 157 043	1 328 105	1 038 114	1 971 809
<b>Sum nåverdi</b>	<b>6 441 203</b>				

Tabell 36: Fremtidig kontantstrøm til totalkapitalen

Tabellen viser den estimerte, fremtidige kontantstrømmen til totalkapitalen til Lerøy. Tallene er oppgitt i NOK 1000.

Deretter er vi nødt til å finne nåverdien av kontantstrømmen i terminalverdien, som er vist i formel 24.

$$Nåverdi_{TV} = \frac{CF_{2027} \times (1 + g_{TV})}{WACC - g_{TV}} = \frac{2,8mrdNOK \times (1 + 0,02)}{0,075 - 0,02} = \frac{2,8mrdNOK \times 1,02}{(1 + 0,075)^5} = 36,6 mrdNOK$$

$TV = \text{Terminalverdi}$ ,  $CF_{2027} = \text{Kontantstrøm i år 2027}$ ,  $WACC = \text{Avkastningskrav}$ ,  
 $g_{TV} = \text{Terminalvekst}$ ,  $n = \text{Antall år}$

Formel 24: Nåverdi av terminalverdi

I tabell 37 finner vi Lerøy sin totale verdi. Her adderer vi nåverdien av kontantstrømmene med nåverdien av terminalverdien. Deretter trekker vi fra netto rentebærende gjeld for å finne verdien av egenkapitalen til Lerøy. Verdien til Lerøy sin egenkapital vil da ende på 48,7 mrdNOK.

<b>Verdi av egenkapital</b>	
<b>Verdiberegning</b>	<b>Tall i NOK 1000</b>
<b>Nåverdi KS</b>	6 441 203
<b>+ Nåverdi terminal</b>	36 568 093
<b>= Selskapsverdi</b>	43 09 296
<b>– Netto rentebærende gjeld</b>	4 346 000
<b>Verdi av egenkapital</b>	<b>38 663 296</b>

Tabell 37: Verdi av egenkapital

Tabellen viser verdien av egenkapitalen til Lerøy. Selskapsverdien er summen av nåverdi av kontantstrømmene fra 2023 til 2027 og nåverdien av terminalverdien. For å finne verdien av egenkapitalen, subtraherer en nettorentebærende gjeld. Tallene er oppgitt i NOK 1000.

I tabell 38, finner vi den estimerte verdien per aksje til Lerøy. Denne finner vi ved å dividere verdien av egenkapitalen på antall aksjer utstedt. Vi ender opp med aksjepris på 64,90 NOK.

<b>Aksjepris</b>	
<b>Verdi av egenkapital i NOK 1000</b>	38 663 296
<b>Aksjer utstedt</b>	595 773 680
<b>Aksjepris i NOK</b>	<b>64,90</b>

Tabell 38: Aksjepris i NOK

Tabellen viser den estimerte aksjeprisen til Lerøy i NOK. Denne aksjeprisen er utregnet ved å dividere verdien av egenkapitalen på antall aksjer utstedt.

## 12. Sensitivitetsanalyse

Når en verdsetter et selskap, tar en ulike forutsetninger og antakelser, der noen av disse kan få stor betydning for aksjeprisen dersom en har estimert disse feil. I dette kapitlet vil vi derfor utføre en sensitivitetsanalyse som tar for seg noen av de avgjørende faktorene som kan ha mye å si for aksjeprisen. Faktorene som vi vil se nærmere på i dette kapitlet er

laksepris, produksjonsvolum, WACC og terminalvekst. Vi velger også å se på endringer i skattesatsen, da det enda ikke er sikkert hva grunnrenteskatten blir.

## 12.1 Laksepris og produksjonsvolum

De fremtidige driftsinntektene til Lerøy er stort sett basert på den fremtidige lakseprisen og produksjonsvolum. På grunn av dette, vil det være av interesse å se på hvor mye en feilestimering vil ha å si for den endelige aksjeprisen til Lerøy. I tabell 39, ser en på hvor sensitiv aksjeprisen vil være overfor endringer i laksepris og/eller endringer i produksjonsvolum. Horisontalt finner en endringer i lakseprisen, mens en vertikalt finner endringer i produksjonsvolum. Endringene som er brukt i lakseprisen er en økning og en reduksjon på henholdsvis 1 NOK, 3 NOK og 5 NOK, mens endringene i produksjonsvolum er en økning og en reduksjon på 5000 og 10 000 tonn. Ettersom at vi har brukt en prosentvis økning i produksjonsvolum etter år 1, vil en økning/reduksjon på 5000 og 10 000 tonn si at vi har estimert feil produksjonsvolum det første året.

Tonn	Endring i aksjepris i NOK	Laksepris						
		-5	-3	-1	0	1	3	5
	-10000	26,86	34,64	36,17	48,44	50,20	57,98	65,76
	-5000	35,37	43,39	51,40	57,85	59,43	67,43	75,44
	0	45,96	54,51	63,06	64,90	71,60	80,15	88,70
	5000	52,39	60,88	69,36	76,68	77,85	86,33	88,57
	10000	60,90	69,62	78,34	86,10	87,06	95,78	104,51

Tabell 39: Sensitivitetsanalyse - Produksjonsvolum og laksepris

Tabellen viser en sensitivitetsanalyse av endringer i produksjonsvolum og laksepris, og hvilken effekt dette vil ha på aksjeprisen til Lerøy. Aksjeprisen er oppgitt i NOK.

Som en kan se ut ifra tabellen, er aksjeprisen relativt påvirket av endringer i lakseprisen, forutsatt at det ikke skjer endringer i produksjonsvolumet. En økning i lakseprisen på 3 NOK vil føre til at aksjeprisen går opp fra vårt estimat på 64,90 NOK til 80,15 NOK. Dette tilsvarer en økning på cirka 24%. På den andre siden vil en reduksjon i lakseprisen på 3 NOK føre til at aksjeprisen går ned fra 64,90 NOK til 54,51 NOK, noe som tilsvarer en reduksjon på cirka 16%. Som en kan se, vil en økning på 3 NOK ha større innvirkning på aksjeprisen enn en reduksjon på 3 NOK.

Dersom vi har estimert feil produksjonsvolum det første året, vil en økning på 5000 tonn føre til at aksjeprisen øker fra 64,90 NOK til 76,68 NOK, noe som tilsvarer en økning på 18%. En reduksjon på 5000 tonn vil, derimot, kun føre til at aksjeprisen reduseres fra 64,90 NOK til 57,85 NOK. Dette tilsvarer en reduksjon på cirka 11%.

For å konkludere, kan en da si at aksjeprisen er relativt sensitiv overfor endringer i både lakseprisen og produksjonsvolumet.

## 12.2 WACC og terminalvekst

WACC og terminalvekst er også variabler som vil ha mye å si for aksjeprisen til Lerøy da disse er essensielle i beregningen av verdien av egenkapitalen og derav beregningen av aksjeprisen. Tabell 40 viser hvor sensitiv aksjeprisen til Lerøy er ovenfor en prosentvis endring i WACC og/eller en endring i terminalveksten. Horisontalt finner en endringer i WACC, mens endringer i terminalveksten finner en vertikalt.

Terminalvekst	Endring i aksjepris i NOK		WACC					
		6,00 %	6,50 %	7,00 %	7,50 %	8,00 %	8,50 %	9,00 %
	0,5 %	68,91	61,95	56,06	51,10	46,69	42,89	39,55
	1,0 %	75,75	67,54	60,71	55,01	50,01	45,75	42,02
	1,5 %	84,12	74,26	66,20	59,57	53,85	49,01	44,83
	2,0 %	94,57	82,46	72,79	64,90	58,33	52,78	48,03
	2,5 %	108,01	92,72	80,85	71,43	63,62	57,17	51,73
	3,0 %	125,93	105,91	90,92	79,33	69,97	62,37	56,05
	3,5 %	151,03	123,50	103,86	89,22	77,73	68,60	61,15

Tabell 40: Sensitivitetsanalyse - Terminalvekst og WACC

Tabellen viser en sensitivitetsanalyse av endringer i terminalveksten og WACC, og hvilken effekt dette vil ha på aksjeprisen til Lerøy. Aksjeprisen er oppgitt i NOK.

Som en kan se, er aksjeprisen relativt sensitiv overfor endringer i disse to variablene. En reduksjon i WACC på 1% fører til at den estimerte aksjeprisen øker fra 64,90 NOK til 82,46 NOK, noe som tilsvarer en økning på cirka 27%. En økning i WACC på 1% fører, derimot, til at den estimerte aksjeprisen reduseres fra 64,90 NOK til 52,78 NOK. Dette tilsvarer en reduksjon på 19%. Dersom vi hadde estimert terminalveksten til 1% istedenfor 2%, ville aksjeprisen falt cirka 15%. I motsatt tilfelle, ville en terminalvekst på 3% ført til at aksjeprisen ville økt med cirka 22%.

For å da konkludere, kan en si at aksjeprisen som vi har estimert, er sensitiv ovenfor endringer i både WACC og terminalvekst-verdien, men er mest sensitiv ovenfor endringer i WACC.

### 12.3 Skattesats

Som nevnt under kapittel 9.4, er det mye usikkerhet rundt grunnrenteskatten, både hva den skal være og hvordan den skal innføres. I vårt estimat av aksjeprisen til Lerøy, har vi brukt en skattesats på 57% basert på siste pressekonferanse fra regjeringen. På grunn av usikkerheten knyttet til lakseskatten, vil vi se på hvilken effekt ulike skattesatser har for lakseprisen. Tabell 41 viser aksjeprisen til Lerøy basert på de ulike skattesatsene.

Skattesats					
Skattesats i %	47	52	57	62	67
Aksjepris	81,27	73,08	64,90	56,71	48,52
% Endring i aksjepris	25,22 %	12,60 %	0	-12,62 %	-25,24 %

Tabell 41: Sensitivitetsanalyse - Skattesats

Tabellen viser en sensitivitetsanalyse av endringer i skattesatsen og hvilken effekt dette vil ha på aksjeprisen til Lerøy. Aksjeprisen er oppgitt i NOK.

Økninger i skattesatsen vil redusere den frie kontantstrømmen til totalkapitalen, samtidig som at den vil redusere avkastningskravet, altså WACC. Motsatt vil være tilfellet dersom en får en reduksjon i skattesatsen. Som en kan se fra tabellen, vil effekten av både en økning i skattesatsen på 10% og en reduksjon på 10% ha mye å si for aksjeprisen.

### 12.4 Oppsummering

For å oppsummere, kan en si at aksjeprisen til Lerøy vil være sensitiv ovenfor endringer i både lakseprisen og produksjonsvolumet, men også overfor endringer i WACC og terminalveksten. En svakhet ved å foreta en sensitivitetsanalyse, derimot, er at det gjerne ikke gir et realistisk bilde av hva som faktisk vil skje. Det er vanskelig å si noe om hvordan fremtiden blir og hvilke lover som vedtas. Dersom en endrer på noen av variablene, vil det påvirke mer enn kun de en endrer på. Dette kommer av at variablene henger sammen: Om

skattesatsen endres, vil dette skape endring i WACC, samtidig som at en endring i lover for produksjonsvolum, trolig vil påvirke lakseprisen.

## 13. Relativ verdsettelse

I dette kapitlet vil vi bruke ulike multiplikatorer for å estimere en aksjepris for Lerøy. De ulike multiplene som vi vil ta for oss er P/E, P/B og EV/EBITDA. Gjennomsnittlig P/E og P/B fra bransjen vil være med estimeringen av en aksjepris gjennom disse multiplikatorene. Aksjeprisen som vi kommer frem til, vil være med i vårt estimat for den endelige aksjeprisen til Lerøy. I tabell 42 nedenfor, har vi regnet frem P/E og P/B for de ulike selskapene. Aksjeprisen som er brukt i beregningene av P/E og P/B er per 25.03.2023.

Selskaper	P/E	P/B
Lerøy	10,62	1,53
SalMar	23,67	4,08
Grieg Seafood	13,62	1,48
Mowi	19,13	2,98
Gjennomsnitt – Bransje	16,76	2,52

Tabell 42: P/E og P/B

Tabellen viser P/E og P/B for Lerøy og de sammenlignbare selskapene. Tallene er beregnet ved hjelp av årsrapportene til de ulike selskapene. Aksjekursen som er brukt i beregningene er per 25.03.2023.

### 13.1 P/E

Ved å multiplisere Lerøy sitt resultat per aksje med den gjennomsnittlig P/E for bransjen, får vi en pris på 51,62 NOK per aksje. Lerøy sin P/E ligger under bransjegjennomsnittet, noe som kan indikere at selskapet er underpriset. Aksjekursen til Lerøy per 25.03.2023 er 49,58 NOK, og sammenligner vi denne med P/E-beregningen, er Lerøy-aksjen korrekt priset (Nordnet, 2023b).

$$\text{Aksjepris fra P/E} = P/E \times \text{Resultat per aksje} = 16,76 \times 3,08 = \mathbf{51,62 \text{ NOK}}$$

Formel 25: Aksjepris fra P/E-multiplikator



## 13.2 P/B

Ved å multiplisere gjennomsnittlig P/B fra bransjen, med Lerøy sin bokførte verdi per aksje får vi en pris på 81,72 NOK. For å finne den bokførte verdien per aksje, bruker en bokført verdi av egenkapital og dividerer denne på antall utstedte aksjer i Lerøy. Videre er Lerøy sin P/B multiplisert noe lavere enn gjennomsnittet. Dette kan indikere at selskapet er noe underpriset i forhold til de sammenlignbare selskapene. Sammenligner vi P/B-beregningen med aksjeprisen på Oslo Børs, som per 25.03.2023 var 49,58 NOK, kan det se ut til at Lerøy-aksjen er underpriset (Nordnet, 2023b).

$$\text{Aksjepris fra P/B} = P/B \times \text{Bokført verdi per aksje} = 2,52 \times 32,43 = \mathbf{81,72 \text{ NOK}}$$

*Formel 26: Aksjepris fra P/B-multiplikator*

## 13.3 EV/EBITDA

I tabell 43, finner en EV/EBITDA for Lerøy og de ulike selskapene. Tallene i tabellen er oppgitt i NOK 1000. Den gjennomsnittlige EV/EBITDA for de ulike selskapene, endte opp på 14,34. Som en da kan se, ligger Lerøy noe under gjennomsnittet. Dette kan indikere at Lerøy er noe underpriset i forhold til sine konkurrenter.

EV/EBITDA				
	Lerøy	SalMar	Grieg Seafood	Mowi
Markedsverdi	29 538 459	63 164 457	8 229 489	93 235 129
Gjeld	14 870 605	12 602 075	5 150 946	31 244 966
Kontantbeholdning	4 203 146	901 644	928 342 000	1 018 857
EV	40 205 918	74 864 888	12 452 093	123 461 238
EBITDA	3 777 516	5 502 623	818 000	6 895 268
EV/EBITDA	10,64	13,61	15,22	17,91
Gjennomsnitt	14,34			

Tabell 43: EV/EBITDA

Tabellen viser EV/EBITDA for Lerøy og de sammenlignbare selskapene. Tallene er hentet fra 2021- årsrapportene til de ulike selskapene. Tall er oppgitt i NOK 1000.

For å finne aksjeprisen ved bruk av EV/EBITDA bruker vi EV/EBITDA gjennomsnittet fra bransjen og multipliserer med Lerøys EBITDA. Deretter trekker en fra netto rentebærende gjeld og dividerer på antall utestående aksjer. Formelen for å estimere

aksjeprisen til Lerøy gjennom EV/EBITDA blir gjengitt i formel 27. Som en kan se, får vi da en aksjepris på 83,63 NOK. Sammenligner vi denne prisen med aksjeprisen på Oslo Børs som per 25.03.2023 er 49,58 NOK, kan se ut til at Lerøy-aksjen er noe underpriset (Nordnet, 2023b).

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

$$= \frac{(14,34 \times 3\,777\,516\,000) - 4\,346\,000\,000}{595\,773\,680} = \mathbf{83,63\ NOK}$$

*Formel 27: Aksjepris fra EV/EBITDA-multiplikator*

## 13.4 Oppsummering

Vi har gjennom den relative verdsettelsen brukt tre ulike multipler som alle gir oss ulike verdiestimat på aksjeprisen til Lerøy. Basert på de tre ulike verdiestimatene som er gjort gjennom den relative verdsettelsen, ender vi opp med en gjennomsnittlig aksjepris på 72,32 NOK. Når vi da skal finne en endelig aksjepris for Lerøy, velger vi å vekte aksjeprisen fra den relative verdsettelsen med 1/3 og aksjeprisen fra den fundamentale verdsettelsen med 2/3.

## 14. Verdiestimat

Etter å ha gjennomført både en fundamental verdsettelse og en relativ verdsettelse, kan vi nå besvare problemstillingen vår om hva som er verdien av Lerøy per 25.04.2023.

Den fundamentale verdsettelsen som vi har gjennomført har vært den mest tidkrevende av de to ulike tilnærmingene. Dette på grunn av at en tar et dypdykk inn i selskapet; En får et innblikk på hvordan midlene til selskapet er fordelt, altså hvor mye som går til hva, hvordan selskapet gjør det i forhold til sine konkurrenter, og en får sett på hvordan midlene kommer inn. På bakgrunn av dette, velger vi å vekte den endelige aksjeprisen til Lerøy med 2/3 fra den fundamentale verdsettelsen, mot 1/3 vektning fra den relative verdsettelsen. Fra tabell 44 nedenfor, ender vi på en aksjepris på 67,37 NOK.

	Fundamental verdsettelse	Relativ verdsettelse
<b>Aksjepris</b>	64,90 NOK	72,32 NOK
<b>Vekting</b>	2/3	1/3
<b>Endelig aksjepris</b>	<b>67,37 NOK</b>	

Tabell 44: Estimert aksjepris

Tabellen viser den endelige aksjeprisen til Lerøy, basert på resultatene fra den fundamentale og den relative verdsettelsen i kapittel 11 og 13.

## 15. Konklusjon

Vårt formål med denne oppgaven var å svare på problemstillingen vår om; «Hva er verdien av Lerøy Seafood Group ASA per 25.04.2023?». I estimeringen av aksjepris, vektet vi prisen fra den fundamentale verdsettelsen med 2/3 og prisen fra den relative verdsettelsen med 1/3. Bakgrunnen for vektingen var basert på at den fundamentale verdsettelsen var mer tidkrevende på grunn av dypdykket en tar for å gjennomføre denne type verdsettelse.

For å kunne estimere de fremtidige kontantstrømmene, foretok vi en strategisk analyse av makroomgivelsene som ville ha påvirkning på Lerøy. Vi brukte analyseverktøy som PESTEL, Porter's five forces sitt rammeverk og VRIO-analyse. Den strategiske analysen kom frem til at oppdrettsbransjen er preget av høye inngangsbarrierer, uforutsigbare politiske rammevilkår og stor grad av rivalisering. Det som derimot også kom frem, var at bransjen har et stort potensial på grunn av det økende matbehovet og det faktumet at havet er lite oppdaget. Funnene fra denne strategiske analysen ble oppsummert i en SWOT-analyse; Styrkene og svakhetene til Lerøy var basert på funn fra VRIO-analysen, mens mulighetene og truslene baserte seg på funn fra PESTEL-analysen og Porter's five forces sitt rammeverk.

En annen viktig forutsetning for å kunne estimere de fremtidige kontantstrømmene, var å sette seg godt inn i det historiske driftsregnskapet til Lerøy. Dette hjalp oss å se på hvordan en kunne tenke seg at både driftsinntektene og driftskostnadene til selskapet ville utvikle seg i fremtiden. Gjennom avkastningskravet som ble til gjennom WACC på 7,50% og som ble brukt til å neddiskontere disse fremtidige kontantstrømmene, endte vi opp med en aksjepris til Lerøy på 64,90 NOK.

For å støtte opp vår endelige aksjepris til Lerøy, gjennomførte vi også en relativ verdsettelse som tok for seg multipliktorene P/E, P/B og EV/EBITDA. P/E-multiplikatoren ga en aksjepris på 51,62 NOK, P/B-multiplikatoren ga en aksjepris på 81,72 NOK, mens EV/EBITDA-multiplikatoren ga en aksjepris på 83,63 NOK. Ved å dele disse ulike prisestimatene på 3, fikk vi en endelig aksjepris fra den relative verdsettelsen på 72,32 NOK.

Per 25.04.2023, var aksjekursen til Lerøy 55,00 NOK. På bakgrunn av at vårt endelige prisestimat fra den fundamentale og den relative verdsettelsen endte opp på 67,37 NOK, vil dette si at aksjen er underpriset og vi vil gi en kjøpsanbefaling av aksjene til Lerøy.

## 16. Referanseliste

### Bøker

Brealey, R.A., Myers, S.C., & Marcus, A. J. (2020). *Fundamentals of Corporate Finance* (10 utg.). McGraw-Hill Education.

Damodoran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3. Utg.). John Wiley & Sons, Inc.

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

Johnson, G., Whittington, R., Scholes, K., Angwin, D., & Regnér, P. (2017). *Exploring Strategy* (11 utg.). Pearson Education Limited.

Kaldestad, Y& Møller, B. (2016). *Verdivurdering – Teoretiske modeller og praktiske teknikker for å verdsette selskaper* (2. utg.). Fagbokforlaget.

Mowi ASA. (2022). *Salmon Farming Industry Handbook*. Mowi ASA.

<https://mowi.com/wp-content/uploads/2022/07/2022-Salmon-Industry-Handbook-1.pdf>

### Databaser

Fishpool. (u.å.). *About*. <https://fishpool.eu/about/>

Fishpool. (2023a). *Forward Prices*. <https://fishpool.eu/forward-prices/>

Fishpool. (2023b). *Price history*. <https://fishpool.eu/price-history/>

International Monetary Fund. (2023). *Real GDP growth*.

[https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP\\_RPCH@WEO/NOR](https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/NOR)

Yahoo Finance. (2023). *Lerøy Seafood Group – Statistics*. Hentet 29 mars 2023 fra

<https://finance.yahoo.com/quote/LSG.OL/key-statistics?p=LSG.OL>

## Nyhetsartikler og nettsider

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

Fiskedirektoratet. (u.å.). *Tildelingsprosessen*.  
<https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tildeling-og-tillatelser/Tildelingsprosessen>

FN-sambandet. (2023, 11. januar). *Befolkning, migrasjon og urbanisering*.  
<https://www.fn.no/tema/fattigdom/befolkning>

Gustavsen, Ø. & Jahr, K.A. (2011, 18. oktober). Få glade norske laks i Kina. *Aftenposten*.  
<https://www.aftenposten.no/norge/i/Xg2XB/faa-glade-norske-laks-i-kina>

Havforskningsinstituttet. (2020, 19.juni). *Tema: Nye marine ressurser til mat og fôr*.  
<https://www.hi.no/hi/temasider/hav-og-kyst/nye-marine-ressurser-til-mat-og-for>

Hovland, E. (2019, 07.februar). *Hallvard Lerøy jr.: Marked og kvalitet*. NorskFisk.no.  
<https://norskfisk.no/2019/02/07/hallvard-leroy-jr-marked-og-kvalitet/>

Kalinina, K., Cissé, M.E., & Klo, A. (2019, 31.desember). Anklager Norge for å selge farlig fisk. *NRK*. <https://www.nrk.no/tromsogfinnmark/norsk-fisk-utestenges-fra-russland-av-frykt-for-farlige-stoffer-1.14841327>

KPMG. (2022, 18.februar). *Beskatning av havbruk*. <https://verdtavite.kpmg.no/beskatning-av-havbruk/?s>

Kleven, R. (2014, 7.august). Oppdrettsnæringen: - Må finne andre markeder. *Nrk*.  
[https://www.nrk.no/trondelag/salmar\\_-\\_ma-finne-andre-markeder-1.11867700](https://www.nrk.no/trondelag/salmar_-_ma-finne-andre-markeder-1.11867700)

Lerøy Seafood Group ASA. (u.åa) *Lån til en bærekraftig fremtid*.  
<https://www.leroyseafood.com/no/om-leroy/nyheter/lan-til-en-barekraftig-fremtid/>

Lerøy Seafood Group. (u.åb). *Ocean Forest*.

<https://www.leroyseafood.com/no/barekraft/ocean-forest/>

Lerøy Seafood Group. (u.åc). *Optimaliserer fôringen*.

[https://www.leroyseafood.com/no/smakfull-sjomat/miljo\\_og\\_samfunn/optimaliserer-foringen/](https://www.leroyseafood.com/no/smakfull-sjomat/miljo_og_samfunn/optimaliserer-foringen/)

Lerøy Seafood Group ASA. (u.åd). *Preline*.

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

Lerøy Seafood Group ASA. (u.åe). *Tare – naturens egen «superfood»*.

[https://www.leroyseafood.com/no/smakfull-sjomat/miljo\\_og\\_samfunn/tare---naturens-egen-superfood/](https://www.leroyseafood.com/no/smakfull-sjomat/miljo_og_samfunn/tare---naturens-egen-superfood/)

Misund, B. (2018, 2. november). Er lukkede oppdrettsanlegg svaret på miljøproblemer og fiskevelferd, og hva med lønnsomheten? *Aftenbladet*.

<https://www.aftenbladet.no/meninger/debatt/i/m629OE/er-lukkede-oppdrettsanlegg-svaret-paa-miljoeproblemer-og-fiskevelferd-og-hva-med-loennsomheten>

Misund, B. (2023, 21. januar). Fiskeoppdrett. I *Store Norske Leksikon*. fra

<https://snl.no/fiskeoppdrett>

Molland, E. (2023, 19.februar). Lakseprisen i taket etter lanseringen av grunnrenteskatt.

*Nettavisen økonomi*. <https://www.nettavisen.no/okonomi/lakseprisen-i-taket-etter-lanseringen-av-grunnrenteskatt/s/5-95-921544>

Nordnet. (u.å.). Obligasjoner. *Børsskolen* <https://www.nordnet.no/blogg/borsskolen/laer-om-aksjer/obligasjoner/>

Nordnet. (25.03.2023a). *Grieg Seafood (GSF)*. Hentet 25.03.2023 fra

<https://www.nordnet.no/market/stocks/16105714-grieg-seafood>

Nordnet. (25.03.2023b). *Lerøy Seafood Group (LSG)*. Hentet 25.03.2023 fra

<https://www.nordnet.no/market/stocks/16105604-le-ro-y-seafood-group>

Nordnet. (25.03.2023c). *Mowi (Mowi)*. Hentet 25.03.2023 fra

<https://www.nordnet.no/market/stocks/16105427-mowi>

Nordnet. (25.03.2023d). *SalMar (Salm)*. Hentet 25.03.2023 fra

<https://www.nordnet.no/market/stocks/16105712-salmar>

Norges Bank. (u.å.). *Styringsrenten*. [https://www.norges-](https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/)

[bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/](https://www.norges-bank.no/tema/pengepolitikk/Styringsrenten/)

Norges Sjømatråd. (u.å.). *Nøkkeltall*. <https://nokkeltall.seafood.no>

Norges Sjømatråd. (2021, 9. desember). *Laks, etterspørsel og transport – hvordan blir det fremover?* <https://seafood.no/aktuelt/Fisketanker/laks-etterspørsel-og-transport-hvordan-blir-det-fremover/>

Norges Sjømatråd. (2023, 4. januar). *Norge eksporterte sjømat for 151,4 milliarder kroner i 2022*. <https://seafood.no/aktuelt/nyheter/norge-eksporterte-sjomat-for-1514-milliarder-kroner-i-2022/>

Proff. (u.å.). *Lerøy Seafood Group ASA*. [https://proff.no/roller/lerøy-seafood-group-asa/bergen/hovedkontortjenester/IG4P5LO10NZ/](https://proff.no/roller/leroy-seafood-group-asa/bergen/hovedkontortjenester/IG4P5LO10NZ/)

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

<https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2022.pdf>

Regjeringen.no. (2022a, 6. juni). *Fargeleggingen i trafikklyssystemet i havbruk er klar*.

<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/fargelegging-i-trafikklyssystemet-i-havbruk/id2917698/>

Regjeringen.no. (2022b, 11. november). *Nytt norsk klimamål på minst 55 prosent*.

<https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/nytt-norsk-klimamal-pa-minst-55-prosent/id2944876/>



Roaldseth, S. L., Strøm, R. & Bjørneset, O. (2022, 29.mars). Nå har de satt ungfisk i Norges første store oppdrettsanlegg på land. *NRK*. <https://www.nrk.no/mr/smolt-i-salmon-evolution-sitt-landbaserte-oppdrettsanlegg-pa-indre-haroy-i-hustadvika-1.15910390>

Sevareid. (u.å.). *Vi produserer markedets mest etterspurte smolt*. [Bilde] <https://sevareid.no>

Skatteetaten. (u.å.). *Avgift på produksjon av fisk*. <https://www.skatteetaten.no/bedrift-og-organisasjon/avgifter/saravgifter/om/fisk/>

Stoveland, K. (2022, 15.august). Sjukkefunn hos laks: - Alvorlig smerte. *Dagbladet Bergen*. <https://bergen.dagbladet.no/nyheter/sjukkefunn-hos-laks-alvorlig-smerte/76900160>

Visma. (u.åa). *Driftsmargin i %*. [https://help.visma.net/no\\_no/financial-overview/content/online-help/kpi-operating-margin.htm](https://help.visma.net/no_no/financial-overview/content/online-help/kpi-operating-margin.htm)

Visma. (u.åb). *Likviditetgrad 1*. [https://help.visma.net/no\\_no/financial-overview/content/online-help/kpi-current-ratio.htm](https://help.visma.net/no_no/financial-overview/content/online-help/kpi-current-ratio.htm)

Visma. (u.åc). *Likviditetsgrad 2*. [https://help.visma.net/no\\_no/financial-overview/content/online-help/kpi-quick-ratio.htm](https://help.visma.net/no_no/financial-overview/content/online-help/kpi-quick-ratio.htm)

Visma. (u.åd). *Nøkkeltall – Hva er et nøkkeltall?* <https://www.visma.no/eaccounting/regnskapsordbok/n/nokkeltall/>

## Rapporter

Grieg Seafood. (2018, 19.april). *Annual Report 2017: GSF: OSL.*. Grieg Seafood. <https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/b7a1b2b2087990f7f17d0cf87455ce5318e75290.pdf>

Grieg Seafood. (2019, 12.april). *Rooted in nature: Annual report 2018*. Grieg Seafood. <https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/5bdf99b39fafa4acd0594e787cc03e86612971eb.pdf>

Grieg Seafood. (2020, 8.april). *Passion for improvement: Annual report 2019*. Grieg Seafood.

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

Grieg Seafood. (2021, 26.mars). *Annual report: 2020: Reshaping our business to meet the future*. Grieg Seafood.

<https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/00b861e440a33024de1ef91cfd70fc2beb48bc3e.pdf>

Grieg Seafood. (2022, 31.mars). *Annual report: 2021*. Grieg Seafood.

<https://cdn.sanity.io/files/1gakia31/production/8699f764225f2b441044453452ada7923cca1994.pdf>

Mowi ASA. (2018). *Leading The Blue Revolution: Integrated Annual Report*. Mowi ASA.

<http://hugin.info/209/R/2177429/840178.pdf>

Mowi ASA. (2019). *Mowi: Integrated Annual Report 2018*. Mowi ASA.

<http://hugin.info/209/R/2239765/882920.pdf>

Mowi ASA. (2020). *Mowi: Integrated Annual Report 2019*. Mowi ASA.

[https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2020/03/Mowi\\_Annual\\_Report\\_2019.pdf](https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2020/03/Mowi_Annual_Report_2019.pdf)

Mowi ASA. (2021). *Mowi: Integrated Annual Report 2020*. Mowi ASA.

[https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2021/03/Mowi\\_Integrated\\_Annual\\_Report\\_2020.pdf](https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2021/03/Mowi_Integrated_Annual_Report_2020.pdf)

Mowi ASA. (2022). *Mowi: Integrated Annual Report 2021*. Mowi ASA.

[https://mowi.com/wp-content/uploads/2022/03/Mowi\\_Annual\\_Report\\_2021.pdf](https://mowi.com/wp-content/uploads/2022/03/Mowi_Annual_Report_2021.pdf)

Lerøy Seafood Group ASA. (u.åf). *Delårsrapport: 2022: fjerde kvartal*. Lerøy Seafood

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

Lerøy Seafood Group ASA. (2018). *Fra Hav og Fjord: Årsrapport 2017*. Lerøy Seafood Group ASA. <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02--documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport-2017.pdf>

Lerøy Seafood Group ASA. (2019). *Bærekraftig vekst: Årsrapport 2018*. Lerøy Seafood Group ASA. <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02--documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport-2018.pdf>

Lerøy Seafood Group ASA. (2020). *Integrert verdikjede: Årsrapport 2019*. Lerøy Seafood Group ASA. <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02--documents/rapporter/arsrapporter/leroy-arsrapport-2019.pdf>

Lerøy Seafood Group ASA (2021). *Årsrapport 2020*. Lerøy Seafood Group ASA. <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02--documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport-2020.pdf>

Lerøy Seafood Group ASA. (2022). *Årsrapport 2021*. Lerøy Seafood Group ASA. <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02--documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport-2021/lsg-aarsrapport-2021.pdf>

SalMar ASA (2018, 27.april). *Vi bringer laksen tilbake til havet: Årsrapport 2017*. SalMar ASA. <https://hugin.info/138695/R/2188426/846510.pdf>

SalMar ASA (2019, 26.april). *Årsrapport 2018*. SalMar ASA. <https://hugin.info/138695/R/2242686/885273.pdf>

SalMar ASA (2020, 23.april). *Årsrapport 2019*. SalMar ASA. <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/413c9d3e-52de-4086-9c1c-87a6d3b97c17>

SalMar ASA (2021, 23.april). *Årsrapport 2020*. SalMar ASA. <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/71580791-96ae-45cf-b37b-a83a9c2129a3>

SalMar ASA (2022, 22.april). *Annual Report 2021*. SalMar ASA. <https://ml-eu.globenewswire.com/Resource/Download/4edc0179-44cc-4d1c-a9b0-6463589a5b9c>