

Heggset, Bastian
Dalheim, Fredrik
Moen, Sigurd
Sjaavaag, Dennis

Verdsettelse av Lerøy Seafood ASA/ Valuation of Lerøy Seafood ASA

Semesteroppgave finansiell styring våren 2022
(AF3015)

Bacheloroppgave i Økonomi og administrasjon
Veileder: Hans Marius Eikseth
April 2022

Heggset, Bastian
Dalheim, Fredrik
Moen, Sigurd
Sjaavaag, Dennis

Verdsettelse av Lerøy Seafood ASA/ Valuation of Lerøy Seafood ASA

Semesteroppgave finansiell styring våren 2022
(AF3015)

Bacheloroppgave i Økonomi og administrasjon
Veileder: Hans Marius Eikseth
April 2022

Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet
Fakultet for økonomi
NTNU Handelshøyskolen



Kunnskap for en bedre verden

Forord

Vi er fire studenter som med denne oppgaven fullfører en bachelor i Økonomi og administrasjon på NTNU i Trondheim. Bacheloroppgaven tilsvarer 7.5 studiepoeng, og er skrevet med bakgrunn i hva vi har lært de siste tre årene. Det er denne kompetansen som har bygget opp oppgaven, og den har som formål å verdsette Lerøy Seafood ASA.

Oppgaven har vært interessant å skrive, særlig med tanke på at det har gitt alle i gruppen en oppfriskning på det vi har lært fra tidligere emner. Oppgaven har også gitt oss mer innsikt i en av de største næringene i Norge, nemlig fiskenæringen.

Vi vil også takke vår veileder Hans Marius Eikseth for god tilbakemelding og gode retningslinjer gjennom oppgaven.

Sammendrag

I denne oppgaven har vi estimert aksjekursen til Lerøy Seafood ASA. Deretter har vi satt dette estimatet opp mot aksjekursen på Oslo Børs per 28.12.2020, og sett på om aksjen er overpriset eller underpriset.

Oppgaven starter med en kort beskrivelse av selskapet og dets historie. Videre er det en kort oppsummering om oppdrettsnæringen i Norge. Vi har så dernest gjennomført en strategisk analyse, en regnskapsanalyse, en fundamental verdsettelse, og til slutt en multippellanalyse. I den strategiske analysen er det gjennomført en SVIMA-analyse, for å finne eventuelle konkurransefortrinn. Her ble det funnet at teknologi kan være et mulig fortrinn. Deretter i den eksterne analysen er det gjennomført en PESTEL-analyse og Porters-bransjeanalyse, dette ga oss innsikt i hvilke eksterne faktorer som påvirker Lerøy. Dette ble så sammensatt til en SWOT-analyse.

Den strategiske analysen ga et godt innblikk i fremtiden til Lerøy, noe som ble fulgt av den fundamentale verdsettelsen. I den fundamentale verdsettelsen har vi predikert de neste fem økonomiske årene til Lerøy, og vi har her kommet frem til en WACC på 5,248%. Noe som dernest ga oss en aksjekurs på 68,216kr. Videre er det gjennomført en multippel analyse slik at Lerøy kunne måles med andre selskaper i bransjen. Differanser og likheter ble funnet ved hjelp av P/E, P/B og EV/EBIT. Dette ga oss et kursmål på 78,052. Til slutt på bakgrunn av disse analysene kom vi frem til at Lerøy er underpriset, og våre utregninger resulterte i en aksjepris på 70,183kr.

Abstract

This assignment has the purpose to conclude on the total value of Lerøy Seafood ASA. In this paper, we have compared our stock value results to the value on the Oslo stock exchange. For the purpose to see if the stock is undervalued or overvalued.

The paper starts with a short description of the company and its history. Then a short description and insight into the Norwegian fish farming industry is then discussed. This follows with the strategic analysis, which has an internal and external part. In the internal analysis, the SVIMA-model is used to find possible competitive advantages. Here we found that technology could be such an advantage. In the external part, Pestel and Porter models are utilized. This gave us an insight into what kind of forces influence Lerøy. The internal and external forces are then put into a SWOT-model.

Later in the paper, we conducted a fundamental evaluation. This evaluation investigates the next five years of Lerøy, and the previous analysis helped in making good assumptions about the future of Lerøy. The fundamental evaluation resulted in a WACC of 5,248%. Which gave us a stock price of 68,216kr. After the fundamental evaluation a comparative analysis was used in order to gauge Lerøy against other companies in the industry. P/B, P/E and EV/EBIT was used in this analysis which resulted in a stock price of 78,052. At the end of the paper, all the analysis was weighted and produced a result of 70,183kr as Lerøy's stock price. This gave us the conclusion that the stock is undervalued.

Innholdsfortegnelse

Forord	1
Sammendrag	2
Abstract.....	3
Figurliste	7
1. Innledning:	9
1.1 <i>Motivasjon</i>	9
1.2 <i>Problemstilling</i>	9
1.3 <i>Avgrensning</i>	9
2. Presentasjon av Lerøy Seafood Group ASA	10
2.1 <i>Historie</i>	10
3. Selskaps og bransjeanalyse.....	11
3.1 <i>Oppdrettsbransjen</i>	11
3.2 <i>Utvikling i bransjen</i>	12
3.2.1 <i>Tilbud</i>	12
3.2.2 <i>Etterspørsel</i>	13
4. Intern analyse.....	14
4.1 <i>Svima analyse</i>	14
4.2 <i>Porters fem krefter</i>	15
4.2.1 <i>Fare for nyetableringer</i>	15
4.2.2 <i>Trussel fra substitutter</i>	16
4.2.3 <i>Nåværende konkurranse</i>	17
4.2.4 <i>Leverandørs forhandlingsmakt</i>	19
4.2.5 <i>Kunders forhandlingsmakt</i>	19
4.3 <i>PESTEL Analyse</i>	20
4.3.1 <i>Politiske forhold</i>	20
4.3.2 <i>Teknologiske og Bærekraftige forhold</i>	21
4.3.3 <i>Økonomiske forhold</i>	22
4.3.4 <i>Sosiokulturelle forhold</i>	23
4.3.5 <i>Juridiske forhold</i>	23
4.4 <i>SWOT</i>	25
5. Regnskapsanalyse.....	25
5.1 <i>Lønnsomhetsanalyse</i>	26
5.1.1 <i>Totalkapitalrentabilitet</i>	26
5.1.2 <i>Egenkapitalrentabilitet</i>	27
5.1.3 <i>Driftsmargin</i>	28
5.2 <i>Finansiering og soliditet</i>	29
5.2.1 <i>Finansierungsgrad 1</i>	29
5.2.2 <i>Arbeidskapital</i>	30
5.2.3 <i>Gjeldsgrad</i>	31
5.2.4 <i>Egenkapitalandel</i>	32
5.2.5 <i>Rentedekningsgrad</i>	33

5.3 Likviditet	34
5.3.1 Likviditetsgrad 1	34
5.3.2 Likviditetsgrad 2	35
5.4 Oppsummering regnskapsanalyse	36
6. Prognose av fremtidige kontantstrømmer	37
6.1 Driftsinntektsutvikling	37
6.1.1 Slaktevolum	37
6.1.2 Laksepris:	37
6.1.3 Valutakurs.....	38
6.1.4 Driftsinntekter	39
6.2 Driftskostnader.....	41
6.3 Avskrivinger.....	42
6.4 Arbeidskapital	43
6.5 Investeringer.....	44
6.6 Kontantstrømoppstilling.....	45
7. Markedsverdi på egenkapitalen.....	46
7.1 Risikofri rente	46
7.2 Markedets risikopremie.....	48
7.3 Beta	48
7.4 Gjeldskostnad.....	49
7.5 Skatt	50
7.6 WACC.....	50
7.7 Terminalverdi	51
7.8 Virksomhets verdi.....	52
7.9 Egenkapitalverdi.....	52
8. Multipl analyse	53
8.1 P/E	54
8.2 P/B.....	55
8.3 EV/EBIT.....	55
8.4 Oppsummering multipl analyse.....	56
9. Sensitivitetsanalyse	57
9.1 Endringer i avkastningskrav	57
9.1.1 Risikofri rente	58
9.1.2 Beta	58
9.1.3 Markedets risikopremie	59
9.1.4 Gjeldskostnad	59
9.1.5 Vekstrate g.....	60
9.1.6 WACC.....	60
9.2 Endringer på konkrete kontantstrøm poster.....	60
9.2.1 Endring i driftsinntekter:	61
9.2.2 Endring i netto investeringsnivå:	61

10. Konklusjon.....	62
11. Kritikk av oppgaven	63
Referanser.....	64

Figurliste

Figur 1 (Fiskeri direktoratet, 2022)	12
Figur 2 (Mowi, 2022)	13
Figur 3 (Mowi, 2022)	14
Figur 4 – Trafikklys Systemet - (Redd Villaksen, u.d.)	24
Figur 5 – SWOT Analyse	25
Figur 6 – Totalkapitalrentabilitet – Lerøy Årsrapporter 2016-2020	26
Figur 7 - Egenkapitalrentabilitet - Lerøy Årsrapporter 2016-2020	27
Figur 8 – Driftsmargin – Lerøy Årsrapporter 2016-2020	28
Figur 9 - Finansieringsgrad 1 - Lerøy Årsrapporter 2016-2020	30
Figur 10 – Arbeidskapital – Lerøy Årsrapporter 2016-2020	31
Figur 11 – Gjeldsgrad – Lerøy Årsrapporter 2016-2020	32
Figur 12 – Egenkapitalandel – Lerøy Årsrapporter 2016-2020	33
Figur 13 – Rentedekningsrad – Lerøy Årsrapporter 2016-2020	34
Figur 14 – Likviditetsgrad 1 – Lerøy Årsrapporter 2016-2020	35
Figur 15 – Likviditetsgrad 2 – Lerøy Årsrapporter 2016-2020	36
Figur 16 – Norsk krone mot Euro – (NorgesBank, 2022)	39
Figur 17 – Historiske driftsinntekter – Lerøy Årsrapporter 2016-2020	40
Figur 18 – Prognose for fremtidige driftsinntekter	40
Figur 19 – Historiske Driftskostnader – Lerøy Årsrapporter 2016-2020	41
Figur 20 – Prognose for fremtidige driftskostnader	42
Figur 21 – Historiske Avskrivninger – Lerøy Årsrapporter 2016-2020	42
Figur 22 – Prognose for fremtidige avskrivninger	43
Figur 23 – Historiske Arbeidskapital – Lerøy Årsrapporter 2016-2020	43
Figur 24 – Prognose for fremtidig arbeidskapital	44
Figur 25 – Historiske netto investeringsnivå – Lerøy Årsrapporter 2016-2020	44
Figur 26 – Prognose for fremtidig investeringsnivå	45
Figur 27 – Prognose for fremtidige kontantstrømmer	45
Figur 28 – Avkastning for egenkapital formel - (Kaldestad, Avkastningskrav, 2016)	46
Figur 29 – Risikofri rente – (PWC, 2021)	47
Figur 30 – Styringsrenten prognose – (Norges Bank, u.d.)	47
Figur 31 – Beta formel – (Kaldestad, Avkastningskrav, 2016)	48
Figur 32 – Beta utregning – Historiske tall fra investing.com	49
Figur 33 - Utregning av CAPM	49
Figur 34 – Gjeldskostnad – Lerøy Årsrapport 2016-2020 - (Lerøy Seafood Group ASA, 2022)	50
Figur 35 - Formel WACC	51
Figur 36 - Utregning WACC	51
Figur 37 – Utregning av terminalverdi	51
Figur 38 - Virksomhetsverdi	52
Figur 39 – Egenkapitalverdi	52
Figur 40 – P/E utregning – Årsrapporter 2020 fra samtlige selskaper	54
Figur 41 – P/B utregning – Årsrapporter 2020 fra samtlige selskaper	55

Figur 42 – EV/EBIT utregning – Årsrapporter fra samtlige selskaper	56
Figur 43 – Vektlagt snitt kursmål multippel analyse	56
Figur 44 – Sensitivitetsanalyse risikofri rente.....	58
Figur 45 – Sensitivitetsanalyse Beta	58
Figur 46 – Sensitivitetsanalyse markedets risikopremie	59
Figur 47 – Sensitivitetsanalyse gjeldskostnad.....	59
Figur 48 – Sensitivitetsanalyse Vekstrate	60
Figur 49 – Sensitivitetsanalyse WACC.....	60
Figur 50 – Sensitivitetsanalyse driftsinntekter	61
Figur 51 – Sensitivitetsanalyse investeringsnivå	61

1. Innledning:

1.1 Motivasjon

Vi bestemte oss tidlig for at vi ønsket å skrive en verdsettelsesoppgave som vår avsluttende bacheloroppgave ved NTNU Handelshøyskolen i Trondheim. Vi valgte en slik oppgave fordi det ga oss muligheten til å anvende kunnskap og å teste oss innen forskjellige områder i økonomi. Vi skjønnte tidlig at selskap som selger produkter basert på trender ville være vanskelig å gi prognose for fremtidig utvikling, ettersom enkelte bransjer er veldig utsatt for endringer hos forbrukers foretrukne merke/ produkt. Vi bestemte da at selskaper som selger råvarer er relativt sikre når det kommer til kontantstrømmer og fremtidig utvikling. Da vi skulle bestemme oss for hvilket selskap vi skulle verdsette, falt valget etter hvert på Lerøy Seafood Group ASA. Dette var mye grunnet at Lerøy har lang erfaring i bransjen og har sett en stødig utvikling de siste årene.

1.2 Problemstilling

Når det kommer til en god problemstilling, stilles det tre krav. Problemstillingen skal være spennende, den skal være enkel og den skal være fruktbar. Med en fruktbar problemstilling menes det at det skal være mulig å gjennomføre undersøkelsen empirisk, samt at den skal tilføre ny kunnskap. (Jacobsen, 2015)

Problemstillingen vår er: *«Hvor mye er Lerøy Seafood Group ASA verdt?»*

Vi mener at denne problemstillingen oppfyller kravene ovenfor. Den er spennende da den tar for seg en stor aktør i en av de største bransjene i Norge. Den er også enkel, lar seg undersøke empirisk, og vil tilføre ny kunnskap.

1.3 Avgrensning

Oppgaven vår baserer seg i sin helhet på innhentet sekundærdata fra offentlig tilgjengelige artikler, årsrapporter og kvartalsrapporter fra de respektive selskapene. Dette er med på å utgjøre en begrensning i vår tilgang på tilstrekkelig informasjon, og vil på den måten være med på å vanskeliggjøre vurderinger rundt verdsettelsen.

Videre har vi ved de ulike analysene valgt å benytte tall fra 2015 til 2020. Grunnen til dette er at det kun var kvartalsrapporter for 2021 tilgjengelig da oppgaven ble skrevet.

Vi har også valgt å avgrense Lerøy sine konkurrenter til Mowi ASA, SalMar ASA, Grieg Seafood ASA og Norway Royal Salmon ASA. Disse konkurrentene har mange felles trekk med Lerøy i at de er relativt like, de er norskbaserte og har dermed nokså like vekstmuligheter og forretningsområde, i tillegg til at de er notert på Oslo Børs.

2. Presentasjon av Lerøy Seafood Group ASA

Lerøy Seafood Group ASA er en internasjonal produsent og distributør av sjømat, med hovedkvarter i Bergen. Kjernevirksomheten deres er produksjon av laks og ørret, fangst av hvitfisk, videreforedling, produktutvikling, markedsføring salg og distribusjon av sjømat. De er i dag en av de største produsentene i markedet på produksjon av laks og torsk. De rapporterer i tre segmenter: villfangst, havbruk og VAP (salg og distribusjon). Villfangst består av fangst og bearbeiding av hvitfisk og ble en større del av bedriftens virksomhetsområde etter et oppkjøp av slike virksomheter i 2016. I dag eier de ti trålere og en rekke fabrikker rundt om i landet. Havbruk er det som omhandler produksjon av laks, ørret og rensefisk helt frem til og med slakt. Det er delt inn i helintegreerte verdikjeder med hovedområdene Lerøy Aurora(nord), Lerøy midt(midt) og Lerøy Sjøtroll(vest). VAP (foredling), salg og distribusjon er globalt nedslagsfelt. Andre felt er markeds- og produktutvikling og enkel foredling av eget råstoff, men også i stor grad råstoff fra samarbeidspartnere. Hovedsakelig laks og ørret, men også andre arter. De har fabrikker både i inn og utland, samt at produktene i økende grad blir solgt på det globale markedet. Hovedaksjonæren i Lerøy Seafood Group ASA er Austevoll Seafood (53%). Den resterende andelen er eid av finansielle investorer. Lerøy Seafood Group har en rekke datterselskaper selskaper med stort sett 100% eierskap.

Lerøy Seafood Group har en visjon om «å bli den mest lønnsomme globale leverandøren av bærekraftig kvalitetssjømat». Samt har de verdiene «ærlig, åpen, ansvarlig og skapende» som skal hjelpe dem på veien mot å oppnå visjonen. (Lerøy, 2021)

2.1 Historie

Lerøy Seafood sine aktiviteter kan spores helt tilbake til 1800-tallet. Fiskerbonden Ole Mikkel Lerøen slepte fisk bak robåten sin fra Lerøy til fisketorget i Bergen dette for å starte salg av levende fisk. Etter hvert utviklet aktivitetene å omfatte detaljutsalg i Bergen, med en

omsetning bestående av salg av skalldyr og eksportvirksomhet. I 1939 etablerte to av hans ansatte Hallvard Lerøy AS. Et selskap som investerte i mottak for pelagisk fisk, mottak for hvitfisk, og i havbruk. Det svake resultatet førte til at de på tidlig 1990- tallet solgte eller avviklet aktivitetene for å sikre grossist og eksportvirksomhet. 1994 Gjennomførte selskapet sin siste kriseemisjon til en verdsettelse av egenkapitalen på 20 millioner før emisjonen fant sted.

Det ble i årene som kom store utviklingsmuligheter innenfor havbruk og økte kundekrav som gjorde at konsernet endret forretningside og strategi. I årene frem til 1997 var konsernet et familieeid selskap, men samme år ble det for første gang gjennomført en rettet emisjon mot finansielle investorer. Målet med dette var å styrke verdikjeden og utvikle denne, noe som ble starten på en rekke investeringer innenfor havbruk. I 1999 ble selskapet minoritetsaksjonær i selskapet som het Hydrotech- Gruppen AS. I 2001 ble Norsk Havbruk AS etablert med et formål om å kjøpe Golden Sea Products (dagens Sea Farms Ltd) i Storbritannia. Lerøy ble notert, noe som dermed ga konsernet tilgang på kapital og finansiell handlefrihet. Dette er noe som har vært vesentlig for utviklingen av Lerøy Seafood slik vi kjenner det i dag, å gå fra et konsern som grossist og sjømateksportør til å bli et globalt helintegrert sjømatkonsern.

I årtusenskiftet var mye av havbruksnæringen underkapitalisert, samt bar preg av manglende risikostyring og kortsiktig tankegang. Lerøy var i en god posisjon da de i 2003 kjøpte det som den gang het Nye Midnor AS, som i dag utgjør mesteparten av Lerøy Midt AS. I årene som kom, gjorde Lerøy en rekke oppkjøp som blant annet Lerøy Aurora, resten av aksjene i Hydrotech- Gruppen AS, Lerøy Vest og andre. En rekke oppkjøp og dyktig lokal ledelse har vært med å bidra til at Lerøy Seafood Group i dag er en av verdens største produsenter av atlantisk laks og ørret. De har i dag over 4900 ansatte, og selger sjømat til over 80 markeder over hele verden, noe de stadig jobber med å utvide. (Lerøy, 2021)

3. Selskaps og bransjeanalyse

3.1 Oppdrettsbransjen

Den norske havbruksnæringen er den nest største eksportnæringen vi har i landet. Norge opererer også som verdens største produsent av atlantisk laks og regnbueørret. Mange av de norske selskapene produserer også andre sjødyr, men det er de to førstnevnte som primært

produseres i den norske fiskeindustrien. Markedet de siste årene har sett en ekstrem vekst, fra rundt 200 000 tonn oppdrettsfisk i 1994, til nærmere 1,5 millioner tonn produsert i 2020. Førstehåndsverdien er regnet til å være 69 milliarder kroner. (Fiskeridirektoratet, 2022) Norsk laks alene eksporteres til nesten 100 land med en eksportverdi på 74 milliarder kroner. Det største markedet for eksportert norsk laks er land i Europa, som alene mottar 70%, hvor Polen, Danmark og Nederland er de største mottakerne. (Regjeringen, 2022) Bransjen består nå av rundt 120 selskaper, hvor det er noen få store og mange små produsenter. De største lakseprodusentene i Norge er Mowi, SalMar, Lerøy Seafood, Mitsubishi/Cermaq og Grieg Seafood. (Mowi, 2022)

Totalt solgt mengde av slaktet fisk. Mengde i tonn rundvekt (WFE)¹⁾					
<i>Total sale of farmed fish in Norway. Round weight</i>					
	2020	2019	2018	2017	2016
Fylke	Tonn	Tonn	Tonn	Tonn	Tonn
<i>County</i>	<i>Tons</i>	<i>Tons</i>	<i>Tons</i>	<i>Tons</i>	<i>Tons</i>
Troms og Finnmark	303 919	297 786	301 925	282 839	262 008
Nordland	300 503	310 841	255 053	260 450	255 714
Trøndelag	328 323	204 367	322 998	188 734	261 483
Møre og Romsdal	95 454	199 758	90 364	171 870	105 253
Vestland	361 631	321 122	303 842	307 592	345 224
Rogaland	86 537	93 482	65 217	79 736	76 321
Øvrige fylker	11 639	23 406	13 821	14 813	17 942
Totalt/Total	1 488 005	1 450 761	1 353 220	1 306 035	1 323 944
1) Ny omregningsfaktor. Omregningsfaktor hentet fra NS 9417:2012/New conversion factor. Conversion factor from NS 9417:2012					
Total verdi av slaktet fisk. Verdi i 1000 kroner					
<i>Total value of slaughtered fish. Value in 1000 NOK</i>					
	2020	2019	2018	2017	2016
Fylke	1000 kr	1000 kr	1000 kr	1000 kr	1000 kr
<i>County</i>	<i>1000 NOK</i>	<i>1000 NOK</i>	<i>1000 NOK</i>	<i>1000 NOK</i>	<i>1000 NOK</i>
Troms og Finnmark	13 650 020	14 819 344	15 432 741	14 153 275	13 521 632
Nordland	14 161 441	15 594 898	13 016 295	12 831 493	12 469 054
Trøndelag	15 770 775	10 149 044	16 028 955	9 427 820	12 276 601
Møre og Romsdal	4 470 682	10 128 308	4 681 895	8 680 064	4 826 846
Vestland	15 952 173	15 106 487	14 664 604	15 037 509	15 968 815
Rogaland	4 158 436	4 709 650	3 297 234	4 092 239	4 065 550
Øvrige fylker	547 353	1 198 493	683 933	737 323	885 723
Totalt/Total	68 710 881	71 706 223	67 805 657	64 959 724	64 014 221

Figur 1 (Fiskeri direktoratet, 2022)

3.2 Utvikling i bransjen

3.2.1 Tilbud

Laks som råvare og markedet den opererer i er i stor grad lett påvirket av makroøkonomiske forhold som fiskepris, valutaforhold og, tilbud og etterspørsel på et globalt nivå. I tidsrommet 1995 til 2020 har det i volum produsert laks hatt en vekst på 507% med en årlig vekst på 7%. Derimot i tidsrommet 2011 til 2020 hadde den årlige veksten sunket til 6%. Videre fremover i tid er det forventet at fra 2020 til 2024 vil veksten synke videre ned til en årlig vekst på 4%.

Grunnen til denne nedgangen er anslått å være at lakseproduksjonen globalt har tilnærmet seg en begrensning i hva naturlige forhold tillater. (Mowi, 2022)

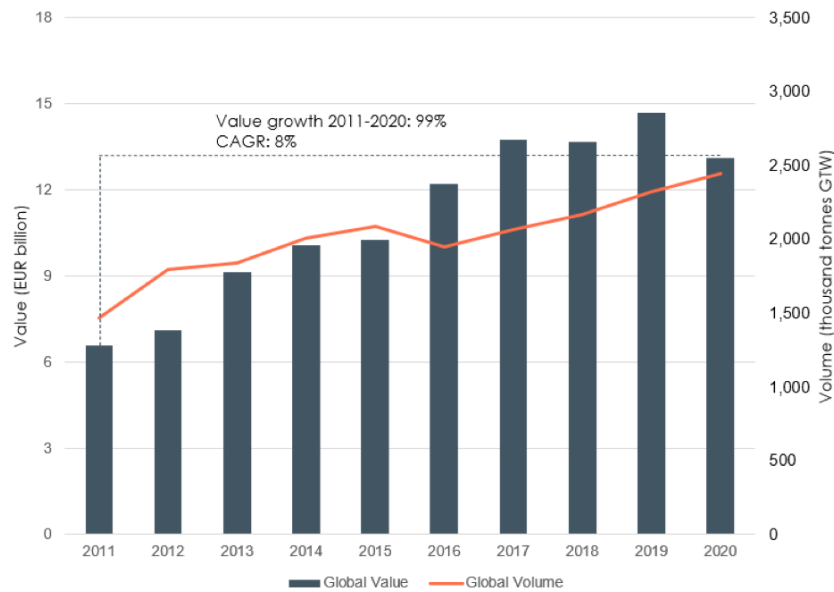
CAGR	Global	Norway	Chile	UK	North America	Others
2001-2020	5 %	7 %	6 %	2 %	1 %	6 %
2011-2020	6 %	3 %	15 %	2 %	1 %	8 %
2020-2024E	4 %	5 %	1 %	5 %	1 %	13 %

Figur 2 (Mowi, 2022)

Grunnen til at det kun er et fåtall områder hvor det produseres oppdrett laks er på grunn av en rekke nødvendige naturvernforhold. De største produsentlandene er Norge, Chile, Skottland og Canada. Dette kan forklares gjennom at gunstig temperatur for oppdrett ligger mellom 8 til 14 grader celsius. Dette gir oss en omtrentlig avgrensning i de nordlige og sørlige halvkulene hvor slik oppdrett er optimalt. Videre kreves det også en viss mengde gjennomgående havstrøm, men ikke for mye slik at fisken får beveget seg fritt i området. Slike forhold finner man ofte i områder som har enten fjorder eller øygrupper. Etersom at det kun er et fåtall områder det er mulig å produsere, er det også derfor vi ser en begrensning i de naturlige forholdene på de nåværende produksjonsvolumene. (Mowi, 2022)

3.2.2 Etterspørsel

Vi har de siste 5 årene sett at etterspørselen er større en hva som er mulig å tilby, og det er en rekke grunner til at laks har blitt så populært. Etersom at den globale befolkningen er enda i vekst og trolig vil nå 10 milliarder i løpet av 2050, er det en generell økning etter mat globalt. Fiskeriene har nådd et punkt hvor dem ikke kan øke volum, og dermed ikke når etterspørselen etter fiskeprodukter, og dermed er oppdrettsfisk blitt et alternativ. Men hva er det som gjør at laks har hatt en så stor økning. Globalt har middelklassen blitt større i løpet av årene. Dette utgjør at folk kan ta seg råd til å betale ekstra for mer variert og sunn mat. Laks er proteinrik, inneholder omega-3, vitaminer og mineraler. Videre har også laks fordelen av at den er svært ressurseffektiv i forhold til andre proteinrike kjøttprodukter. Og dersom man har lyst til å redusere sitt personlige klima avtrykk, er også laks langt mer klimavennlig enn både svin og storfe. (Mowi, 2022)



Figur 3 (Mowi, 2022)

4. Intern analyse

4.1 Svima analyse

Svima er et analyseverktøy som kan hjelpe bedrifter med å finne interne konkurransefortrinn. Navnet er en forkortelse og står for; sjelden, viktig, ikke-imiterbar, mobilisert og approprierbar. Dette er igjen de fem kriteriene som må oppfylles for at de skal ligge til grunn et varig og beholdt konkurransefortrinn. (Stikklestad, 2018)

Kikk modellen kan her hjelpe til med å vise hvor et eventuelt konkurransefortrinn ligger. En ser her på fire områder, overlegen kvalitet, overlegen kundesrespons, overlegen innovasjon, overlegen kostnadseffektivitet. Norsk laks er kjent for sin kvalitet i utlandet, men når det kommer til konkurransesituasjonen med andre bedrifter nasjonalt er kvaliteten mye av den samme. Kundesresponsen er også god sett fra et internasjonalt perspektiv, men nasjonalt er det igjen ikke en kilde til konkurransefortrinn. Dette kan også sies om overlegen kundesrespons. Lerøy kan ha et konkurransefortrinn i overlegen innovasjon. Ifølge regjeringens rapport om oppdriftsbransjen sitter færre selskaper i dag på flere akvakultur-tillatelser, teknologi som fører til stordriftsfordeler kan her være en faktor. (Regjeringen, 2019)

Lerøy kontrollerer i dag alle ledd i sin verdikjede, og har de siste årene investert kraftig i den helintegreerte verdikjeden. Dette i form av nye høyteknologiske anlegg som RAS-anlegg for å sikre en mer robust smolt, og høyteknologiske foredlingsfabrikker. Lerøy har også investert kraftig i sine nye Preline-anlegg (Lerøy, 2020). Dette er anlegg som produserer postsmolt, og har til nå vist null tegn til rømming eller lakselus. Lakselus koster i dag oppdrettsnæringen mellom 5-10milliarder kroner hvert år og Lerøy sparer dermed en god del i utgifter på dette anlegget. (Misund, Fiskeoppdrett, 2020)

Lerøy har som sagt de siste årene investert mye i innovasjoner hos sine fabrikker nasjonalt og internasjonalt. I Spania har den nye foredlingsfabrikken lansert en rekke nye fiskeprodukter som sushi, nudler, ferdigretter osv. I den norske fabrikken har teknologisk innovasjon ført til at fisken ikke blir rørt av en menneskelig hånd fra filering til pakking. Dette gjør at fabrikken sparer penger på personalkostnader og transportkostnader.

Slike innovasjoner er sjeldne med tanke på at det er selskapet som har opparbeidet dem, de er viktige med tanke på selskapets omsetning, den blir tatt i bruk og de er til slutt til fordel for Lerøy og ikke andre. En slik ressurs kan derimot imiteres, men det kreves da mye kompetanse og kapital, noe som de største konkurrentene kan tenkes å sitte på.

4.2 Porters fem krefter

Porters teori er bygget rundt fem forskjellige konkurransekrefter som til sammen er med på å vise lønnsomheten i en bransje og/eller hvor attraktivt et marked er. Konkurransekraftene er; nye etablerere, kunder, substitutter, leverandørens forhandlingsstyrke, konkurranse i bransjen. Ved hjelp av disse kreftene kan en bedrift enklere se hvor det burde satse eller hvor dets neste trussel vil komme fra.

4.2.1 Fare for nyetableringer

Hvis et marked viser seg å være lønnsomt og enkelt å etablere seg i, så vil stadig nye aktører prøve å etablere seg i dette markedet. Nyetableringer kan være en trussel for allerede etablerte aktører og kan skape en sterk rivalisering innad i markedet. Hvis en ny aktør i bransjen møter på store hindringer og en sterk reaksjon fra allerede etablerte aktører, så vil det være vanskeligere å etablere seg. De seks store barrierene ifølge Porter er; skala økonomi, produkt

differensiering, krav om kapitalinvesteringer, kostnadsulempen uavhengig av størrelse, tilgang til distribusjonskanaler, politikk. (Porter, 2022)

En mulig inngangsbarriere for eventuelle nyetablerere er lovverk og regelverk innenfor akvakulturer og oppdrettsnæringen. Ifølge akvakulturloven §6 (Lovdata, 2005) kan en få tillatelse til å drive akvakultur dersom det er miljømessig forsvarlig, krav til arealplaner er oppfylt osv. Miljøet omhandles ofte i denne loven og blir ansett som svært viktig, det kan derfor tenkes at det er ligger til rette en stor kompetansebarriere. Dette fordi at en ny aktør må vite om miljøsituasjonen og konsekvensene på miljøet før han i det hele tatt kan få tillatelsen fra myndighetene.

Den norske fiskenæringen er også intensiv når det kommer til oppdrett, noe som vil si at den skjer hovedsakelig i merder eller i anlegg på land. Dette betyr at fisken alltid er under menneskelig kontroll, og det kreves dermed flere ressurser for å holde bestanden ved like. For en ny aktør i bransjen kreves det dermed spesialisert kapitalutstyr som merder, brønnbåter osv. Dette kan være vanskelig for en ny aktør å anskaffe og eventuelt videreselge. (Misund, 2022)

Ifølge regjeringen har verdiskapningen oppdrettsnæringen vært i sterk vekst siden 1995 og representerte i 2018 1.3% av BNP. Antall tillatelser utgitt av myndighetene til å drive virksomhet av akvakultur har også økt kraftig de siste årene, men antall selskaper som mottar disse tillatelsene har redusert kraftig. Dette skyldes ifølge regjeringen økt konsentrasjon, effektivisering og teknologiutvikling. Dette viser at det finnes store barrierer i bransjen ved at de etablerte aktørene sitter på ny teknologi og meget god kompetanse. Det kan også nevnes at ifølge regjeringen så sitter fire selskaper på 50% av produksjonen. (Regjeringen, 2019)

4.2.2 Trussel fra substitutter

For å se på trusselen fra substitutter må en se på hvor lett det er å imitere produktet og hvor lett andre produkter i markedet kan dekke de samme behovene som Lerøy sine produkter. Lerøy sine produkter er som nevnt over laks, bearbeidet laks, hvitfisk og ørret. Lerøy sitt største produkt er laks, og utgjør 63.7% av omsetningen. Den norske laksen er anerkjent for sin kvalitet verden over og det kan derfor være vanskeligere for konsumenten å nå samme nivå av kvalitet ved å kjøpe laks som ikke er fra Norge. Dette kan tenkes å være tilfellet i restaurant- og servicebransjen. Ifølge Lerøy sine nettsider kåret japanerne den norske laksen

for å være den beste fisken for bruk i sushiretter. Dette ser en også er tilfellet når Portugiserne skal velge ut den beste fisken for Bacalao.

Laks og andre fiskearter har i dag en tilnærmet lik pris som for eksempel kylling, gris osv. Dette gjør at kundene ikke blir påvirket av sin egen prisfølsomhet når det kommer til å velge et proteinrikt måltid. Laks og hvitfisk har også den fordel at de gir kunden noe ekstra ved at de inneholder omega-3. Dette kan bli substituert med for eksempel omega-3 kapsler i tillegg til et måltid med gris, men ettersom at prisen på de to kjøttvaren er like så er dette lite sannsynlig. Med den kvaliteten norsk fisk er kjent for og den nåværende prisen er det derfor mindre sannsynlig at fisk fra Lerøy blir erstattet med andre produkter, selv om det er homogent. Fisk fra det norske markedet er derimot sterke substitutter for Lerøy sin fisk ettersom at det, som nevnt tidligere, er miljøet fisken vokser opp i som har stor påvirkning på dets kvalitet.

4.2.3 Nåværende konkurranse

Da det gjelder den nåværende konkurransen i oppdrettsbransjen i Norge, består den av flere store selskaper i tillegg til noen mindre. Det betyr at det er mange leverandører av sjømat med nokså lite produktdifferensiering og heller lav kostnad for å bytte leverandør noe som er med på å øke konkurransen. For å få et bedre bilde av den nåværende konkurransen presenteres her de største aktørene i tillegg til Lerøy.

Mowi ASA

Mowi ASA er et av verdens største oppdrettsselskap og er i dag verdens største produsent av atlantisk laks. Etter sin beskjedne start i 1964 har selskapet vokst betydelig og opererer i dag i 25 land med 12 000 ansatte. Likevel foregår fortsatt majoriteten av produksjonen i Norge da det utgjør omtrent halvparten. I 2020 produserte Mowi hele 440 000 tonn laks, noe som utgjør ca. 20% av verdens produksjon. (*Mowi ASA, 2022*) Med en slik produksjon legger Mowi seg på toppen i Norge og er med klar margin Norges største sjømatprodusent med en markedsverdi på ca. 118 milliarder kroner per 2019, noe som er dobbelt så mye som SalMar på andre plass og tre ganger så mye som Lerøy, med en markedsverdi på henholdsvis ca. 49 milliarder kroner og ca. 37 milliarder kroner. (*Regjeringen, 2019*)

SalMar ASA

SalMar ASA ble grunnlagt i 1991 og med kontinuerlig vekst over 30 år har selskapet vokst seg til å bli Norges andre største oppdrettselskap, og også en av verdens største produsenter av atlantisk laks.

Selskapets virksomhetsområder omhandler settefiskproduksjon, oppdrett, slakt, pakking og foredling (VAP), samt salg og distribusjon. (SalMar ASA, 2022) SalMar deler derfor mange virksomhetsområder med Lerøy noe som gjør de til en direkte konkurrent i markedet.

Grieg Seafood ASA

Grieg Seafood ASA er et noe mindre selskap enn de nevnt ovenfor med en markedsverdi på ca. 12 milliarder kroner (Regjeringen, 2019). Ettersom de spesialisere seg i oppdrett av fisk og er ledende i verden innen dette markedet utgjør de en betydelig konkurrent ovenfor Lerøy. (Grieg Seafood, 2022)

Norway Royal Salmon ASA

Norway Royal Salmon ble grunnlagt i 1992 som følge av at 34 lakseoppdrettere slo seg sammen for å drive salg og markedsføring av oppdrettslaks. (Norway Royal Salmon, 2022). Selskapet er i likhet med Grieg Seafood noe mindre enn Miwo, SalMar og Lerøy og spesialisere seg også på oppdrettslaks. Dette gjør de, på samme linje som Grieg Seafood, til en betydelig konkurrent for Lerøy. Selskapet ble børsnotert på Oslo Børs i 2011 og har per 2019 en markedsverdi på ca. 10 milliarder kroner (Regjeringen, 2019)

Videre er oppdrettsnæringen regulert ved et regelverk som begrenser muligheter for produksjonsøkning innen både fiske og oppdrettsanlegg. Dette med bakgrunn av at det i Norge er nødvendig med konsesjon for å drive oppdrett, noe man må tilegne seg ved å søke til staten. Denne begrensningen vil igjen føre til økt konkurranse da det er begrensninger for hvilke aktører som får delta i denne typen produksjon.

Ettersom konsesjonene er statlig regulert blir det derimot svekket intensitet i konkurransen for markedet, ettersom staten ikke ønsker at kun et fåtall større selskaper er aktører i markedet.

4.2.4 Leverandørens forhandlingsmakt:

Leverandørs forhandlingsmakt er bestemt utfra hvor lett det er å bytte leverandør og dermed også hvor lett det vil være for leverandøren å øke pris. Det vil derfor være antallet leverandører som utgjør hvor mye kontroll (forhandlingsmakt) leverandøren har overfor kunden.

Lerøy har kontroll over hele verdikjeden fra smolt til solgt produkt. (Lerøy Seafood Group, 2022) I 2016 ble Lerøy eiere i virksomhetene Havfisk AS og Norway Seafoods AS og gjennom disse virksomhetene driver de nå med betydelig aktivitet knyttet til fangst og bearbeiding av fisk. Videre har Lerøy virksomheter som driver med produksjon av fisk frem til og med slakt, og bedriver også salg og distribusjon gjennom merkevarene sine i samarbeid med en rekke samarbeidspartnere. Lerøy er dermed ikke avhengig av andre i denne prosessen. Det er dermed kun da det gjelder føret fisken må ha at Lerøy behøver en ekstern leverandør.

Det er derfor naturlig at det er hos fiskefôrleverandørene man kan se leverandørens forhandlingsmakt. Lerøy får føret sitt fra to av Norges største distributører av fiskefôr, Ewos og Skretting. I tillegg til disse to er det en rekke mindre distributører, samt BioMar som er av omtrent samme størrelse. Ewos, Skretting og BioMar har lenge vært de største leverandørene av fiskefôr, men har i senere tid blitt truet av flere nye aktører. Deriblant disse er Mowi som i 2014 begynte med produksjon av eget fiskefôr. (Berge, Håver inn på eget fôr, 2016)

Leverandørens forhandlingsmakt vil dermed bli noe svekket av trusselen om at oppdrettsselskapene begynner å produsere fiskefôr selv slik som Mowi. Det er verdt å legge til at dette vil koste for oppdrettsselskapene og at det derfor kun vil være de aller største som kan begynne med dette, noe som gir noe av forhandlingsmakten tilbake til leverandørene.

4.2.5 Kundens forhandlingsmakt

Kundens forhandlingsmakt påvirkes av hvor lett det er for kundene å bytte til en annen leverandør og i hvor stor grad selskapet differensierer seg fra konkurrentene i markedet.

For Lerøy sin del selges det ulike typer produkter, både ferdig tilberedte produkter og ubehandlede produkter. På tross av et bredt tilbud vil det fortsatt være andre tilbydere i markedet som kan tilby tilnærmet de samme produktene. Dette er med på å gjøre kundene

mer prissensitive da den eneste differensieringen kundene ser i produktene er hvor de kommer fra og hvordan de er produsert.

Videre vil det være knyttet lave kostnader til det å bytte leverandør for kunden. Det eksisterer samarbeidsavtaler med kundene, men disse vil ikke være av slik grad at det vil medføre en høy byttekostnad.

4.3 PESTEL Analyse

I den strategiske analysen skal vi bruke PESTEL for å se nærmere på forhold som påvirker hvordan Lerøy Seafood produserer og distribuerer. Vi skal se nærmere på de politiske, økonomiske, sosiokulturelle, teknologiske, miljømessige og juridiske forhold som vil ha en innvirkning i større eller mindre grad og setter begrensninger, men samtidig sier noe om mulighetene for virksomheten.

4.3.1 Politiske forhold

Lerøy Seafood har 80% av omsetningen sin i utlandet noe som gjør at det er viktig og avhengig av at de forholder seg til de politiske forholdene i landene. Mesteparten av omsetningen forgår i EU (51,2%), mens Asia også utgjør ett stort marked for dem (16,6%). Salget av laks kan bli direkte påvirket av forhold Norge har med andre land, slik at det er viktig for Lerøy at Norge er på god fot med landene de ønsker å eksportere til. Det har tidligere vært tilfelle i Kina, der de stengte grensen for import av laks i 2010. I 2016 ble grensene igjen åpnet, men ikke for de norske selskapene nord i Norge på bakgrunn av uttrykt frykt for laksesykdommene ILA og PD. Denne praksisen ble så endret i 2018 slik at alle selskaper nå kan eksportere til Kina. (Berge, Russland stopper import av norsk laks og ørret via Hviterussland, 2019)

Russland er et land som siden 2014 og den dag i dag ikke importerer laks og ørret fra Norge som et mottiltak til vestens økonomiske sanksjoner i forbindelse med krim- krisen, og nedskytningen av et malaysisk passasjerfly. Det har i senere tid vist seg at noe fisk har kommet seg gjennom Hviterussland, men det ble det en slutt på fra januar 2020. Det på bakgrunn av russerne skal ha observert rester av forbudte og skadelige stoffer.

Veterinærmyndighetene i Russland har derfor tatt initiativ til å inspisere norske

oppdrettsbedrifter til labor respons av Mattilsynet. Russland stenger sertifiseringen og med det innførselen av norsk ørret og laks helt.

Coronaviruset ble først oppdaget i Kina for å så spre seg til resten av verden. I begynnelsen ble det ikke merket store forskjeller i hverdagen, men viruset førte fort til nedstengte grenser og restriksjoner. Det er flere viktige eksportland for Lerøy som har fått merke covid-19 hardere enn vi har her i Norge. Det har bidratt til at etterspørselen falt for å så ta seg opp igjen. Hotell, restaurant og cateringmarkedet stoppet nesten helt opp, mens en har opplevd en økning i dagligvaremarkedet. Med tanke på at Lerøy er en aktør som er samfunnskritisk og leverer mat som en er uavhengig hvordan situasjonen er, har de kommet relativt godt ut av pandemien. Det har de gjort gjennom å vri produksjonen i takt med endringer, investert i nye anlegg og nye produktsertifiseringer. (Berge, Russland stopper import av norsk laks og ørret via Hviterussland, 2019)

4.3.2 Teknologiske og Bærekraftige forhold

Oppdrettsbransjen er under stor teknologisk utvikling, og særlig norsk oppdrett kan ha noen fremtidige utfordringer. Vi har de siste årene sett de store fordelene forbundet med å ha oppdrett på land, fremfor i havet. Lakselus har i lang tid blitt sett på som en av de største miljøproblemene forbundet med oppdrett laks, noe som land-oppdrett ikke lider av. Tidligere led slike anlegg av at det over tid bygget seg opp mye sykdom og bakterier i anleggene, men ved hjelp av nye rensesystemer som er utviklet i Norge, kalt RAS-anlegg, er nå oppdrett på land et mer aktuelt alternativ. Det store problemet for Lerøy og andre norske lakseoppdrettere, er at slike anlegg er mulig å gjennomføre i langt flere land, enn det er i havet. Dermed vil muligens flere land bli mindre avhengig av norsk oppdrett laks fremover i tid, ettersom at de selv har egne oppdrettere nærmere forbrukerne. (Benjaminsen, 2021)

Miljø og bærekraft er klart et stort fokus for mange bedrifter både i landet og globalt. Regjeringen har satt nye krav om enten lav- eller nullutslipp for alle servicefartøy i havbruksnæringen i perioden 2021 til 2030, noe Lerøy forklarer at dem skal begynne å iverksette i 2024. Slike nye krav og regelverk påvirker mange bedrifter økonomisk, i med at det kreves ny teknologi og investeringer for å kunne møte kravene. Men man kan også på lang sikt se at nye innovasjoner kan føre til billigere løsninger. Lerøy kommenterer også i sin

årsrapport for 2020 at det i fremtiden er kun miljøbevisste og bærekraftige som er konkurransedyktige. (Årsrapport, 2021)

En ny forskningsrapport utgitt i Nature, viser til at det likevel ikke er de direkte utslippene fra fartøyene som gir det største utslippet, men heller bunntåling. Ifølge rapporten utgir bunntåling mellom 600 til 1500 millioner tonn CO₂ årlig. (Sala, 2021) The Guardian sammenlignet disse tallene med flytrafikken som i 2019 hadde et utslipp på 918 millioner tonn. (McVeigh, 2021) Norge har allerede strenge reguleringer for bunntåling, men i en artikkel utgikk av NRK kunne det ha vært bedre. Det er identifisert enkelte områder som til sammen utgjør 28% av Norges hav. Globalt er det snakk om å verne 4 prosent av verdens havområder, som kan redusere 90% av utslippene forbundet med dette. (Fjeld, 2021)

Lakselus er blant de største bærekraftige problemene forbundet med oppdretts fiske. Myndighetene har satt vedtekter for hva som er tillatt mengde lus i anleggene, og brudd på disse vedtakene kan føre til dyre økonomiske virkninger for Lerøy. Det er derfor et stort fokus for innenfor oppdrettsbransjen å komme med forebyggende strategier, for å tidlig oppdage lus og de tiltakene som må til for å fjerne dem.

4.3.3 Økonomiske forhold

Når det gjelder det økonomiske er det to vesentlige ting som gjelder, det er prisen man oppnår per kilo og valutakursen. Prisen avhenger i stor grad av tre forhold, tilbudsvekst, etterspørselsvekst og valutakursendringer. Etterspørselsveksten er den desidert viktigste driveren, og i og med at eksportvolumet ikke har økt så mye har prisen blitt vesentlig høyere. Tilbudet av laks er stort sett stabilt, men forhold som lakselus, utbrudd av sykdom eller andre levevilkår kan påvirke produksjonsvolumet på kort sikt som igjen kan igjen føre til variasjoner i prisen Lerøy oppnår.

Lerøy Seafood får betalt for fisken i lokal valuta fra landene de eksporterer til. Som eksportbedrift betyr det at det er lønnsomt for Lerøy med en svak kronekurs. Styringsrenten er en sentral faktor som påvirker den norske kronen. I perioden 2020- 2021 har styringsrenten ligget på ett rekordlavt nivå i likhet med store deler av resten av verden. Den er nå sakte på vei opp igjen, noe vi kan se reflekteres i en stigende kronekurs.

Det er heller ikke til å legge skjul på at oljeprisen har en påvirkningskraft. I perioden har oljeprisen vært helt nede i under 20 dollar fatet april 2021 til å i dag ha en høyere kroneverdi

per fat enn noen gang tidligere. En annen faktor som påvirker kronekursen, er valutaer investorer kjøper. Ved mye usikkerhet som det har vært etter inntoget av Covid- 19 søker investorer tryggere havner og handler i større grad dollar og euro. Dette har en negativ påvirkning på kursen til norske kroner, men som sagt positivt for Lerøy da de får mer kroner per kilo. (Capia, 2019)

4.3.4 Sosiokulturelle forhold

For Lerøy så er etterspørselen etter fisk og spesielt laks det utgjør brorparten av omsetningen. Nordmenn er flinke til å spise sjømat og ligger i verdenstoppen når det gjelder konsum per person. Dessverre er det tendenser til at dette synker, noe som kommer av at den yngre generasjonen spiser mindre fisk enn tidligere. Fisk er sunt og sees på som et produkt som er bedre mot miljøet enn kjøtt. Problemet hos de unge er at fisk er dyrt og de benytter i større grad kylling og kjøttdeig. Målet er derfor å øke forbruket til de unge gjennom å lage nye produkter som i større grad appellerer til de unge. (Rye, 2021)

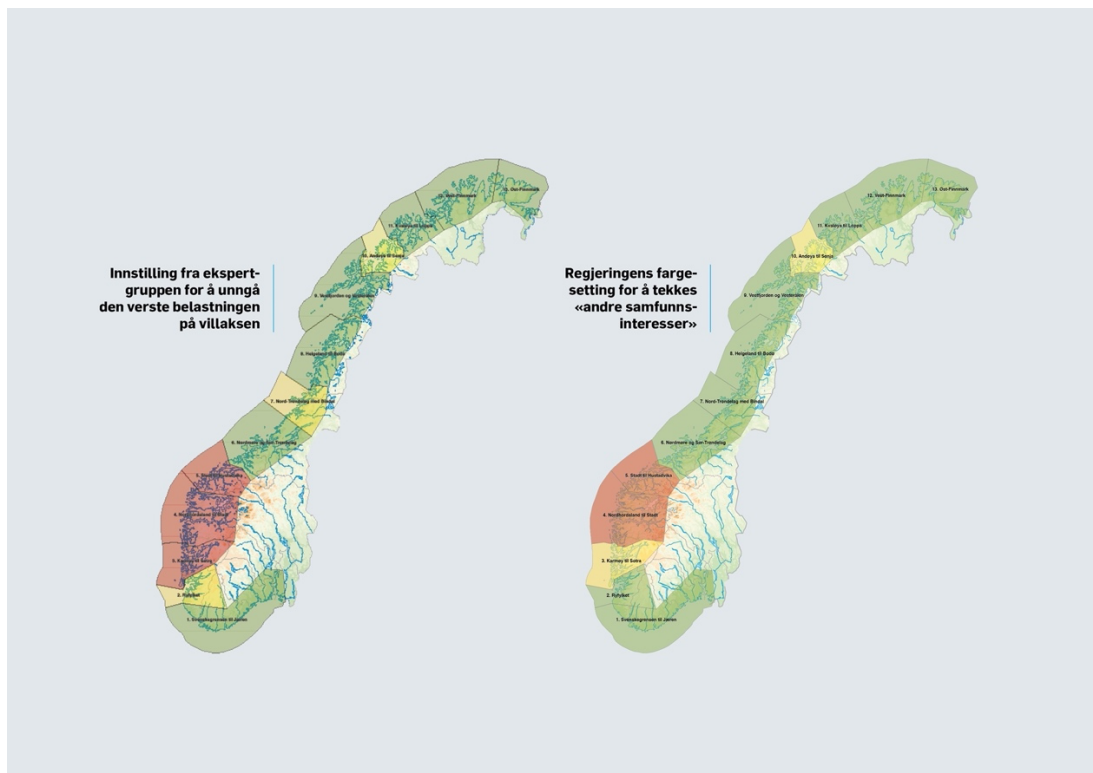
Etterspørselen har økt de siste årene på verdensbasis noe som kommer av blant annet en inntektsvekst som har bidratt til økt ønske om å kjøpe fisk. Økte priser på andre produkter er også en bidragsyter til ett økt ønske om å konsumere mer fisk. Andre positive faktorer er utviklingen i distribusjon og nye produkter. Fisk brukes i mye større grad i ting som vi ikke har funnet det tidligere som for eksempel i ferdigretter, pai, baby mat og i fôr til kjæledyr.

Negative tendenser vi ser i markedet er fremveksten av vegetarianere. Dersom det blir om å ikke spise, noen form for kjøtt og fisk vil dette på sikt ha en negativ konsekvens på etterspørselen. Et annet utspring fra dette som har positiv effekt er pescetarianer. De har en praksis hvor de spiser vegetarisk mat, men inkluderer sjømat. Dette er svært positivt for leverandører av fisk, inkludert Lerøy. Fisk har et mindre klimaavtrykk enn spesielt storfe og det kan derfor være et bra tiltak å gå over til fisk for de klimabevisste. (Mowi, 2022)

4.3.5 Juridiske forhold

For å kunne opprette et nytt anlegg i Norge, må en oppdretter gjennomgå en søknadsprosess som må godkjennes av en rekke etater. Først sendes søknaden til fylkeskommunen hvor den helhet vurderes før den sendes videre til kommunen og andre etater. Blant annet må mattilsynet gjennomgå søknaden etter dyrevelferdsloven og matloven, statsforvalteren

gjennomgår etter miljø og forurensningslovene, fiskeridirektoratet vurderer metodene som skal brukes, og kystverket avgjør etter havne- og farvannsloven. Det er derfor en lang rekke vilkår som må oppfylles for å tillate ny utbygging av oppdrett, og små endringer i hver av dem kan ha stor betydning for Lerøy (Miljødirektoratet, 2022). Videre er det også innført et nytt system som kalles trafikklys systemet. Systemet tar for seg hvilke områder hvor det kan økes produksjon (grønn), opprettholde nåværende produksjon (gul) og hvilke områder hvor produksjonen må reduseres eller stanses (rød). Men det er likevel mulig å søke til seg unntak fra disse lovene. Lerøy selv har blitt påvirket av dette systemet, og var med på et søksmål mot staten sammen med 25 andre bedrifter som i Sogn og Fjordane måtte redusere produksjonen sin med 6 prosent. (Njåstad, 2021)



Figur 4 – Trafikklys Systemet - (Redd Villaksen, u.d.)

4.4 SWOT

I SWOT- analysen skal vi ta for oss hovedpoengene av hvilke styrker, svakheter, muligheter og trusler Lerøy besitter. Dette er for å se på hovedfaktorene som vil og har påvirkningskraft for Lerøys eksistens og beslutningstaking. Fra de interne analysene kan vi finne styrkene og svakhetene, mens en i de eksterne finner muligheter og trusler.

STYRKER	SVAKHETER
<ul style="list-style-type: none">- Teknologi; ny Preline (lukkede anlegg)- Etableringshindre- Sterk merkevare- Høy kompetanse- Stor grad av diversifisering	<ul style="list-style-type: none">- Lakselus- Lerøy Vest (akvakultur)
MULIGHETER	TRUSLER
<ul style="list-style-type: none">- Landoppdrett, RAS teknologi- Høy etterspørselsvekst i utlandet i forhold til tilbudsveksten- Merkevarebygging i utlandet	<ul style="list-style-type: none">- Sosiokulturelle endringer- Politiske endringer- Globale økonomiske endringer/ konjunktrendringer- Endringer bærekraft i bransjestandarder

Figur 5 – SWOT Analyse

5. Regnskapsanalyse

Kristoffersen beskriver regnskapsanalyse som «*alle teknikker som benyttes for å kartlegge og belyse en bedrifts økonomiske utvikling og stilling*». Formålet er altså å kunne gi et overblikk over økonomien i en bedrift. Avhengig av hvilken type interessent man er gjør at man har ulike formål med en regnskapsanalyse. Etersom at vi er ute etter bedriften nåværende status, og senere hvilken utvikling den videre kan ha, vil vi til en grad gjøre regnskapsanalyse i øynene til en investor. Vi skiller mellom intern og ekstern analyse. Intern analyse vil si at man har ubegrenset tilgang til regnskapstall og gjøres normalt av ansatte i bedriften. Ekstern analyse vil dermed være utenforstående som kun har tall tilgjengelig for offentligheten. Vi vil dermed i denne analysen gjøre en ekstern analyse.

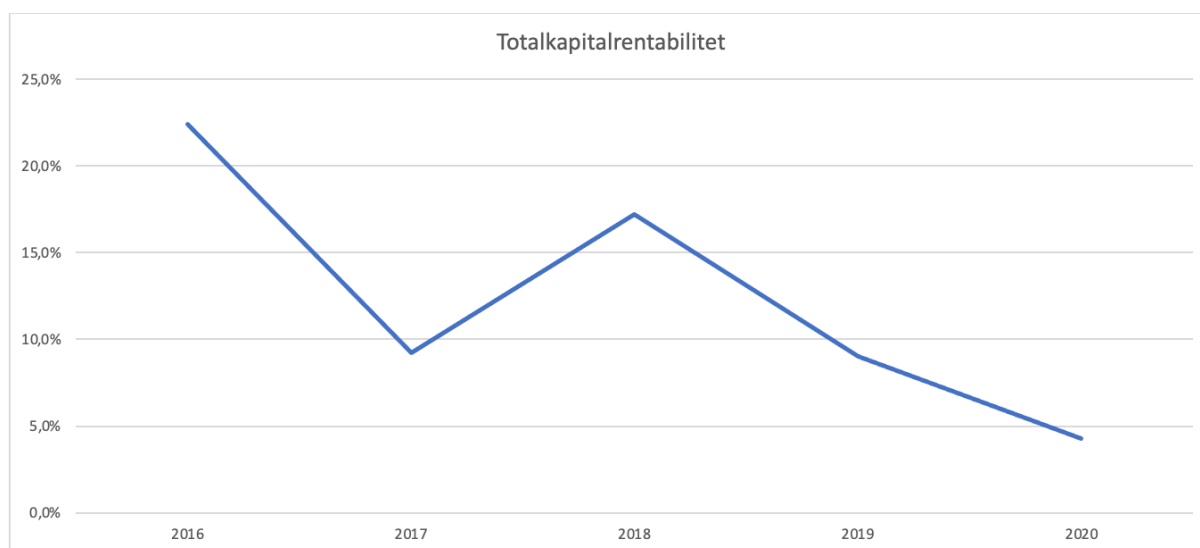
5.1 Lønnsomhetsanalyse

Vi skal i første omgang gjøre en lønnsomhetsanalyse, noe som gir oss et innblikk i hvilken evne en bedrift har til å kunne skape overskudd. Dette er svært relevant til investorer ettersom at dette kan gi en indikasjon på hvilken utvikling selskapet har hatt de siste årene. Det er også svært viktig å vurdere tallene etter bedriften, ettersom at størrelsen på bedriften og deres nåværende situasjon, har mye å si for å kunne vurdere om tallene er gode eller dårlige. Vi skal i denne analysen se på tall oppgitt i årsrapportene oppgitt fra 2016 til 2020.

5.1.1 Totalkapitalrentabilitet

Totalkapitalrentabilitet gir en indikasjon på bedriftens avkastning i forhold til den gjennomsnittlige verdien av bedriftens eiendeler. Til hvilken grad på hva som regnes som en tilfredsstillende totalkapitalrentabilitet må vurderes ut ifra hver bedrift. Den burde være høyere enn risikofri rente. 10% blir regnet som god i perioder med lav prisstigning, og 15% veldig god.

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \frac{(\text{driftsresultat} + \text{finansinntekter}) * 100\%}{(\text{Gjennomsnittlig totalkapital})}$$



	2016	2017	2018	2019	2020
Totalkapitalrentabilitet	22,4%	9,2%	17,2%	9,0%	4,3%

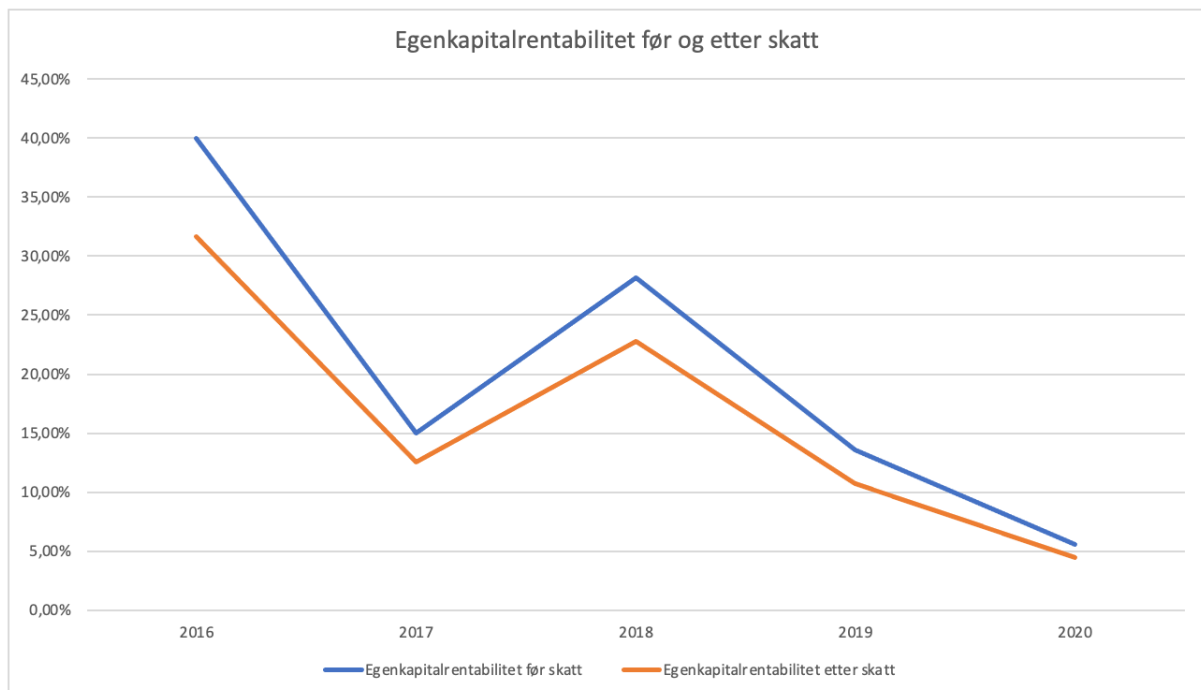
Figur 6 – Totalkapitalrentabilitet – Lerøy Årsrapporter 2016-2020

Som vi kan se på tallene er det stor volatilitet på total kapitalrentabiliteten. Dette kan gi inntrykk på at det er store endringer i forholdet med gjennomsnittlig total kapital og bedriftens resultat. I året 2015 var det for eksempel nesten en dobling i total kapital utover året, noe som gir dem et langt høyere TKR enn resten av årene. Vi ser også at i 2020 at TKR er veldig lav, faktisk helt ned på 4,3%. Men vi ser gjerne etter hvordan den er i forhold til risikofri renten, noe som ble betydelig lavere i løpet av året 2020.

5.1.2 Egenkapitalrentabilitet

Egenkapitalrentabilitet er veldig relevant for eierne av en bedrift, ettersom at den viser til hvor mye av avkastningen som kommer av deres investering i egenkapitalen. Gjennomsnittet til norske bedrifter i 2017 var på 13,6%.

$$\text{Egenkapitalrentabilitet før\etter skatt} = \frac{\text{Ordinært resultat før\etter skatt} * 100\%}{\text{gjennomsnittlig egenkapital}}$$



	2016	2017	2018	2019	2020
Egenkapitalrentabilitet før skatt	39,98%	14,98%	28,14%	13,56%	5,58%
Egenkapitalrentabilitet etter skatt	31,64%	12,52%	22,76%	10,72%	4,46%

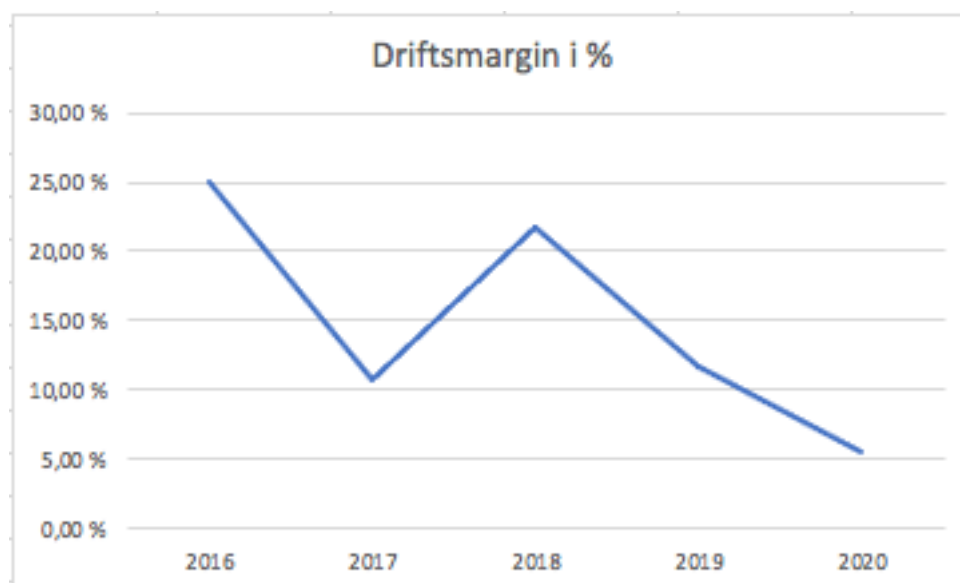
Figur 7 - Egenkapitalrentabilitet - Lerøy Årsrapporter 2016-2020

Eiere i et selskap tar større risiko enn hva långivere gjør når de setter inn kapital i en bedrift. Det er derfor normalt at egenkapitalrentabiliteten ligger høyere enn hva totalkapitalrentabiliteten gjør. Vi ser godt at de begge gjenspeiler hverandre godt i utvikling fra år til år hvor EKR ligger noe over. Ettersom at vi hovedsakelig bruker dette for å vurdere hva eiernes gjennomsnittlige kapital har i avkastning, bruker vi dermed EKR etter skatt, ettersom at dette gir en indikasjon på hva den endelige avkastningen blir. Vi ser at forholdet mellom EKR før og etter skatt holder seg ganske gjøvt over årene, noe som skyldes en ganske stabil skattesats.

5.1.3 Driftsmargin

Driftsmargin er en fremstilling av driftsresultatet i prosent. Det viser hvor mye bedriften har tjent på driften før det tas hensyn til finansinntekter og finanskostnader. Marginen er et estimat på hvor mye bedriften tjener per omsatte krone, lønnsomhet og hvor prissensitiv en er.

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



	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsmargin i %	25,00 %	10,70 %	21,70 %	11,70 %	5,60 %

Figur 8 – Driftsmargin – Lerøy Årsrapporter 2016-2020

Som vi kan se av figuren har driftsmarginen sunket fra 25% i 2016 til 5,9% i, en reduksjon på 19,4% prosentpoeng. Reduksjonen kommer i stor grad av økte kostnader, spesielt lønnskostnadene som har økt drastisk med ca. 72 % i perioden fra 2016 til 2020. Andre poster som har økt mye er avskrivninger, en økning på 126%. Disse økningene har ikke blitt reflektert i driftsinntektene, noe som gjør at det merkes på bunnlinjen.

5.2 Finansiering og soliditet

«Med finansiering menes både anskaffelse og anvendelse av kapital. En analyse av finansieringen tar utgangspunkt i sammensetningen av bedriftens eiendeler.» (Kristoffersen, 2017) Finansieringen kan både være kortsiktig og langsiktig. Langsiktig gjeld betegnes gjerne som egenkapital og langsiktig gjeld. Langsiktig kapital er som regel billigere enn kortsiktig og en bør derfor finansiere store deler av eiendelene på med slik kapital. Måten et selskap er finansiert på avhenger av mange faktorer som for eksempel bransje. (Kristoffersen, 2017), s461.

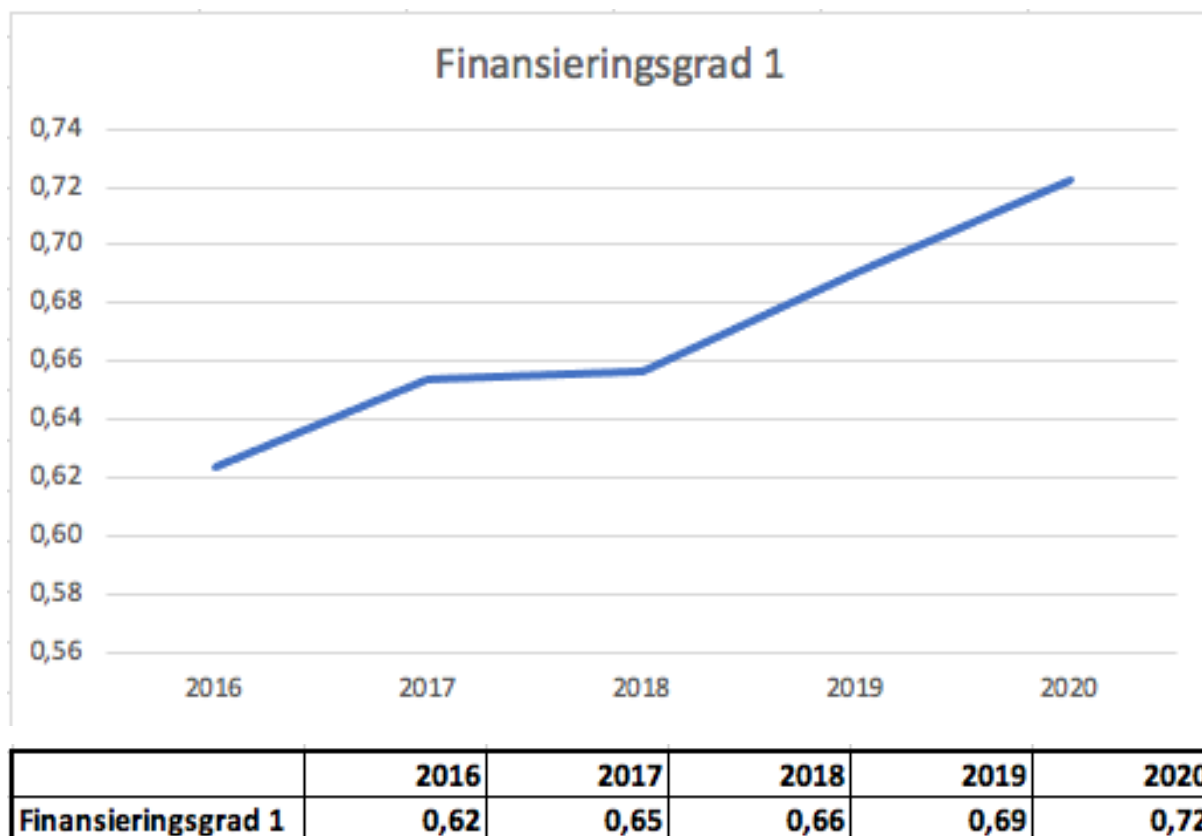
Som hovedregel burde anleggsmidler og en del av omløpsmidlene være finansiert av langsiktig kapital. Soliditeten i selskapet sier også noe om hvor sårbar bedriften er for tap over tid. En god soliditet viser at store deler av eiendelene er finansiert med egenkapital. For å se nærmere på Lerøy Seafood Group sin finansieringsstruktur og soliditet har vi valgt å se på nøkkeltallene:

- Finansieringsgrad 1
- Arbeidskapital
- Gjeldsgrad
- Egenkapitalandel
- Rentedekningsgrad

5.2.1 Finansieringsgrad 1

Finansieringsgrad 1 viser hvor stor grad av anleggsmidlene som er finansiert med langsiktig kapital. En sunn finansieringsstruktur viser at anleggsmidler bør være langsiktig finansiert, da de er til langsiktig bruk.

$$\text{Finansieringsgrad 1} = \frac{\text{Anleggsmidler}}{\text{Langsiktig kapital}}$$

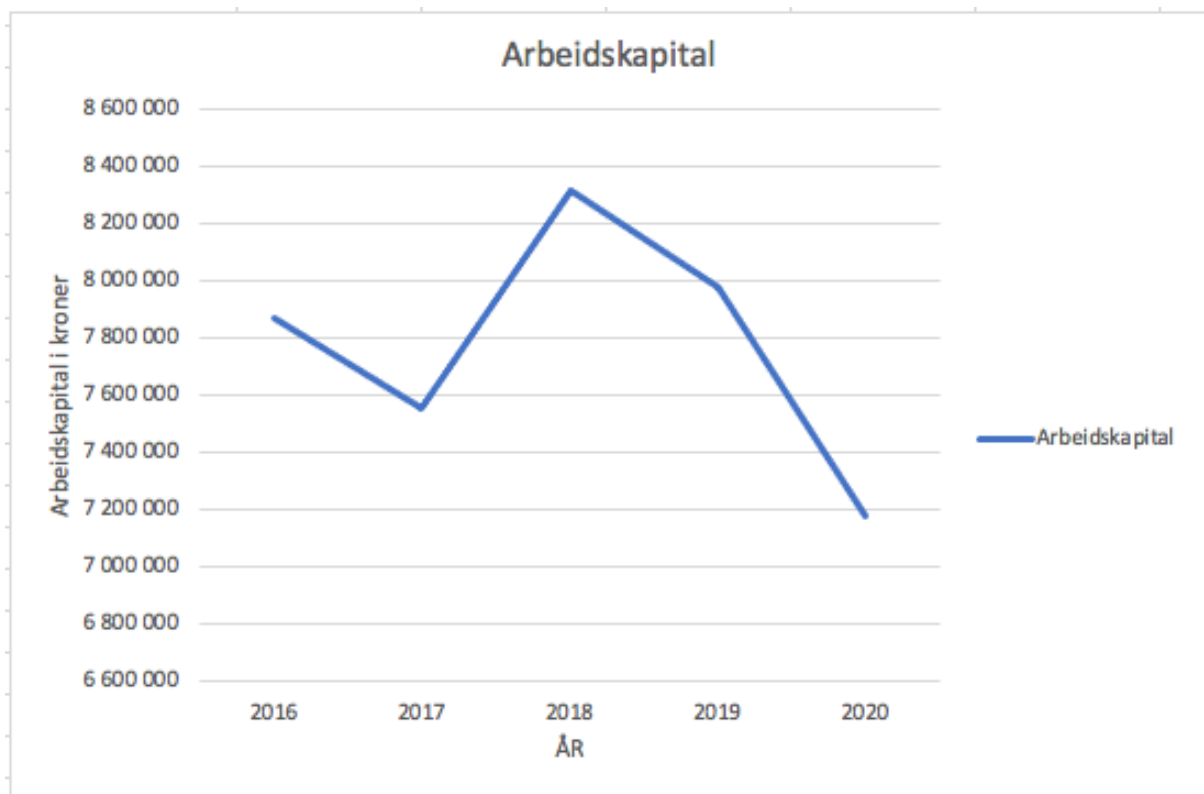


Figur 9 - Finansieringsgrad 1 - Lerøy Årsrapporter 2016-2020

Finansieringsgrad 1 bør være på under 1. Det betyr at alle anleggsmidler er finansiert med langsiktig kapital. Som vi kan se er den økende, men den er fortsatt godt under 1.

5.2.2 Arbeidskapital

Arbeidskapitalen viser forskjellen mellom omløpsmidler og den kortsiktige gjelden. Lerøy har i hovedsak et varelager bestående av biologiske eiendeler med begrenset holdbarhetstid. En positiv arbeidskapital vil vise at alle anleggsmidlene er langsiktig finansiert, mens en negativ arbeidskapital vil bety at anleggsmidlene er delvis kortsiktig finansiert. En ønsker i all hovedsak langsiktig finansiering. Som vi kan se fra tallene har Lerøy en positiv arbeidskapital som ligger i siktet 7-8 milliarder kroner.



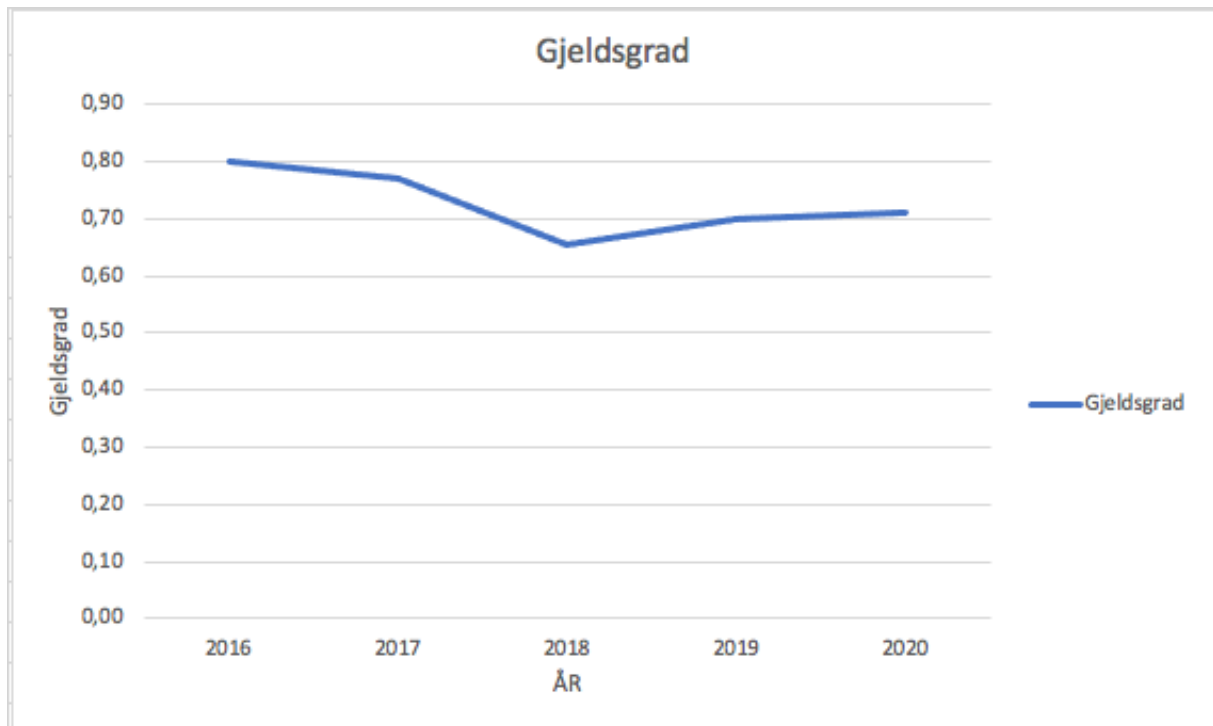
	2016	2017	2018	2019	2020
Arbeidskapital	7 871 963	7 555 934	8 317 440	7 983 643	7 181 466

Figur 10 – Arbeidskapital – Lerøy Årsrapporter 2016-2020

5.2.3 Gjeldsgrad

Gjeldsgrad forteller oss om forholdet mellom gjelden og egenkapitalen i selskapet. Desto lavere forholdstallet er mellom egenkapital og gjeld, desto mer kapital er finansiert av eierne og bedriften oppleves som mer solid. Gjeldsgraden til Lerøy er på et absolutt akseptabelt nivå.

$$Gjeldsgrad = \frac{Gjeld}{Egenkapital}$$



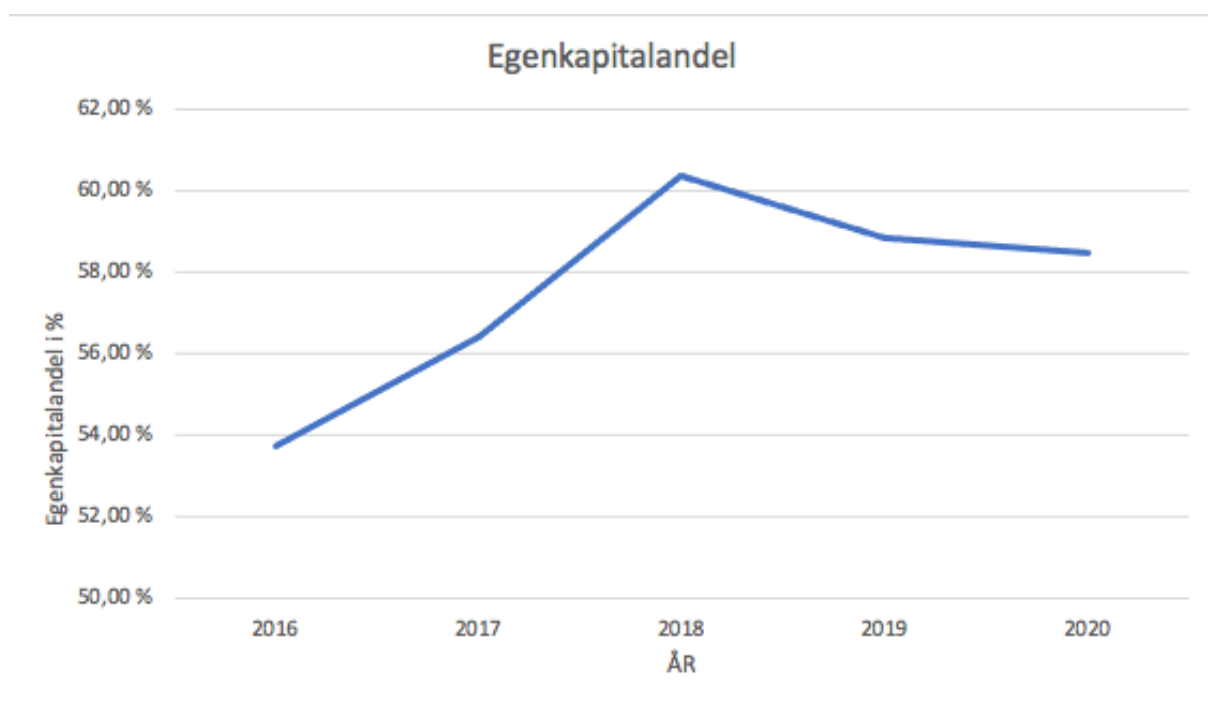
	2016	2017	2018	2019	2020
Gjeldsgrad	0,80	0,77	0,66	0,70	0,71

Figur 11 – Gjeldsgrad – Lerøy Årsrapporter 2016-2020

5.2.4 Egenkapitalandel

Egenkapitalandel viser hvor mye bedriften/ eierne sitter igjen med dersom Lerøy hadde solgt alle sine eiendeler og innfridd alle lån og forpliktelser. Forholdstallet eller prosentandelen viser hvor mye av kapitalen som er finansiert gjennom egne midler. De resterende er andel gjeld. Egenkapitalandel er et mål på soliditet, høyere forholdstall desto bedre soliditet.

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



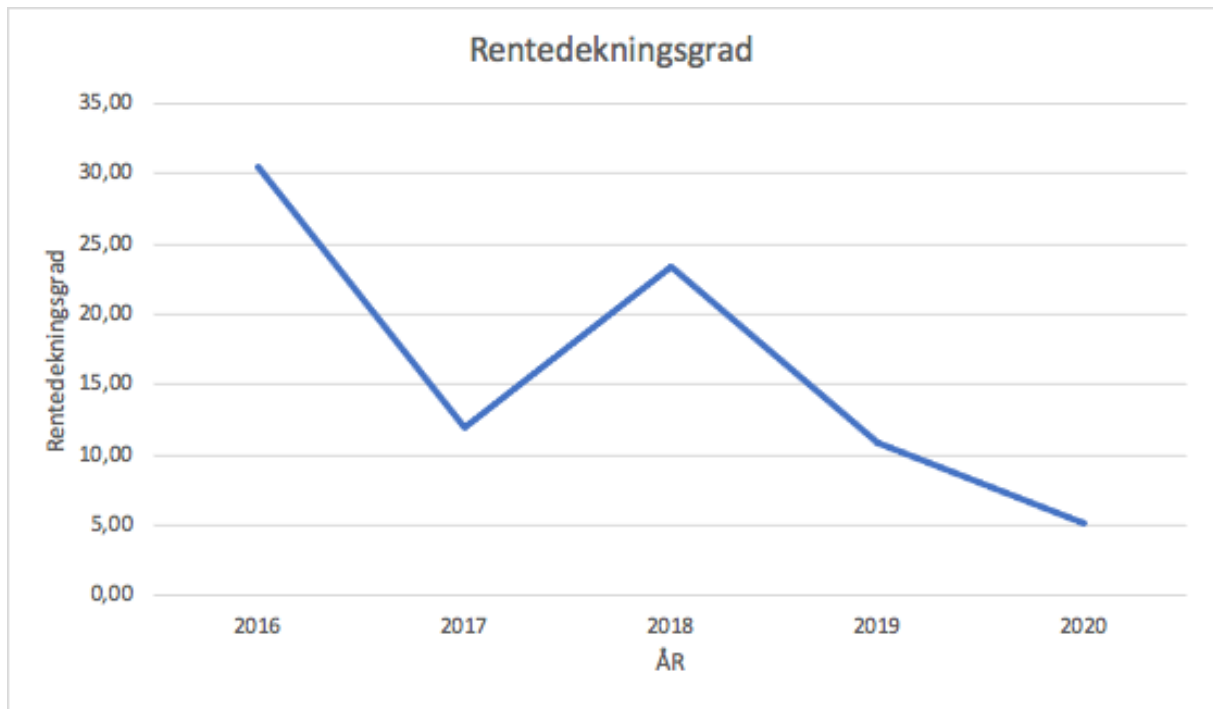
	2016	2017	2018	2019	2020
Egenkapitalandel	53,73 %	56,44 %	60,39 %	58,84 %	58,46 %

Figur 12 – Egenkapitalandel – Lerøy Årsrapporter 2016-2020

5.2.5 Rentedeckningsgrad

“Rentedeckningsgraden forteller i hvilken grad en bedrift er i stand til å betale sine rentekostnader.” (Kristoffersen, 2017), s.467. En gjennomgang av rentedeckningsgraden gir oss en indikasjon på om dagens lønnsomhetsnivå forsvarer bedriftens rentekostnader og om de eventuelt kan ta på seg høyere gjeldsrenter i fremtiden. Rentedeckningsgraden bør ligge på over 3. Ligger den under 1, indikerer det at bedriften taper penger.

$$\text{Rentedeckningsgrad} = \frac{\text{Ordinært resultat før skatt} + \text{rentekostnader}}{\text{Rentekostnader}}$$



	2016	2017	2018	2019	2020
Rentedekningsgrad	30,50	11,93	23,35	10,92	5,19

Figur 13 – Rentedeckningsgrad – Lerøy Årsrapporter 2016-2020

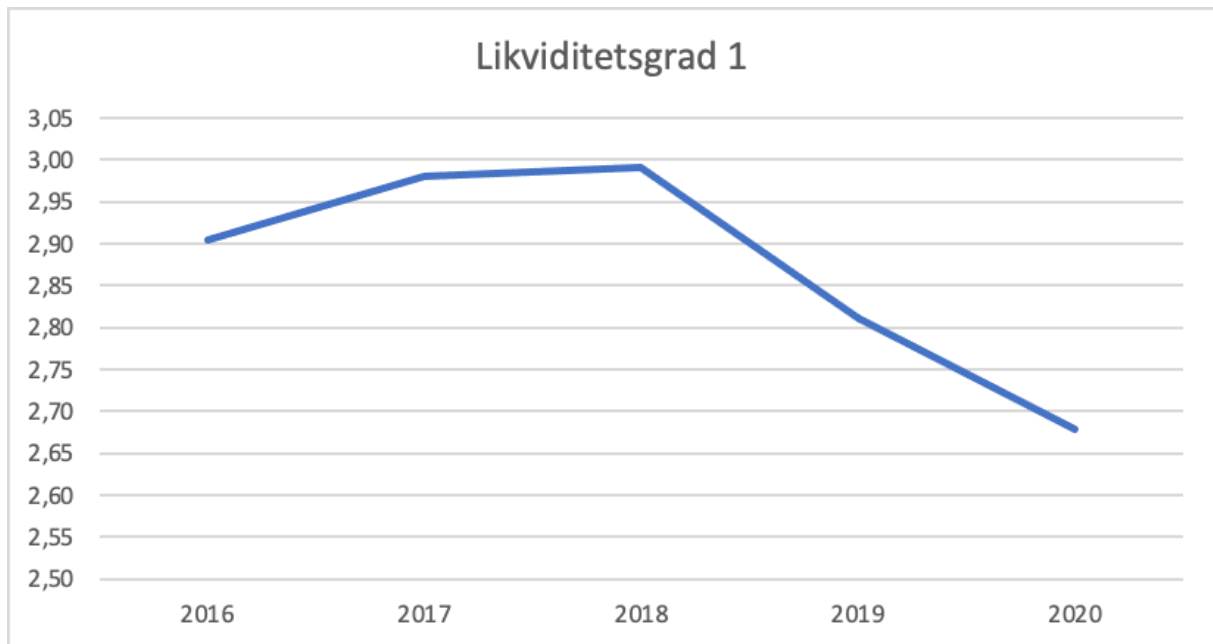
5.3 Likviditet

Likviditet sier noe om bedriftens evne til å kjøpe varer og betale regninger. Det å ha en god likviditet vil si at en bedrift har en god evne til å betale sin kortsiktige gjeld, uforutsette fordringer og fremtidige utgifter. Med likviditet ser en mer på betalingsevnen på kort sikt. For å finne ut om likviditeten er god eller dårlig benytter man seg av tre forskjellige likviditetsgrader. I denne analysen vil vi bruke de mest sentrale, nemlig grad- 1-, 2 og arbeidskapital.

5.3.1 Likviditetsgrad 1

Den første likviditetsgraden ser på forholdet mellom omløpsmidler og den kortsiktige gjelden. En kjent regel, men ikke en som er skrevet i stein, er at likviditetsgrad 1 bør ligge over to. Nedenfor kan en se utviklingen til likviditetsgraden for Lerøy fra 2016 til 2020.

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



Figur 14 – Likviditetsgrad 1 – Lerøy Årsrapporter 2016-2020

Som en kan se har likviditetsgraden holdt seg over to i alle årene som er med i denne analysen. Den har sunket de siste tre årene, men dette noe marginalt. Det ser derfor ut som at Lerøy ikke skal ha noen problemer med å betale uforventede fakturaer og utgifter. Som sagt i innledningen av regnskapsanalysen er dette en ekstern analyse og en får dermed ikke et løpende innblikk.

5.3.2 Likviditetsgrad 2

For likviditetsgrad to ser en på mer likvide midler målt opp mot den kortsiktige gjelden. Dette vil si at en tar bort varebeholdningen, som i Lerøy sitt tilfelle vil være dets biologiske eiendeler og andre varer. Ved likviditetsgrad to er det også en uskreven regel om at tallet skal holde seg over en. Som en kan se er dette tilfellet for Lerøy de siste fem årene. Selv om likviditetsgraden har sunket fra 2017 til 2020 kan en fortsatt konkludere med at bedriftens betalingsevne er god ettersom at den har holdt seg over 1.



Figur 15 – Likviditetsgrad 2 – Lerøy Årsrapporter 2016-2020

5.4 Oppsummering regnskapsanalyse

Gjennom de tre nøkkelbarometerne til lønnsomhet total kapitalrentabilitet, egenkapitalrentabilitet og driftsmargin legger vi merke til at den er svært varierende. De siste årene har lønnsomheten falt noe som i hovedårsak skyldes biologiske forhold og verdsettelse av varelager. De har i tillegg slitt med lønnsomhet i region Vest på grunn av dårligere biologiske vekstforhold. Vi kan se fra regnskapstallene at årene 2016 og 2018 var svært gode med tanke på den biologiske endringen og skiller seg positivt ut fra de andre årene.

Ser en på hvordan Lerøy er finansiert viser tallene at de er et svært solid selskap. De har en høy egenkapitalandel, og derav også en lav gjeldsgrad. En arbeidskapital som er finansiert gjennom langsiktig og sunn kapital. De har ingen problemer med å betale rentekostnadene sine selv om rentedeckningsgraden har en svært nedadgående trend. De holder seg fortsatt over anbefalt nivå, men de bør forsøke å øke lønnsomheten slik at de ikke faller under anbefalte nivå.

Når vi videre ser på likviditeten ser vi at både likviditetsgrad 1 og 2 er innenfor anbefalte nivåer. Det tyder på at de har en kontantstrøm som gjør dem i stand til å betale sine forpliktelser i tide. Begge har en negativ utvikling de siste tre årene, men det er av en karakter som ikke ansees som truende. (Kristoffersen, 2017)

6. Prognose av fremtidige kontantstrømmer

6.1 Driftsinntektsutvikling

Driftsinntektene til Lerøy avhenger i stor grad av slaktet volum fisk, lakseprisen og den norske kronen sin styrke mot utenlandsk valuta. Som tidligere nevnt består salg av hel og foredlet laks for 63.7% av selskapets omsetning. Laksens slaktevolum og deretter pris vil derfor ha en stor innvirkning på driftsinntektene. Av denne omsetningen kommer bare 20% fra Norge, 50% fra Europa og resterende andre land. Det er derfor viktig å se på den norske kronen.

6.1.1 Slaktevolum

Fra 2011 til 2019 økte ikke produksjonsvolumet av laks i Norge noe særlig, men holdt seg heller stabilt. På en global skala derimot steg det jevnt over. Som nevnt fra markedsundersøkelsen er det estimert en årlig vekst på 4% fra 2020-2024 på en global skala og 5% i Norge. Mye av grunnen til denne lave veksten er som nevnt i markedsundersøkelsen at det er anslått at lakseproduksjonen har tilnærmet seg en begrensning i hva naturlige forhold tillater.

Likevel har Lerøy sett en økning i sitt produksjonsvolum de siste årene med en oppgang fra 158 200 kg produsert i 2019 til 170 850 kg produsert i 2020, noe som tilsvarer en økning på ca. 8%. Videre økte produksjonsvolumet enda mer fra 170 850 kg til 186 500 kg, en økning tilsvarende ca. 9%. Dette kan ses i sammenheng med covid-19 pandemien og at Lerøy i 2020 ikke fikk ut sitt fulle potensiale dette året. Videre kommer det dessuten frem i SVIMA analysen at Lerøy i senere tid har investert mye i sine nye Preline-anlegg, noe som kan ha vært med på å senke andelen smolt som rømmer eller utvikler lakselus og dermed også øker produksjonen til selskapet. Videre er det anslått en vekst på rundt 4,5% fra 2021 til 2022 og det kan dermed antas at det vil fortsette å vokse rundt 4-5% årlig fremover noe som stemmer overens med anslaget fra markedsanalysen.

6.1.2 Laksepris:

Lakseprisen er i stor grad påvirket av tilbud og etterspørsel. Tilbudsdelen er allerede rørt ved og det er antatt en jevn vekst på tilbudssiden med 4,5% i årene som kommer.

Da det gjelder etterspørsel, nevnes det i markedsanalysen at etterspørsel vokser i takt med at befolkningen øker og at folk flest blir mer miljøbevisste og at fisk da er en måte å påvirke sitt klimaavtrykk på. Fra PESTEL-analysen kommer det også frem at etterspørselen påvirkes av inntekt, helse og trender.

Det er ikke til å legge skjul på at Covid-19 pandemien også har påvirket etterspørselen i markedet. Med nedstenginger og restriksjoner i en rekke land var det antatt at etterspørselen skulle falle, også i dette markedet. Etter en sterk etterspørsel i starten av 2020, falt den noe utover året ettersom restriksjonene kom før man så en bedring i tredje kvartal av 2020. (Lerøy, 2021) Deretter falt den noe igjen etter runde to med globale restriksjoner. Dette fortsatte inn i 2021, men har derimot økt betydelig og er nå også i betydelig vekst i sammenheng med at verden stadig beveger seg mot en vanligere hverdag. Det kan dermed antas at etterspørselen vil vokse i takt med tilbudet og som nevnt i markedsanalysen kan den til og med overstige det som vil være mulig å tilby i fremtiden.

Med en slik vekst hvor tilbud og etterspørsel vokser i takt med hverandre vil det være naturlig å anta at lakseprisen vil holde seg mer eller mindre stabil. Ifølge tall fra Fishpool har gjennomsnittsprisen for laks de siste to årene ligget på rundt 60 NOK/kg. Fish Pool opererer også med «forward prices» som er en måte å finne ut hva prisene per kilo vil ligge på i fremtiden. (Fish pool, 2022)

En «forward price» tar utgangspunkt i forventningene om hva man tror prisene vil ligge på i fremtiden for å sette prisene. Ved å se på «forward price» for 2022, 2023 og 2024 ser man en gjennomsnittspris på 69 NOK/kg for 2022 og 2023 før det faller ned på 60,5 NOK/kg, som er det lakseprisen stabilt lå på før covid19-pandemien. Det kan derfor antas at de høyere prisene for 2022 og 2023 er et resultat av at etterspørselen har økt i lys av pandemien og dermed har presset prisene noe oppover, men at det vil stabilisere seg på rundt 60 NOK/kg igjen i takt med at etterspørsel og tilbud vokser ganske likt.

6.1.3 Valutakurs

Som nevnt tidligere kommer bare 20% av Lerøys omsetning fra Norge. Valutakursene har derfor veldig stor betydning for Lerøy sin totale omsetning. Den aller viktigste valutaen vil i Lerøy sitt tilfelle være Euroen.

Den norske kronen har i den siste tiden vært svak i forhold til euroen. Dette vil si at prisen for en euro har økt markant den siste tiden. Dette kommer av pandemien og en kan se at den norske kronen ble markant svekket ved mars i 2020. Før den tid var en euro verdsatt til rundt 9.60-10.10 kroner utenom da den var på sitt aller laveste i 2017 på 8.8kr. Under pandemien kan en si at kronen har vært turbulent målt mot euroen, men den har gradvis sunket fra et toppunkt på 12.12kr til 10.10kr i dag.



Figur 16 – Norsk krone mot Euro – (NorgesBank, 2022)

Den svake kronen er bra for Lerøy som har en høy omsetning innen eksport, det betyr at de får mer betalt for sine varer de selger internasjonalt. Det at prisen har vært turbulent er mer negativt ettersom at det kan ha vært vanskeligere for Lerøy å planlegge sine transaksjoner. Som situasjonen er i dag ser en at den norske styringsrenten skal heves etter opplysninger fra Norges Bank, etter invasjonen av Ukraina ser en også at oljeprisen har økt markant, og pandemien er på sitt siste stadium ved at mange har fått vaksinen. Dette er faktorer som kan være med på å styrke den norske kronen.

6.1.4 Driftsinntekter

For å kunne sette en prognose av fremtidige driftsinntekter ser vi på historiske tall de siste 5 årene.

Verdier de siste 5 årene					
År	2016	2017	2018	2019	2020
Driftsinntekter	17 269 735	18 619 588	19 879 978	20 454 147	19 966 221
Endring		7,82%	6,77%	2,89%	-2,39%
Gjennomsnittlig endring	3,77%				

Figur 17 – Historiske driftsinntekter – Lerøy Årsrapporter 2016-2020

Som vi kan se har det vært en stabil nedgang i vekst i driftsinntekter de siste fem årene. Selv om slaktevolumet har hatt en nedgang i Norge, har den globalt hatt en vekst. I året 2020 gikk selskapet ned i driftsinntekter med 2,39%, noe som mye skyldes den pågående pandemien, og de daværende eksportmulighetene. På bakgrunn av opplysningene tidligere oppgitt i dette kapitlet, vil vi dermed ha ulike veksttall for årene fremover. Som sagt er det estimert en årlig fremtidig vekst på slaktevolumet fremover i tid på mellom 4-5%. Det er også anslått at lakseprisen internasjonalt vil øke over 14% i årene 2022 og 2023. Vi ser derimot at dagens pris (10.03.2022) er langt høyere. Usikkerheten blant lakseprisen gjør derimot at vi holder oss til de tidligere estimatene. Vi baserer derfor den årlige fremtidige veksten i driftsinntekter på 4,5% for alle årene, og vi vil i tillegg øke veksten i årene 2022 og 2023 basert på lakseprisen. Etersom laks utgjør rundt 60% av driftsinntektene, vil den veksten vektlegges etter dette. (Lerøy Seafood Group ASA, 2022)

Fremtidige estimerte verdier					
År	2021	2022	2023	2024	2025
Driftsinntekter	20 864 701	22 241 771	23 709 728	24 776 666	25 891 616
Endring	4,50%	6,60%	6,60%	4,50%	4,50%

Antar at den gjennomsnittlige veksten fortsetter de neste 5 årene fremover i tid.
 Dette gir en total vekst fra 2016 til 2025 på: 50%

Figur 18 – Prognose for fremtidige driftsinntekter

Selv om selskapet har hatt en generell nedgang de siste 5 årene, har vi troen på at dette er noe som kommer til å snu i årene fremover. Ved å gi selskapet en årlig vekst på driftsinntekter på 4,5%, og i tillegg øke dette for 2022 og 2023 de neste 5 årene, ser vi at den totale veksten fra 2016 til 2025 er på 50%.

6.2 Driftskostnader

Verdier fra de siste 5 årene

År	2016	2017	2018	2019	2020
Varekostnad	10 561 407	9 916 876	11 008 753	11 289 347	11 344 160
Beholdningsendring	-296 387	-262 665	-630 477	-106 155	-237 156
Lønn og personalkostnader	1 785 537	2 438 259	2 668 829	2 933 409	3 072 129
Andre driftskostnader	1 864 088	2 227 105	2 604 668	2 591 271	2 678 293
Sum driftskotnader	13 914 645	14 319 575	15 651 773	16 707 872	16 857 426
Endring		2,91%	9,30%	6,75%	0,90%
Gjennomsnittlig endring	4,96%				
Justert endring	6,32%				

Figur 19 – Historiske Driftskostnader – Lerøy Årsrapporter 2016-2020

Vi ser de siste 5 årene at det har vært en veldig ujevn vekst i hvordan driftskostnadene har endret seg. Spesielt året 2018 og til dels 2019 så en stor vekst. Året 2018 så en stor endring i varekostnad i forhold til året før, mens 2019 hadde en fordelt økning i alle kostnader. Året 2020 ser ut til å ha utjevnet i forhold til de tidligere år. Vi ser også at lønnskostnadene totalt over 5 år har nesten doblet seg, men den roet seg ned det siste året. Vi ser ingen grunn til å inkludere tallene for 2020 i vår beregning av snittet for perioden. På grunn av de svært ulike tallene, er det vanskelig å kunne forutså de fremtidige tallene ut ifra noen andre faktorer enn den gjennomsnittlige veksten på 6,32%. (Lerøy Seafood Group ASA, 2022)

Fremtidige estimerte verdier

År	2021	2022	2023	2024	2025
Sum driftskostnader	17 922 866	19 055 646	20 260 020	21 540 514	22 901 940
Endring	6,32%	6,32%	6,32%	6,32%	6,32%
Total veskt fra 2016 til 2025 er	65%				

Figur 20 – Prognose for fremtidige driftskostnader

Ved å bruke den gjennomsnittlige veksten fra de siste 5 årene, vil driftskostnadene ha en høyere økning enn driftsinntektene. Vi ser at den totale veksten vil være på 65% som er svært høyt i forhold til 50% som var den totale veksten av driftsinntekter.

6.3 Avskrivinger

Verdier fra de 5 siste årene

År	2016	2017	2018	2019	2020
Avskrivinger	511 621	583 265	659 669	1 012 041	1 159 140
Andel av driftsinntekter	2,96%	3,13%	3,32%	4,95%	5,81%
Gjennomsnittlig andel	4,03%				
Forventet fremtidig andel	5,00%				

Figur 21 – Historiske Avskrivinger – Lerøy Årsrapporter 2016-2020

Vi ser på avskrivinger som en andel av driftsinntekter, og bruker dette for å kunne se hvordan dette utvikler seg i takt med driftsinntekter. Vi ser at det er en veldig sterk økning i avskrivinger og hvilken andel av driftsinntekter dette vil være. Vi mener derfor at den fremtidige andelen av driftsinntekter vil være høyere enn gjennomsnittet, og setter derfor forventet fremtidig andel til 5%. (Lerøy Seafood Group ASA, 2022)

Fremtidige estimerte verdier

År	2021	2022	2023	2024	2025
Avskrivinger	1 043 235	1 112 089	1 185 486	1 238 833	1 294 581
Andel av driftsinntekter	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%

Figur 22 – Prognose for fremtidige avskrivinger

Ved bruk av de estimerte verdiene gitt tidligere i driftsinntekter regner vi oss frem til tallene over.

6.4 Arbeidskapital

År	2016	2017	2018	2019	2020
Omløpsmidler	12 004 399	11 372 405	12 494 818	12 392 608	11 460 925
Kortsiktig gjeld	4 132 436	3 816 471	4 177 378	4 408 965	4 279 459
Arbeidskapital	7 871 963	7 555 934	8 317 440	7 983 643	7 181 466
Driftsinntekt	17 269 735	18 619 588	19 879 978	20 454 147	19 966 221
Arbeidskapital driftsinntekt	45,58%	40,58%	41,84%	39,03%	35,97%
Gjennomsnittlig Arbeidskapital	40,60%				

Figur 23 – Historiske Arbeidskapital – Lerøy Årsrapporter 2016-2020

Arbeidskapital utregnes ved å ta omløpsmidler minus kortsiktig gjeld. Dette sier noe om selskapets disponible likviditet, hvis man trekker ifra kortsiktig gjeld. Vi ser fra de historiske tallene at arbeidskapitalandelen av driftsinntektene har gått ned en god del fra 45,58% til 35,97%. Vi ser ikke for oss at dette er noe som kommer til å senkes vesentlig ytterligere, og ser for oss at det over de neste årene vil nærme seg det utregnede gjennomsnittet på 40,6%. (Lerøy Seafood Group ASA, 2022)

Estimerte fremtidige verdier

År	2021	2022	2023	2024	2025
Driftinntekter	20 864 701	22 241 771	23 709 728	24 776 666	25 891 616
Arbeidskapital	7 697 930	8 412 048	9 186 899	9 829 848	10 512 060

Vi har regnet oss frem til en gjennomsnittlig arbeidskapitalandel av driftsinntekter på 40,60%.

Vi setter dermed dette tallet som et estimat for i årene fremover. Ettersom

at andelen i 2020 var 35,97%, vil dermed 2021 se en ganske stor vekst.

Figur 24 – Prognose for fremtidig arbeidskapital

Vi har utregnet ett gjennomsnitt for de siste 5 årene på 40,6% av driftsinntektene. Vi kan dermed ikke se for oss at det er realistisk at dette er noe som kan økes til momentant. Vi har derfor fordelt økningen på 0,93% over de neste 5 årene, hvor arbeidskapitalandelen av driftsinntektene i 2025 er på 40,60%.

6.5 Investeringer

År	2016	2017	2018	2019	2020
Netto investering i varige driftsmidler	-742 095	-1 463 917	-1 657 067	-1 192 986	-1 183 730
Netto investering i immatrielle eiendeler	-535	-20 323	-91 632	-2 304	-182 787
Netto investeringsnivå	-742 630	-1 484 240	-1 748 699	-1 195 290	-1 366 517
Driftsinntekter	17 269 735	18 619 588	19 879 978	20 454 147	19 966 221
Investeringsandel av driftsinntekter	4,30%	7,97%	8,80%	5,84%	6,84%
Gjennomsnitt	6,75%				

Figur 25 – Historiske netto investeringsnivå – Lerøy Årsrapporter 2016-2020

Netto investeringsnivå utregnes av de investeringene gjort i varige driftsmidler og immaterielle eiendeler. Vi velger igjen å sette dette opp mot driftsinntektene som gir en indikasjon av selskapets vekst i årene fremover. Vi ser at også her er investeringsnivået svært ulikt fra år til år, og vi forventer at andelen av driftsinntektene vil være nærmere hva de var i 2020 for årene fremover. Vi setter dermed målet lik gjennomsnittet for perioden. (Lerøy Seafood Group ASA, 2022)

Fremtidig estimat

År	2021	2022	2023	2024	2025
Driftsinntekt	20 864 701	22 241 771	23 709 728	24 776 666	25 891 616
Netto investeringsnivå	1 408 607	1 501 575	1 600 679	1 672 710	1 747 982

Figur 26 – Prognose for fremtidig investeringsnivå

Selv om vi har valgt å bruke et estimerte tall for å kunne komme opp med fremtidige kontantstrømmer, er fortsatt disse tallene svært usikre. Bransjen ser for tiden store endringer, og det forventes at selskaper i oppdrettsbransjen må gjøre store investeringer i bærekraftige løsninger og ny teknologi.

6.6 Kontantstrømoppstilling

Ved sammen de ulike postene som tidligere er nevnt og skatt til 22% får vi følgende kontantstrømoppstilling.

År	2021	2022	2023	2024	2025
Driftsinntekt	20 864 701	22 241 771	23 709 728	24 776 666	25 891 616
Driftskostnad	17 922 866	19 055 646	20 260 020	21 540 514	22 901 940
EBITDA	2 941 835	3 186 126	3 449 708	3 236 152	2 989 676
Avskrivinger	-1 043 235	-1 112 089	-1 185 486	-1 238 833	-1 294 581
EBIT	1 898 600	2 074 037	2 264 222	1 997 318	1 695 095
Resultat før skatt	1 898 600	2 074 037	2 264 222	1 997 318	1 695 095
Skatt 22%	-417 692	-456 288	-498 129	-439 410	-372 921
Resultat etter skatt	1 480 908	1 617 749	1 766 093	1 557 908	1 322 174
Avskrivinger	1 043 235	1 112 089	1 185 486	1 238 833	1 294 581
Endring i arbeidskapital	516 464	714 119	774 850	642 950	682 212
Netto investeringsnivå	-1 408 607	-1 501 575	-1 600 679	-1 672 710	-1 747 982
CF	1 631 999	1 942 381	2 125 750	1 766 981	1 550 985

Figur 27 – Prognose for fremtidige kontantstrømmer

7. Markedsverdi på egenkapitalen

For å finne markedsverdien på egenkapitalen og komme frem til en endelig estimert

aksjekurs, må vi først regne ut egenkapitalkostnaden ved hjelp av kapitalverdimodellen.

Avkastningskrav på egenkapitalen kan regnes ut med kapitalverdimetoden (CAPM, figur 28).

Denne formelen viser den forventede avkastningen en investor har på sin egenkapital basert på den risikoen han tar.

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

- R_e : Forventen avkastning på egenkapitalen
- R_f : Risikofri rente
- β_a : Relasjon mellom systematisk risiko og forventet avkastning
- R_m : Markedets risiko
- $(R_m - R_f)$: Markedets risikopremie

Statistikksentralen

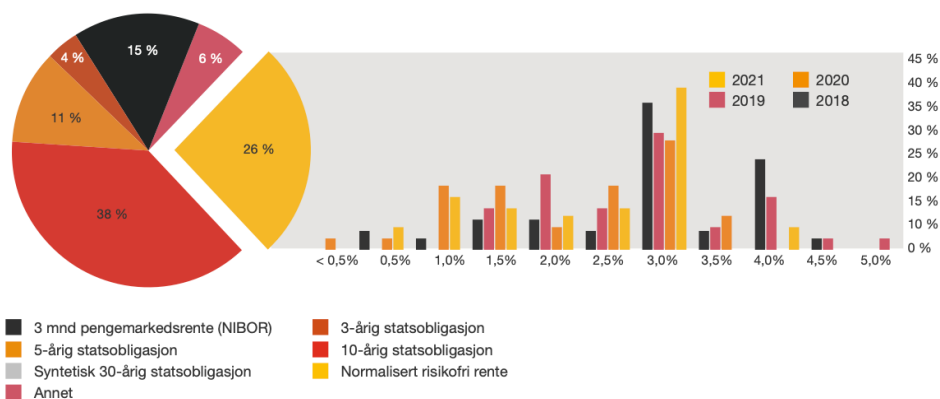
Figur 28 – Avkastning for egenkapital formel - (Kaldestad, Avkastningskrav, 2016)

7.1 Risikofri rente

Risikofri rente er som navnet antyder en teoretisk rente på en investering uten risiko. Det er mange som argumenterer for at den risikofrie renten ikke eksisterer grunnet at alle investeringer har en eller annen form for risiko. (Kaldestad, Avkastningskrav, 2016) Et eksempel det som kan være risikofrie investeringer i Norge er for eksempel statsobligasjoner, dette grunnet at det er en veldig liten sannsynlighet for at staten ikke har mulighet til å tilbakebetale på obligasjonene.

4.1.2 Valg av risikofri rente

4.1.3 Spredning innenfor «Normalisert risikofri rente»

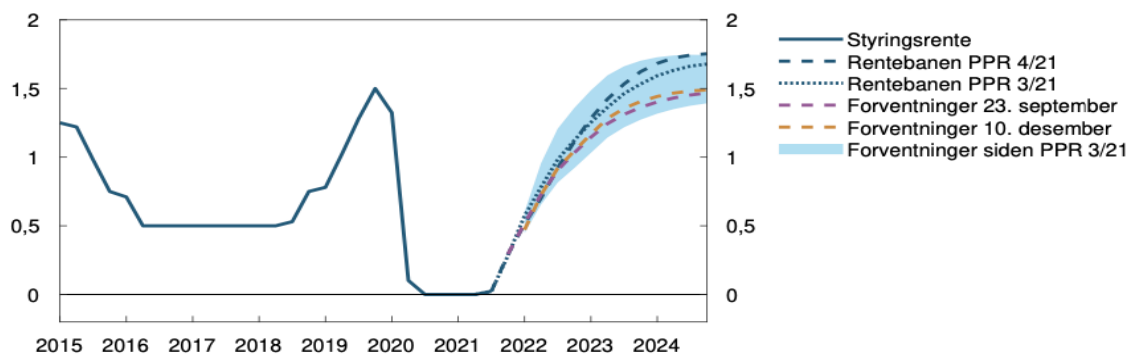


Figur 29 – Risikofri rente – (PWC, 2021)

PWC har de siste 11 årene hatt en årlig undersøkelse om risikopremien i det norske markedet, i samarbeid med Norske finansanalytikers forening. Dette gir en god indikasjon på hvilke renter personer innen foreningen bruker for å regne ut sin avkastning på egenkapitalen. Som en kan se fra undersøkelsen er det 38% som velger den 10-årige statsobligasjonen og 11% som velger den 5-årige. Det er disse vi vil bruke for å finne den risikofrie renten.

Figur 4.5 Små endringer i markedets styringsrenteforventninger

Prosent



Kilder: Thomas Reuters og Norges Bank

Figur 30 – Styringsrenten prognose – (Norges Bank, u.d.)

Per 30.06.2021 var 5 år statsobligasjoner på 1,11% mens 10 år statsobligasjoner var på 1,36%. For å få en videre tilnærming av den risikofrie renten må en også se på styringsrenten og dens endringer i nær fremtid. Styringsrenten har vært veldig lav i en god stund, grunnet som nevnt tidligere lavkonjunkturen skapt av covid, men den økte i desember fra 0,25% til 0,5%. Det er også spådd at den skal øke ytterligere to til tre ganger til i løpet av året med informasjon fra Norges Bank. Tidligere i oppgaven kom vi frem til at den norske kronen

styrker seg grunnet høyere olje- og gasspriser, vi ser det derfor som sannsynlig at disse rentehevingene kommer til å innføres. På grunn av dette og rentene på statsobligasjonene tror vi at den risikofrie renten kommer til å ligge på ca. 1,10% i årene fremover.

7.2 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er som nevnt ovenfor i formelen differansen mellom markedets risiko og den risikofrie renten. Desto mer usikkert et marked er desto høyere er markedsrisikopremien. Dette er grunnet at en investor forventer å få mer tilbake på sin investering ved høyere risiko. (Kaldestad, Avkastningskrav, 2016) I følge PWC (PWC, 2022) ligger markedsrisikopremien i det norske markedet på 5%. Videre fra undersøkelsen kan en se at den har holdt seg veldig stabil på 5% de siste åtte årene. Vi setter derfor markedets risikopremie på 5% i denne oppgaven.

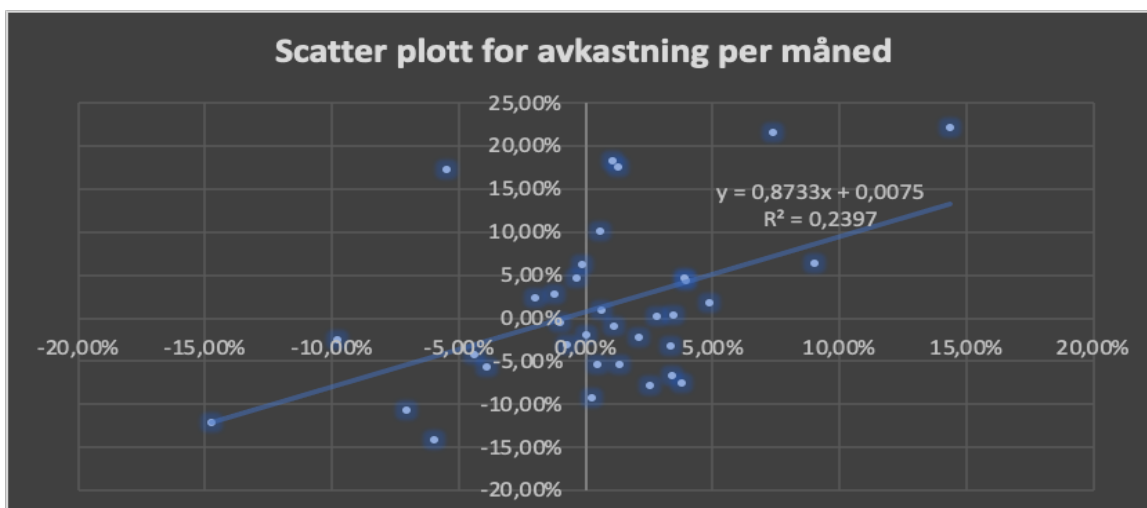
7.3 Beta

Beta er et mål på risiko i forhold til markedet. Dette vil si at hvis for eksempel Lerøy har en beta på en, så vil Lerøys aksjeverdi bevege seg likt med svingningene i markedet. En beta på 1.5 vil si at Lerøy sine aksjer beveger seg 50% mer enn markedet. Det er også mulig for at betaen kan være negativ. Dette vil si at Lerøy sine aksjer beveger seg i motsatt retning av markedet. Betaen regnes ut fra kovariansen mellom Lerøy og markedet samt variansen til markedet, som vist i formelen under. (Kaldestad, Avkastningskrav, 2016)

$$\beta = \frac{Cov(R_e, R_m)}{Var(R_m)}$$

Figur 31 – Beta formel – (Kaldestad, Avkastningskrav, 2016)

For å finne betaen er det gjort utregninger i to forskjellige markeds indekser i denne oppgaven. Den første markedsindeksen var OSEBX, som er Oslo Børs hovedaksjeindeks. Dette er en indeks som består av mellom 50-70 selskaper. Den andre indeksen som ble sett på var OSEAX, som består av alle aksjene det er mulig å handle på Oslo Børs. Målingene gjort på OSEBX børsen ga veldig urealistiske tall på 0.968, og vi vil derfor se bort i fra disse målingene i oppgaven. OSEAX var mer realistisk og resulterte i en beta på 0.873.



Figur 32 – Beta utregning – Historiske tall fra investing.com

Dagens næringsliv derimot har en utregnet verdi på ettårig beta på 0,74, og en treårig beta på 0,8. Ut ifra informasjonen over velger vi å sette betaen på 0,85 **ettersom** at vi antar at betaen er noe lavere enn det vi selv har utregnet. (Dagens Næringsliv, 2022)

$$Re = 1,1\% + 0,85 * 5\% = 5,35\%$$

Figur 33 - Utregning av CAPM

7.4 Gjeldskostnad

Gjeldskostnaden er avkastningskravet på gjelden og kan anses som den effektive renten på gjelden til selskapet. Den primære faktoren som utgjør avkastningskravet på gjelden til Lerøy, er kredittrisiko-premien utlåner krever av den bestemte låntageren, i dette tilfellet Lerøy. Kredittrisiko-premien har derfor en sammenheng med risikoen til selskapet og varierer deretter. (Kaldestad, Avkastningskrav, 2016)

Det er en rekke faktorer å ta hensyn til for å komme frem til kredittrisikopremien til Lerøy. Den fremste av disse handler om hvilken kredittvurdering selskapet har. En kredittvurdering gjøres av egne kredittbyråer som baserer seg på tidligere, statistiske data for å danne et inntrykk av hvordan selskapet vil håndtere sin fremtidige økonomi. (Kredittopplysningen, 2022) Utlånerne gjør deretter sine egne vurderinger omkring risikoen for å sette

risikopremien. En annen faktor som også spiller inn på risiko, er hvor mye kapital selskapet etterspør og gjeldsandelen selskapet har før forespørselen om nytt lån. Tilstrekkelig informasjon om Lerøy sin kredittvurdering er vanskelig å få tak i. Vi har i denne oppgaven derfor valgt å beregne gjeldskostnaden til Lerøy ved å ta rentekostnaden fra de fem siste årene og regne ut gjennomsnittet i prosent.

	2016	2017	2018	2019	2020
Netto rentebærende gjeld	3 433 487	2 262 167	2 546 412	2 641 431	2 520 768
Rentekostnad	150 670	191 605	203 557	238 475	235 704
Gjeldsrente	4.39%	8.47%	7.99%	9.03%	9.35%
Gjennomsnittlig rente	7.85%				

Figur 34 – Gjeldskostnad – Lerøy Årsrapport 2016-2020 - (Lerøy Seafood Group ASA, 2022)

Ved å bruke denne metoden kom vi frem til at gjeldskostnaden til Lerøy i nærmere fremtid bør tilsvare 7,85% før skattefradrag. Det er derimot verdt å merke seg at det er spådd en økning i styringsrenten fremover og altså da en økning i den risikofrie renten og vi velger derfor å øke gjeldskostnaden til å tilsvare 8,25% før skattefradrag.

7.5 Skatt

Skatt vil også ha en innvirkning på avkastningskravet ettersom det påløper skattefradrag på rentekostnadene. Dette tar WACC-modellen hensyn til da gjeldskostnaden beregnes etter skatt. Videre betyr dette at kontantstrømmene blir neddiskontert med avkastningskravet til totalkapitalen etter skattefradragene på gjelden. Skattesatsen er her satt til 22%.

7.6 WACC

For å få et realistisk og representativt bilde av avkastningskravet til Lerøy er det også nødt for og tas med egenkapital og gjeldsandel i beregningen. Per 28.02.2022 er aksjen til Lerøy verdsatt til 76,8 NOK med 595 773 680 utestående aksjer. For å estimere markedsverdien på egenkapitalen multipliseres disse tallene får vi en markedsverdi tilsvarende 45 755 418 624 NOK. I Lerøy sin årsrapport for 2020 er det bokført en gjeld på 3 520 768 000. Til sammen utgjør dette en markedsverdi på totalkapitalen på 49 276 186 624 NOK for Lerøy.

Formel for WACC:

$$WACC = R_e \frac{E}{E + D} + R_D (1 - t) \frac{D}{E + D}$$

Figur 35 - Formel WACC

Avkastningskravet på totalkapitalen blir da:

$$WACC = 5,35\% \frac{45\,755\,418\,624}{49\,276\,186\,624} + 8,25\% * (1 - 22\%) \frac{3\,520\,768\,000}{49\,276\,186\,624} = 5,428\%$$

Figur 36 - Utregning WACC

7.7 Terminalverdi

Terminalverdien skal fortelle oss om verdien av kontantstrømmene som kommer i fremtiden og derav indikere verdien av selskapet fremover. Dette er en utregning av verdien etter de prognostiserte årene. Vi har tidligere budsjettert og estimert veksten og verdien av disse fra i dag og fem år fem i tid. Fra år fem og utover skal vi finne terminalverdien, også kalt «horizon value». Terminalverdien er en nåverdi av alle fremtidige kontantstrømmer etter år fem. Verdien baseres på en konstant vekstrate, g , som reflekterer den evige veksten til selskapet. Terminalverdien beregnes med Gordons formel: (Kaldestad, Terminalverdi, 2016)

WACC	5,428%
Inflasjon/Vekstrate	2,00%

Estimert CF	1 631 999	1 942 381	2 125 750	1 766 981	1 550 985
Terminalverdi					46 149 494

Figur 37 – Utregning av terminalverdi

Vekstraten g har en svært stor innvirkning på terminalverdien. Det er derfor viktig at denne prøves å settes så presist som mulig. Oppdrettsbransjen er et marked i vekst og det er derav gode utsikter for laks i fremtiden. På bakgrunn av at det er snakk om vekst i all fremtid må en ta hensyn til at veksten gradvis vil ta av. Langt frem i tiden vil den reelle veksten være tilnærmet null. Veksten vil på sikt bli vannet ut justert for inflasjon, for Lerøy vil det bety at det realistiske målet vil være å opprettholde virksomhetsverdien justert for inflasjon. Vi har

derfor valgt å benytte oss av en vekstrate som ligger på inflasjonsmålet til Norges Bank på 2%.

Med vekstraten på 2% vil Lerøy basert på våre estimerte kontantstrømmer få en terminalverdi på 46,149 milliarder kroner i 2025.

7.8 Virksomhets verdi

For å kunne finne virksomhetsverdien til Lerøy Seafood Group må vi neddiskontere de estimerte fremtidige kontantstrømmene + terminalverdien vi har funnet. Vi har valgt å benytte en WACC på 5,35%. Vi får derfor følgende virksomhetsverdi:

Estimert FCF	1 631 999	1 942 381	2 125 750	1 766 981	47 700 479
Estimert markedsverdi	43 161 834				

Figur 38 - Virksomhetsverdi

Som vi kan se i tabellen estimerer vi at Lerøy har en virksomhetsverdi på 44,883 milliarder norske kroner. (Kaldestad, Overgangen virksomhetsverdi til egenkapitaverdi, 2016)

7.9 Egenkapitalverdi

Når vi skal finne egenkapitalverdien til Lerøy må vi trekke fra den rentebærende gjeld fra virksomhetsverdien. Beregning av aksjekursestimatet vi får når vi benytter DCF-modellen gjør at vi må dele på antall utestående aksjer. (Kaldestad, Overgangen virksomhetsverdi til egenkapitaverdi, 2016) I dag har Lerøy 595 773 680 aksjer:

Estimert markedsverdi	43 161 834
Rentebærende gjeld	2 520 768
Egenkapitalverdi	40 641 066

Antall aksjer	595 773 680
Aksjekurs estimat 31.12.2020	68,216

Figur 39 – Egenkapitalverdi

Våre estimater tilsier en egenkapitalverdi på 40,641 milliarder kroner. Når vi deler dette på antall aksjer blir vi stående med en aksjekurs på 68,216 kr. Hvis en tar utgangspunkt i tidspunktet 28.12.2020 med en aksjekurs 60,56 kr viser vårt estimat en oppside i kursen på 7,656 kr eller 12,64%. Det finnes noen svakheter med DCF- metoden som for eksempel at aksjekursen er svært avhengig av terminalleddet og den jevne og stabile veksten inn i evig fremtid. Vi skal derfor senere benytte oss av en sensitivitetsanalyse for å beregne hvilken virkning små endringer i ulike parametere vil ha på aksjekursen. I tillegg vil vi benytte oss av en komparativ verdsettelse av Lerøy for å estimere aksjekursen på bakgrunn av markedets prissetting i bransjen. (Kaldestad, Terminalverdi, 2016)

8. Multippel analyse

For å videre kunne vurdere om vår verdsettelse av Lerøy er korrekt velger vi å gjennomføre en multippel analyse. Dette vil si at vi sammenligner Lerøy med andre lignende selskaper ved hjelp av nøkkeltall som representerer aksjepris og resultat. Fordelen med å gjennomføre en slik analyse er at det kan være svært hjelpsomt dersom det er mye usikkerhet rundt aksjeprisen og kan gi et mer realistisk syn. Den er også svært enkel, lite tidkrevende og gir et godt innblikk i forhold til kontantstrømmene. Ulempen er derimot at det er vanskelig å finne gode sammenlignbare selskaper. Selskaper som opererer i samme bransje og/eller marked har ofte enkelte eller flere forskjeller som gjør at de differensierer seg fra hverandre. Dette er noe som særlig kommer frem i laksebransjen, ettersom at enkelte selskaper driver kun med lakseoppdrett, mens andre er også involvert i andre deler av fiskenæringen. Teknologi og oppdrettlisenser er også en faktor som kommer til å påvirke dette. Det er også enkelt å misbruke analysen, og det kan være mange forhold med stor betydning som ikke tas i betraktning. For å kunne best mulig kunne motarbeide dette vil vi sammenligne Lerøy med flere av de store selskapene i bransjen, i håp om at dette gir de mest realistiske tallene. Vi har tidligere skrevet om Mowi, SalMar, Grieg Seafood og Norway Royal Salmon, og mener at disse er de selskapene som ligner mest på Lerøy, og det er disse som vil fungere best til å sammenligne med. I analysen har vi bestemt oss for å bruke P/E (Price per share/earnings per share), P/B (Price per share/book value per share) og EV/EBIT (Enterprise value/Earning before interests and taxes). (Kaldestad, Multippelvurderinger, 2016)

8.1 P/E

P/E eller pris til fortjeneste gir en indikator på hva prisen på en aksje er i forhold til hvor mye selskapet greier å genere i resultat per aksje. En høy P/E verdi indikerer at investorer har store fremtidige forventninger for selskapet, og at prisen per aksje har økt mer enn hva resultatet har gjort. En altfor høy P/E verdi kan gi en indikasjon på at aksjen er overvurdert. En lav P/E verdi kan derimot mene at aksjeverdien har falt, men resultatet har opprettholdt seg. Dette kan forekomme av det er fremtidige forventninger om at selskapet vil ha lavere inntjening i fremtiden. I motsetning til høy P/E verdi kan lav P/E verdi gi en indikasjon på at en aksje er undervurdert. Investorer er ofte ute etter forskjellige P/E verdier, ut ifra hva dem ser etter i et selskap. Det er også en rekke faktorer som P/E ikke tar i betraktning som gjeld makroøkonomiske endringer. (Kaldestad, P/E, 2016)

Formel for P/E:

$$\frac{P}{E} = (\text{PRIS PER AKSJE}) / (\text{RESULTAT PER AKSJE})$$

	Lerøy	Mowi	SalMar	NRS	Grieg
Aksjepris	60,56	191	503,6	214,6	85
EPS	1,33	2,43	17,06	1,72	-5,21
P/E	45,64	78,75	29,51	124,63	-16,33
Bransjesnitt	54,13				

Figur 40 – P/E utregning – Årsrapporter 2020 fra samtlige selskaper

Året 2020 ser ut til å være et ganske turbulent år for hele bransjen. Grieg Seafood halverte nesten driftsinntektene fra året før, og ender dermed opp med å i minus ved årets ende. Vi ser også svært urealistiske verdier for enkelte av selskapene. NRS hadde en P/E-verdi på 124,63 i en bransje som normalt ligger på rundt 30. Det kan godt være at forventningene til NRS på den tiden var svært høye, men når vi ser på dagens estimerte P/E verdier gjort av Nordnet, ser vi at også denne skal ligge på rundt 30. Etersom at både NRS og Grieg Seafood har svært urealistiske tall ser vi ikke noe grunnlag for å ta dem med i beregningen av bransjesnittet, og ender opp med å kun bruke Mowi og SalMar. Utregningen av justert kurs for Lerøy vil være på kr 71,99 per aksje.

8.2 P/B

Price to book value sier noe om hvor mye du betaler for den bokførte verdien av egenkapitalen. For eksempel vil en P/B verdi på 4 bety at du betaler 4 ganger så mye for aksjen for hva den bokførte verdien for egenkapitalen per aksje er verdt. På lik linje som P/E verdien, vil en høy P/B verdi bety at det er større forventninger for de fremtidige resultatene til selskapet, og du må dermed betale mer for en aksje. Og på samme måte, hvis P/B verdien er lav, er det muligens forventet at selskapet i fremtiden vil frembringe dårligere resultater. En fordel med å bruke P/B fremfor P/E, er at den vil gi et annet inntrykk av selskaper som har bokført positiv EK, men danner negative årsresultat. (Kaldestad, P/B, 2016)

Formel for P/B:

$$\text{Price to book value} = (\text{aksjepris}) / (\text{bokført egenkapital per aksje})$$

	Lerøy	Mowi	SalMar	NRS	Grieg
Aksjepris	60,56	191	503,6	214,6	85
Bokført EK	17 632 769	24 990 340	10 986 902	3 130 692	4 370 918
Bokført EK per aksje	29,61	48,33	93,35	72,18	38,92
P/B	2,05	3,95	5,39	2,97	2,18
Bransjesnitt	3,63				
Justert snitt	3,04				

Figur 41 – P/B utregning – Årsrapporter 2020 fra samtlige selskaper

Vi ser ut ifra tallene at SalMar er en klar bransjeutstikker, og egner seg derfor ikke å sammenligne med. Men Lerøy er likevel det selskapet med lavest P/B verdi, som kan gi en indikasjon på at aksjeprisen er underpriset. Det nye kursmålet for aksjen vil være kr 90,01 per aksje, noe som virker veldig urealistisk, ettersom at det er nesten en 50% økning i aksjepris. Den mest logiske grunnen er at investorer ved utgang av 2020 ikke hadde så stor tro på de fremtidige resultatene til Lerøy.

8.3 EV/EBIT

Virksomhetsverdi delt på driftsresultatet gir en indikasjon på et selskaps verdi i forhold til driftsresultatet. Verdien man kommer frem til har mye i likhet med P/E-verdien, men fjerner de skattefordelene hvert selskap har, for å sette de faktiske resultatet mer i perspektiv. Ulikt i forhold til hva EV/EBITDA gjør, inkluderer denne avskrivinger av immaterielle og fysiske eiendeler. (Kaldestad, EV/EBIT, 2016)

$$\frac{EV}{EBIT} = (\text{Markedsverdi} + \text{netto rentebærende gjeld}) / (\text{driftsresultat før skatt})$$

	Lerøy	Mowi	SalMar	NRS	Grieg
Markedsverdi	36 062 021 715	98 768 218 381	59 272 530 497	9 308 209 762	9 546 695 185
Netto rentebærende gjeld	3 520 768 000	15 371 536 000	4 893 000 000	1 521 580 000	3 931 000 000
Enterprise Value	39 582 789 715	114 139 754 381	64 165 530 497	10 829 789 762	13 477 695 185
EBIT	1 122 904 000	1 443 980 000	2 827 968 000	107 609 000	233 057 000
EV/EBIT	35,25	79,05	22,69	100,64	57,83
Bransjesnitt	65,05				
Justert snitt	53,19				

Figur 42 – EV/EBIT utregning – Årsrapporter fra samtlige selskaper

Vi ser at igjen ligger Lerøy på den lavere siden av bransjen med en verdi på 35,25. NRS ligger i likhet med hva de gjorde på P/E som en utstikker, og vi velger dermed å ikke inkludere denne i beregningen av snittet. Snittet ender opp med å bli 53,19, som betyr at Lerøy får nytt kursmål på kr 94,38 per aksje. Noe som igjen virker som et veldig urealistisk kursmål for selskapet.

$$\text{Estimert Kursmål} = ((53,19 * 1\,122\,904\,000) - 3\,520\,768\,000) / 595\,475\,920 = 94,38$$

8.4 Oppsummering multipl analyse

Vi har i multipl analysen sammenlignet Lerøy med sine nærmeste konkurrenter med en rekke verdier. Vi får en rekke kursmål for selskapet, men det stilles en rekke spørsmål til hvor valide de ulike tallene er i den store sammenhengen. P/E verdien vi får oppgitt anses til å være den mest realistiske og vektlegges 70% i utregningen av det virkelige kursmålet. P/B og EV/EBIT anses begge til å være lite troverdig og begge vektlegges 15% hver. Det vektlagte snittet for kursmålet ender opp på 78,052 kr per aksje. Sammenlignet med aksjeprisen vi kom frem til i den fundamentale analysen på 68,216, er dette en ganske stor forskjell.

LERØY	Kursmål
P/E	71,99
P/B	90,01
EV/EBIT	94,38
Vektlagt snitt	78,052

Figur 43 – Vektlagt snitt kursmål multipl analyse

Sammenlignet med hva Nordnet viser i sine beregninger, får vi veldig store ulikheter i bransjen, noe som har en effekt på hvor realistiske de forskjellige estimerte aksjekurs målene for Lerøy er. På grunn av dette vil dermed vektleggingen av denne analysen bli mindre enn hva vi håpet på når vi skal komme frem til en endelig estimert aksjepris for selskapet.

9. Sensitivitetsanalyse

Når vi gjennomfører en sensitivitetsanalyse, er det for å se hvilken påvirkningskraft og hvor sårbare våre estimater på aksjekursen er for endringer. Vi har valgt å se på faktorene i avkastningskravet, i tillegg til vekst- og andelsratene funnet i den fundamentale verdsettelsen.

Idet vi skal se på endringene i sensitivitetsanalysen har vi som forutsetning at alle andre faktorer holdes konstant når vi gjør endringer i en spesifikk parameter. Dette er for å se hvilken påvirkningskraft den enkelte faktoren har isolert sett. Det kan ofte være tilfeller der en vil oppleve endringer i flere faktorer samtidig, men det vil være vanskelig å estimere vektlegging og hvordan den enkelte faktoren har på totalvirkningen. Endringer i omsetningsutvikling vil påvirke andre poster som også har en sammenheng med omsetning. Det kan som for eksempel lønnskostnad, varekostnad, arbeidskapital, og andre. De korrelerer tett med omsetningen, men vi har valgt å holde disse uavhengig av omsetningen noe våre beregninger også bærer preg.

Til å begynne med ser vi på underliggende faktorer i avkastningskravet og hvordan aksjekurs-estimatet responderer på endringer. Neste steg vil være å se på hvordan gjeldskostnaden påvirker avkastningskravet og kurs. Hvor vi til slutt ser på kurssensitiviteten sett i lys av WACC. Neste del av sensitivitetsanalysen vil være å se på endringer i vekst- og andelsrater funnet i den fundamentale analysen. Vi har valgt å se på endringer i omsetningsutvikling og netto investeringsnivå.

9.1 Endringer i avkastningskrav

Her skal vi se på hvor sensitiv vår estimerte aksjekurs er for endringer i de underliggende faktorene i avkastningskravet på totalkapitalen, WACC.

9.1.1 Risikofri rente

Risikofri rente er en viktig faktor i beregningen av avkastningskravet. Ved en høy risikofri rente, har markedet en tendens til å trekke penger fra investeringer i aksjemarkedet.

Risikofri rente	0,7%	0,8%	1,0%	1,1%	1,3%	1,4%	1,6%	1,7%	1,9%	2,0%
Re	4,90%	5,05%	5,20%	5,35%	5,50%	5,65%	5,80%	5,95%	6,10%	6,25%
Wacc	5,01%	5,15%	5,29%	5,43%	5,57%	5,71%	5,85%	5,98%	6,12%	6,26%
Aksjepris	77,991	74,448	71,205	68,225	65,478	62,936	60,578	58,384	56,338	54,425

Figur 44 – Sensitivitetsanalyse risikofri rente

Ved første øyeblikk ser vi at det er vesentlige variasjoner i aksjekurs fra en risikofri rente på 0,7% og 2,0%. En nedjustert risikofri rente vil gi oss en høyere aksjepris, noe som kommer av at vi vil diskontere de fremtidige kontantstrømmene med en lavere rente som følge av et direkte utslag i avkastningskravet. Penger i morgen er verdt mer ved et lavt avkastningskrav kontra et høyt. Ved en endring i risikofri rente på +0,1 prosentpoeng opplever man en endring i aksjekurs på omtrent 4,2%. Av den grunn kan vi konkludere med at estimatet i aksjekursen til Lerøy er marginalt sårbart for endringer i den risikofrie renten, men ved store renteendringer vil det ha en vesentlig påvirkning på forventet aksjekurs.

9.1.2 Beta

Beta er en viktig faktor i beregningen av WACC og sier noe om hvordan aksjekursen responderer i forhold til markedet. Vi har valgt å gå ut ifra en beta på 0,85 som beskrevet tidligere. Det betyr at vi kan forvente mindre svingninger i aksjekursen til Lerøy enn i markedet.

Beta	0,65	0,70	0,75	0,80	0,85	0,90	0,95	1,00	1,05	1,10
Re	4,35%	4,60%	4,85%	5,10%	5,35%	5,60%	5,85%	6,10%	6,35%	6,60%
Wacc	4,50%	4,73%	4,96%	5,20%	5,43%	5,66%	5,89%	6,12%	6,36%	6,59%
Aksjepris	94,351	86,157	79,245	73,336	68,225	63,762	59,829	56,338	53,217	50,412

Figur 45 – Sensitivitetsanalyse Beta

Som det fremkommer av tabellen er estimatet meget sensitivt når det kommer til beta. En høy beta gjør at investorene krever vesentlig mer betalt for å investere. En beta på 0,7 estimerer en aksjekurs på 86,157, mens en beta på 1 som perfekt korrelert kurs med markedet gir en aksjekurs på 56,338. Dette tilsvarer en oppgang på henholdsvis ca. 26% eller en nedgang på

17% hvis en tar utgangspunkt i aksjekursen 68,225 ved en beta på 0,85. Modellen kan derfor sies å være veldig sensitiv for endringer i beta.

9.1.3 Markedets risikopremie

Markedets risikopremie er et påslag man benytter i beregningen av avkastningskravet. Den norske standarden er 5% påslag, noe som vi også har valgt å ta utgangspunkt i. Risikopremien er tett knyttet opp til betaen da den fungerer som en multiplikator.

Markedets risikopremie	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%	5,5%	6,0%	6,5%	7,0%	7,5%
Re	3,65%	4,08%	4,50%	4,93%	5,35%	5,78%	6,20%	6,63%	7,05%	7,48%
Wacc	3,85%	4,24%	4,64%	5,03%	5,43%	5,82%	6,22%	6,61%	7,01%	7,40%
Aksjepris	128,221	105,319	89,262	77,378	68,225	60,959	55,049	50,147	46,014	42,483

Figur 46 – Sensitivitetsanalyse markedets risikopremie

En liten endring på 0,5% poeng vil gi vesentlige utslag. Fra utgangspunktet på 5% og en aksjekurs på 68,225 oppleve en nedgang på 10,66% poeng ved en økning i risikopremien på 0,5%. Tilsvarende vil man oppleve en oppgang i estimert aksjepris 13,42% ved en nedgang på 0,5%. Årsaken til at det er så store endringer er den store diskonteringseffekten langt frem i tid. Med tanke på at markedet har hatt en uendret markedsrisiko i lang tid anser vi sårbarheten i aksjeestimatet som noe begrenset, det på grunn at vi ser en endring i denne som svært lite sannsynlig.

9.1.4 Gjeldskostnad

Hva en må betale for å låne penger inngår i avkastningskravet på totalkapitalen og vil av den grunn kunne bidra til variasjoner i denne. Vi skal derfor se på hvilken effekt en eventuell endring i renten har å si for estimatet i aksjekursen.

Gjeldskostnad	7,25%	7,50%	7,75%	8,00%	8,25%	8,50%	8,75%	9,00%	9,25%	9,50%
Wacc	5,37%	5,39%	5,40%	5,41%	5,43%	5,44%	5,46%	5,47%	5,48%	5,50%
Aksjepris	69,388	69,094	68,802	68,513	68,225	67,941	67,658	67,378	67,100	66,824

Figur 47 – Sensitivitetsanalyse gjeldskostnad

Som vi ser ut ifra tabellen er det svært liten endring i aksjeestimatet selv om en foretar en renteendring på 2,25% poeng. Vi har valgt å benytte estimer fra 7,25% til 9,5%. Ved en økning fra laveste til høyeste rente viser estimatet i aksjekurs kun en endring på omtrent 2,5

kroner. Endringene i gjeldskostnaden har derfor liten sårbarhet på aksjekursen og påliteligheten.

9.1.5 Vekstrate g

Vekstraten er en faktor som sier noe om hva selskapet kan forvente at det vokser med i all fremtid. Faktoren har derfor mye å si for terminalverdien (horizon value) til selskapet. Raten vil endre seg fra år til år, og nærme seg en realverdi på tilnærmet null i fremtiden. Vi har tatt utgangspunkt i en vekstrate på 2% som samsvarer med inflasjonsmålet.

Vekstrate	1,60%	1,70%	1,80%	1,90%	2,00%	2,10%	2,20%	2,30%	2,40%	2,50%
Aksjepris	61,792	63,269	64,827	66,473	68,216	70,063	72,024	74,111	76,336	78,712

Figur 48 – Sensitivitetsanalyse Vekstrate

Som det fremgår av tabellen, er det estimatforskjeller av noe størrelse. Hvis en tar utgangspunkt i inflasjonsmålet $\pm 0,2\%$ poeng ser en at det skiller rundt 6 kroner i estimatet. Vi ser ikke på det som sannsynlig at det vil foreligge større endringer enn dette. Selv om det i kortere perioder som kan oppstå situasjoner som påvirker vekstraten, tror vi at den ”evige” veksten ikke vil endre seg drastisk.

9.1.6 WACC

Avkastningskravet på totalkapitalen har innvirkning på aksjeestimatet. Vi har derfor valgt å oppsummere dette i en tabell for å vise virkningen ulike avkastningskrav har på estimatet.

WACC	3,50%	4,00%	4,50%	5,00%	5,43%	6,00%	6,50%	7,00%	7,50%	8,00%
Aksjepris	158,504	118,390	94,311	78,249	68,216	58,152	51,444	46,073	41,674	38,005

Figur 49 – Sensitivitetsanalyse WACC

Som vi ser i tabellen, legger vi fort merke til hvor sårbar estimatet vårt er for endringer i avkastningskravet på totalkapitalen. Vårt estimat er sensitivt for endringer i WACC både oppover og nedover. Endringer i WACC ser vi derfor på som en stor sårbarhet i våre estimater, spesielt med tanke på at det er mange påvirkningsfaktorer som kan bidra til denne endringen kravet.

9.2 Endringer på konkrete kontantstrøm poster

9.2.1 Endring i driftsinntekter:

Vi valgte i vår DCF analyse å sette estimert fremtidig ending i driftsinntekter på en fremtidig estimert vekst på 4,5%, hvor 2022 og 2023 hadde en økning til 6,60%. 2020 var et dårlig år for Lerøy, og vi så det dermed ikke hensiktsmessig å basere den fremtidige vekst på gjennomsnittet de siste årene. I denne analysen vil vi i motsetning basere oss på at det er lik vekst alle årene fremover.

Omsetningsutvikling	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%	5,5%	6,0%	6,5%	7,0%
Aksjekurs	-5,665	14,585	35,251	56,337	77,852	99,802	122,192	145,031

Figur 50 – Sensitivitetsanalyse driftsinntekter

Som du ser i tabellen over er det sterk endring i aksjepris ut ifra endringer i omsetningsutviklingen i årene fremover. Dette er hovedsakelig på grunn av en stor svakhet i vår modell. I modellen vår blir ikke driftskostnader påvirket av endringer i driftsinntektene, og vil dermed da holde seg konstant på endringsnivået på 6,32%. Driftskostnader vil dermed nærme seg inntektene, noe som fører til negativ kontantstrøm i 2025. Dette vil igjen sterkt påvirke terminalverdien, og til slutt aksjeprisen. Vi vil si at driftskostnadene er i hovedsak sterkt avhengig av driftsinntektene, og med en annen modell vil vi dermed se svært mindre drastiske tall i denne analysen.

9.2.2 Endring i netto investeringsnivå:

Vi valgte i vår analyse å sette ned investeringsmålet av driftsinntektene ned fra 6,75%. Dette er grunnet at Lerøy i perioden 2017 til 2018 hadde en stor økning i investeringsnivået sitt, men som igjen gikk ned til 5,84% i 2019. Den hadde igjen en økning i 2020, noe som godt kan være grunnet nedgangen i driftsinntekter det året. Vi tror at Lerøy fremover vil prøve å holde sin investeringsandel av driftsinntektene på rundt 6,5%.

Netto investeringsmål	4,0%	5,0%	6,0%	7,0%	8,0%	9,0%	10,0%	11,0%
Aksjekurs	100,145	88,539	79,933	65,328	53,722	42,116	30,51	18,904

Figur 51 – Sensitivitetsanalyse investeringsnivå

Som vi ser i tabellen over, blir aksjekursen sterkt påvirket med endringer i investeringsandelen. Store endringer kan være katastrofalt for Lerøy, og dette er dermed et svært viktig nivå å holde øye på. Netto investeringsnivå har en negativ effekt på

kontantstrømmene, og vil dermed senke aksjekursen jo høyere den er. Med tanke på aksjekursen mener vi at Lerøy burde holde seg på mellom 5%-7% netto investeringsandel av driftsinntektene, ettersom det er disse som gir de mest realistiske aksjekursene for selskapet.

10. Konklusjon

Vi hadde som formål i denne oppgaven å verdsette Lerøy Seafood Group ASA. Vi kom frem til at dette hovedsakelig kunne gjøres på to måter. Gjennom en fundamental analyse er det mulig å regne seg frem til en estimert markedsverdi for egenkapitalen og en aksjepris for selskapet. Vi valgte også å gjennomføre en komparativ analyse for å kunne sette selskapets verdi i lys av andre lignende selskaper i bransjen, noe som kunne vise oss noe om hvordan selskapet er priset i forhold til sine konkurrenter.

Vi har i tillegg gjennomført en strategisk analyse som skulle legge grunnlaget for beslutningene vi foretok i vår fundamentale analyse. Regnskapsanalysen var også et redskap vi brukte som videre skulle gi oss et innblikk i selskapet. Både regnskapsanalysen og den strategiske analysen, samt bransje analysen, hadde alle en påvirkningsfaktor når det kom til estimering av fremtidige kontantstrømmer. Kontantstrømanalysen vi gjennomførte, tillot oss å kunne komme frem til en terminalverdi, og dermed en markedsverdi for egenkapitalen.

Vi regnet oss frem til en markedsverdi på egenkapitalen på slutten av året 2020 ved å trekke fra den rentebærende gjelden på 2,250 milliarder fra den estimerte markedsverdien av selskapet på 43,161 milliarder, hvor vi endte opp på 40,641 milliarder norske kroner. Basert på antallet aksjer i selskapet ga oss dette en verdi på 68,216 kr per aksje. Sammenlignet med den faktiske aksjeprisen på den tiden på 60,56 kr, tok vi dermed til konklusjonen at Lerøy på den tiden var underpriset på markedet.

Vi gjennomførte deretter en komparativ analyse med andre lignende selskaper i bransjen, hvor vi sammenlignet verdier vi mente på tiden var mest relevant. Hensikten bak analysen er å basere seg på andre selskaper i bransjen, for å kunne komme frem til hva Lerøy burde ha i aksjepris. Dessverre var tallene for året 2020 ganske turbulent og vi mener at mye av nytten av analysen dermed forsvant.

Snittet for denne analysen endte opp på 78,052 kr per aksje, men på grunn av faktorene nevnt over velger vi å kun vektlegge denne med 20%, og aksjeprisen vi kom frem til i den fundamentale analysen 80%. Dette gjør at vi ender opp med en aksjepris på 70,183kr på tidspunktet 28.12.2020. Sammenlignet med daværende aksjepris på 60,56 kr per aksje er dette en oppgang på 9,62 kr eller 15,89%. Vi mener altså at Lerøy på dette tidspunktet var svært underpriset. Dette kan forklares ved at investorer på den tiden ikke hadde tilgang til de samme opplysningene vi har nå i dag.

11. Kritikk av oppgaven

Til å begynne er mye av punktene tatt opp i den strategiske analysen kun basert på laks og hvilke virkninger den har. Dette vil si at begrunnelsene brukt i den fundamentale analysen er for det meste kun basert på omtrent 60% av selskapets virksomhet. Dette er klart en stor negativ side ved vår verdsettelse, ettersom at Lerøy er involvert i langt flere markeder enn kun laks, noe som kan gi feile resultater i våre resultater. Men vi har på bakgrunn av dette prøvd å vektlegge i henhold til hvor mye det står for i våre analyser.

Videre har vi valgt å benytte oss av tall fra 2020 og fem år tilbake i tid fra det tidspunktet. Dette er mye begrunnet at vi på tidspunktet dette blir skrevet (10.03.2022) ikke har tilgang på årsrapporter for året 2021, og kun kvartalsrapporter. Dette gjør åpenbart at våre analyser er utdaterte og vi har måtte se oss nødt til å ta forutsetningen at vi ikke har tilgang til tall og opplysninger i den fundamentale analysen etter 31.12.2020. Dette ble gjort for at estimatene gjort er faktisk estimer og ikke påvirket av faktiske hendelser.

Årsrapportene vi har benyttet i oppgaven er offentlige og sekundærdata og vi har ikke vært i kontakt med Lerøy direkte. Dette betyr at vi må være kritiske til tallene, ettersom at det ikke er sikkert alt som vi har tatt i bruk er upartiske kilder.

Modellen vi brukte i vår sensitivitetsanalyse var svært sårbar i enkelte av tilfellene for endringer. Dette er mye på grunn av at modellen ikke tok hensyn til at driftskostnader er i stor grad påvirket av driftsinntektene. Dette gjorde særlig at endringer i omsetning ga svært urealistiske tall.

Til å avslutte er det siste året i våre analyser året 2020. Dette året var en utstikker når det kommer til regnskapstall, og representerer ikke den faktiske finansielle stillingen til mange bedrifter. Dette har i stor grad påvirket mange av våre analyser, hvor vi har til beste evne prøvd å jobbe oss rundt dette for å komme frem til tall som best representerer fremtiden.

Referanser

Mowi. (2022, 01 18). *Mowi Salmon Industry Handbook 2021*. Hentet fra Mowi:

<https://corpsite.azureedge.net/corpsite/wp-content/uploads/2021/05/Salmon-Industry-Handbook-2021.pdf>

Fiskeridirektoratet. (2022, 01 18). *Akvakulturstatistikk: For hele næringen*. Hentet fra

fiskeridirektoratet: <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tall-og-analyse/Akvakulturstatistikk-tidsserier/Totalt-hele-naeringen>

Regjeringen. (2022, 01 19). *Regjeringen.no*. Hentet fra

<https://www.regjeringen.no/no/tema/mat-fiske-og-landbruk/fiskeri-og-havbruk/Norsk-havbruksnaring/id754210/>

Årsrapport. (2021, 04 14). *Lerøy Seafood*. Hentet fra

<https://www.leroyseafood.com/no/investor/rapporter-og-webcast/arsrapport-2020/finansiell-informasjon/>

Benjaminsen, C. (2021, 02 03). *Sintef*. Hentet fra <https://www.sintef.no/siste-nytt/2021/nasjonal-oppdrettsfisken-pa-land/>

Sala, E. m. (2021, 04 08). *Nature*. Hentet fra Nature.com:

<https://www.nature.com/articles/s41586-021-03371-z>

McVeigh, K. (2021, 03 17). *The Guardian*. Hentet fra theguardian.com:

<https://www.theguardian.com/environment/2021/mar/17/trawling-for-fish-releases-as-much-carbon-as-air-travel-report-finds-climate-crisis>

Fjeld, I. (2021, 04 14). *NRK*. Hentet fra <https://www.nrk.no/norge/bunntraling-frigjor-like-mye-karbon-som-flytrafikken-1.15422683>

Miljødirektoratet. (2022, 01 27). *Miljødirektoratet.no*. Hentet fra

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

Njåstad, M. (2021, 02 08). *Fiskeribladet*. Hentet fra <https://www.fiskeribladet.no/nyheter/oppdrettere-vil-ha-bort-det-rode-lyset-i-trafikklyssystemet/2-1-958937>

Fiskeri direktoratet. (2022, 02 05). Hentet fra <https://www.fiskeridir.no/Akvakultur/Tall-og-analyse/Akvakulturstatistikk-tidsserier/Laks-regnbueoerret-og-oerret/Matfiskproduksjon>

Lovdata. (2005, 06 17). *Lovdata*. Hentet fra https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2005-06-17-79/KAPITTEL_2#KAPITTEL_2

Redd Villaksen. (u.d.). *ReddVillaksen.no*. Hentet fra <https://reddvillaksen.no/oppdrett/>

NorgesBank. (2022). *NorgesBank.no*. Hentet fra <https://www.norgesbank.no/tema/Statistikk/valutakurser/?tab=currency&id=EUR>

Lerøy Seafood Group ASA. (2022, 02 15). *Lerøyseafood.no*. Hentet fra <https://www.leroyseafood.com/no/investor/rapporter-og-webcast/arsrapporter/>

Kaldestad, Y. (2016). Avkastningskrav. I *Verdivurdering* (ss. 152-190). Bergen: Fagbokforlaget.

PWC. (2021). *pwc.no*. Hentet fra <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/pwc-risikopremie-2021.pdf>

PWC. (2022). *pwc.no*. Hentet fra <https://www.pwc.no/no/publikasjoner/risikopremien.html>

Norges Bank. (u.d.). *Norgesbank.no*. Hentet fra https://www.norgesbank.no/contentassets/f3d034f860c24bc69e541aa39d2afde6/ppr_421.pdf?v=12/16/2021125440&ft=.pdf

Kaldestad, Y. (2016). Terminalverdi. I *Verdivurdering* (s. 121). Bergen: Fagbokforlaget.

Kaldestad, Y. (2016). Overgangen virksomhetsverdi til egenkapitaverdi. I *Verdivurdering* (ss. 191-208). Bergen: Fagbokforlaget.

Kaldestad, Y. (2016). Multiplervurderinger. I *Verdivurdering* (s. 226). Bergen: Fagbokforlaget.

Kaldestad, Y. (2016). P/E. I *Verdivurdering* (s. 228). Bergen: Fagbokforlaget.

Kaldestad, Y. (2016). P/B. I *Verdivurdering* (s. 233). Bergen: Fagbokforlaget.

Kaldestad, Y. (2016). EV/EBIT. I *Verdivurdering* (s. 232). Bergen: Fagbokforlaget.

Dagens Næringsliv. (2022, 03 17). *DNInvestor.no*. Hentet fra <https://investor.dn.no/#!/Aksje/S140/LSG/LerøySeafoodGroup>

Stikklestad, T. (2018). Strategi og utvikling. I *Ledelse i små og mellomstore virksomheter* (s. 276). Bergen: Fagbokforlaget.

Mowi ASA. (2022, 02 25). *Mowi.com*. Hentet fra <https://mowi.com/about/>

SalMar ASA. (2022, 02 05). *salmar.no*. Hentet fra <https://www.salmar.no/historie/>

Norway Royal Salmon. (2022, 02 20). *norwayroyalsalmon.com*. Hentet fra <https://norwayroyalsalmon.com/no/Om-NRS/Historie>

Grieg Seafood . (2022, 02 15). *griegseafood.com*. Hentet fra <https://griegseafood.com/about-us>

Lerøy Seafood Group. (2022, 02 15). *leroyseafood.com*. Hentet fra <https://www.leroyseafood.com/no/om-leroy/om-oss/>

Lerøy. (2021, April). *Årsrapport 2020*. Hentet fra Lerøy: <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/arsrapporter/arsrapport-2020.pdf>

Berge, A. (2019, Desember 27). *Russland stopper import av norsk laks og ørret via Hviterussland*. Hentet fra Ilaks: <https://ilaks.no/russland-stopper-import-av-norsk-laks-og-orret-via-hviterussland/>

Capia. (2019, April 5). *Hvorfor har lakseprisen økt så kraftig*. Hentet fra KBNN: <https://www.kbnn.no/artikkel/hvorfor-har-lakseprisen-okt-sa-kraftig>

Rye, V. (2021, desember 6). *Dette spiste nordmenn under koronaåret 2020*. Hentet fra Klartale: <https://www.klartale.no/norge/2021/12/06/dette-spiste-nordmenn-under-koronaaret-2020/>

Kristoffersen, T. (2017). Årsregnskapet. I *Finansiering* (Vol. 2). Bergen: Fagbokforlaget.

Jacobsen, I. (2015). *Hvordan gjennomføre undersøkelser* (Vol. 3.). Oslo: Cappelen Damm Akademisk.

Regjeringen. (2019, november 4). *Regjeringen.no*. Hentet fra <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2019-18/id2676239/?ch=4>

Berge, A. (2016, juli 13). *Håver inn på eget fôr*. Hentet fra ilaks: <https://ilaks.no/haver-inn-pa-eget-for/>

Fish pool. (2022). *Forward prices*. Hentet fra Fish Pool: <https://fishpool.eu/price-information/forward-prices-3/>

Lerøy. (2021, august 19). *kvartalsrapport Q1 2021*. Hentet fra Kvartalsrapport 2021: <https://www.leroyseafood.com/globalassets/02-documents/rapporter/kvartalsrapporter/q1-2021-rapport.pdf>

Kredittopplysningen. (2022). *Kredittrating*. Hentet fra Kredittopplysningen: <https://kredittopplysningen.no/kredittrating/>

